УНИВЕРЗИТЕТ У БАЊОЈ ЛУЦИ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Владо Вујанић

ПОЛИТИКА И ЕФЕКТИ ДЕВИЗНОГ КУРСА У ТРАНЗИЦИОНИМ ЗЕМЉАМА

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

Бања Лука, 2020. године

УНИВЕРЗИТЕТ У БАЊОЈ ЛУЦИ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Владо Вујанић

ПОЛИТИКА И ЕФЕКТИ ДЕВИЗНОГ КУРСА У ТРАНЗИЦИОНИМ ЗЕМЉАМА

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

Бања Лука, 2020. године

UNIVERSITY OF BANJA LUKA
FACULTY OF ECONOMICS

Vlado Vujanic

EXCHANGE RATE POLICY AND EFFECTS IN TRANSITION COUNTRIES

DOCTORAL DISSERTATION

Banja Luka, 2020.

Ментор: *Др Васиљ Жарковић, ванредни професор, Универзитет у Бањој Луци, Економски факултет*

Наслов докторске дисертације: *Политика и ефекти девизног курса у транзиционим земљама*

Резиме: *Кључни циљеви креатора економске политике сваке земље је постизање унутрашње и спољне равнотеже. Незаобилазан сегмент анализе у контексту успостављања унутрашње и спољне равнотеже је свакако политика девизног курса која се у земљи примјењује. Транзиционе земље Европе су, и поред сличних почетних проблема и крајњих циљева, у каснијим фазама примјењивале двије, суштински различите политике девизног девизног курса – политику трајнијег фиксног и политику веће флексибилности девизног курса. Дисертација има за циљ да, након иницијалне макроекономске стабилизације, истражи и прикаже ефекте политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља. Истраживањем је обухваћено 12 земаља које су, на основу примијењене политике девизног курса и оствареног напретка у транзиционом процесу, разврстане у четири релативно хомогена узорка. Компаративна анализа и оцјена ефеката примијењених политика девизног курса на економски раст, (не)запосленост, стабилност цијена и стање текућег биланса, у периоду 2000-2018. година, извршена је употребом (не)параметарских статистичких техника за поређење узорака (Студентовог* т-*теста и Ман-Витнијевог теста) и ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models - ARDL). *Прво је примјеном (не)параметарских статистичких техника за поређење узорака испитана статистичка значајност разлика у дугорочним средњим вриједностима изабраних индикатора унутрашње и спољне равнотеже између земаља са политиком трајнијег фиксног и земаља са политиком веће флексибилности девизног курса. У другој фази истраживања, употребом ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком утврђена је природа дугорочних односа између индикатора унутрашње и спољне равнотеже и релевантних контролних варијабли, укључених у модел. Резултати истраживања су потврдили да, у дугом року, политика веће флексибилности девизног курса омогућава лакше успостављање унутрашње и спољне равнотеже у напреднијим, али не и у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи. У мање развијеним земљама, у којима су девизна тржишта релативно плитка и хеџинг тржишта још увијек недовољно развијена, а еластичност увоза ниска, усљед преношења депресијације на раст цијена, примјена флексибилнијих режима девизног курса повећава макроекономски ризик и*

неизвијесност, што има неповољно дејство на ниво економске активности и запослености, али без значајнијег ефекта на текући биланс.

Кључне ријечи: *транзиционе земље, политика девизног курса, економски раст, незапосленост, инфлација, текући биланс*

Научна област: *Друштвене науке*

Научно поље: *Економија и пословање*

Ужа научна област: *Међународна економија*

CERIF класификациона ознака: S 180, S 186

Тип одабране лиценце креативне заједнице (Creative Commons): *Ауторство – некомерцијално – дијелити под истим условима (CC BY – NC - SA)*

Mentor: *Dr. Vasilj Zarkovic, Associate Professor, University of Banja Luka, Faculty of Economics*

Dissertation title: *Exchange rate policy and effects in transition countries*

Summary: *The key goals of the creators of country's economic policy are to achieve internal and external balance. An unavoidable segment of the analysis in the context of establishing internal and external balance is certainly the exchange rate policy applied in the country. The European countries in transition, in addition to similar initial problems and end goals, in the later stages applied two, essentially different exchange rate policies - a policy of more permanent fixed exchange rate and a policy of greater exchange rate flexibility. The dissertation aims to examine and present the effects of exchange rate policy on the establishment of internal and external balance of transition countries, following the initial macroeconomic stabilization. The research encompasses 12 countries, which, based on the applied exchange rate policy and the progress made in the transition process, were classified into four relatively homogeneous samples. The comparative analysis and assessment of the effects of applied exchange rate policies on economic growth, (unemployment), price stability and current account balance, in the 2000-2018 period, was conducted using (non) parametric statistical techniques for comparing samples (Student's t-test and Mann-Whitney test) and the Autoregressive Distributed Lag model (Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models - ARDL). First, (non)parametric statistical techniques for comparing samples were applied to examine the statistical significance of differences in long-term mean values of selected indicators of internal and external balance between countries with a more permanent fixed exchange rate policy and countries with a policy of greater exchange rate flexibility. In the second phase of the research, the Autoregressive Distributed Lag model was applied to determine the nature of long-term relationships between internal and external balance indicators and relevant control variables, included in the model. The results of the research confirmed that, in the long run, the policy of greater exchange rate flexibility enables easier establishment of internal and external balance in more advanced countries, but not in transition countries that are lagging behind in the implementation of structural reforms. In less developed countries, where foreign exchange markets are relatively shallow and hedging markets are still underdeveloped, and import elasticity is low, due to the transfer of depreciation to price growth, the application of more flexible exchange rate regimes increases macroeconomic risk and uncertainty, which has an adverse effect on the level of economic activities and employment, but without a significant effect on the current account.*

Keywords: *transition countries, exchange rate policy, economic growth, unemployment, inflation, current account*

Scientific area: *Social sciences*

Scientific field: *Economy and business*

Narrow scientific field: *International Economics*

CERIF classification scheme: *S 180, S 186*

Creative Commons license type: *Authorship – non-commercial – share under the same conditions (CC BY – NC - SA)*

САДРЖАЈ

УВОД..... 1

Проблем истраживања..... 4

Предмет истраживања..... 9

Хипотезе истраживања..... 10

Материјал и методе истраживања..... 11

Структура рада..... 16

1. ДЕВИЗНИ КУРС..... **18**

1.1. Појам и значај девизног курса..... 18

1.2. Фактори који утичу на формирање и промјене девизног курса 22

1.3. Реални и равнотежни девизни курс..... 29

1.3.1.Реални девизни курс..... 29

1.3.2. Равнотежни девизни курс..... 32

1.4. Врсте девизног курса..... 33

1.4.1. Флуктуирајући девизни курс..... 34

1.4.2. Фиксни девизни курс..... 36

1.5. Трансмисиони механизам девизног курса..... 38

1.6. Механизам интервенција на девизном тржишту…..... 42

2. РЕЖИМИ ДЕВИЗНИХ КУРСЕВА..... **46**

2.1. Појам и врсте режима девизног курса..... 46

2.1.1. Режими фиксних девизних курсева..... 48

2.1.1.1. Појам и карактеристике..... 48

2.1.1.2. Основни облици режима фиксних девизних курсева..... 50

2.1.2. Режими флуктуирајућих девизних курсева..... 60

2.1.2.1. Појам и карактеристике..... 60

2.1.2.2. Основни облици режима флуктуирајућих девизних курсева..... 61

2.2. Посљедице одлуке о избору режима девизног курса на ефикасност монетарне политике..... 63

2.2.1. Ефикасност монетарне политике у режиму фиксног девизног курса... 78

2.2.2. Ефикасност монетарне политике у режиму флуктуирајућег девизног курса……. 82

2.3. Предности и недостаци режима фиксних девизних курсева..... 85

2.4. Предности и недостаци режима флуктуирајућих девизних курсева…….. 88

2.5. Фактори који опредјељују избор режима девизног курса..... 90

2.6. Раскорак између примијењеног и званичног режима девизног курса…… 93

2.6.1. Заступљеност појединих режима девизног курса у свијету..... 95

3. ПОЛИТИКА ДЕВИЗНОГ КУРСА У ЕВРОПСКИМ ТРАНЗИЦИОНИМ ЗЕМЉАМА…..... 99

3.1. Општа искуства у примјени режима девизног курса у транзиционим земљама..... 99

3.2. Политика девизног курса и стање у економијама европских транзиционих земаља..... 109

3.2.1. Земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса..... 112

3.2.1.1. Естонија..... 112

3.2.1.2. Литванија..... 120

3.2.1.3. Летонија..... 131

3.2.1.4. Бугарска..... 140

3.2.1.5. Сјеверна Македонија..... 151

3.2.1.6. Босна и Херцеговина..... 162

3.2.2. Земље са политиком веће флексибилности девизног курса..... 170

3.2.2.1. Пољска..... 171

3.2.2.2. Мађарска..... 183

3.2.2.3. Чешка..... 197

3.2.2.4. Србија..... 209

3.2.2.5. Румунија..... 222

3.2.2.6. Албанија..... 233

4. ЕФЕКТИ ПОЛИТИКЕ ДЕВИЗНОГ КУРСА НА УНУТРАШЊУ И СПОЉНУ РАВНОТЕЖУ ТРАНЗИЦИОНИХ ЗЕМАЉА..... 246

4.1. Досадашња емпиријска истраживања ефеката примјене режима девизног курса..... 246

4.2. Одређивање истраживачког узорка..... 253

4.3. Компаративна анализа макроекономских кретања унутар дефинисаних узорака..... 259

4.3.1. Европске транзиционе земље које су остварилe значајан напредак у спровођењу структурних реформи..... 260

4.3.1.1. Земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса: Естонија, Летонија и Литванија..... 260

4.3.1.2. Земље са политиком веће флексибилности девизног курса: Чешка, Мађарска и Пољска..... 269

4.3.2. Европске транзиционе земље које заостају у спровођењу структурних реформи..... 278

4.3.2.1. Земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса: Босна и Херцеговина, Бугарска и Сјеверна Македонија..... 279

4.3.2.2. Земље са политиком веће флексибилности девизног курса: Албанија, Румунија и Србија..... 287

4.4. Економетријска интерпретација ефеката политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља..... 300

4.4.1. Опис примијењених статистичких техника анализе података..... 300

4.4.1.1. Анализа података примјеном статистичких техника за поређење узорака..... 301
4.4.1.2. Регресиона анализа панел података – АРДЛ моделирање……... 305
4.4.2. Резултати статистичке анализе ефеката политике девизног курса..... 323
4.4.2.1. Транзиционе земље које су остварилe значајан напредак у спровођењу структурних рефирми..... 323
а) Дескриптивна статистика главних објашњавајућих варијабли..... 323
б) Допринос политике девизног курса економском расту..... 327
в) Допринос политике девизног курса стабилности цијена..... 337
г) Допринос политике девизног курса смањењу незапослености…… 348
д) Допринос политике девизног курса равнотежи текућег биланса……. 357
4.4.2.2. Транзиционе земље која заостају у спровођењу структурних реформи..... 366
а) Дескриптивна статистика главних објашњавајућих варијабли..... 366
б) Допринос политике девизног курса економском расту…..... 369
в) Допринос политике девизног курса стабилности цијена…..... 377
г) Допринос политике девизног курса смањењу незапослености……. 387
д) Допринос политике девизног курса равнотежи текућег биланса..... 395

5. ДИСКУСИЈА..... 404

5.1. Перспектива валутног одбора у БиХ на њеном путу ка ЕУ и ЕМУ..... 404
5.2. Могућа алтернативна рјешења као замјена за валутни одбор у БиХ..... 406
5.3. Научни и прагматични допринос..... 407

ЗАКЉУЧАК..... 409
ПРИЛОГ..... 424
ЛИТЕРАТУРА 427
ПОПИС ТАБЕЛА..... 453
ПОПИС ШЕМА..... 457
ПОПИС ГРАФИКОНА..... 458

УВОД

У економској литератури термин „транзиционе земље“ најчешће се односи на земље које су крајем 80-их и почетком 90-их година XX вијека покренуле процес преласка из планске у тржишну привреду. У том контексту, транзиционим земљама се сматрају земље Централне и Југоисточне Европе (ЦЈИЕ) и бившег Савеза Совјетских Социјалистичких Република (СССР).

Транзиција, као процес дубоке економске трансформације од централно-планске према тржишно оријентисаној привреди, у креирању новог пословног амбијента и нове институционалне инфраструктуре, у основи подразумијева реформе везане за либерализацију (унутрашњу и спољну), дерегулацију, трансформацију власништва кроз приватизацију, као и реформе везане за макроекономску стабилизацију. У цјелини посматрано, економска транзициона стратегија подразумијева успостављање механизама тржишне привреде да би била обезбијеђена њена већа ефикасност која би се огледала у остваривању макроекономске равнотеже (унутрашње и спољне) као кључног економског циља сваке земље.

Постоје различити приступи дефинисању унутрашње и спољне равнотеже. Ковачевић (2011) како је наведено у раду Williamson (1995) унутрашњу равнотежу дефинише као највиши ниво економске активности који је конзистентан са сталном контролом инфлације. Спољну равнотежу дефинише као дефицит текућег рачуна који је одржив, и који неће узроковати кризу. Тако, минимални критеријум за спољну равнотежу јесте да је текући рачун платног биланса одржив. Salvatore (2009) под унутрашњом равнотежом подразумијева стање пуне запослености или постојање тзв. фрикционе незапослености, од неколико процената годишње и стопа инфлације која не прелази 2-3% годишње. По стандардној, уџбеничкој дефиницији Krugmana & Obstfelda (2009), када су производни ресурси земље у потпуности упослени, а ниво цијена стабилан, земља се налази у стању унутрашње равнотеже. Спољна равнотежа представља одређено циљно стање текућег рачуна којем креатори економске политике теже, које може да подразумијева мањи дефицит, односно суфицит текућег рачуна.

Политика вођења девизног курса, кроз изабрани режим девизног курса, може у одређеној мјери да утиче на стабилност цијена, економски раст, запосленост, конкурентност и стање текућег рачуна платног биланса, али и на иностране улагаче да инвестирају у производни сектор. Међутим, због међусобне конфликтности појединих циљева, од политике девизног курса, генерално посматрано, очекује се да допринесе постизању и одржавању стабилности цијена, као подршке другорочном

привредном расту, а да при томе не угрози конкурентност домаће привреде на међународном тржишту. Другим ријечима, због значаја који реални девизни курс има за домаћу привреду (утицај на алокацију ресурса, инвестиција, запослености), политика девизног курса, кроз изабрани режим девизног курса, треба да спријечи његово иоле значајније одступање од равнотежног нивоа, а прије свега апресијацију реалног девизног курса, односно прецјењеност домаће валуте, посебно у дугом року. Seriger (1999) наглашава да се одступања реалног од равнотежног нивоа девизног курса сматрају узроком губитка конкурентности и успоравања привредног раста, као и могуће валутне кризе (прецијењености и потцијењености), секторске неправилне расподјеле средстава, и на крају, опште макроекономске неравнотеже.

У зависности од степена уплитања монетарних власти у кретање девизног курса, у пракси се срећу различити режими девизног курса. Класификација режима девизног курса од стране Међународног монетарног фонда (ММФ) из 1998. године, која је заснована на *de facto* политикама девизног курса, разликује осам режима девизних курсева, груписаних у три шире групе према растућем степену флексибилности: чврсти фиксни режими (режими девизног курса без присуства националне валуте, валутни одбор), меки фиксни режими (конвенционално фиксни девизни курс, паритет девизног курса са хоризонталним коридором, покретни паритет, покретни коридор), флуктуирајући режими (управљано флуктуирање и независно, односно слободно флуктуирање).

Сваки од режима девизног курса има своје специфичне карактеристике које треба узети у обзир код конкретног избора између појединих опција. Карактеристике појединих националних привреда и природе шокова којима су изложене, као и степен кредибилности монетарне политике представљају кључне факторе које је потребно узети у обзир при избору режима девизног курса. У начелу, фиксни девизни курс је погодан за земље у којима су економски поремећаји углавном монетарне природе па се "везивањем" своје валуте за јаку страну валуту жели обезбиједити смањење инфлације, те за мале земље које имају снажну трговинску и економску повезаност са неком другом већом економијом са међународно признатом валутом, али и за групу земаља која тежи остваривању монетарне уније и сл. Уколико су економски поремећаји углавном у реалном сектору или се преносе из иностранства, флуктуирајући девизни курс се намеће као боље рјешење.

Међу економистима постоје значајна неслагања у погледу политике девизног курса која би била најприхватљивија за одређену (транзициону) земљу. Упркос опасности

да, у дужем року, реални девизни курс апресира и тиме утиче на смањење конкурентности извозног сектора, присталице политике фиксног девизног курса као могуће позитивне ефекте наводе њен допринос макроекономској стабилизацији и смањењу ризика промјене девизног курса. Макроекономска стабилизација се манифестује путем доприноса фиксног девизног курса смањењу инфлације и инфлационих очекивања, смањењу каматне стопе и повећању буџетске дисциплине. Кроз мање осцилације и мањи ризик промјене девизног курса те смањење трошкова и неизвијесности у међународној трговини фиксни девизни курс олакшава и стимулише међународну робну размјену и стране инвестиције, подстичући тако бржи привредни раст и економску интеграцију земље (Dornbush, 1988, 2001).

При фиксном девизном курсу прилагођавање реалним шоковима захтијева промјене у нивоу цијена и надница. Levy-Yeyati & Sturzengger (2002) истичу да у ситуацији, када је земља погођена спољним шоковима, усљед ригидности цијена у кратком року, за очекивати је успоравање привредне активности и суочавање са другим негативним ефектима на привреду. У околностима све веће отворености националних привреда, један од начина брзог ублажавања негативних посљедица спољних шокова на националне привреде представља прилагођавање номиналног нивоа девизног курса што омогућава примјена флуктуирајућег режима девизног курса. На тај начин, примјена флуктуирајућег режима девизног курса ће спријечити веће осцилације привредне активности, цијена и запослености.

Са аспекта односа између режима девизног курса и финансијске дисциплине, Pufnik (1999) у свом раду наводи да су присталице фиксног девизног курса става да ће усвајање оваквог режима наметнути одређени степен финансијске дисциплине одвраћајући носиоце економске политике од инфлационог финансирања. Аутор даље наводи да заговорници веће флексибилности режима девизног курса сматрају да се у случају непостојања финансијске дисциплине у економији, она не може наметнути усвајањем фиксног режима девизног курса. Напротив, у таквом окружењу увођење режима фиксног девизног курса може резултирати учесталим финансијским кризама и девалвацијама, што уноси знатан степен нестабилности у кретање реалног девизног курса курса те доводи до повећане несигурности и до поремећаја трговинских и инвестиционих токова.

Упркос сличним крајњим циљевима и захтијеваним реформама, искуство међу европским транзиционим земљама се, ипак, значајно разликује у погледу избора режима и политике девизног курса.

Проблем истраживања

Велики економски проблеми и неизвијесне околности, али и потреба за бржим економским развојем и интеграцијом у регионалне и глобалне економске токове, карактерисали су почетак процеса преласка из планске у тржишну привреду. Процеси власничке трансформације у бившим централно-планским привредама и либерализације привреде, као неопходним процесима на успостављању тржишних механизама, проузроковали су значајне економске поремећаје који су се огледали у појави високе инфлације, снажном паду производње, расту незапослености и фискалног дефицита.

Наглашени поремећаји унутрашње и спољне равнотеже, на почетку процеса транзиције, захтијевали су хитну макроекономску стабилизацију. Осим унапређења структурних реформи, које би кроз убрзање приватизације и реструктурисање привреде, као кључног корака у изградњи модела тржишне економије, подстицале развој приватног сектора и прилив иностраног капитала, путем директних инвестиција, за оживљавање привредног раста и раста запослености те ефикасније коришћење ресурса и успјешније укључивање у међународну подјелу рада било је неопходно остварити и напредак на плану сузбијања инфлације (као највећег проблема на почетку транзиције) и њеном одржавању на ниском нивоу. Стварање окружења које карактерише ниска инфлација доприносило би унапређењу инвестиционе климе и у уској је вези са побољшањем конкурентности земље у привлачењу страних директних улагања, која у околностима недостатка домаће штедње, постају значајан фактор развоја привреде, пораста производње и запослености. У том контексту су европске транзиционе земље, готово истовремено са започетом либерализацијом цијена и трговине, почеле и са примјеном програма макроекономске стабилизације са тежиштем на мјерама монетарне (мјере контроле у вези раста новца и кредита) и фискалне политике (мјере контроле буџетског дефицита), конципиране са циљем да се обезбиједи контрола инфлационих ефеката либерализације цијена и трговине. У креирању програма стабилизације од посебне важности је било да се дефинише номинално „сидро“ програма које би дјеловало у правцу стварања довољно конзистентне макроекономске политике. Креатори економске политике морали су одлучити да ли ће се процес дезинфлације ослањати на контролу новчане масе или девизног курса. Фактички, избор номиналног „сидра“ је значило опредјељење земље за режим, односно политику фиксног или флексибилног девизног курса.

Ћировић (2000) сматра да је важну стратегију у вођењу политике девизног курса у транзиционим привредама дао Jeffrey Sachs (1996). С обзиром на то да се рачунало с тим да ће процес транзиције, са тако значајним промјенама у економском и политичком систему, изазвати негативне економске ефекте, сматрао је да би на почетку транзиције требало извршити монетарну реформу која се заснива на увођењу фиксног девизног курса на бази валутне конвертибилности. Режим фиксног девизног курса примјењивао би се само у првој фази транзиције која би трајала годину-двије. Главни разлог за коришћење фиксног девизног курса у првој фази транзиције је његова функција номиналног сидра. То значи да девизни курс представља основу за (1) креирање и спровођење конзистентне антиинфлационе макроекономске политике и (2) формирање инфлационих очекивања што је могуће више у складу са потезима макроекономске политике. Спровођење режима фиксног девизног курса имплицира да монетарна и фискална политика треба да подржавају фиксни девизни курс као главни цјеновни параметар, што би дјеловало у правцу заустављања инфлације и гушења инфлационих очекивања. У другој фази транзиционог процеса био би напуштен режим фиксног девизног курса и земља би прешла на неки од облика флексибилнијег девизног курса, што би било трајније институционално рјешење. Претпоставља се да би у првој фази инфлација била оборена на прихватљиво низак ниво, тежиште политике девизног курса у другој фази било би подржавање процеса економског раста и развоја и преструктурирања економије на бази критеријума свјетског тржишта. То би значило спровођење генералне стратегије извозно-оријентисаног економског развоја као и повећање профитабилности производње. Флексибилнији режим девизног курса би према Sachs-у био у облику клизног паритета (crawling peg), уз задржавање валутне конвертибилности.

Поповић (2004), анализирајући економске проблеме Србије, закључује да након иницијалне стабилизације и значајног обарања квантитативних и царинских спољнотрговинских баријера, треба водити *политику конкурентног реалног девизног курса*, која ће у веома кратком року (три до шест мјесеци) ставити нагласак на номиналну стабилност, да би у наредном периоду нагласила реалну стабилност курса кроз одговарајући механизам флексибилног управљања номиналним курсем. Политика флексибилног појаса (crawling band) има двије кључне предности у односу на политику трајнијег фиксног курса и чисто флексибилног курса. Прво, она признаје чињеницу да је фиксни курс немогуће бранити без губитка девизних резерви, строге контроле увозних токова или веома чврсте фискалне и монетарне политике и

политике плата. Друго, у овом аранжману поштује се неопходност избјегавања апресијације курса, у циљу раста извоза и девизног прилива.

Из рада Fischer et al. (1996a) је видљиво да су се многе европске транзиционе земље у обезбјеђивању подршке процесу дезинфлације, у складу са теоријским поставкама које сугеришу да режим фиксног девизног курса, заснован на правилима, може да представља адекватно рјешење уколико је неопходно да се брзо заустави висока инфлација, опредијелиле за режим фиксног девизног курса (у ригидном или конвенционалном облику). Тиме је девизни курс добио улогу номиналног „сидра“ за монетарну, али и укупну макроекономску политику. Другим ријечима, политика стабилног девизног курса (или његовог умјереног раста) је најчешће коришћена као једна од мјера макроекономске стабилизације са циљем смањења стопе инфлације. Да би у одређеној мјери обезбиједиле цјеновну конкурентност извозног сектора, увођење фиксног девизног курса, углавном је праћено значајном девалвацијом националне валуте.

Искуство многих транзиционих земаља је потврдило да је политика фиксног девизног курса, као дио антиинфлационе стратегије, дала свој допринос макроекономској стабилизацији која се огледала у релативно брзом свођењу стопе инфлације на једноцифрене износе, стварајући тако услове за унапређење структурних реформи (Beker Пуцар, 2010). Макроекономска стабилизација, смањујући ниво ризика за потенцијалне инвеститоре, и наставак структурних реформи, мотивисане афирмацијом тржишне привреде, праћени су приливом капитала из иностранства. Међутим, прилив капитала као попратни феномен транзиционог процеса, у околностима одржавања номиналног девизног курса непромијењеним вршио је општи инфлациони притисак, што је стварало ситуацију у којој, по правилу, инфлација, упркос смањењу, наставља да буде виша него у развијеним економијама. То је водило апресијацији реалног девизног курса и погоршавању међународне конкурентности транзиционих економија те је посљедично повећавало ризик нагле девалвације. Фиксни девизни курс који је у почетном периоду дјеловао стабилизујуће, преко капиталних трансакција са иностранством почео је да добија све више дестабилизујућу улогу.

Тренд апресијације реалног девизног курса, која пријети да угрози конкурентност домаће привреде на свјетском тржишту, постао је озбиљна пријетња одрживости фиксног режима девизног курса у дугом року. То је, усљед све веће отворености националних привреда, утицало да поједине европске транзиционе земље, са циљем

подстицања конкурентности привреде, крену путем напуштања фиксних, и прихватања флексибилнијих форми режима девизног курса и монетарне политике. Наиме, може се претпоставити да су креатори економске политике задовољни оствареним резултатима на плану смањења инфлације и да су, у околностима већ спроведене свеобухватне либерализације цијена и трговине, настојали да девизном курсу додијеле нову улогу – улогу уравнотежења текућег биланса.

Док су одређене земље, преласком на флексибилније форме режима девизног курса, додатно подржале модел извозно-оријентисаног привредног раста, заснованог на политици избјегавања веће апресијације реалног девизног курса, поједине, углавном релативно мале земље (мјерено БДП), иако суочене са инфлационом инерцијом, апресијацијом реалног девизног курса и растућим дефицитом текућег рачуна, остале су досљедне у примјени политике фиксног девизног курса на дужи рок.

На основу студије Reinhart & Rogoff (2002) и истраживања која су спровели Bubula & Ötker-Robe (2002) те публикација ММФ-а, прије свега извјештаја о девизним режимима и ограничењима, али и властитог истраживања, утврђено је да су Пољска, Чешка, Словачка, Мађарска и Србија, након иницијалне макроекономске стабилизације успостављене уз помоћ фиксног девизног курса, најчешће под утицајем прилива капитала, постепено прелазиле на флексибилније форме режима девизног курса (режим коридора, покретног паритета и покретног коридора), да би коначно усвојиле режим управљано/слободно флуктуирајућег девизног курса. То практично значи да су ове земље, посматрано од увођења програма макроекономске стабилизације, паралелно са унапређењем процеса структурних реформи, осим Словачке, која се прихватањем ERM II механизма (2005), а затим и јединствене валуте – евра (2009), поново вратила на фиксни режим девизног курса, спроводиле политику веће (растуће) флексибилности девизног курса, дајући више простора тржишним снагама у формирању девизног курса.

Европске транзиционе земље које су се и након иницијалне макроекономске стабилизације, с обзиром на стање у економији, опредијелиле за примјену неког од облика фиксног девизног курса у дугом року, тј. за политику трајнијег фиксног девизног курса су: Естонија, Литванија, Летонија, Босна и Херцеговина, Бугарска, Црна Гора, Сјеверна Македонија и Хрватска. Естонија, Литванија (до уласка у евро зону), Бугарска и БиХ примјењују валутни одбор. Летонија је до уласка у еврозону примјењивала конвенционално фиксни девизни курс. Црна Гора користи евро као званично средство плаћања и сходно томе фиксни режим у форми званичне

евроизације, а Хрватска и Македонија везујући своје валуте за евро, примјењују класичан облик фиксног режима уз могућност прилагођавања паритета.

Земље као што су Албанија, Румунија и Словенија, како у почетној тако и у наредним фазама процеса транзиције, примјењивале су флуктуирајући режим и/или неки од облика тзв. меког везивања девизног курса (најчешће у облику покретног коридора), с тим да, током транзиционог процеса, девизни курс није имао улогу номиналног „сидра“. Интересантно је споменути да су Албанија и Румунија у процес транзиције ушле везујући националне валуте за долар. Ипак, веома брзо, још у почетној фази транзиције, у циљу стабилизације цијена, прешле су на таргетирање одређеног монетарног агрегата, често недовољно транспарентно, док је девизни курс базично детерминисан тржишним снагама. За разлику од Словеније која је, слично као и Словачка, прво прихватањем ERM II механизма, а затим и јединствене валуте – евра, усвојила политику фиксног девизног курса, Албанија и Румунија, најчешће усљед израженог трансмисионог механизма девизног курса и недовољних девизних резерви су, у мањој или већој мјери, спроводиле политику (управљано) флуктуирајућег девизног курса.

Упркос сличним почетним економским проблемима и захтијеваним структурним реформама те крајњим циљевима, са аспекта режима девизног курса, примијењиваних од стране монетарних власти, истраживање је показало да су се европске транзиционе земље разликовале по конкретним рјешењима, њиховом редосљеду и трајању њихове примјене. Ипак, на основу идентификованих основних праваца понашања монетарних власти у погледу примијењиваних режима девизног курса, као дијела реформи економске политике, у европским транзиционим земљама опредијељеним за што бржи улазак у Европску унију (ЕУ) и Економску и монетарну унију (ЕМУ), може се закључити да су током транзиционог процеса доминирале двије, суштински различите политике девизног курса: *политика трајнијег фиксног девизног курса* (Естонија, Литванија, Летонија, БиХ, Бугарска, Црна Гора, Сјеверна Македонија и Хрватска) и *политика веће флексибилности девизног курса* која се огледала како у постепеним промјенама режима девизног курса у смјеру веће флексибилности и коначног усвајања флуктуирајућег девизног курса (Пољска, Чешка, Мађарска, Србија), тако и у политици смањења интензитета и фреквентности управљања флуктуацијама девизног курса (Албанија и Румунија).

С обзиром на то да су се европске транзиционе земље, у потрази за континуираним привредним растом и постизањем реалне конвергенције, након иницијалне

макроекономске стабилизације, у околностима растуће трговинске и финансијске либерализације, али и недовољне домаће акумулације капитала, мотивисане стварањем привлачне и подстицајне климе за реструктуирање предузећа и нова улагања у циљу веће ефикасности националне привреде и успјешнијег укључивања у међународну подјелу рада, опредијелиле за примјену различитих политика девизног курса, истраживањем се покушава дати одговор на питање:

Какав је ефекат политике веће флексибилности девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља?

Предмет истраживања

Предмет истраживања је теоријска и емпиријска анализа ефеката политике девизног курса на стање унутрашње и спољне равнотеже.

Теоријска анализа обухвата сагледавање кључних теорија о девизном курсу које покушавају да идентификују основне факторе од којих зависи висина девизног курса те разматрање постојећих сазнања о улози и ефектима политике девизног курса на најважније макроекономске варијабле и индикаторе унутрашње и спољне равнотеже националних привреда. У зависности од избора режима девизног курса, анализирани су њихови ефекти на успостављању унутрашње и спољне равнотеже као и на могућности употребе инструмената монетарне политике у стабилизационе (контрацикличне) сврхе.

Уважавајући наведено, *у теоријском приказу рада*, предмет анализе су детерминанте нивоа девизног курса те веза између промјена нивоа девизног курса и најзначајнијих макроекономских варијабли. Полазећи од значаја који познавање режима девизног курса има за разумијевање начина на који монетарна власт води политику девизног курса, описани су основни режими девизног курса који су присутни у пракси те су анализиране посљедице одлуке о избору режима девизног курса на ефикасност монетарне политике (*Мандел-Флемингов модел*). Сагледане су предности и недостаци режима фиксних и режима флуктуирајућих девизних курсева. Анализирани су фактори релевантни за избор одговарајућег режима и политике девизног курса за дату земљу.

Емпиријском анализом сагледане су макроекономске околности које су, у европским транзиционим земљама, утицале на избор и динамику промјене режима девизног курса, и ефеката примијењених политика девизног курса на основне показатеље унутрашње и спољне равнотеже – стабилност цијена, привредни раст, (не)запосленост

и стање текућег рачуна платног биланса. Сагледани су трошкови и користи примјене одређених политика девизног курса у сврху реалније оцјене њихове адекватности.

У контексту претходно наведеног, прво су сагледана општа искуства у примјени режима девизног курса у европским транзиционим земљама, као основе за идентификовање примијењене политике девизног курса, у дугом року. Ради потпунијег сагледавања оправданости одлуке о избору одређене политике девизног курса, у периоду након иницијалне макроекономске стабилизације, описане су потешкоће са којима су се суочавале транзиционе привреде у условима одржавања паритета. Емпиријским истраживањем обухваћена је анализа различитих временских серија података о основним макроекономским варијаблама које указују на стање у економији транзиционе земље, у зависности од политике девизног курса и спроведених структурних реформи. Тежиште емпиријског истраживања је на компаративној анализи и оцјени утицаја примијењених политика девизног курса на привредни раст, (не)запосленост, стабилност цијена и стање текућег рачуна платног биланса, као и на економетријском мјерењу утицаја одређених независних варијабли на успостављање унутрашње и спољне равнотеже, у зависности од политике девизног курса и обима спроведених структурних реформи.

Хипотезе истраживања

Главна истраживачка хипотеза:

Политика веће флексибилности девизног курса омогућава лакше успостављање унутрашње и спољне равнотеже у транзиционим земљама.

Помоћне истраживачке хипотезе:

Хипотеза 1: Примјена флексибилнијих режима девизног курса обезбјеђује веће дугорочне реалне стопе економског раста у земљама у транзицији.

Хипотеза 2: Примјена флексибилнијих режима девизног курса доводи до дугорочне цјеновне стабилности у земљама у транзицији.

Хипотеза 3: Примјена флексибилнијих режима девизног курса обезбјеђује ниже стопе незапослености у дугом року у земљама у транзицији.

Хипотеза 4: Примјена флексибилнијих режима девизног курса доводи до нижег дефицита текућег рачуна у дугом року у земљама у транзицији.

Материјал и методе истраживања

За потребе тестирања постављених хипотеза, да би се детаљније упознали са досадашњим теоријским и емпиријским истраживањима и сазнањима, анализирана је доступна домаћа и страна литература из области предмета истраживања. Доступна литература ми је омогућила упознавање са постојећим теоријским моделима политике девизног курса и сазнањима о улози и њеним ефектима на најважније макроекономске варијабле и индикаторе унутрашње и спољне равнотеже националне привреде. Такође, омогућила ми је упознавање са најновијим теоријским концептима и специфичностима монетарне политике у зависности од избора режима девизног курса као и предностима и недостацима појединих режима девизног курса у одређеним фазама развоја земље.

Методом апстракције, као основним методом анализе у економској науци, истраживање је усмјеравано на ефекте које примијењена политика девизног курса, у дугом року, има на привредни раст, (не)запосленост, стабилност цијена и стање текућег рачуна платног биланса. На тај начин се дошло до модела који одражава тенденцију развоја посматраних економских појава. На дефинисани модел примијењена је економска анализа са основним задатком да се успоставе законитости између варијабли које га чине. Економском анализом, као приступом који почиње са скупом претпоставки и логички изводи одређена предвиђања о економском понашању људи, предузећа или привреде, сагледани су међусобни односи појединих економских варијабли, изведене законитости и формирани комплекснији ставови о функционисању економских процеса у транзиционим земљама.

У сврху доказивања хипотеза, у складу са Транзиционим извјештајем (Transition Report, 2003, 2005, 2008) који на годишњем нивоу публикује Европска банка за обнову и развој (ЕБРД), истраживањем су обухваћене европске транзиционе земље које су постале чланице или су кандидати за чланство у ЕУ.

Да би се различите политике девизног курса могле поредити према њиховим ефектима на унутрашњу и спољну равнотежу транзиционих привреда, емпиријско истраживање започето је утврђивањем режима девизног курса који се примјењује од стране монетарних власти у европским транзиционим земљама које се налазе на путу ка ЕУ или су постале њене чланице. То је послужило као основ за идентификовање политике девизног курса у тим земљама. Након тога извршено је груписање земаља на оне које су се опредијелиле за политику трајнијег фиксног девизног курса и оне које су се опредијелиле за политику веће флексибилности девизног курса. На примјеру

неколико репрезентативних европских транзиционих земаља, како из групе земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса тако и из групе земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, приказана су искуства и резултати примјене различитих политика (режима) девизног курса, уз сагледавање користи и трошкова који су их пратили у процесу приближавања стандардима класичне тржишне привреде.

За потребе тестирања постављених хипотеза, уз уважавање одређених правила узорковања, из групе земаља са политиком трајнијег фиксног и групе земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, формирана су по два довољно репрезентативна и хомогена узорка. При конципирању структуре узорка полазило се од напретка оствареног у транзиционом процесу (утврђеног на основу транзиционих индикатора које на годишњем нивоу публикује ЕБРД), нивоа животног стандарда (мјереног БДП-ом по становнику), географске локације (близине тржишта развијенијих европских земаља) и чланства, односно потенцијалног чланства у ЕУ.

Подјела транзиционих земаља на оне које су се опредијелиле за политику трајнијег фиксног девизног курса, односно за политику веће флексибилности девизног курса, а потом, унутар тако дефинисаних група земаља, њихова подјела, прије свега, према оствареном напретку у транзиционом процесу резултирала је тиме да се емпиријска анализа ефеката примијењених политика девизног курса на унутрашњу и спољну равнотежу, састоји из два дијела. Први дио емпиријске анализе обухвата земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса и земље са политиком веће флексибилности девизног курса које су остариле значајнији напредак у транзиционом процесу, односно које припадају групи развијенијих европских транзиционих земаља. У другом дијелу, иста анализа је спроведена између земаља са политиком трајнијег фиксног и земаља са политиком веће флексибилности девизног курса које касне у спровођењу структурних реформи и припадају групи мање развијених европских транзиционих земаља.

Емпиријским истраживањем обухваћен је период од увођења програма стабилизације (почетак процеса транзиције) до 2018. године, с тим да је економетријска оцјена ефеката политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже вршена за период од 2000. до 2018. године. Избор периода истраживања условљен је неједнаком дужином временских серија, тј. одсуством података о одређеним макроекономским варијаблама за године које претходе 2000. години, посебно код транзиционих земаља које су са одређеним закашњењем ушле у транзициони процес.

Ипак, стављањем фокуса истраживања на период 2000-2018. година, омогућено је да се у одређеној мјери, код појединих земаља, из анализе искључи статистички ефекат тзв. ниске базе, односно елиминисање екстремних вриједности које значајно могу утицати на резултате истраживања.

Након дефинисања периода емпиријског истраживања те груписања земаља према политикама девизног курса које су примјењиване од стране монетарних власти и формирања узорака, представљене су временске серије података од значаја за истраживачки проблем, описане технике статистичке анализе података примијењене у овом раду и извршена су одређена поређења.

Сагледавање ефеката примијењених политика девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља, засновано је на примјени статистичке методе истраживања, прије свега графичке и дескриптивне статистичке анализе те инференцијалне статистике, као њених кључних компоненти. Да би се уочиле апсолутне и/или релативне промјене посматраних макроекономских варијабли, као и њихова тенденција током времена, подаци груписани у временске серије годишње фреквентности, приказани су путем графикона. На основу графичке анализе кретања основних макроекономских индикатора националне привреде, доводећи истовремено њихово кретање у везу са примијењеним политикама девизног курса, дошло се до сазнања о стању и тенденцијама у економијама транзиционих земаља. Дескриптивном статистичком анализом, скупом математичко-статистичких процедура, извршено је израчунавање и приказивање дескриптивних статистичких мјера, као показатеља који на синтетизован начин описују основне карактеристике посматраних временских серија података и омогућавају њихово поређење са другим земљама, односно узорцима.

Компаративна анализа и оцјена ефеката примијењених политика девизног курса на привредни раст, (не)запосленост, стабилност цијена и стање текућег рачуна платног биланса, у дугом року, спроведена је графичким упоређивањем кретања њихових просјечних годишњих вриједности те упоређивањем нумеричког описа временских серија података о наведеним индикаторима унутрашње и спољне равнотеже помоћу мјера централне тенденције (средња вриједност и медијана) и мјера варијабилности (интервал варијације, интерквартилни распон и стандардна девијација) и то између европских транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног и земаља са политиком веће флексибилности девизног курса. Статистички значај уочених разлика у добијеним вриједностима мјера централне тенденције испитан је употребом

одговарајућег статистичког алата – *Студентовог* т-теста за независне узорке, односно *Man-Vitnijevog* U теста (*Mann-Whithey U test*), у зависности од тога да ли временска серија испуњава услов нормалности дистрибуције података и да ли садржи екстремне вриједности (аутлајере). Претпоставка о нормалности расподјеле података тестирана је употребом Колмогоров-Смирнофљева теста (*Kolmogorov-Smirnof test*), а идентификовање екстремних вриједности међу подацима вршено је помоћу кутијастог дијаграма (*box plot*).

Подјелом транзиционих земаља према примијењеној политици девизног курса, а потом и према напретку оствареном у транзиционом процесу, односно нивоу економске развијености те географској локацији, у одређеној мјери је обезбијеђена „контрола“ њиховог утицаја, као својеврсних независних варијабли, на изабране индикаторе унутрашње и спољне равнотеже и обезбијеђен је одређени степен валидности закључака заснованих на резулататима (не)параметарских тестова за поређење узорака. Међутим, методом истраживања која је заснована на употреби статистичких (не)параметарских тестова за поређење узорака, иако погодна за компаративну анализу, не може се занемарити утицај многих других фактора који, као и политика девизног курса, могу да имају слично дејство на успостављање унутрашње и спољне равнотеже. Наиме, како се ради о макроекономским варијаблама, показатељима унутрашње и спољне равнотеже - економски раст, (не)запосленост, стабилност цијена и стање текућег рачуна платног биланса, на које, различитим интензитетом и смјером, утиче велики број других варијабли, које при томе имају међусобно испреплетене утицаје, у другој фази истраживања, у циљу доказивања постављених хипотеза, примијењена је методологија која је, уз претпоставку да линеарни однос представља добру апроксимацију стварног односа између макроекономских варијабли, заснована на статистичкој регресионој анализи. У другом дијелу истраживања специфициран је економетријски модел којим је, у циљу јаснијег сагледавања ефеката политике девизног курса у транзиционим земљама, „контролисан“ утицај одређеног броја макроекономских варијабли за које је у многим истраживачким студијама доказана њихова јака повезаност са изабраним индикаторима унутрашње и спољне равнотеже. Другим ријечима, специфициран је економетријски модел којим су реални економски раст, незапосленост и салдо текућег рачуна платног биланса представљени као функција реалног ефективног девизног курса, главне независне варијабле, и сета контролних варијабли. Односно, за потребе оцјене ефеката политике девизног курса на стабилност цијена, специфициран је модел

у којем су девизне резерве централне банке главна објашњавајућа варијабла. Као контролне варијабле у моделу коришћене су варијабле које репрезентују различите сегменте макроекономске политике (фискалну, спољнотрговинску), укључујући и спољно окружење.

Имајући у виду да се ради о малом узорку, као и то да прикупљени подаци о изабраним макроекономским варијаблама немају довољно дугу временску димензију, коју у циљу добијања релевантних резултата захтијева квалитетна анализа временских серија података, за потребе доказивања хипотеза у овом раду примијењена је економетријска техника истраживања из области регресионих панел анализа, као података који садрже временску и просторну димензију посматране варијабле. Подаци о изабраним макроекономским варијаблама организовани су у облику балансираних (комплетних) панел серија података. Карактеристике панел серија података, утврђене тестовима спецификације (*Im, Pesaran, and Shin test* јединичног корјена, кореалациона матрица, *Variance Inflation Factor test*), у складу са сугестијама економетријске теорије, омогућиле су примјену ауторегресивног модела с дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag - ARDL*), као модела који се користи за коинтеграциону анализу података. Другим ријечима, регресивни АРДЛ приступ моделирању коришћен је као инструмент за испитивање присуства дугорочне везе између изабраних временских серија, организованих у облику балансираних панел података. Избор оптималне структуре модела која одражава дугорочну везу између дефинисаних варијабли укључених у модел извршен је на основу *Log Likelihood* критеријума.

За емпиријско истраживање, с обзиром на природу проблема, коришћени су секундарни подаци. Да би била обезбијеђена довољно поуздана упоредивост података по анализираним земљама, подаци о *de facto* режимима девизног курса, привредом расту, стопама (не)запослености, стопама инфлације и стање текућег рачуна платног биланса, као и подаци о другим макроекономским показатељима релевантним за ово истраживање, коришћени су првенствено из публикација и базе података Свјетске банке (World Development Indicators) и ММФ-а (World Economic Outloock, Annulal Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) те из националних статистичких публикација. Подаци о реалном и номиналном ефективном девизном курсу преузети су из *Bruegel* базе података. Доступност података о изабраним варијаблама утицала је на дефинисање периода истраживања. Литература која је коришћена током истраживања потиче из објављених књига и научно-истраживачких

радова. Један дио литературе су и интернет извори релевантних институција. Све калкулације и сви статистички тестови у овом раду урађени су уз помоћ економетријског програма *Microsifr Excel*, *XLSTAT 20* и *STATA 15*.

Методом синтезе, на основу резултата истраживања ефеката политике девизног курса на изабране макроекономске индикаторе, дошло се до сазнања о (не)оправданости примјене политике веће флексибилности девизног курса у појединим фазама привредног раста и развоја транзиционих земаља. Такође, за извођење закључака о ефектима политике девизног курса на успостављање баланса између унутрашње и спољне равнотеже, коришћена је метода индукције.

Структура рада

Структуру садржаја рада, осим Увода и Закључка, чини пет дијелова који су међусобно повезани и представљају методолошки и садржајно јединствену научно-истраживачку цјелину.

У уводном дијелу образложен је проблем и предмет истраживања, постављена главна и помоћне хипотезе и методологија која је коришћена приликом истраживања појединих питања и проблема.

У првом дијелу рада под насловом „Девизни курс“ разматрана је улога и значај девизног курса за националну привреду. Описане су кључне детерминанте нивоа девизног курса те веза између промјена нивоа девизног курса и најзначајнијих макроекономских варијабли, као и посљедице орјентисаности монетарне власти на очување девизног курса на непромијењеном нивоу.

У другом дијелу рада под насловом „Режими девизних курсева“ описани су основни режими девизног курса који су присутни у пракси те су анализиране посљедице одлуке о избору режима девизног курса на ефикасност монетарне политике. Сагледане су предности и недостаци режима фиксних и режима флуктуирајућих девизних курсева. Анализирани су фактори релевантни за избор адекватног режима девизног курса за дату земљу, као и заступљеност у примјени појединих режима девизног курса у свијету. Указано је на постојање проблема неконзистентности између примијењеног и званичног режима девизног курса.

У трећем дијелу рада под насловом „Политика девизног курса у европским транзиционим земљама“ разматрана су општа искуства и проблеми у примјени режима девизног курса у европским транзиционим земљама, као основе за идентификовање примијењене политике девизног курса. На примјеру неколико

репрезентативних европских транзиционих земаља анализиране су временске серије података о основним макроекономским варијаблама које указују на стање у економији транзиционе земље, у зависности од политике девизног курса. Прво су фокусиране европске транзиционе земље којима је фиксни девизни курс прихватљиво рјешење на дужи рок, уз сагледавање околности које су утицале на опредјељење за политику трајнијег фиксног девизног курса. Затим, емпиријски су истражене европске транзиционе земље које су водиле политику веће флексибилности девизног курса, уз сагледавање околности које су утицале на динамику промјене режима девизног курса у протеклом периоду.

Четврти дио рада под насловом „Ефекти политике девизног курса на унутрашњу и спољну равнотежу транзиционих земаља“ посвећен је досадашњим емпиријским истраживањима о утицају избора режима девизног курса на макроекономске перформансе националних привреда. У зависности од политике девизног курса и оствареног напретка у спровођењу структурних реформи, на нивоу дефинисаних узорака европских транзиционих земаља, путем одговарајућих статистичких техника, анализиране су временске серије података о основним макроекономским показатељима унутрашње и спољне равнотеже. Тежиште у овом дијелу рада је на компаративној анализи и оцјени утицаја примијењених политика девизног курса на економски раст, (не)запосленост, стабилност цијена и стање текућег рачуна платног биланса транзиционих земаља.

У дискусији, пети дио рада, разматра се перспектива валутног одбора у БиХ, могућа алтернативна рјешења као замјена валутног одбора те научни и прагматични допринос рада, уз наглашавање будућих праваца истраживања у овој области.

У закључку су сумирани кључни резултати истраживања.

1. ДЕВИЗНИ КУРС

1.1. Појам и значај девизног курса

На данашњем степену економског развоја у свијету не постоји економски потпуно независна земља, изолована од међународних економских токова. Напротив, свака земља настоји да се укључи у свјетске економске токове и то са оним производима са којима може остварити највеће користи од међународне размјене јер то представља важну основу њеног привредног напретка. Како је то наведено у Пелевић и Вучковић (2007) задовољавајући обим увоза омогућује уредно снабдијевање домаћег тржишта основним средствима и репроматеријалом (што је предуслов привредног раста) те робом широке потрошње (од чега зависи квалитет личног стандарда). Извоз, и то мултипликативно, дјелује на запосленост и привредни раст.

Да би земља остварила што већи обим користи од међународне размјене (технолошки прогрес, економија обима, већа продуктивност, квалитетније задовољавање потреба, већи животни стандард и слично) систем економских односа са иностранством, чију основу чине спољнотрговински и девизни систем, треба да обезбиједи услове за њено рационално укључивање у међународну подјелу рада тј. подјелу свјетског процеса производње путем тржишта и/или плана, као услова међународне размјене. Ченић Јотановић (2010) истиче да међународна размјена и специјализација рада између држава, међусобно различитих по степену продуктивности, технолошком развоју, обичајима и укусима, расположивости и квалификованости радне снаге, те расположивости осталих производих фактора даје нови импулс порасту производње и запослености у земљама учесницама у међународној размјени. Међутим, специфичност постојећег система економских односа са иностранством, осим осталог, огледа се у непостојању само једног, међународно признатог монетарног медија, односно средства плаћања које би било у функцији несметаног одвијања процеса међународне размјене. Наиме, послије пада класичног златног стандарда[1], као првог организованог међународног монетарног система, процес међународне размјене одвија се паралелно са постојањем различитих националних валута тј. законског

[1]Златни стандард карактерише неколико фаза које представљају *три новчана система:* (1) Систем са златом у оптицају или *чисти златни стандард* - новац се кује од злата, а банкноте се могу замијенити за злато; (2) *Златно-полужни стандард* - новац се више не кује од злата, а златно покриће се држи у златним полугама; банкноте се теже могу мијењати за злато; (3) *Златно-девизни стандард* - банка за покриће новца, поред злата, може имати и страни новац конвертибилан за злато.

средства плаћања на одређеном валутном подручју, у правилу, на подручју једне земље.

У савременим околностима у којима многе земље у свијету имају националну валуту, а усљед потреба земаља увозница да располажу валутом земаља из које потиче увоз, ради плаћања тог увоза, паралелно са међународним тржиштем роба и услуга развија се и тржиште иностраног новца - девизно тржиште[2], као тржиште на којем се обавља куповина и продаја различитих валута.

Цијена по којој се на девизном тржишту валута једне земље размјењује за другу валуту, коју свакодневно објављују централне банке и разне финансијске организације, назива се номиналним девизним курсом или једноставно *девизни курс*. Дакле, номинални девизни курс, као цијена једне валуте изражена у јединицама друге валуте говори о томе колико је потребно јединица одређене валуте да би се купила јединица друге валуте. Јовановић Гавриловић (2006) истиче да од девизног курса треба разликовати валутни, односно *девизни паритет* који представља званични курс (званичну вриједност националне валуте), односно курс којим монетарне власти одређују вриједност своје валуте у односу на неки шире прихваћени именитељ (монетарни деноминатор): злато, специјална права вучења – SDR (eng.Special Drawing Rights), нека стабилна и важна валута и сл.

Промјена висине номиналног девизног куса, као релативно честа појава у пракси, значи да је за јединицу валуте једне земље, након промјене, потребно издвојити више или мање јединица валуте друге земље. Уз остале непромијењене услове, то значи да једна валута губи, а друга добија дио вриједности тј. вриједност домаће валуте слаби или јача у односу на посматрану инострану валуту.

Да би се дошло до правилног закључка у вези са промјеном односа вриједности посматраних валута у смислу спознавања која валута, након промјене девизног курса, губи, а која добија дио вриједности, од посебне важности је да се установи начин изражавања (нотирања) девизног курса. Уобичајено је да се девизни курс дефинише као цијена јединице стране валуте изражена у домаћој валути. У том случају ради се о директном нотирању (европска конвенција). Ако се девизни курс посматра као цијена јединице домаће валуте изражена у јединицама стране валуте, у питању је индиректно нотирање (као што је то у Великој Британији). Дакле, код директног

[2]Девизно тржиште, као тржиште на којем се тргује ефективним страним валутама и девизама, за разлику од берзе и тржишта фјучерса, није организовано тржиште. Девизно тржиште заправо представља неформалну мрежу од око 500 банака и валутних брокера, који тргују међусобно и са великим корпорацијама (Ковачевић, 2011).

нотирања поставља се питање колико је потребно домаће да би се купила страна валута, а код индиректног нотирања поставља се питање колико је потребно стране валуте за куповину домаће валуте. У овом раду, ако није другачије наглашено, девизни курс ће се исказивати путем директног нотирања.

У режиму директног нотирања, пораст/смањење номиналног девизног курса значи смањење/пораст вриједности домаће валуте у односу на посматрану инострану валуту, односно јачање/слабљење вриједности иностране валуте јер је, након пораста/смањења девизног курса, потребно издвојити више/мање јединица домаће валуте да би се купила јединица иностране валуте. Уколико је до пораста/смањења девизног курса дошло спонтано усљед дјеловања тржишних снага, на основу понуде и тражње девиза на тржишту, ријеч је о депресијацији/апресијацији домаће валуте и апресијацији/депресијацији иностране валуте. Међутим, уколико националне економске власти одлуком тј. административним путем врше промјену валутног паритета повећањем девизног курса, тада је ријеч о девалвацији домаће валуте тј. о службеном смањењу вриједности домаће валуте у односу на друге валуте. Монетарна мјера супротна девалвацији је ревалвација која означава повећање вриједности домаће валуте у односу на посматрану инострану валуту одлуком монетарне власти.

Основна (техничка) функција девизног курса је да у међународној трговини обезбиједи исказивање цијена домаћих производа у иностраној валути и иностраних производа у домаћој валути те да, кроз успостављање везе између цијена у земљи и иностранству, омогући њихово поређење, као основе за рационално одлучивање. Путем поређења цијена идентичних производа у земљи и иностранству, девизни курс треба да омогући идентификацију међународно признатих компаративних предности националне привреде, тј. производа чија је цијена у земљи нижа па се могу извозити, односно производа који су у иностранству јефтинији па их је исплативо увозити. Посматрано на дужи рок, разлике у цијенама доводе до усмјеравања производних фактора у производњу оних производа у којима је национална привреда ефикаснија (мањи трошкови производње одређеног производа), а производња других производа се препушта успјешнијим иностраним произвођачима. На тај начин долази до међународне подјеле рада тј. подјеле свјетског процеса производње и међународне специјализације. Дакле, пружајући информације о томе шта је у земљи јефтиније, а шта скупље у односу на иностранство, јасно је да висина девизног курса утиче на алокацију ресурса.

Осим наведених, Маџар (n.d.) наводи да девизни курс има и функцију чувања имовине, односно богатства. Јер, како је девизни курс у чврстој вези и са међународним тржиштем капитала (у смислу прилива и одлива капитала), он омогућава власницима имовине (независно од тога да ли се ради о некретнинама, потраживањима, финансијским инструментима и др.) да, под претпоставком да им је то омогућено, бирају валуту у којој ће држати своју имовину.

Како цијена иностраног производа у домаћој валути представља производ девизног курса и цијене у иностраној валути, јасно је да висина девизног курса, односно његова промјена, при осталим непромијењеним условима, директно утиче на обим извоза и увоза, посљедично на ниво привредне активности. Прецизније речено, промјена висине девизног курса сугерише промјене куповне моћи двију валута које би требале да доведу до промјене конкурентске позиције земаља на међународном тржишту те посљедично до промјена у величини увоза и извоза. Тако, депресијација/девалвација домаће валуте (пораст девизног курса), при осталим непромијењеним условима, чини домаће производе јефтинијим за странце јер се, након пораста номиналног девизног курса, за исту количину стране валуте добија више домаћег новца, што повећава интерес да се извози тј. подстиче се раст иностране тражње за домаћим производима. Цијене иностраних производа прерачунате у домаћу валуту постају веће јер је по, таквом, вишем девизном курсу за исту количину иностраних производа потребно више домаћег новца. Смањење куповне моћи домаће валуте у иностранству смањује интерес да се увози тј. дестимулише потрошњу производа из увоза. Депресијација/девалвација домаће валуте, дакле, кроз поскупљење иностраних производа у домаћој валути, има позитивно дејство на цјеновну конкурентност привреде на међународном тржишту, што доводи до преусмјеравања потрошње са увозних на домаће производе. Промјена девизног курса које значи апресијацију/ревалвацију домаће валуте (смањење девизног курса), при осталим непромијењеним условима, поскупљује домаћу робу за странце јер се за исту количину стране валуте, након пада девизног курса, добија мање домаћег новца, што смањује интерес да се извози. Цијене иностраних производа прерачунате у домаћу валуту по таквом, нижем курсу постају ниже јер се за исту количину иностране валуте даје мање домаћег новца, што повећава интерес да се увози. Тако апресијација/ревалвација домаће валуте, кроз појефтињење иностраних производа, ствара негативно дејство на цјеновну конкурентност привреде на међународном тржишту, што доводи до преусмјеравања потрошње са домаћих на увозне производе.

Претходно описани ефекти промјена девизног курса, прије свега, на спољнотрговинске токове, посљедично на ниво домаће производње јасно указују на то да се његовим промјенама може утицати на побољшање одређених слабости националне привреде, посебно оних које се односе на извоз. Из тога произилази и значај девизног курса као инструмента економске политике, односно политике преусмјеравања потрошње као њеног значајног сегмента.

1.2. Фактори који утичу на формирање и промјене девизног курса

Јасно је да девизни курс, омогућавајући превођење цијена роба и услуга произведених у различитим земљама у упоредиве изразе, има значајну улогу у доношењу одлука о потрошњи. Као што је већ наглашено, путем поређења цијена идентичних производа у земљи и иностранству идентификују се производи чија је цијена у земљи нижа па се могу извозити, односно производа који су у иностранству јефтинији па их је исплативо увозити. Из тога произилази да од висине девизног курса директно зависи обим увоза и извоза одређене земље. Међутим, то је само једна од макроекономских варијабли на које девизни курс може да има утицај. Стога, као логично намеће се питање шта одређује његову висину.

У вријеме златног стандарда, када је у промету био златни новац, односно новчанице са покрићем у злату, а аутономне финансијске трансакције ни приближно нису имале тако важну улогу као данас, тзв. *кованичка стопа*, која је показивала колико је злата садржано у јединици националне валуте, представљала је основ за одређивање висине девизног курса. Поређењем садржаја злата у јединици једне и друге валуте добијао се валутни паритет. Истовремено, постојала је могућност осцилације девизног курса у уским оквирима око паритета, тј. у границама између доње и горње златне тачке које су детерминисане трошковима транспорта и осигурања преноса злата до земље гдје треба измирити обавезе плаћања. Међутим, напуштањем златног стандарда, односно *кованичке стопе,* остало се без чврсте и поуздане основе те релативно једноставног начина за одређивање висине девизног курса.

Истовремено, напуштање златног стандарда значило је укидање институционалног начина регулисања одређивања висине девизног курса, као важног сегмента међународног монетарног система. Полазећи од тога да промјена девизног курса може да има снажан и симултан утицај на велики број макроекономских варијабли, напуштање институционалног начина одређивања његове висине створило је услове

за настанак различитих теорија које настоје да издвоје кључне факторе од којих зависи висина девизног курса.

Разлике у цијенама између посматраних земаља, због којих се, уосталом, и обавља међународна трговина, без сумње, значајан су фактор који утиче на понуду и тражњу за девизама, а тиме и на формирање и промјене девизног курса на девизном тржишту. Јер, уколико се куповином иностране валуте може купити више производа на иностраном него на домаћем тржишту (за домаћу валуту), доћи ће до повећања тражње за иностраном валутом. При непромијењеној понуди, повећања тражње за иностраном валутом ће довести до раста девизног курса, директно нотираног. У наведеној хипотетичкој ситуацији, девизни курс ће расти све до нивоа при којем ће се изједначити куповна моћ новца у земљи и иностранству. Приступ који формирање и промјене девизног курса између двију земаља објашњава на основу разлика између домаћих и иностраних цијена ослања се на теорију паритета куповне моћи (*Purchasing Power Parity* - PPP), која има двије варијанте - апсолутну и релативну.

Према теорији паритета куповне моћи[3], чија се савремена верзија везује уз шведског економисту Густава Касела (*Gustav Cassel*) који је у првој половини XX вијека теорију формализовао и емпиријски тестирао, девизни курс се успоставља на оном нивоу на којем се изједначава куповна моћ одређене количине новца у било којој земљи. Идеја из које је теорија произашла састоји се у томе, да се вриједност валуте и потражња за њом одређују на основу количине производа која се може купити за јединицу те валуте у земљи, дакле, на основу њене унутрашње куповне моћи, која је обрнуто пропорционална нивоу цијена производа. Када се та идеја примијени на двије земље, вриједност валуте једне земље према валути друге земље је девизни курс, који се према томе одређује на основу односа унутрашњих куповних моћи двију валута, односно на темељу односа нивоа цијена у тим земљама (Pufnik, 1997).

Основу за разумијевање теорије паритета чини закон једне цијене (*The Low of One Price*) који утврђује однос цијена појединачних производа, дајући додатно објашњење зашто земље међусобно тргују. Према овом закону, на свјетском тржишту, на коме не постоје царинска и друга ограничења и транспортни трошкови те производи који не могу да буду предмет размјене, за исти производ формира се иста цијена изражена у некој заједничкој валути, при постојећим девизним курсевима. Ако би дошло до

[3]Шведски економиста Густав Касел (*Gustav Cassel*), у свом дјелу Теорија друштвене привреде (*Theory of Social Economy*, London 1926), односе између појединих валута објашњава паритетом куповне снаге (Јовановић Гавриловић, 2006).

одступања цијене неког производа у једној земљи, Ћировић (2000) наглашава да би се одмах, по елементарном пословном правилу - купити гдје је јефтиније и продати гдје је скупље, активирао механизам робне арбитраже који би на основу промјена нивоа текућег девизног курса и/или промјена нивоа цијена у посматраним земљама довео до смањења разлика и на крају до уједначавања цијена идентичног производа тј. важења закона једне цијене.

Ако се закон једне цијене, са односа цијена идентичних производа, прошири на однос општих нивоа цијена (скуп цијена свих производа) у земљама између којих се посматра формирање девизног курса, настаје теорија паритета куповне моћи. Како се општи ниво цијена може посматрати кроз цијену референтне корпе производа коју чине значајнији производи са одговарајућим пондерима, преношење закона једне цијене на општи ниво цијена значи да цијена референтне корпе производа у једној земљи требало би да буде иста као цијена исте такве корпе производа у другој земљи, изражена у истој валути. Јовановић Гавриловић (2006) објашњава да се стране валуте траже управо због тога што омогућавају куповину робе и услуга у иностранству. Уколико се прибављањем стране валуте може купити више робе у иностранству него на домаћем тржишту, повећаће се тражња стране валуте и понуда домаће. Цијена стране валуте ће расти све до оног нивоа на којем ће се успоставити паритет куповне моћи у земљи и иностранству, тј. до нивоа који омогућава куповину идентичне корпе производа за исту количину новца у било којој земљи, када се њена вриједност изрази у иностраној валути (једначина 1.1).

$$Er = \frac{P}{P^*} = \frac{\text{Цијена корпе добара у домаћој валути}}{\text{Цијена исте корпе добара у иностраној валути}} \quad (1.1)$$

гдје је Er ознака за номинални девизни курс (број јединица домаће валуте за јединицу стране валуте), P и P* ниво цијена у земљи и иностранству, изражене у валутама посматраних земаља. Ниво девизног курса који обезбијеђује паритет куповне моћи валута у земљи и иностранству може се сматрати неком врстом равнотежне вриједности, јер успоставља равнотежни однос између номиналног девизног курса и односа општег нивоа цијена (куповних моћи).

Одређивањем висине девизног курса на основу односа општег нивоа цијена у посматраним земљама долази се до *апсолутне варијанте теорије паритета куповне моћи*, према којој је, на основу једначине (1.1), девизни курс једнак количнику општег нивоа домаћих и иностраних цијена (Dornbusch, 1987). Дакле, према овој теорији девизни курс се успоставља на оном нивоу на којем се изједначава општи ниво цијена

у посматраним земљама. Апсолутна теорија куповне моћи подразумијева да са падом куповне моћи на домаћем тржишту (општи ниво цијена у домаћој валути је већи од општег нивоа цијена у страној земљи) расте куповна моћ на страном тржишту. На основу једначине 1.1 јасно је да у таквој ситуацији мора доћи до раста девизног курса да би био успостављен паритет куповне моћи.

У пракси се показало да постоји више разлога због којих је, при утврђивању висине девизног курса, отежана примјена начела апсолутног паритета куповне моћи и који могу довести до значајног одступања текућег девизног курса од нивоа који је детерминисан апсолутним паритетом. Пелевић и Вучковић (2007) истичу два најважнија разлога. Први од њих односи се на избор производа који треба да буду заступљени у "корпи" и, с тим у вези, рјешење дилеме: да ли укључити само оне производе који су предмет међународне размјене или и оне који служе једино за домаћу потрошњу. Други разлог је техничке природе, будући да је прилично велики посао да се приликом утврђивања новог девизног курса пореде цијене огромног броја производа. Миљковић (2008) додаје да су производи и услуге који нису предмет међународне трговине јефтинији у земљама у развоју због ниских надница. То подразумијева и да је општи ниво цијена у земљама у развоју нижи од општег нивоа цијена у развијеним земљама, што може имати значајне импликације на девизни курс по овој теорији. Уз то, Ковачевић (2011) наглашава да је проблем примјене ове теорије и због тога што се у различитим земљама троше производи и услуге у различитим пропорцијама те да је проблем са овом теоријом и у томе што она не узима у обзир међународно кретање капитала.

Да би се ублажили наведени недостаци теорије апсолутног паритета куповне моћи, прије свега имајући у виду да је тешко утврдити општи ниво цијена, у пракси се, као много погоднија, користи друга варијанта ове теорије - *теорија релативног паритета куповне моћи*. У овој варијанти теорије паритета не пореде се општи нивои цијена, већ њихове промјене, изражене стопама инфлације или њиховим индексима. Тако, за разлику од апсолутне варијанте теорије паритета куповне моћи, код које се равнотежни девизни курс добија поређењем вриједности посматране референтне корпе производа у неком тренутку, код релативне верзије ове теорије, равнотежни девизни курс добија се поређењем промјене вриједности корпе производа изражене у разним националним валутама у одређеном периоду. У том контексту, Ћировић (2000) сматра да је битно да се правилно изабере основна година од које почињу да се посматрају релативне стопе инфлације и промјене девизног курса. Најбоље правило

јесте да се као основна година изабере она година у којој је земља имала задовољавајући текући платни биланс. Ако је, у тако дефинисаном основном периоду, девизни курс на таквом нивоу да обезбјеђује паритет куповне моћи, онда ће се он у наредним периодима мијењати у складу са стопама инфлације у земљи и иностранству. Другим ријечима, према теорији релативног паритета куповне моћи, промјене номиналних девизних курсева једнаке су разлици између домаће и иностране стопе инфлације у одређеном периоду за идентичне корпе производа. Релативна варијанта теорије паритета куповне моћи може се записати на начин који показује да се нови (равнотежни) девизни курс одређује тако што се вриједност девизног курса у основном периоду помножи са количником промјена (индекса) цијена у земљи и иностранству:

$$E_{ri} = E_{r0} \times \frac{P_i}{P_i^*} \qquad (1.2)$$

гдје Er означава нови номинални девизни курс, Er0 почетни, односно девизни курс у основном периоду, Pi индекс домаћих, а Pi* индекс иностраних цијена. Једначина 1.2 показује да разлика у промјенама цијена (посматрана преко индексних бројева) доводи до промјене девизног курса тј. јасно указује на то да су промјене девизног курса посљедица разлике у инфлацији између посматраних земаља. Једноставније речено, бржи раст цијена у домаћој него у страној земљи подразумијева пад куповне моћи на домаћем тржишту што доводи до раста увоза и пада извоза. Јасно је да је такво стање неодрживо посебно на дужи рок јер би национална привреда запала у платнобилансне потешкоће. Дакла, раст девизног курса је неминован и то за количник индекса домаћих и индекса иностраних цијена.

Пошто су цијене производа и услуга на кратак рок ригидне (не мијењају се релативно брзо), док на средњи и дуги рок постају флексибилне, Остојић (2009) и Ковачевић (2011) закључују да теорије паритета куповне моћи пружа задовољавајућу основу за објашњавање девизног курса на дуги рок, тј. да се помоћу ове теорије могу објаснити промјене номиналног девизног курса у дугом, али не и у кратком року. То значи да у кратком року ипак могу да постоје значајна одступања тржишног девизног курса од равнотежног курса према теорији паритета куповне моћи. Стога, паритет куповне моћи најчешће се интерпретира као дугорочно равнотежно начело.

У теорији паритета куповне моћи, засноване на закону једне цијене, полази се од тога да понуда и тражња за девизама потичу искључиво од извоза и увоза робе и услуга, занемарујући међународно кретање капитала. Међутим, у односима између отворених

привреда готово једнако важну улогу, као извоз и увоз робе и услуга, имају и међународни токови капитала. Практично то значи да у отвореној привреди све више долази до преплитања утицаја токова робе и токова капитала на формирање девизног курса. У том контексту, поставља се питање колико је реално да се у савременим условима формирање девизног курса посматра само са аспекта спољнотрговинског, а не и финансијског (капиталног) дијела платног биланса.

У литератури, приступ који, при утврђивању висине девизног курса у одређеној мјери инкорпорира међународно кретање капитала, ослања се на теорију паритета каматних стопа. Ова теорија указује на постојање међузависности промјене каматних стопа, као фактора кретања међународног капитала, и девизног курса. Наиме, један од основних мотива кретања међународног капитала је остваривање већег профита. У том смислу, разлике у каматним стопама између посматраних земаља представљају један од значајних фактора кретања капитала између земаља, а тиме и фактор који у одређеној мјери, преко утицаја на понуду и тражњу појединих валута, утиче на девизни курс. Дакле, уколико је каматна стопа већа у иностранству него у земљи, повећаће се интерес да се слободна финансијска средства у домаћој валути конвертују у иностранну валуту да би се остварио већи приход. Другим ријечима, уколико је каматна стопа већа у једној земљи него у другој, доћи ће до трансфера финансијских ресурса из земље са нижом стопом у земљу са вишом стопом приноса на финансијске активе. На тај начин ће доћи до пораста тражње за иностраним валутама, раста девизног курса и одлива финасијских средстава у иностранство. Одлив капитала у иностранство намеће потребу да се каматна стопа у земљи повећа, чиме ће се успоставити паритет каматних стопа.

Институционална претпоставка за анализу паритета каматних стопа у склопу формирања тржишног девизног курса јесте постојање довољне количине међународних токова капитала, мотивисаних остваривањем већих прихода по основу разлика у каматним стопама, као и високог степена супституције домаћих и страних финансијских актива на основу тржишних стимуланса. Међутим, остваривање већих профита по основу разлика у каматним стопама између посматраних земаља представља само један од мноштва мотива међународног кретања капитала (нпр. остваривање дивиденде, јефтина радна снага, ниске цијене сировина и енергије, ширење тржишта, обезбјеђивање недостајућих средстава за пословање, односно реализацију одређених пројеката, недостатак домаће акумулације). Другим ријечима, капитал који је привучен каматним диференцијалима представља извор само дијела

понуде и тражње за девизама на девизном тржишту. Претпоставка да је релативно мали дио укупне понуде и тражње иностране валуте резултат финансијских трансакција чији је циљ остваривање камате имплицира да теорија паритета каматних стопа није довољна у тумачењу начина формирања и промјена девизног курса. При томе, Миљковић (2008) упозорава на то да поједине земље, посебно оне у развоју, усљед неразвијености финансијских тржишта и/или остваривања одређених економских циљева, примјењују различите врсте контроле кретања капитала и на тај начин умањују утицај кретања капитала на формирање девизног курса. Све то упућује на закључак да при објашњавању формирања девизног курса, теорија паритета каматних стопа може да представља само допуну или корекцију теорије о паритету куповне моћи, као основне теорије.

Један од најранијих приступа који при објашњавању формирања и промјена девизног курса на девизном тржишту у обзир узима и токове робе и токове капитала, ослања се на платнобилансну теорију. Према овој теорији, висина девизног курса резултат је сучељавања понуде и тражње за девизама на девизном тржишту која потиче од укупних економских трансакција са иностранством, евидентираних у платном билансу. Дефицит у платном билансу, настао усљед пораста тражње увозних производа и/или повећаног одлива капитала, рефлектује се на девизно тржиште кроз повећање тражње за иностраном валутом, што узрокује раст девизног курса. Повећање тражње за иностраним валутама, дакле има позадину у платно-билансним трансакцијама, а наведена промјена на девизном тржишту може указати на повећање увоза и/или на одлив капитала. Обрнуто, суфицит у платном билансу, настао усљед пораста извоза робе и/или повећаног прилива капитала, рефлектује се на девизно тржиште кроз повећање понуде иностране валуте, што узрокује пад девизног курса. И пораст понуде иностране валуте такође има позадину у платно-билансним трансакцијама, тј. произилази из суфицитне позиције платног биланса настале усљед раста извоза и/или прилива иностраног капитала. Дакле, према платнобилансној теорији, дефицит/суфицит у платном билансу еквивалентан је порасту тражње/понуде девиза на девизном тржишту, што подразумијева формирање девизног курса на вишем/нижем нивоу.

Разматрања у овом дијелу рада показују да, не само разлике у цијенама и каматним стопама између посматраних земаља, већ и стање у платном билансу представља битну детерминанту девизног курса.

1.3. Реални и равнотежни девизни курс

1.3.1. Реални девизни курс

У циљу ефикаснијег коришћења расположивих људских и материјалних ресурса и успјешнијег укључивања у међународну размјену и подјелу рада од текућег девизног курса се очекује да се формира на нивоу који ће, прије свега, омогућити да се исправно идентификују међународно признате компаративне предности националне привреде. Другачије речено, компаративне предности (знање, технологија и иновација су њене примарне детерминанте), као манифестација постојања различитих услова за производњу појединих добара, које одређеној земљи дају релативну способност да производи производе или пружа услуге боље (јефтиније) него остали учесници на домаћем и/или иностраном тржишту, биће препознате уколико је номинални девизни курс коректно формиран тј. на свом реалном нивоу. У литератури се најчешће наводи да је реалан онај девизни курс који изједначава општи ниво цијена у земљи са општим нивоом цијена у иностранству (Јовановић Гавриловић, 2006). Другим ријечима, номинални девизни курс формиран на нивоу при којем су изједначене цијене одређене истоврсне корпе добара у посматраним земљама, изражене у заједничкој валути, истовремено је и реалан (једначина 1.3).

$$E_r \times P^* = P \qquad (1.3)$$

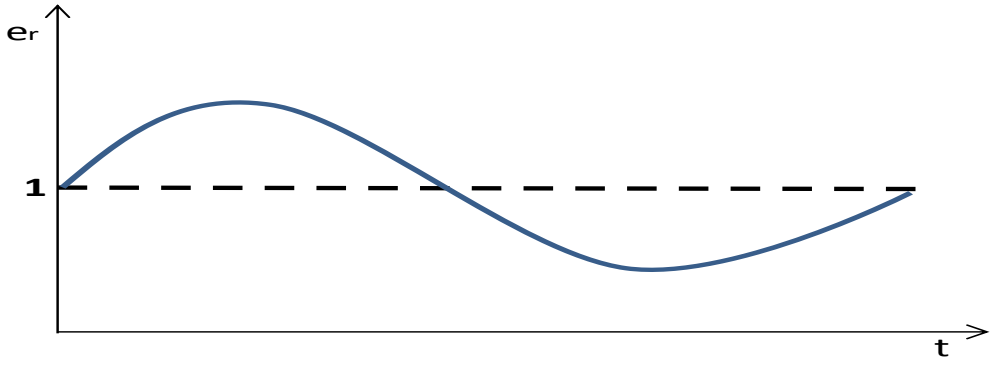
гдје је Er x P* цијена корпе иностраних добара у домаћој валути, P цијена исте корпе домаћих добара у домаћој валути. Фактички, ради се о девизном курсу који је формиран у складу са апсолутном теоријом паритета куповне моћи.

У обрачунском смислу, реални девизни курс (er) може се посматрати као однос општег нивоа цијена у иностраној и општег нивоа цијена у домаћој земљи, изражен у истој валути, односно као номинални девизни курс коригован односом страних и домаћих цијена (једначина 1.4). Ако је номинални девизни курс (Er) формиран на нивоу који изједначава куповну моћ новца у посматраним земљама (према критеријима теорије апсолутног паритета куповне моћи), на основу једначине (1.4), као формуле за израчунавање реалног девизног курса, произилази да је реални девизни курс једнак јединици. Дакле, једначина 1.4 указује на битну одредницу (карактеристику) апсолутног паритета куповне моћи која се огледа у томе да је реални девизни курс у равнотежи једнак јединици.

$$e_r = \frac{E_r \times P^*}{P} = 1 \qquad (1.4)$$

Међутим, у текућим привредним кретањима, под утицајем разних фактора, долази до повремених и привремених одступања текућег (тржишног) девизног курса од девизног курса који изједначава куповну моћ новца у двије посматране земље. То значи да је нарушен равнотежни однос између номиналног девизног курса и односа општег нивоа цијена у посматраним земљама, што се огледа у одступању реалног девизног курса од равнотежног нивоа. Уколико је номинални девизни курс изнад (испод) нивоа девизног курса одређеног паритетом куповне моћи, реални девизни курс ће бити изнад (испод) свог равнотежног нивоа тј. већи (мањи) од један (графички приказ број 1).

Графички приказ број 1: Одступање реалног девизног курса од равнотежног нивоа према паритету куповне моћи



Извор: Аутор.

Концепт реалног девизног курса, детерминисан паритетом куповне моћи, значајан је са аспекта утврђивања да ли је вриједност домаће валуте потцијењена или прецијењена. Уколико се утврди да је номинални девизни курс изнад нивоа девизног курса детерминисаног (апсолутним) паритетом куповне моћи, односно да је реални девизни курса већи од један (er>1), домаћа валута је у стању потцијењености, што има позитивно дејство на конкурентности домаће земље. Текући девизни курс изнад нивоа који се може означити као реалан – потцијењеност домаће валуте, обезбјеђује већу куповну моћ у иностранству него у земљи. Јер, потцијењеност националне валуте увоз чини скупљим те посљедично смањује конкурентност иностраних производа на домаћем тржишту. Истовремено, извоз постаје рентабилнији јер доводи до тога да извозници за исту количину иностране валуте добијају више домаћег новца него што би то било да је девизни курс на свом реалном нивоу (према критеријима паритета куповне моћи).

Уколико се утврди да је номинални девизни курс испод нивоа девизног курса детерминисаног паритетом куповне моћи, односно да је реални девизни курса мањи од један (er<1), домаћа валута је у стању прецијењености, што има негативно дејство

на конкурентност домаће земље. Текући девизни курс испод нивоа који се може означити као реалан – прецијењеност домаће валуте, обезбјеђује већу куповну моћ у иностранству него у земљи. Јер, цијене иностраних производа прерачунате у домаћу валуту по таквом курсу постају ниже него што би биле при реалном курсу. На тај начин инострани производи постају конкурентнији на домаћем тржишту, што повећава интерес да се увози. Истовремено, прецијењеност националне валуте смањује интерес да се извози јер доводи до тога да извозници за исту количину иностране валуте добијају мање домаћег новца него што би то било да је девизни курс на свом реалном нивоу (према критеријима паритета куповне моћи).

Дакле, прецијењеност националне валуте дјелује рестриктивно на извозне и експанзивно на увозне токове, доводећи до погоршања текућег рачуна платног биланса, док потцијењеност националне валуте дјелује експанзивно на извозне, а рестриктивно на увозне токове, тако да узрокује побољшање текућег рачуна платног биланса. Међутим, Јовановић Гавриловић (2006) упозорава да и потцијењеност домаће валуте може имати негативне ефекте на националну привреду, нарочито ако дуже траје. Јер, пружајући погрешне информације о томе гдје (не)треба усмјеравати производне факторе, негативно утиче на алокацију ресурса.

Због недостатака који прате примјену теорије апсолутног паритета куповне моћи, прије свега имајући у виду да је у пракси тешко утврдити општи ниво цијена, као основ за утврђивање реалног девизног курса најчешће се користи релативна теорија паритета куповне моћи у којој се, умјесто општих нивоа цијена у посматраним земљама, пореде њихове промјене, изражене стопама инфлације или индексима. Уколико је у неком почетном (базном) периоду девизни курс између двије валуте (Er0) био на таквом нивоу да изједначава куповну моћ новца у посматраним земљама, да би се закључило да је и у текућем периоду на свом реалном нивоу, потребно је да се у наредним периодима номинални девизни курс (Er) мијења у складу са стопама инфлације у тим земљама. Дакле, ако се номинални девизни курс мијења пропорционално са промјенама у националним стопама инфлације реалан девизни курс остаје непромијењен, односно његова вриједност остаје једнака вриједности из основног периода. Из тога произилази да је при утврђивању реалног девизног курса (er), на основу критерија релативне теорије паритета куповне моћи, у обзир потребно узети номинални курс (Er) и промјене нивоа цијена у посматраним земљама, што се може записати на сљедећи начин:

$$e_r = E_r \times \frac{Pi^*}{Pi} \quad (1.5)$$

гдје Er представља номинални девизни курс, а Pi* и Pi одговарајуће индексе цијена у страној и домаћој земљи. Из једначине (1.5) произилази да се, у систему директног нотирања, реални девизни курс добије када се номинални курс коригује односом иностране и домаће инфлације.

Кретање (промјене) реалног девизног курса (утврђеног према критеријима теорије релативног паритета куповне моћи) представља важан индикатор промјена цјеновне конкурентности домаће привреде на међународном тржишту. У систему директног нотирања, пораст реалног девизног курса домаће валуте (er) у односу на основни период тј. депресијација реалног девизног курса указује на побољшање цјеновне конкурентности домаће привреде, јер подразумијева, посматрано у домаћој валути, да страни производи постају скупљи у односу на домаће производе. Обрнуто, смањење реалног девизног курса (апресијација) указује на погоршање цјеновне конкурентности домаће привреде, јер подразумијева да инострани производи постају јефтинији у односу на домаће производе, због чега може доћи до повећања увоза.

1.3.2. Равнотежни девизни курс

Претходно је констатовано да реални девизни курс, успостављен на нивоу који је у складу са критеријима паритета куповне моћи, изједначава општи ниво цијена добара у земљи и иностранству, када се та добра изразе у истој валути. Како општи ниво цијена представља просјечан (пондерисан) ниво цијена свих добара, то значи да су, у односу на просјечну цијену, цијене појединачних добара различите, тј. цијене једне половине појединачних добара (узимајући у обзир и пондере) су веће, а друге половине добара су мање. Из тога произилази да реални девизни курс једну половину добара (узимајући у обзир и пондере) чини јефтинијим, а другу половину добара скупљим у земљи него у иностранству. Дакле, успостављањем девизног курса на нивоу који је у складу са критеријима паритета куповне моћи, обезбијеђене су претпоставке, не само за обављање међународне трговине на основи компаративних предности, већ и за уравнотежење размјене са иностранством.

Међутим, због неколико важних ограничења примјене закона једне цијене (постојање високих транспортних трошкова, примјена царинских и других ограничења, стратешка или природна својстава производа и сл.) нека добра, без обзира на то што су реално јефтинија или скупља у земљи него у иностранству, не могу да буду предмет међународне размјене. Ријеч је о тзв. *домаћим добрима*. Како због чињенице да се

један дио производа неће моћи ни извозити ни увозити, тако и због тога што у данашњим условима значајан дио укупне понуде и тражње за девизама потиче од трансферних плаћања и кретања капитала, јасно је да ће текући девизни курс, као резултат директног сучељавања укупне понуде и тражње за датим валутама на девизном тржишту, често бити испод или изнад нивоа детерминисаног паритетом куповне моћи тј. реалног девизног курса.

Девизни курс формиран на нивоу при којем је на девизном тржишту понуда једнака тражњи за девизама, односно који обезбјеђује равнотежу девизног тржишта, еквивалентну равнотежи платног биланса, назива се *равнотежним девизним курсом*.

Како је наведено у Ћировић (2000) ширу дефиницију равнотежног девизног курса, која се заснива на макроекономском приступу, дао је Ranger Nurkse 1945. године. Равнотежни девизни курс се посматра у контексту одржавања платнобилансне равнотеже на средњи рок, али уз истовремено избјегавање да се та равнотежа остварује путем пребацивања неравнотеже на унутрашњу економију (очување унутрашње равнотеже) или путем увођења административне заштите платног биланса. Nurkse-ovu дефиницију равнотежног девизног курса засновану на макроекономском приступу Јовановић Гавриловић (2006) објашњава на начин да 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. Другим ријечима, девизни курс који проузрокује привредну нестабилност - пад производње, велику незапосленост или инфлацију (рјеђе дефлацију) не може се назвати равнотежним курсом. Такође, девизни курс који одржава равнотежу платног биланса, али уз оштре мјере спољнотрговинске и девизне контроле, није равнотежни курс. Ограничавање тражње за девизама разним мјерама спољнотрговинске и девизне контроле доприноси формирању неке врсте равнотежног девизног курса, али не на правом нивоу.

1.4. Врсте девизног курса

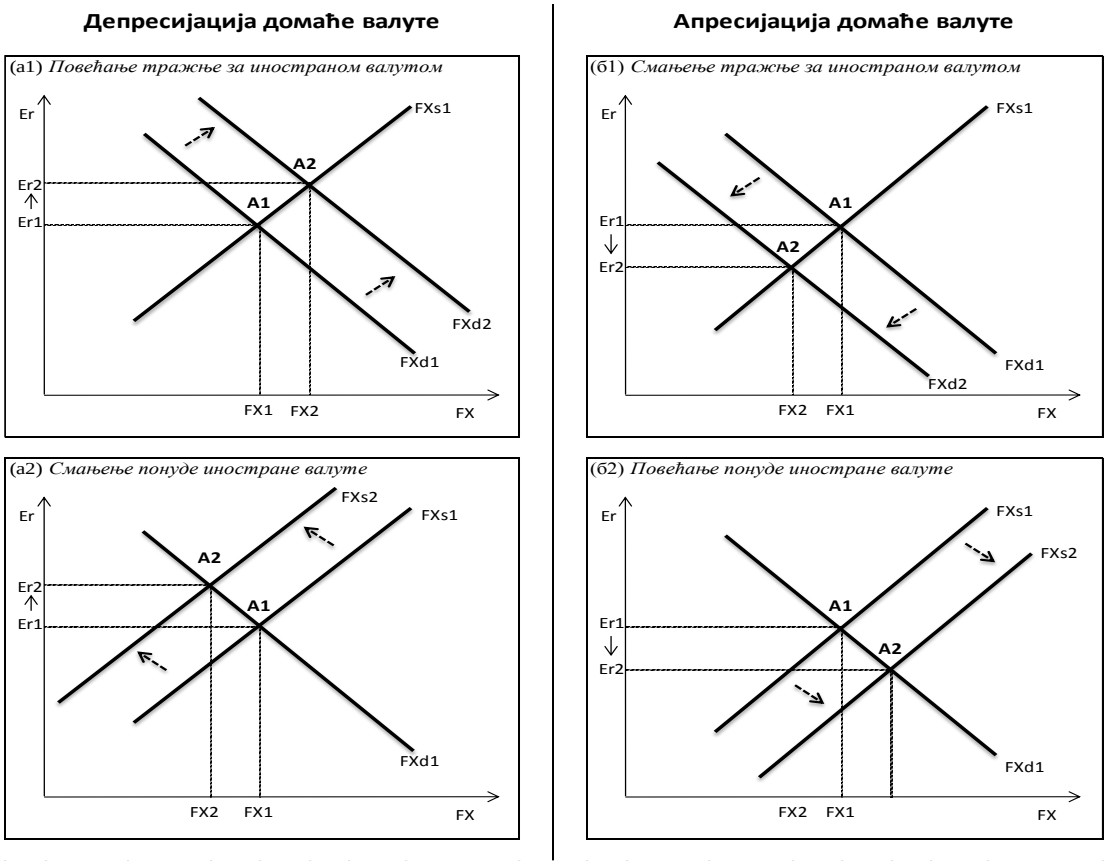
На основу доступне литературе из области девизног курса може се закључити да се начин његовог утврђивања (формирања) наводи као један од основних, а често и једини критериј подјеле девизних курсева. У зависности од тога да ли се формира под утицајем односа понуде и тражње на девизном тржишту или га административно

одређује (прописује) монетарна власт, девизни курс може бити флуктуирајући (флексибилни, пливајући) и фиксни (чврсти).

1.4.1. Флуктуирајући девизни курс

Уколико се вриједност домаће валуте у односу на друге валуте слободно формира на девизном тржишту на основу односа понуде и тражње девиза, ради се о *флуктуирајућем девизном курсу*. Из тога слиједи закључак да ће свака неравнотежа девизног тржишта тј. постојање разлике између понуде и тражње за одређеним валутама аутоматски изазвати промјену њихове цијене на девизном тржишту која траје све док се не достигне нови равнотежни ниво девизног курса при којем ће понуда и тражња бити поново изједначене. На графичком приказу број 2 илустрован је механизам формирања тржишног девизног курса. Да би се избјегле непотребне компликације, механизам се заснива на претпоставци да се девизни курс формира искључиво спонтано под дејством тржишних снага, односно да монетарне власти, као активни учесници на девизном тржишту, не тргују девизним резервама на девизном тржишту у намјери да утичу на ниво (кретање) девизног курса.

Графички приказ број 2: Механизам формирања тржишног девизног курса



Извор: Аутор.

На хоризонталној оси (x) приказана је количина иностране валуте на девизном тржишту FX, а на вертикалној оси (y) ниво девизног курса Er (директно нотираног).

Крива понуде иностране валуте означена је са FXs, а крива тражње иностране валуте FXd. Јасно је да прије наступања нових промјена на девизном тржишту, у принципу, мора да постоји један ниво девизног курса при којем су изједначени понуда и тражња домаће и иностране валуте. Почетни равнотежни девизни курс означен са Er1 одређен је пресјеком криве тражње FXd1 и криве понуде девиза FXs1.

Претпоставимо да је дошло до пораста националног дохотка и/или пада домаће каматне стопе. У отвореној привреди, са порастом националног дохотка, у зависности од граничне склоности увозу, расте потрошња увозних производа. Фактички, дио пораста националног дохотка, због позитивне корелисаности увоза са дохотком, одлази на повећање потрошње производа из увоза. Такође, пад домаће каматне стопе повећава интерес да се финансијски фондови у домаћој валути претворе у иностранну валуту да би био остварен већи приход у иностранству. Посљедично, то доводи до одлива капитала из земље. Пораст тражње за производима из увоза и/или одлив капитала рефлектује се на девизно тржиште кроз повећање тражње за иностраном валутом. Увозници размјењују домаћу валуту за иностранну да би платили робе и услуге које су увезли из иностранства, док власници капитала купују иностранну валуту да би могли да инвестирају у иностранству тј. слободна финансијска средства претварају из домаће у иностранну валуту да би их могли пласирати у иностранству, гдје је виша каматна стопа. Таква ситуација, при осталим непромијењеним условима и нивоу девизног курса Er1, доводи до вишка тражње над понудом иностране валуте, тј. до неравнотеже на девизном тржишту, што је на графичком приказу број 2, панел (a1), приказано помјерањем криве тражње иностране валуте FXd1 у десно и горе, дуж криве понуде FXs1. На графикону се јасно запажа да се, под притиском повећане тражње за иностраном валутом, девизни курс помјера изнад иницијално равнотежног нивоа Er1, што означава слабљење тј. депресијацију домаће валуте. Раст девизног курса ће трајати све док се не достигне нови равнотежни ниво за који постоји једнакост понуде и тражње девиза на девизном тржишту, који је одређен тачком пресјека криве FXd2 і криве FXs1 - тачка A2. Дакле, већа тражња од понуде иностране валуте активира механизам њиховог изједначавања, помјерајући равнотежу на девизном тржишту из тачке A1 ка новој равнотежној тачки A2 у којој је тржишни девизни курс изнад почетног равнотежног нивоа тј. на нивоу Er2.

Пад понуде иностране валуте на девизном тржишту производи идентичан ефекат на кретање тржишног девизног курса, што је на панелу (a2) приказано помјерањем криве понуде FXs1 у лијево и горе, дуж криве FXd1, тј. са нивоа FXs1 на ниво FXs2. Као и у

случају пораста тражње за иностраном валутом, тако и пад понуде иностране валуте има позадину у оним платно-билансним трансакцијама које могу указивати на пад извоза (усљед пада иностране тражње за домаћим производима изазваног падом привредне активности земаља најзначајнијих спољнотрговинских партнера) и/или на пад прилива иностраног капитала.

Уколико се претпостави да је из одређених разлога на девизном тржишту дошло до супротних кретања која се огледају у паду тражње за иностраном валутом, то ће изазвати помјерање криве тражње FXd1 у лијево и доље, тј. са нивоа FXd1 на ниво FXd3, панел (б1). Усљед неравнотеже на девизном тржишту (мања тражња од понуде девиза) активира се механизам усклађивања понуде и тражње за девизама који девизни курс помјера испод иницијално равнотежног нивоа Er1 ка новом равнотежном нивоу Er3, што означава јачање тј. апресијацију домаће валуте. На идентичан начин тржишни девизни курс се понаша и у ситуацији у којој је из одређених разлога дошло до пораста понуде иностране валуте (раста извоза и/или прилива капитала), панел (б2).

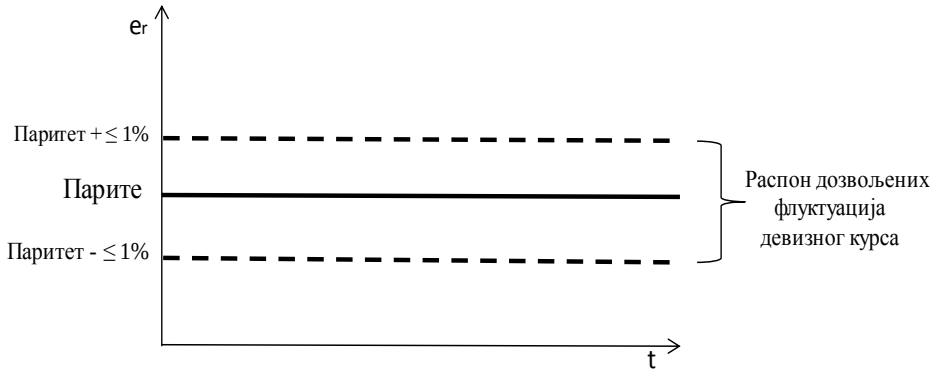
Међутим, девизни курс је исувише важна варијабла за националну привреду да би се његово кретање могло потпуно препустити стихијским промјенама на девизном тржишту. Флуктуације курса се у различитим околностима и у зависности од процјене монетарних власти, у већој или мањој мјери, ограничавају. Стога, потпуно слободно флуктуирање курса у односу на понуду и тражњу на девизном тржишту, без икаквог утицаја националних монетарних власти, у пракси је готово немогуће срести. Krugman & Obstfeld (2009) сматрају да је питање да ли је чисто флуктуирање икада стварно постојало. Већина политика које владе примјењују утиче на девизни курс и владе се ријетко када прихватају политика, а да претходно не размотре посљедице које би оне имале по девизни курс. Bofinger & Wollmershauser (2001a) сматрају да формирање курса искључиво на основу односа понуде и тражње за девизама, у правилу постоји само као теоријски модел, без емпиријског упоришта. У том смислу Јовановић Гавриловић (2006) флуктуирајући девизни курс дефинише као цијену девиза која се формира *углавном* под утицајем понуде и тражње девиза.

1.4.2. Фиксни девизни курс

Уколико је цијена страног новца унапријед утврђена од стране националних монетарних власти и не зависи од понуде и тражње, ради се о *фиксном девизном курсу*. Најчешће, фиксни девизни курс се дефинише у односу на инострану валуту са високим кредибилитетом тј. валуту земље која традиционално посједује инфлациону стабилност. Такође, постоји могућност да се паритет одреди у односу на валуте више

земаља (групу страних валута) и то у принципу за валуте земаља које имају довољно значајне економске односе са посматраном земљом. У том случају, ријеч је о корпи паритета са одговарајућим пондерима. Свака страна валута која учествује у валутној корпи има пондер који се најчешће везује за учешће те земље у спољнотрговинској размјени. Уколико се вриједност националног новца везује за корпу страних валута у том случају земља формира *ефективни фиксни девизни курс* тј. пондерисани просјек билатералних девизних курсева у односу на посматрану валуту или једноставно речено пондерисани девизни курс[4]. Ако се девизном курсу дозвољава да, под утицајем тржишних снага, осцилује у уском интервалу око валутног паритета, ради се такође о фиксном девизном курсу (графички приказ број 3).

Графички приказ број 3: Фиксни девизни курс према конвенционалном моделу



Извор: Аутор.

Без обзира на то да ли се валутни паритет одређује у односу на једну или више валута, у суштини се ради о дјелимично фиксном девизном курсу домаће валуте, односно о непотпуном фиксирању девизног курса. Наиме, распад бретонвудског међународног монетарног система, који је функционисао до 1973. године, значио је укидање институционалног регулисања начина утврђивања девизних курсева, а тиме и напуштање глобалног система фиксних девизних курсева који је подразумијевао везаност свих валута за долар, као валуте која је једина имала неопозиви златни паритет. Истовремено, створени су институционални услови да земља, ако то жели, може да утврди фиксни курс домаће валуте према било којој иностраној валути или валутној корпи. Међутим, валута(е) за коју се везује вриједност домаће валуте, на девизном тржишту ипак флуктуира према другим валутама, а самим тим и вриједност домаће валуте чији се курс фиксира, такође, индиректно флуктуира у односу на друге

[4]Шведска је 1977. године увела фиксни курс за шведску круну према корпи од 15 валута. У валутну корпу ушле су валуте које су са најмање 1% учествовале у спољној трговини те земље у претходном петогодишњем периоду. Централна банка Шведске имала је задатак да путем интервенција на девизном тржишту брани ефективни фиксни курс, израчунат на бази корпе валута, односно да дозволи одступање тржишног курса у односу на ефективни девизни курс само у оквиру маргине ±2,25% (Ћировић, 2000).

валуте. У том контексту Krugman & Obstefeld (2009), као примјер, наводе регионалне валутне аранжмане. „Неке земље припадају валутним унијама, организацијама међу чијим чланицама постоји сагласност о томе да њихови међусобни девизни курсеви буду фиксни, док с друге стране дозвољавају да вриједност њихових валута флуктуира у односу на валуте земаља које нису чланице уније“. Једноставније речено, група земаља које улазе у валутне интеграције успостављају фиксне девизне курсеве између својих валута, при чему колективно „пливају“ у односу на валуте ван тог валутног подручја (Ћировић, 2000).

За разлику од флуктуирајућег девизног курса, конкретизација концепта фиксног девизног курса, у данашњим условима, намеће неколико важних питања. Једно од тих питања односи се на избор тзв. доминантне валуте или групе страних валута за коју ће се везати вриједност домаће валуте. Без обзира да ли се земља опредијелила за једну или корпу валута, при давању одговора на ово питање свакако је потребно узети у обзир стабилност појединих валута, обим међусобне размјене роба, услуга и капитала са појединим земљама, валутну структуру обавеза према иностранству и сл. Друго питање односи се на висину девизног курса. Јовановић Гавриловић (2006) сматра да у принципу, основу за висину девизног курса треба да представља паритет куповне моћи, односно ниво цијена у земљи која фиксира курс националне валуте према нивоу цијена у земљи за чију валуту се везује вриједност националне валуте. Но, пошто тај курс треба да обезбиједи услове за равнотежу платног биланса на дуги рок, у обзир треба узети цијене само тзв. међународних добара.

1.5. Трансмисиони механизам девизног курса

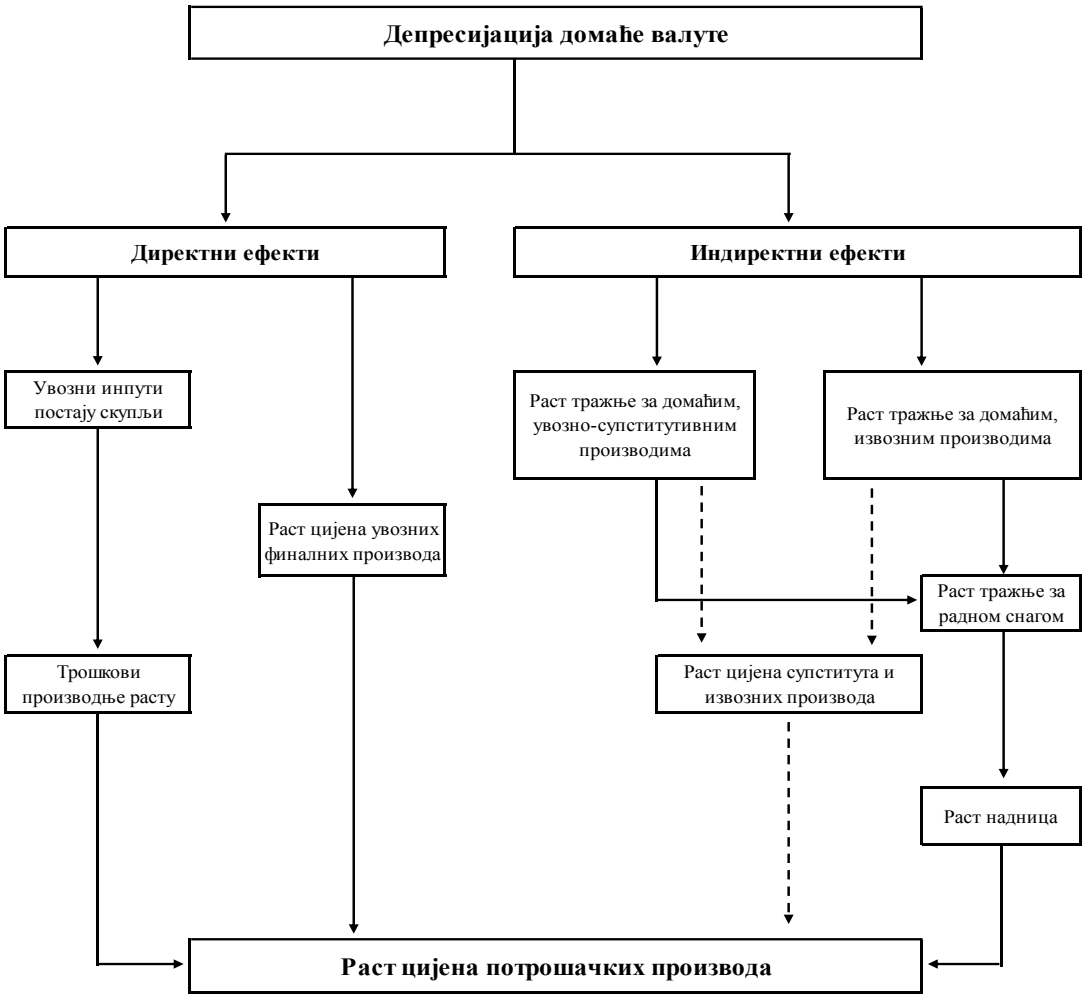
Трансмисиони механизам девизног курса (*exchange rate pass-through*) је процес који подразумијева преношење промјена номиналног девизног курса на општи ниво цијена те националну привреду у цјелини. Да би се схватило како промјене девизног курса утичу на инфлацију, а имајући у виду да општи ниво цијена у економији зависи, не само од раста цијена домаћих производа, већ и од раста цијена иностраних производа изражених у домаћој валути, потребно је испитати повезаност између девизног курса и цијена увозних производа. Цијена увозног производа у домаћој валути представља производ девизног курса и цијене у иностраној валути, или ErxP*. Уколико номинални девизни курс (Er) порасте, а цијена у иностраној валути (P*) остане фиксна, цијена производа увезеног из иностранства и изражена у домаћој валути расте сразмјерно расту девизног курса. Међутим, Krugman & Obstefeld (2009) наглашавају

да трансмисиони механизам девизног курса може да буде непотпун – степен трансмисије промјена девизног курса на цијене мањи од јединице. У том контексту, аутори наводе да иностранo предузеће, уколико сматра да ће губитак у профиту остварен на тај начин надокнадити уз помоћ економије обима производње, да не би изгубио свој удио на тржишту, може одлучити да промјену девизног курса не пренесе у потпуности на своје цијене. Предузеће ће можда причекати да види да ли промјена вриједности валуте одражава одређени тренд прије него што се опредијели за промјену цијена и производње, које га касније могу скупо коштати. Другим ријечима, уколико постоје очекивања да је промјена девизног курса привременог карактера и да постоји могућност његовог враћања на претходни ниво, предузеће може одлучити да не пренесе или дјелимично пренесе промјену девизног курса на своје цијене. Због наведених разлога степен трансмисије промјена девизног курса на увозне цијене може да буде далеко мањи од јединице. Проценат за који увозне цијене порасту, када домаћа валута депресира за један проценат познат је као степен трансмисије или „пролаза“ од девизног курса до увозних цијена.

Али, како се промјена цијена увозних производа преноси на цијене потрошачких производа, шире посматрано, трансмисиони механизам девизног курса подразумијева промјене у цијенама потрошачких цијена које могу да се повежу са промјеном номиналног девизног курса (Миљковић, 2008). У наставку рада, прије свега због чињенице да, усљед појачане примјене флуктуирајућег режима девизног курса до које је дошло након распада Бретонвудског међународног монетарног система, канал девизног курса има све значајнију позицију у монетарном трансмисионом механизму, анализира се трансмисиони механизам девизног курса на инфлацију усљед депресијације домаће валуте. Сажет опис ефеката депресијације домаће валуте на цијене потрошачких производа, заснован на претпоставци да извозници не мијењају цијене производа у својим националним валутама, дат је у веома утицајном и цитираном раду Lafleche (1997). Као што показује шема број 1 трансмисија депресијације домаће валуте на цијене може бити директна и индиректна. Директно преношење раста номиналног девизног курса на ниво потрошачких цијена одвија се кроз двије линије. Прва линија подразумијева да раст номиналног девизног курса директно поскупљује увозне финалне производе. Директан раст цијена увозних финалних производа, изазван депресијацијом домаће валуте, у зависности од њиховог учешћа у укупној робној структури на домаћем тржишту, током времена, преноси се на раст цијена потрошачких производа. Друга линија подразумијева да се механизам

преношења депресијације домаће валуте на ниво цијена потрошачких производа одвија тако што се раст цијена увозних инпута у домаћој валути, који се користе у производњи домаћих производа, уграђује у домаће трошкове производње те их повећава. Раст трошкова производње се преноси на раст цијена домаћих финалних производа.

Шема број 1: Трансмисиони механизам девизног курса



Извор: Lafleche (1997).

Ситуација, када због раста трошкова производње расте цијена финалних производа, представља примјер инфлације трошкова. У цјелини посматрано, усљед немогућности супституције увоза домаћом производњом (непостојања увозних супститута) или ниске еластичности домаће тражње према девалвацијом изазваним промјенама цијена увозних производа, раст номиналног девизног курса, директно поскупљујући увозне финалне производе и увозне инпуте, ствара инфлационе импулсе који се, линијом увозних финалних производа и линијом увозних инпута, преносе на општи ниво цијена. Поједностављено речено, ако су у структури увоза заступљени финални производи и инпути од значаја за несметано функционисање становништва и

привреде, депресијација домаће валуте неће значајније смањити увоз, али ће га учинити скупљим.

Међутим, уколико постоји могућност супституције увоза домаћом производњом раст номиналног девизног курса, чинећи увозне производе (финалне и инпуте) у домаћој валути скупљим у односу на домаће, доводи до преусмјеравања потрошње са увозних на домаће производе тј. до раста тражње за домаћим увозно-супституитивним производима. Истовремено, депресијација домаће валуте, при осталим непромијењеним условима, чини извоз цјеновно конкурентнијим на иностраном тржишту јер цијена домаћих производа, изражена у иностраној валути, аутоматски пада, што подстиче раст иностране тражње за домаћим производима. Мијењајући однос цијена домаћих и иностраних производа на начин да домаћи производи постају јефтинији у поређењу са иностраним производима, депресијација домаће валуте, дакле, дјелује на раст тражње за домаћим, увозно-супституитивним и домаћим извозним производима, што доводи до пораста нето-извозне тражње, као значајне компоненте агрегатне тражње. На тај начин депресијација домаће валуте, кроз повећање тражње домаћих и смањење тражње увозних производа, подстиче раст домаће производње. Међутим, раст агрегатне тражње појачава притисак на раст цијена увозно-супституитивног и извозног сектора. Другим ријечима, раст тражње за домаћим производима, узрокован депресијацијом домаће валуте, индиректно подстиче домаћу инфлацију, као пратећи ефекат пораста домаће производње. Такође, раст тражње за домаћим увозно-супституитивним производима и домаћим извозним производима дјелују на повећање тражње за радном снагом што, кроз раст надница, врши додатни притисак на раст цијена потрошачких производа.

На основу претходних разматрања може се закључити да се индиректни ефекат депресијације домаће валуте на општи ниво цијена такође одвија кроз двије линије - линијом повећања тражње за домаћим увозно-супституитивним производима, што подразумијева смањење увоза и линијом повећања тражње за извозним производима, што подразумијева повећање извоза.

Јовановић Гавриловић (2006) указује на још један аспект пораста потрошачких цијена у условима постојања увозно-супституитивних производа и то у смислу да је извјесно да ће супституција увоза утицати на пораст нивоа потрошачких цијена јер се јефтинији производи из увоза замјењују скупљим домаћим производима. Даље, аутор закључује да ће се домаћа понуда релативно лако повећати, ако има залиха извозне и увозно-супституитивне робе и/или, уколико има слободних капацитета за њену

производњу. Ако то није случај, пораст понуде домаћих производа на домаћем и иностраном тржишту биће могућ тек изградњом и активирањем нових производних капацитета, то значи инвестициона улагања и ангажовање других фактора производње. Међутим, ако пораст понуде производа на домаћем и иностраном тржишту није могућ, раст извоза, усљед депресијације домаће валуте, доводи до пада понуде робе на домаћем тржишту. Тенденција пада агрегатне понуде робе на домаћем тржишту ствара додатни притисак на раст цијена.

Миљковић (2008) наводи да, осим директног и индиректног утицаја девизног курса на цијене, не треба занемарити ни инфлациона очекивања као битан фактор за механизам утицаја девизног курса на инфлацију. Привредни амбијент који се одликује ниским инфлационим очекивањима, резултира мањим интензитетом механизма промјене девизног курса на инфлацију. У привредама које су се у прошлости сусретале са високим стопама инфлације и у којима су због тога формирана висока инфлациона очекивања, утицај промјена девизног курса на цијене ће бити већи. То значи да у случају, када привреда има висока инфлациона очекивања, не може се очекивати да депресијација допринесе значајнијем преусмјеравању домаће тражње са увозних на домаће производе.

Директни и индиректни канали трансмисије депресијације домаће валуте креирају општи инфлациони притисак који отежава реализацију позитивних ефеката депресијације на националну привреду. Све док цијене једне земље буду расле упоредно са депресијацијом домаће валуте, биће узалудан сваки повољан ефекат тих промјена на њен конкурентски положај на свјетском тржишту (Ковачевић, 2011). Ефекат депресијација домаће валуте на инфлацију, односно јачина и брзина трансмисије промјене девизног курса на цијене зависи од неколико фактора: (1) релативног удјела увоза у потрошачкој корпи, (2) услова тражње, (3) трошкова прилагођавања (односно услова понуде), (4) али и од очекивања (перцепције) да ли је депресијација привремен или трајни феномен (Laflèche, 1997). Генерално, може се рећи да брзина и интензитет трансмисије промјена девизног курса на потрошачке цијене у највећој мјери зависи од увозне зависности националне привреде, робне структуре увоза, укључујући могућност супституције увоза домаћом производњом.

1.6. Механизам интервенција на девизном тржишту

На основу претходно описаног трансмисионог механизма девизног курса јасно је да се промјена девизног курса, корекцијом извоза и увоза, преноси на ниво привредне

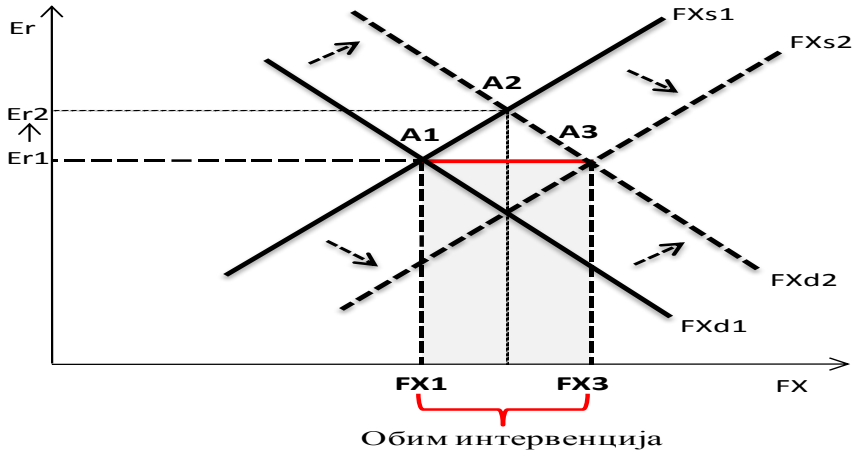
активности, (не)запосленост, стабилност цијена те стање текућег рачуна платног биланса, као основне индикаторе унутрашње и спољне равнотеже националне привреде. Осим економских, промјене девизног курса имају и социјалну функцију у смислу утицаја на ниво дуга у домаћој валути уколико је деноминован или индексиран у страној валути. Значајнији раст девизног курса повећава терет дуга, што посљедично може изазвати финансијску кризу и снажну економску контракцију. Из наведених разлога произилази да је монетарна власт приморана да пажљиво посматра кретања на девизном тржишту да би, уколико се укаже потреба, у зависности од прокламованих макроекономских циљева и фазе привредног циклуса у којој се национална привреда налази, благовремено интервенисала на девизном тржишту у намјери да, у мањој или већој мјери, управља промјенама девизног курса. Потребно је нагласити да интервенције на девизном тржишту, као инструмент којим монетарна власт може директно, регулисањем понуде и тражње за девизама, да утиче на кретање девизног курса, могу бити усмјерене како на ограничавање, односно спречавање, тако и на изазивање промјена девизног курса.

У средишту даљег разматрања је интервенција монетарне власти на девизном тржишту која има за циљ да спријечи промјену девизног курса, односно његово одржавање на нивоу за који монетарна власт сматра да је у складу са прокламованим економским циљевима. У том контексту, на графичком приказу број 4 илустрована је реакција монетарне власти орјентисане на спречавање промјене девизног курса у ситуацији када се на девизном тржишту изненада јавља вишак тражње у односу на понуду иностране валуте. Вертикална (y) оса приказује ниво девизног курса директно нотираног Er, а хоризонтална (x) оса количину девиза на девизном тржишту FX. Крива FXs означава понуду, а крива FXd тражњу иностране валуте. У анализи се полази од претпоставке да девизни курс, означен као Er1, одређен пресјеком криве тражње FXd1 и криве понуде FXs1 (тачка A1), представља ниво девизног курса који монетарна власт тежи да одржи непромијењеним.

У разматрању механизма интервенција на девизном тржишту, заснованог на понашању монетарне власти која за циљ има да девизни курс одржава на непромијењеном нивоу, полази се од тога да је из одређених разлога (сезонских или коњуктурних осцилација и сл.) дошло до изненадног пораста увоза. Увозници размјењују домаћу валуту за иностранну да би платили робе и услуге које су увезли из иностранства. Пораст тражње увозних производа рефлектује се на девизно тржиште у виду повећања тражње за иностраном валутом. Дакле, при девизном курсу Er1, усљед

потребе плаћања повећаног увоза, на девизном тржишту постоји већа тражња од понуде иностране валуте, што је на графичком приказу број 4, који илуструје стање на девизном тржишту, представљено помјерањем криве тражње FXd1 у десно, дуж криве понуде FXs1, на ниво FXd2. Вишак тражње за иностраном валутом у односу на понуду на девизном тржишту (одсјечак A1A3), ствара притисак на раст девизног курса. Да би одржала девизни курс на нивоу за који сматра да је у складу са унутрашњим и спољним окружењем, усљед веће тражње од понуде иностране валуте, монетарна власт је приморана да интервенише на девизном тржишту тако што, по девизном курсу Er1, продаје инострану за домаћу валуту. Реакција монетарне власти на повећања тражње за иностраном валутом на графичком приказу број 4 представљена је помјерањем криве понуде FXs1 у десно и доље, на ниво FXs2. Повећавајући понуду иностране валуте за износ разлике између количина FX3 и FX1, монетарна власт неутралише несклад између понуде и тражње за девизама на девизном тржишту тј. понуда и тражња за иностраном валутом поново су изједначене при девизном курсу Er1.

Графички приказ број 4: Интервенција монетарне власти на девизном тржишту



Извор: Аутор.

На графикону је описана класична ситуација у којој монетарна власт убризгавањем иностране валуте на девизно тржиште спречава раст девизног курса. Уколико монетарна власт, у намјери да спријечи раст девизног курса усљед тржишних притисака, интервенише на девизном тржишту продајући инострану и купујући домаћу валуту, директни ефекат продаје иностране валуте, уз одржавање девизног курса на непромијењеном нивоу, је и смањење нивоа девизних резерви, што подразумијева повлачење домаће валуте из оптицаја. Дакле, вишак тражње у односу на понуду иностране валуте, узрокован порастом увоза, у околностима у којима је

монетарна власт орјентисана на спречавање промјене девизног курса, покреће механизам интервенција на девизном тржишту који доводи до смањења новчане масе, што има посљедице за домаћу привреду.

Да би у појединим временским периодима могла благовремено да интервенише на девизном тржишту и на тај начин контролише кретање девизног курса, монетарна власт мора да има довољан ниво девизних резерви. Како је то наведено у Јовановић Гавриловић (2006) сврха девизних резерви и јесте да се њиховим коришћењем обезбјеђује усклађивање понуде и тражње девиза у појединим временским периодима као што су нпр. сезонске осцилације у приливу и одливу девиза (вријеме жетве, туристичка сезона и сл.) или током једног коњуктурног циклуса. Међутим, проблем настаје уколико су притисци на раст девизног курса учестали и већег интензитета – дуготрајни и снажнији. У таквој ситуацији, с обзиром на то да девизне резерве нису неисцрпни извор финансирања, оне ће се у неком моменту истрошити, а монетарна власт ће бити приморана да дозволи промјену нивоа девизног курса тј. да одустане од спречавања његове промјене.

Монетарна власт има могућност да интервенцијама (истог обима) на отвореном тржишту неутралише тј. стерилизује ефекте интервенције на девизном тржишту. Ковачевић (2011) стерилизацију дефинише као појаву, када централна банка предузима мјере помоћу којих настоји да новчану масу одржи на константном, односно жељеном нивоу, упркос интервенцијама на девизном тржишту. Према Eicher, Mutti & Turnovsky (2009), како је наведено у Ковачевић (2011), то се може постићи помоћу промјена стања домаћих кредита (домаће активе) операцијама на отвореном тржишту. Дакле, у намјери да избјегне нежељене ефекте интервенција на девизном тржишту по домаћу привреду (раст каматне стопе, пад инвестиција, производње и запослености), монетарна власт, у исто вријеме са интервенцијама на девизном тржишту, може спроводити операције на отвореном тржишту – куповати хартије од вриједности од пословних банака да би се надокнадила изгубљена ликвидност. Међутим, како су девизне резерве централне банке ограниченог обима, уколико монетарна власт одлучи да стерилише ефекте употребе девизних резерви на новчану масу, привреда још неко вријеме, у зависности од нивоа девизних резерви, може да остане у тачки А1.

2. РЕЖИМИ ДЕВИЗНИХ КУРСЕВА

2.1. Појам и врсте режима девизног курса

Цијена по којој се на девизном тржишту валута једне земље размјењује за другу валуту назива се девизним курсом. У зависности од тога како се формира, девизни курс може да буде фиксни и флуктуирајући. Уколико је цијена страног новца унапријед утврђена од стране националних монетарних власти и не зависи од понуде и тражње, ради се о *фиксном девизном курсу*. Ако се девизном курсу дозвољава да, под утицајем тржишних снага, осцилује у уском интервалу око валутног паритета, ради се такође о фиксном девизном курсу. Најчешће, фиксни девизни курс се дефинише у односу на иностранну валуту са високим кредибилитетом, тј. валуту земље која традиционално посједује инфлациону стабилност. Такође, постоји могућност да се паритет одреди у односу на валуте више земаља. У том случају, ријеч је о корпи паритета са одговарајућим пондерима. Уколико се вриједност националне валуте у односу на друге валуте слободно формира на девизном тржишту на основу односа понуде и тражње девиза, ради се о *флуктуирајућем девизном курсу*. Међутим, исувише је велики значај девизног курса за националну привреду да би се његово кретање могло потпуно препустити слободном механизму понуде и тражње девиза на девизном тржишту и без икаквог утицаја националних монетарних власти. У том смислу Јовановић Гавриловић (2006) флуктуирајући девизни курс дефинише као цијену девиза која се формира *углавном* под утицајем понуде и тражње девиза.

Док девизни курс представља цијену по којој се национална валута размјењује за другу валуту, *режим девизног курса*, као скуп правила по којима се одвија куповина и продаја девиза на девизном тржишту, заправо представља начин формирања и управљања промјенама девизног курса. У зависности од степена уплитања монетарних власти у његово кретање, у пракси се срећу различити режими девизног курса и сваки од њих има своје специфичне карактеристике, које треба узети у обзир код конкретног избора између појединих опција.

Најопштија подјела режима девизног курса је на фиксни и флуктуирајући режим, који су, као двије основне групе режима, у зависности од политике интервенисања монетарне власти на девизном тржишту, операционализовани у разним облицима Постојање валутног паритета, а тиме и формалне обавезе монетарних власти да одбрани дефинисани паритет, представља основно обиљежје по којем се режими фиксних разликују од режима флуктуирајућих девизних курсева. Класификација

режима девизног курса од стране ММФ-а из 1998. године, која је заснована на *de facto* политикама девизног курса, разликује осам режима девизних курсева, груписаних према растућем степену флексибилности: режими девизног курса без присуства националне валуте, валутни одбор, конвенционално фиксни девизни курс, паритет девизног курса са хоризонталним коридором, покретни паритет, покретни коридор, управљано флуктуирање и независно флуктуирање. Да би се омогућила већа усклађеност и објективност те побољшала транспарентност, наведени систем режима девизног курса је 2009. године модификован[5]. Основне промјене у систему приказане су у табели број 1.

Табела број 1: Класификација режима девизних курсева према методологији ММФ-а

	Режими девизног курса према класификацији ММФ-а из 1998.	**Режими девизног курса према класификацији ММФ-а из 2009.**
Чврсто везивање	Без присуства националне валуте	Без присуства националне валуте
	Валутни одбор	Валутни одбор
Меко везивање	Конвенционално фиксни паритет	Конвенционално фиксни паритети
		Режим стабилног курса (*Stabilizided arrangement*)
	Паритет девизног курса са хоризонталним коридором	Паритет девизног курса са хоризонталним коридором
	Покретни паритет	Покретни паритет
	Покретни коридор	*Crawl-like arrangement*
Флуктуирајући режими	Управљано флуктуирање	Флуктуирајући
	Независно флуктуирајући	Слободно флуктуирање
		Остали управљани аранжмани

Извор: IMF (2009).

Полазећи од класификације режима из 1998. године, режими без присуства националне валуте (валутна унија, доларизације) и валутни одбор, с обзиром на то да монетарна власт нема простора да „изненади“ учеснике на девизном тржишту промјеном девизног курса, спадају у режиме девизног курса са чврстим везивањем. Конвенционално фиксни девизни курс, паритет девизног курса са хоризонталним коридором, покретни паритет, покретни коридор, као режими у којима монетарна

[5]Иницијално, ММФ је у свом годишњем извештају везаном за примјену девизних режима правио разлику само између фиксних паритета и „осталих“ паритета. Таква дихотомија је постојала до 1983. године. Од 1983. до 1998. године званична класификација се заснива на четири режима - фиксни паритети у односу на поједине валуте, ограничена флексибилност, флексибилнији аранжмани и независно флуктуирање.

власт, у складу са проблемима са којима се суочава, има дискреционо право промјене паритета, представља меку варијанту везивања девизног курса. Управљано и независно флуктуирање, као режими код којих не постоји девизни паритет ни у којој варијанти, сврстани су у флуктуирајуће режиме.

Познавање режима девизног курса је од значаја за разумијевање начина на који монетарна власт води политику девизног курса, као и за сагледавање утицаја избора режима девизног курса на степен независности монетарне власти у регулисању питања која се односе на емисију новца и вођење монетарне политике у функцији остваривања економских циљева. Такође, значајно је и са аспекта сагледавања утицаја режима девизног курса на инфлациона очекивања и обим међународних токова робе и капитала.

2.1.1. Режими фиксних девизних курсева

2.1.1.1. Појам и карактеристике

Режим фиксног девизног курса, уколико је и *de jure* фиксан, је онај који осим унапријед утврђене вриједности домаће валуте према изабраној страној валути (или корпи валута) од стране монетарне власти, подразумијева и њену обавезу да путем интервентних операција брани званични девизни курс све док не буде промијењен. Промјене девизног курса су могуће, али искључиво на основу одлуке монетарне власти и не без велике потребе.

Обавеза монетаране власти да путем одговарајуће политике брани званични девизни курс, заправо значи да девизни курс, детерминисан од стране монетарне власти, аутоматски постаје номинално сидро (непосредни циљ) монетарне политике. На тај начин овај режим дефинише општи оквир монетарне политике, гдје девизне трансакције, као ток прилива и одлива домаћег новца у привреду, који је готово независан у односу на монетарну политику, а резултат је самосталних одлука привредних субјеката у односима са иностранством, представљају доминантан канал креирања и поништавања примарног новца у привреду. У екстремним случајевима креирање новца врши се искључиво у складу са понудом и тражњом девиза. Фактички, монетарна политика је у значајној мјери дефинисана приливом девиза у земљу и одливом из ње, што имплицира да је промјена нивоа примарног новца у уској вези са кретањем девизних резерви.

Интервенције монетарне власти на девизном тржишту у циљу одбране одређеног нивоа девизног курса могу да имају пратеће ефекте на стање домаће новчане масе, са

потенцијалним негативним посљедицама по макроекономску стабилност. Овај режим пружа могућност предузимања мјера помоћу којих монетарна власт настоји да поништи утицај интервенција на девизном тржишту на понуду новца - тзв. политика стерилизације. Међутим, предузимање таквих мјера прихватљиво је рјешење у кратком, али не и у дугом року. У случају дуготрајног притиска на девизно тржиште, настојање монетарне власти да операцијама стерилизације новчану масу одржи на непромијењеном (жељеном) нивоу повећава ризик исцрпљивања девизних резерви и значајније промјене каматне стопе. При томе не треба изгубити из вида да се политиком стерилизације ствара „зачарани круг“ у којем једном предузета мјера ствара услове да се поново иста мјера мора предузети. Ковачевић (2011) упозорава да у случају дуготрајних притисака на девизно тржиште монетарна власт у једном тренутку мора прекинути стерилизацију и препустити привреду тржишту да се прилагоди новом стању новчане масе која је одређена дјеловањем тржишних снага.

Режим фиксног девизног курса, дакле, ограничава монетарну власт у регулисању питања која се односе на емисију новца и вођење монетарне политике у функцији постизања циљева усвојене економске политике, тј. успоставља режим чврстог монетарног регулисања. Другим ријечима, монетарна политика подређена је захтјевима одржавања девизног курса на фиксном нивоу, док су циљеви унутрашње равнотеже у другом плану. Ипак, потпуно искључивање дискреционог понашања монетарне власти је ријеткост, имајући у виду потребу реаговања на промјене макроекономских перформанси.

Фиксирањем вриједности домаће валуте за изабрану иностранну валуту „увози“ се кредибилитет те валуте и тиме дјелује на инфлациона очекивања. Све док је валутни паритет кредибилан, инфлациона очекивања се „сидре“ према инфлационој стопи земље „сидра“. Mishkin (2006) истиче да се истовремено увозом кредибилитета валуте „сидра“ увози и монетарна политика земље за чију је валуту везана национална валута, јер промјене каматних стопа земље „сидра“ доводе до одговарајуће промјене каматних стопа земље са фиксним курсом.

Да би режим фиксног девизног курса успјешно функционисао на дужи рок, од монетарне власти се захтијева да посједује релативно висок ниво девизних резерви, као гаранција стабилности фиксног девизног курса. Међутим, ни изразито висок ниво девизних резерви неће бити довољна гаранција уколико је макроекономска (прије свега монетарна и фискална) политика неконзистентна с режимом фиксног девизног курса, посебно у смислу њене претјеране експанзивности. То практично значи да

успјешно функционисање режима фиксног девизног курса захтијева вођење дисциплиноване и кредибилне економске политике која обезбјеђује релативно малу разлику у стопи инфлације конкретне земље у односу на земљу „сидра“. У супротном, неадекватна економска политика иницира проблеме нереалности постављеног паритета, најчешће прецијењеност валуте, апресијацију реалног девизног курса са пропратним негативним посљедицама по спољну равнотежу.

2.1.1.2. Основни облици режима фиксних девизних курсева

У зависности од степена уплитања монетарних власти у кретање девизног курса и ширине зоне дозвољених осцилација курса око централног паритета, у пракси се срећу бројни модалитети режима фиксног девизног курса. У фокусу разматрања биће само они облици који се најчешће анализирају у економској литератури, а то су: валутна унија, доларизација, валутни одбор, конвенционално фиксни девизни курс, паритет девизног курса са хоризонталним коридором, покретни паритет и покретни коридор.

Валутна унија

Тежња ка остварењу монетарне стабилности и успостављању снажнијих економских веза намеће потребу стабилизације међусобних односа валута земаља опредијељених за заједничке интеграционе процесе, тј. успостављања валутне уније. У зависности од степена монетарне интеграције којој група земаља тежи, разликују се два облика валутне уније. Међусобно трајно фиксирање девизних курсеве валута групе земаља, уз задржавање истих у оптицају, представља један од облика валутне уније.

При обликовању монетарне интеграције групе земаља, креатори исте се умјесто заједничког фиксирања девизних курсева валута земаља чланица уз задржавање истих у оптицају, могу одлучити на увођење јединствене валуте – јединствено валутно подручје. Овај облик валутне уније представља специфичану варијанту режима фиксног девизног курса у којем земље чланице своје националне валуте замјењују једном валутом, заједничком за све чланице, уз постојање заједничке централне банке и заједничких девизних резерви. Ћировић (2000) истиче да овај режим подразумијева да земље чланице контролу над понудом новца (монетарни суверенитет) пренесу на заједничку централну банку која, као врховна монетарна власт, креира јединствен новац за цијели интегрисани економски простор и води јединствену монетарну политику. Ова монетарна институција управља девизним резервама уз могућност интервенције на девизном тржишту у односу на валуте ван тог простора.

Одрицањем од националне валуте и преношењем контроле над понудом новца на заједнички орган земља се одриче уобичајеног алата којим се утиче на ниво привредне активности. Национална монетарна политика не може се контрациклично усмјерити на постизање циљева унутрашње равнотеже, а прије свега, иницирање економског раста и запослености. Осим тога, Mundell (1961) наглашава да земља губи важан механизам прилагођавања у случају платнобилансних поремећаја унутар валутног подручја. Постојање заједничке валуте захтијева од земаља чланица да се договоре око јединствене монетарне политике за рјешавање привредних циклуса више земаља, чланица уније. При томе, јавља се ризик да јединствена монетарна политика неће одговарати интересима сваке земље чланице у датом тренутку.

Користи које доноси валутна унија проистичу из елиминисања ризика неочекиваних кретања девизног курса између земаља интегрисаних у унију. Овај режим, у односу на класично фиксирање девизног курса, елиминише потребу за размјеном валута, а тиме и трошкове повезане са том трансакцијом. Елиминисање девизног ризика и трошкова конверзије валута доприноси порасту међународне трговине и инвестиција унутар јединственог валутног подручја. При томе, не треба занемарити да се, најчешће, ради о валути чији девизни курс, иако према другим валутама може бити флексибилан, у основи је тржишно стабилан, што позитивно утиче на обим трговине и инвестиције са земљама ван интегрисаног простора.

За разлику од других модалитета фиксног везивања за релевантну валуту, који се обично нужно прихватају као рјешење за постизање макроекономске стабилности, режим валутне уније се прихвата добровољно као одраз сагледавања политичких и економских користи и трошкова у случају приступања истој. Ковач (2002) подсјећа да ову опцију могу да разматрају само оне земље које испуњавају услове за улазак у оптимално валутно подручје, и земље које су спремне за улазак у економску, а затим и политичку унију са земљама валутне уније.

Доларизација

Доларизација, као облик режима фиксног девизног курса, подразумијева ситуацију у којој се земља одриче сопствене валуте, а иностранa валута постаје званично и једино средство плаћања у свим трансакцијама. У основи доларизације је неопозиво фиксна вриједност домаће валуте у односу на валуту која је замјењује. Практично се у случају доларизације може говорити као о асиметричној монетарној унији са земљом чија је валута преузета.

Централна банка као институција постоји, али без функције емисије новца. Прихватањем доларизације централна банка нема могућност да одобрава кредите држави у циљу финансирања буџетског дефицита, као ни могућност одобравања кредита за ликвидност домаћем банкарском систему кад западне у кризу.

Доларизација у значајној мјери отежава вођење националне монетарне политике, посебно са аспекта контроле новчане масе. Земљи је ускраћена могућност да интервенише инструментима монетарне политике у циљу сузбијања економских поремећаја и подстицања конкурентности привреде.

У овом режиму девизног курса емисија новца, политика девизног курса и ниво каматних стопа нису под ингеренцијом домаће централне банке. Усвајање монетарне политике земље чију је валуту увела и губитак монетарног суверенитета може бити проблем у случају неподударности привредних циклуса са земљом чија се валута користи. Јавља се ризик да монетарна политика земље чија се валута користи, неће одговарати интересима доларизоване земље у датом тренутку, што се може одразити на погоршање њених макроекономских перформанси.

Насупрот губитку монетарног суверенитета, користи које доларизација доноси проистичу из елиминисања ризика промјене девизног курса и трошкова конверзије валута између доларизованих земаља. На тај начин, доларизација доприноси стварању услова за пораст међународне трговине и инвестиција, али и већој економској интеграцији са доларизованим земљама. Такође, свођењем валутног ризика на нулу доларизација доприноси смањењу каматних стопа подстичући тако инвестиционе активности и привредни раст. Немогућност прибављања средстава из примарне емисије за финансирање буџетског дефицита, као једног од основних узрока инфлације, доводи до веће буџетске дисциплине, и тиме доприноси стабилности цијена. Повећана монетарна стабилност побољшава економске услове и земљу чини атрактивнијом за стране инвестиције. Непостојањем могућности девалвирања валуте, доларизацијом се уклања мета шпекулативних напада и могућност избијања валутне кризе.

Уважавајући наведене предности и слабости које је прате, Бекер Пуцар (2010) сматра да прихватање доларизације има смисла за мале, отворене привреде са хроничним проблемима у вођењу монетарне и шире економске политике, којима је једино овај облик режима преостао у борби против (хипер) инфлације и за успостављање монетарне и укупне макроекономске стабилности.

Валутни одбор

Режим фиксног девизног курса у форми валутног одбора подразумијева: чврст, непромјенљив девизни курс домаће валуте према изабраној страној валути или корпи валута; пуно девизно покриће примарног новца; неограничену конвертибилност домаће валуте у изабрану страну валуту по унапријед одређеном фиксном девизном курсу. Специфичност валутног одбора као режима фиксног девизног курса састоји се у томе да су правила функционисања и паритет према изабраној страној валути правно (законом) регулисана, без могућности рестрикција капиталних трансакција са иностранством.

У режиму валутног одбора примарни новац се креира искључиво на основу девизног покрића. Девизне трансакције као аутономни ток прилива и одлива домаћег новца у привреду, који је готово независан у односу на монетарну политику, једини су канал емисије примарног новца у привреду. Централној банци је одузета могућност да аутономно утиче на количину новца у привреди. Другим ријечима, избор валутног одбора подразумијева одрицање од дискреционе монетарне политике. Овај режим може постати скуп избор посебно у периодима успоравања економског раста, јер ускраћује могућност земљи да, у циљу стабилизације и подстицања конкурентности привреде, интервенише инструментима монетарне и политике девизног курса. Такође, у режиму валутног одбора централна банка губи своју кредитну функцију, што значи да не може одобравати кредите у корист државе за финансирање буџетског дефицита, као ни кредите пословним банкама када су оне привремено неликвидне.

Ћировић (2000) истиче да режим валутног одбора има значајан недостатак у томе што онемогућава да централна банка спроводи домаћу монетарну политику, већ се регулисање домаће ликвидности фактички препушта токовима страног капитала. Усљед волатилних токова страног капитала, домаћа економија је у овом режиму изложена непотребним флуктуацијама. Јовановић Гавриловић (2006) наглашава да висина девизних резерви није ваљани параметар за одређивање количине новца у оптицају. Новчана маса треба да буде довољно велика да не изазове проблем ликвидности, да не доводе до гушења привреде, смањења производње и запослености, али и да буде довољно мала да не доводе до инфлационих процеса.

Земља са валутним одбором *de facto* „увози“ монетарну политику земље резервне валуте. У таквим околностима, као и у случају доларизације, јавља се ризик да монетарна политика земље, чија се валута користи као „сидро“, не буде компатибилна са фазом привредног циклуса земље са валутним одбором. Због тога је важно да избор

валуте „сидра“ буде такав да ова валута припада земљи чији су привредни циклуси корелисани са домаћим привредним циклусима и да са њом домаћа привреда има висок ниво трговинске размјене.

Сматра се да је кључна предност валутног одбора у брзом обарању инфлације и инфлационих очекивања, као и у релативно брзом повратку повјерења у монетарне власти и домаћу валуту. Везујући руке монетарним властима у погледу дискреционе монетарне политике, овај режим смањује могућност да се направе значајније грешке у монетарној политици, које би за посљедицу имале креирање инфлационог амбијента. Велика осјетљивост централне банке на политичке притиске за финансирање буџетске потрошње, као најчешћег узрока високе инфлације, представља један од разлога за увођење валутног одбора, јер омогућава централној банци да одоли искушењу и политичким притисцима вођења експанзивне политике. Тиме доприноси јачању повјерења тржишних учесника у монетарне институције те значајно сужава простор за шпекулативне нападе и валутне кризе. Јовановић Гавриловић (2006) наводи да могућност конвертовања домаћег новца у изабрану страну валуту по непромјенљивом, чврстом девизном курсу је основни постулат на којем се гради повјерење у домаћу валуту као важан предуслов за даљи развој финансијског система и стабилизацију инфлационих очекивања.

Такође, гаранцијом фиксног девизног курса овај режим омогућава дугорочне и предвидиве пословне договоре у међународној трговини и тиме је поспјешује. Смањењем ризика промјене девизног курса смањује се премија ризика код каматних стопа што има позитивне ефекте како са аспекта подстицања инвестиционих активности, тако и са аспекта доприноса фискалној стабилности кроз смањење трошкова сервисирања јавног дуга. Грубишић и Пејовић (2012) наводе да се режим валутног одбора обично уводи да би се постигла економска стабилност након одређених кризних ситуација (ратна дешавања, економске и банкарска криза). Такође, може се препоручити (новоформираној) малој, отвореној земљи која нема искуства у вођењу монетарне политике и/или која нема развијен монетарни систем, али и као дио стратегије приступања ширим интеграционим заједницама.

Да би овај режим девизног курса, са ригидном монетарном политиком и неопозиво фиксним курсом, успјешно функционисао на дужи рок потребно је да има подршку довољно рестриктивне фискалне политике и довољно флексибилних надница и цијена да би се ублажиле посљедице унутрашњих и спољних шокова на курс.

Режим конвенционално фиксног девизног курса

Опредијељена за политику трајнијег фиксног девизног курса, а да би избјегла претјерану ригидност валутног одбора и истовремено обезбиједила чврст основ за вођење неинфлационе монетарне политике и смањење инфлационих очекивања, монетарна власт може да изабере режим конвенционално фиксног девизног курса.

Конвенционално фиксни девизни курс представља модалитет фиксног девизног курса према изабраној доминантној валути, без постојања законске обавезе одржавања паритета. Овај режим подразумијева да монетарна власт одређује (дугорочни) валутни паритет, а девизном курсу се дозвољава да под утицајем понуде и тражње девиза варира у веома уском интервалу око паритета, најчешће ±1%. Централна банка има обавезу да у дужем периоду, интервенцијама на девизном тржишту или путем политике каматне стопе и/или наметањем девизних ограничења, одржава утврђени валутни паритет. Обавеза одбране паритета захтијева посједовање релативно високог нивоа девизних резерви.

Режим конвенционално фиксног девизног курса подразумијева да паритет може да буде промијењен у зависности од конкретне макроекономске ситуације, с тим да се то догађа релативно ријетко. Ако се покаже да одбрана девизног курса има сувише високу цијену, задржано је право да се у складу са новонасталом макроекономском ситуацијом изврши промјена паритета. Јасно је да дугорочна неравнотежа платног биланса указује на неодрживост одређеног паритета, јер таква ситуација води ка исцрпљивању девизних резерви. Практично, овај режим монетарним властима пружа избор у смислу одлучивања о одбрани или корекцији паритета у складу са конкретним макроекономским дебалансом.

Док се у режиму валутног одбора монетарна основа може увећати једино путем размјене иностране за домаћу валуту, у режиму конвенционално фиксног девизног курса централна банка има могућности монетарне креације. Домаћи примарни новац се може креирати, не само на основу девизних трансакција, већ и путем осталих канала креирања примарног новца. Централна банка у одређеној мјери може свјесно, посредно или непосредно, да утиче на динамику понуде новца, тј. да самостално спроводи политику ликвидности. На тај начин избјегнута је претјерана ригидност режима валутног одбора, што значи да промјена нивоа примарног новца не мора да буде у механичкој вези са кретањем девизних резерви. Централна банка врши функцију кредитора крајње инстанце и тиме може да спријечи настајање банкарских криза које могу да доведу до неповјерења у домаћи валутни систем. Ћировић (2000)

закључује да овај режим, заправо, централној банци даје могућност дискреционих интервенција, односно могућност употребе инструмената монетарне политике, с тим да мора да води рачуна да у њиховом коришћењу не претјера и не створи инфлацију и тиме угрози утврђени паритет. Посебну опасност за функционисање овог режима представљају спољни токови капитала. Уколико не постоји довољан степен контроле капитала, и осим кредибилне и дисциплиноване економске политике, нагли приливи и одливи великих количина капитала и шпекулативни притисци на паритет, у условима, када не постоји законска обавеза да се паритет мора одржати, могу кулминирати промјеном паритета.

Цијена примјене овог режима може бити у одређеном притиску на извоз. Постоји опасност да домаћа валута, у дужем року, под утицајем одређених фактора буде прецијењена и тиме утиче на смањење конкурентности извозног сектора. Ипак, за мању, отворену земљу са чвршћом економском интегрисаношћу и сличном економском структуром као земља према чијој се валути везује национална валута повољан је избор режима конвенционално фиксног девизног курса[6].

Фиксни девизни курс са проширеним коридором – режим коридора

Фиксни девизни курс са проширеним коридором је такав облик режима фиксног девизног курса који дозвољава да вриједност националне валуте, у односу на изабрану страну валуту осцилује око утврђеног паритета у релативно широком валутном коридору[7] (до ±15%). Централна банка има обавезу да интервенише на девизном тржишту само уколико флуктуације курса достигну дефинисане границе коридора, да би спријечила даљу депресијацију/апресијацију валуте. Унутар коридора централна банка може да врши интервенције, али није обавезна да то чини.

У примјени овог режима девизног курса полази се од убјеђења да у околностима свеопште дерегулације унутрашњих и међународних токова роба и капитала одбрана званичног фиксног девизног курса, са врло уским маргинама дозвољених флуктуација тржишних девизних курсева, може имати сувише високу цијену уколико је курс нереално постављен. Режим фиксног девизног курса са ширим маргинама флуктуација одговара чињеници да је равнотежни девизни курс тешко процијенити, посебно за земље у развоју. Што је оквир шири већа је вјероватноћа да се равнотежни

[6]Ћировић (2000) наводи да су такву стратегију почетком 80-тих година усвојиле Аустрија, Холандија, Белгија, Данска. Ове земље су своје националне валуте чврсто везале за њемачку марку.
[7]Ковачевић (2011) наводи да је Еквадор користио оквир од ±5,5%, а Чиле и Русија од ±15%. Примјер циљне зоне је и ERM II механизам.

курс налази у њему. У супротном, дуготрајнија одбрана фиксног девизног курса, који не одговара свом равнотежном нивоу, доводи до промјена у обиму девизних резерви (обично губитака) и унутрашње неравнотеже. Такође, да би се ублажиле негативне посљедице спољних шокова на националне привреде, посебно оне које произилазе из промјенљивости токова капитала, спречавајући веће осцилације привредне активности, цијена и запослености, корисно је дозволити релативно веће одступање тржишног девизног курса од централног паритета. Истовремено, тиме се утиче и на смањење обима шпекулативних трансакција.

Због дозвољеног ширег флуктуирања тржишног девизног курса мања је потреба акумулирања девизних резерви у односу на конвенционално фиксни девизни курс. Из истог разлога овај режим је повезан са већом аутономијом у спровођењу монетарне политике у прилагођавању шоковима. Фактички, већа је могућност да се примјеном мјера монетарне политике спријечи рецесиона фаза у привредном развоју. Међутим, Бекер Пуцар (2010) истиче да режим коридора не представља адекватно номинално сидро за монетарну политику у борби против инфлације.

Режим фиксног девизног курса са покретним паритетом – пузајући паритет

Режим фиксног девизног курса са покретним паритетом подразумијева да је утврђени девизни курс стабилан у одређеном периоду, с тим да се валутни паритет релативно често и у малим корацима номинално помјера у односу на изабрану валуту или корпу валута као одговор на промјене основних макроекономских варијабли. Замишљен као модел честих и мањих промјена паритета у процесу приближавања равнотежном курсу омогућава да се избјегне раст спољнотрговинског дефицита, пад девизних резерви, али и да се избјегну негативне посљедице велике и нагле промјене девизног курса, својствене политици трајнијег фиксног курса.

Ковач (2003) објашњава да је јасно да земља која има инфлацију већу од својих спољнотрговинских партнера, у режиму фиксног паритета, губи цјеновну конкурентност и не може да оствари спољну и унутрашњу равнотежу са неравнотежним (у току инфлације непромијењеним) курсом домаће валуте. Међутим, периодичним промјенама номиналног курса по стопи која је приближно једнака разлици у стопама инфлације између посматране земље и земље „сидра“, тј. помјерањем паритета по принципу релативне варијанте паритета куповне моћи

(*Purchasing Power Parity* – PPP)[8], реални девизни курс остаје непромијењен. На тај начин, овај режим омогућава да се у циљу одржавања цјеновне конкурентности и жељеног стања платног биланса одржи стабилност реалног курса националне валуте.

Ради се о режиму девизног курса којим се истовремено остварује дисциплина у спровођењу монетарне политике кроз везивање валуте за неку другу валуту, али и флексибилност монетарне политике, јер монетарне власти имају дискрециono право да промијене паритет да би спријечиле значајне губитке конкурентности.

И у овом режиму фиксног девизног курса постоји обавеза централне банке да путем интервентних операција брани званични курс све док не буде промијењен. Централна банка може дозволити осцилације тржишног око званичног фиксног девизног курса, али у веома уском коридору, најчешће до ±1%. Честа прилагођавања девизног курса стању понуде и тражње на девизном тржишту смањују обим шпекулативних трансакција и потребу депоновања великог обима девизних резерви. Бекер Пуцар (2010) упозорава на опасност у примјени политике покретног паритета која се огледа у оживљавању инфлације. Уколико су инфлациона очекивања везана за девизни курс, тада континуирана и честа депресијација својствена покретном паритету може повећати инфлациона очекивања.

Основна дилема у реализацији овог облика фиксног девизног курса састоји се у томе да ли монетарне власти треба унапријед да објављују покретне фиксне курсеве, *ex ante*, или да се ови курсеви формирају *ex post,* у складу са догађајима који су се већ десили, најчешће са стопама инфлације које су реализоване у одређеним периодима.

Ћировић (2000) истиче да се прва опција обично примјењује у склопу стабилизационог антиинфлационог програма, када курс има улогу сидра. Поступак кориговања званичног девизног курса је у вези са планираним, нижим стопама инфлације у будућности. Имајући у виду неку циљну стопу инфлације која се временом смањује, промјене девизних курсева се објављују за наредни период (нпр. за годину дана унапријед са мјесечном, недјељном, или чак дневном динамиком[9]). На тај начин, монетарна власт шаље јасне сигнале привреди и становништву у погледу нивоа курсева који се могу очекивати у наредним периодима. Међутим, уколико је унапријед позната путања валутног паритета то би могло да подстакне предузимање

[8]Паритет куповне моћи (PPP) - кретања у девизним курсевима између валута двију земаља објашњава промјенама у нивоу цијена у тим земљама.

[9]Ћировић (2000) наводи да је Бразил, у периоду када је имао врло високе стопе инфлације, вршио недјељне корекције курса своје валуте на *ex post* бази, при чему је задржана могућност да се у ријетким и намјерно недефинисаним интервалима врши додатна корекција девизног курса.

шпекулативних операција, што би дјеловало дестабилизујуће на девизно тржиште. Алтернативно се може користи друга опција по којој се кориговање званичног фиксног курса врши у одређеним интервалима у складу са стопом инфлације која се фактички оствари. У овој другој варијанти не долази до одступања промјене фиксног курса од промјене нивоа цијена, што значи да се у принципу обезбјеђује непромијењени реални девизни курс националне валуте. Али, утврђивање девизног курса у складу са догађајима који су се већ десили онемогућава да курс има улогу номиналног „сидра“ у борби против инфлације.

Режим покретног коридора

Режим покретног коридора, као облик меког везивања девизног курса, представља заправо комбинацију чистог покретног паритета и ширих маргина флуктуација у оквиру којих је дозвољено флуктуирање тржишног девизног курса. Ковач (2003) овај режим описује као режим код којег се у средини валутног коридора налази фиксни девизни курс који се номинално помјера у честим и редовним интервалима, да би се реални или равнотежни курс и цјеновна конкурентност стално одржавали у оквиру утврђеног распона осцилација на девизном тржишту. Даље, исти аутор наводи да релативно широке границе могућег одступања дневних номиналних курсева од централног курса, уз већу аутономију у спровођењу монетарне политике, повећавају вјероватноћу да ће се равнотежни курс, такође, наћи у границама коридора. Режим доприноси стабилизацији очекивања привредних субјеката, јер указује на распон у којем се равнотежни курс вјероватно налази. Ковач (2003) како је наведено у раду Williamson (1999) истиче да, уколико је земља изложена великим екстерним шоковима (нагла и велика промјена односа размјене, *terms of trade*, нагле и велике промјене у приливу и одливу капитала) и недостају јој девизне резерве, тако да ни на који начин није у стању да брани неки непромијењени курс своје валуте, пожељно је да примјењује режим „покретног коридора“ или његову „мекшу“ варијанту, „мониторинг коридор“.

Режим покретног коридора подразумијева да монетарна власт, све док не дође до промјене паритета, интервенише на девизном тржишту са циљем да номинални курс не изађе из граница коридора. Интервенције могу бити стерилисане или нестерилисане зависно од стања у привреди и циљева макроекономске политике.

2.1.2. Режими флуктуирајућих девизних курсева

2.1.2.1. Појам и карактеристике

Режими девизног курса код којих не постоји експлицитни индикатор интервенција, а монетарне власти интервенишу по процјени, у складу са економским околностима и циљевима економске политике су режими флуктуирајућег девизног курса. Али, с обзиром на то да не постоји паритет, монетарна власт нема формалне обавезе да брани одређени ниво девизног курса. Међутим, слободна кретања девизних курсева на девизном тржишту са собом доносе неизвијесност и нестабилност која се може прелити на привреду. Стога, монетарна власт не може да игнорише њихово кретање. Јовановић Гавриловић (2006) наглашава да чак и у оним случајевима када се ради о снажној и стабилној привреди, интервенције монетарне власти на девизном тржишту могу бити неопходне да би се отклонили негативни ефекти интервенција других земаља. Иако формирање девизног курса зависи од односа понуде и тражње страних валута и домаћег новца, у режиму флуктуирајућих девизних курсева нису потпуно искључене интервентне операције монетарне власти. У зависности од природе проблема са којима је суочена, монетарна власт ће можда морати, у одређеној мјери, у отвореном или прикривеном виду, ограничити кретање девизног курса условљено тржишним снагама.

Непостојање формалне обавезе монетарне власти да интервенише на девизном тржишту у циљу одржавања девизног курса на одређеном нивоу, имплицира да је монетарна политика у начелу независна од политике девизног курса. Фактички, не постоји потреба прилагођавања монетарне (и шире економске) политике одржавању неког одређеног паритета, што истовремено ослобађа њене инструменте за остваривање циљева унутрашње равнотеже и контрациклично дјеловање.

У контексту у којем је девизни курс резултат функционисања тржишног механизма, кретање девизног курса може бити важан сигнал у вези са монетарном политиком, а прије свега сигнал упозорења да је монетарна политика сувише експанзивна. Како девизни курс може да буде само индикатор, али не и непосредни циљ монетарне политике, у режиму флуктуирајућег девизног курса поставља се питање номиналног „сидра“ на основу којег се одлучује о мјерама монетарне политике и које би помогло у спречавању проблема њене временске недосљедности.

2.1.2.2. Основни облици режима флуктуирајућих девизних курсева

Режим флуктуирајућих девизних курсева има два основна облика: режим слободно флуктуирајућих и режим контролисано флуктуирајућих девизних курсева.

Режим слободно флуктуирајућих девизних курсева

Режим слободно флуктуирајућих девизних курсева, који у основи значи потпуно одрицање од политике курса националне валуте, подразумијева да се девизни курс формира искључиво под утицајем понуде и тражње девиза свих учесника на девизном тржишту, без интервенција монетарне власти које би имале за циљ спречавање кретања курса према тржишним снагама.

Неравнотежа платног биланса коригује се аутоматским промјенама девизног курса на девизном тржишту, па мјере економске политике (монетарне и фискалне) могу да се усмјере на постизање унутрашње равнотеже. Тиме што одржава платни биланс у равнотежи, не би требало да доведе до промјена у нивоу девизних резерви. Самим тим, овај облик флуктуирајућег режима девизног курса елиминише потребу држања девизних резерви у сврхе интервенција на девизном тржишту.

Ипак, девизни курс је исувише важна варијабла за националну привреду да би се његово кретање могло потпуно препустити стихијским промјенама на тржишту. Стога, потпуно слободно флуктуирање курса у односу на понуду и тражњу на девизном тржишту, без икаквог утицаја националних монетарних власти, у пракси је готово немогуће срести. Рјешење је најчешће у моделу лабаво контролисаног флуктуирања девизног курса. Bofinger & Wollmershauser (2001a) сматрају да овај режим у правилу постоји само као теоријски модел, без емпиријског упоришта.

Режим контролисано флуктуирајућих девизних курсева

Како изглада да нема ни једне земље у којој је трајно и потпуно искључена интервенција монетарне власти на девизном тржишту, у практичном смислу, може се говорити само о режиму контролисано флуктуирајућих девизних курсева. Концепт контролисано флуктуирајућег девизног курса претпоставља да се девизни курс формира у складу са понудом и тражњом девиза на девизном тржишту, с тим да је задржано право да се, у одређеним случајевима, када се процијени да је неопходно, изврши интервенција на девизном тржишту и тиме корективно дјелује на формирање девизног курса. То значи да се, у одређеним ситуацијама, несклад између понуде и тражње за девизама неутралише, не само промјеном девизног курса, већ и промјенама нивоа девизних резерви, тј. путем интервенција из девизних резерви. Повремене

интервенције на девизном тржишту захтијевају држање одређеног нивоа девизних резерви. У мјери у којој интервенише на девизном тржишту да би утицала на кретање девизног курса, монетарна власт губи на независности монетарне политике.

У зависности од обима и циља интервенција на девизном тржишту могуће је разликовати неколико подваријанти овог режима. Званична класификација ММФ-а из 1998. године разликује два облика режима флуктуирајућих девизних курсева, и то управљано и независно флуктуирање.

Управљано (контролисано) флуктуирање

Режим контролисано флуктуирајућег курса дозвољава одређене флуктуације курса које се процјењује у складу са економским околностима и постављеним циљевима економске политике, а најчешће са таргетираним нивоом инфлације. Када флуктуације достигну одређену вриједност која пријети да угрози утврђене циљеве, монетарна власт је принуђена да интервенцијама на девизном тржишту покуша да спријечи даљу депресијацију или апресијацију девизног курса. Најсличнији је режиму коридора са ширим маргинама флуктуација, с тим да не постоје објављене маргине флуктуација. За овај облик режима девизног курса карактеристично је да монетарне власти утичу на кретање девизног курса интервенцијама на девизном тржишту, али без унапријед јасне путање девизног курса. Иако не подразумијева јасну путању девизног курса, с обзиром на снажан надзор монетарних власти, курс је релативно стабилан. При томе, постоји опасност да би велика усредсређеност на његово кретање могла девизном курсу дати улогу номиналног „сидра“.

Земље са неповољним макроекономским околностима, прије свега, хроничним и растућим дефицитом текућег биланса, директном и снажном повезаношћу флуктуација девизног курса и нивоа цијена, значајном финансијском доларизацијом и израженим валутним неслагањем, могу да примјењују режим контролисаног флуктуирања девизног курса. У таквим околностима монетарна власт не смије дозволити значајније флуктуирање курса, јер би то могло погоршати ионако осјетљиву макроекономску стабилност.

Независно флуктуирање

У режиму независног флуктуирања девизног курса монетарна власт такође интервенише на девизном тржишту и тиме утиче на девизни курс. Међутим, монетарна власт нема задатак да утиче на ниво, већ да ублажи динамику промјена девизног курса, у циљу спречавања превеликих флуктуација курса. Интервенције на

девизном тржишту су повремене, мањег обима и усмјерене су на спречавање значајнијих дневних флуктуација девизног курса. Wollmershauser (2003) наводи да интервенције на девизном тржишту, у овом режиму, имају за циљ стабилизовање девизног тржишта, а никако деформисање дугорочног тржишног тренда кретања девизног курса. Режим независног флуктуирања девизног курса карактерише и веома низак ниво девизних резерви за потребе интервенција на девизном тржишту и изразито висок степен независности монетарне политике. Ову варијанту контролисаног флуктуирања девизног курса, која је најближа режиму чисто флуктуирајућих девизних курсева, могу да примјењују земље које имају повољне макроекономске перформансе, а прије свега стабилну макроекономску позицију на унутрашњем и спољном плану, слаб пренос промјена курса на цијене и одсуство финансијске доларизације.

2.2. Посљедице одлуке о избору режима девизног курса на ефикасност монетарне политике

Као веома важан сегмент економске политике, монетарна политика треба, путем својих инструмената, да регулише количину новца у оптицају (те обим и структуру кредита) и обезбиједи њихово позитивно дјеловање на укупна реална привредна кретања (Душанић, 2001). Уколико монетарна власт сматра да је висина новца и кредита у привреди достигла ниво који угрожава њену стабилност тј. уколико у привреди владају инфлационе тенденције предузеће мјере које ће за посљедицу имати поскупљење кредита, због чега настаје опште повећање каматне стопе. Посљедица тога би требала бити да се новац и кредити мање траже, да се већ узети кредити враћају, а инвестициони планови одлажу. Потпуно је супротна ситуација када у привреди владају рецесионе тенденције које треба отклањати експанзијом новца и кредита, што би требало да „убрза" привредну активност (Ристић и Комазец, 2000). Јовановић Гавриловић (2006) истиче да новчана маса треба да буде довољно велика да не изазове проблем ликвидности, да не доводи до гушења привреде, смањења производње и запослености и да буде довољно мала да не доводи до инфлаторних процеса. Дакле, регулисање потребне количине новца у оптицају, употребом монетарних инструмената, ради стварања оптималних монетарних услова за несметано функционисање привреде представља главни задатак монетарне политике.

Један од кључних задатака монетарне власти је избор адекватног режима девизног курса, према условима у којима се налази национална привреда и у складу са дефинисаним макроекономским циљевима. Међутим, од режима девизног курса

зависи избор варијабле (каматна стопа, номинални девизни курс, монетарни агрегат) на чију висину и/или динамику кретања монетарна власт може утицати те преко ње посредно остваривати дефинисани циљ. Имајући у виду да је оквир монетарне политике, као начин на који монетарна власт инструментима монетарне политике остварује свој циљ, условљен примијењеним режимом девизног курса, у наставку рада, у фокусу разматрање ће бити посљедица одлуке о избору режима девизног курса на ефикасност монетарне политике у околностима постојања привредних проблема који се огледају у привременим и повременим одступањима кључних економских варијабли[10] од дугорочног тренда. Конкретно, сагледаваће се утицај режима девизног курса на могућност дјелотворне примјене инструмената монетарне политике у циљу стабилизације националне привреде тј. у контрацикличне сврхе.

Методолошки оквир

За сагледавање утицаја режима девизног курса на степен независности монетарне власти у регулисању питања која се односе на емисију новца и вођење монетарне политике у функцији остваривања дефинисаних економских циљева, користиће се Мандел-Флемингов (*Mundell-Fleming*) модел. У питању је проширена верзија IS-LM модела[11] прилагођеног отвореној привреди која, уз робно и новчано тржиште, у разматрање узима и девизно тржиште тј. економске трансакције са иностранством. Како је наведено у Mishkin (2006) модел је погодан за анализу јер креаторима политике помаже да предвиде шта ће се десити са агрегатном производњом и каматном стопом ако одлуче да повећају новчану масу или јавну потрошњу.

а) Мандел-Флемингов модел прилагођен фиксном нивоу девизног курса

При непромијењеном нивоу девизног курса модел чине сљедеће једначине:

1) $Y = A(Y, Ir) + NX(Y, Ir), \quad Y = [C(Y-T) + I(Y, Ir) + G] + [X - M(Y, Ir)]$ 1.6

2) $Ms/P = L(Y, Ir)$ 1.7

3) $[X - M(Y, Ir)] + FA(Ir) = 0, \; [X–M (Y, Ir)] = -FA(Ir)$ 1.8

гдје Y представља национални доходак, односно укупну производњу, A апсорпцију тј. агрегатну домаћу тражњу за домаћим производима (збир личне потрошње, C, инвестиционе потрошње, I, и буџетске потрошње, G), T нето порезе, (Y–T) расположиви доходак, NX нето извоз, односно нето иностранну тражњу за домаћим

[10]Варијабла која представља најобухватнију мјеру производње неке привреде те се најчешће користи за праћење краткорочних промјена у привреди је бруто домаћи производ.

[11]За цјеловит приказ IS-LM модела у отвореној привреди видјети Ковачевић (2011, стр. 330-372), Миљковић (2008, стр. 216-257) и Mishkin (2006, str. 561-581).

производима која представља разлику између извоза (X) и увоза (M), Ir домаћу каматну стопу, Ms номиналну понуду новца, P ниво цијена, L тражњу за новцем (ликвидност) и FA финансијски рачун платног биланса. Због релативно малог обима евидентираних трансакција, рачун капитала често се изоставља из анализе[12].

Ендогене варијабле у моделу су национални доходак (Y) и каматна стопа (Ir). Јавну потрошњу (G), нето порезе (T), извоз (X) те номиналну понуду новца (Ms) и ниво цијена (P) модел узима као варијабле чија је вриједност унапријед одређена (изван модела) - егзогене варијабле. Модел је прилагођен фиксном девизном курсу, што подразумијева константан (непромијењен) ниво девизног курса (Er).

Прва једначина (1.6) или тзв. *IS релација* описује равнотежу на робном тржишту у отвореној привреди те постулира да је количина произведених добара и услуга (Y) једнака збиру апсорпција (A) и нето иностране тражње за домаћим производима (NX). Апсорпција је позитивно зависна од промјене реалног националног дохотка (Y), а негативно зависна од каматне стопе (Ir). Раст реалног националног дохотка води ка повећању домаће тражње за домаћим производима (апсорпције) јер је лична потрошња (C), као њена важна компонента, позитивна функција расположивог дохотка (Y-T). Са растом националног дохотка, при непромијењеним нето порезима, расте расположиви доходак, а тиме, у складу са граничном склоношћу потрошњи, расте и лична потрошња (C). Како је инвестициона потрошња (I) негативно повезана са домаћом каматном стопом (Ir), раст каматне стопе, преко дестимулисања инвестиционе активности, има негативан утицај на апсорпцију. Јасно је да се у отвореној привреди укупна тражња расподјељује на потрошњу домаћих и потрошњу увозних производа. Стога, логично је да је увоз (M), на исти начин као и апсорпција, зависан од промјена националног дохотка и каматне стопе. С обзиром на то да се у моделу извоз (X) посматра као егзогена варијабла, рационално је претпоставити да се утицај реалног националног дохотка и каматне стопе на нето извоз (NX) посматра супротно од њиховог утицаја на увоз. Другим ријечима, нето извоз је негативна функција реалног националног дохотка, а позитивна функција каматне стопе. Раст националног дохотка повећава тражњу за увозним производима и утиче на пад нето извоза. Повећање каматне стопе, дестимулисањем инвестиционе активности, доводи до пада увоза те посљедично до повећања нето извоза. Важи и обрнуто.

[12]Видјети Ковачевић (2011).

Друга једначина (1.7) или тзв. *LM релација* описује новчано тржиште те показује да равнотежа на овом тржишту подразумијева једнакост реалне понуде новца (Ms/P), која је фиксна, и тражње за новцем (L). Номинална понуда новца (Ms) под контролом је Централне банке. Имајући у виду претпоставку да су цијене (P) егзогено одређене и унапријед дате, промјена номиналне понуде новца од стране монетарне власти истовремено подразумијева пропорционалну промјену реалне понуде новца (Ms/P). Тражња за новцем (L) негативно је зависна од каматне стопе (раст каматне стопе смањује тражњу за домаћим новцем), а позитивно зависна од промјена нивоа инвестиционе потрошње, односно реалног националног дохотка тј. расте сразмјерно са растом реалног националног дохотка. Важи и обрнуто.

За разлику од прве једначине (1.6) која проблем спољне (не)равнотеже посматра парцијално, само преко текућег биланса, који је ради једноставности анализе поистовијећен са његовим најважнијим дијелом – нето извозом NX, трећа једначина (1.8) или тзв. *BP релација* у модел уводи и међународне токове капитала. Наиме, полази се од тога да у односима између отворених привреда једнако важну улогу, као извоз и увоз робе и услуга, имају и међународни токови капитала. У том контексту, једначина описује равнотежу у платном билансу кроз однос текућег и финансијског биланса те показује да збир текућег рачуна и финансијског рачуна платног биланса увијек мора бити једнак нули. Другим ријечима, равнотежа платног биланса подразумијева да је суфицит/дефицит у текућем рачуну покривен дефицитом/суфицитом у финансијском рачуну платног биланса.

На основу једначине (1.8) запажа се да реални национални доходак и каматна стопа, путем утицаја на увоз, врше утицај на текући рачун платног биланса (еквивалентан нето извозу). У ситуацији, када су искључене иностране импликације на токове извоза (претпоставка да је инострани доходак константан), раст реалног националног дохотка, кроз раст потрошње увозних производа, утиче на погоршање текућег рачуна тј. доводи до смањења суфицита или повећања дефицита. Повећање каматне стопе, производећи негативно дејство на ниво инвестиционе потрошње, смањује увоз, што посљедично доприноси побољшању текућег рачуна. Важи и обрнуто.

У погледу финансијског рачуна платног биланса, уз претпоставку да је инострана каматна стопа (Ir*) константна, раст домаће каматне стопе изнад нивоа иностране каматне стопе иницира прилив капитала у земљу, мотивисан већим приносом, што доприноси побољшању биланса финансијских трансакција. Обрнуто, пад домаће каматне стопе утиче на погоршање финансијског биланса. Како је то наведено у

Миљковић (2008), оваква претпоставка функционалне зависности кретања капитала од каматне стопе одступа од теорије паритета каматних стопа, по којој би у режиму фиксног девизног курса, при перфектној мобилности капитала, домаћа каматна стопа морала да буде једнака страној каматној стопи. Но, у овом случају полази се од претпоставке да не постоји перфектна мобилност капитала тј. перфектна мобилност капитала посматра се као гранични случај. На тај начин је омогућено да разлика у каматним стопама иницира кретање капитала.

б) Мандел-Флемингов модел прилагођен промјенљивом нивоу девизног курса

Сагледавање ефеката мјера монетарне политике на реална привредна кретања у околностима у којима неравнотежа на девизном тржишту, настала спонтано усљед дјеловања тржишних снага или изнуђена од стране монетарне власти (директно путем интервенција на девизном тржишту или индиректно путем каматне стопе), аутоматски доводи до промјене нивоа номиналног девизног курса домаће валуте, захтијева да се претходно описани IS-LM-BP модел прошири за утицај девизног курса на национални доходак. Сходно томе, једначине које у моделу прилагођеном промјенљивом нивоу девизног курса описују равнотежу на робном и новчаном тржишту те равнотежу у платном билансу могу се записати на сљедећи начин:

1) $Y = A(Y, Ir) + NX(Y, Ir, Er), \quad Y = [C(Y-T) + I(Y, Ir) + G] + [X(Er) - M(Y, Ir, Er)]$ 1.9

2) $Ms/P = L(Y, Ir)$ 1.10

3) $[X(Er) - M(Y, Ir, Er)] + FA(Ir) = 0, \quad [X(Er) - M(Y, Ir, Er)] = -FA(Ir)$ 1.11

Уз национални доходак (Y) и каматну стопу (Ir), као ендогена варијабла, у модел је укључен и номинални девизни курс (Er). Како Мандел-Флемингов модел разматра привреду у кратком року, претпоставка о фиксном нивоу цијена омогућава да се промјене номиналног девизног курса (Er) посматрају као промјене реалног девизног курса (er), што значи да се у моделу не прави разлика између реалног и номиналног девизног курса. С обзиром на то да је утицај промјена каматне стопе и националног дохотка идентичан већ описаном утицају у оквиру Мандел-Флемингов модела прилагођеног фиксном нивоу девизног курса, у наставку ће бити описан само утицај промјена девизног курса на општу привредну равнотежу.

Прва једначина (1.9) или тзв. *IS релација*, и у овој верзији модела, као што је већ познато, описује равнотежу на робном тржишту у отвореној привреди те постулира да је количина произведених добара и услуга - реални национални доходак (Y) једнак збиру домаће тражње за домаћим производима и нето иностране тражње за домаћим

производима тј. збиру апсорпција (A) и нето извоза (NX). На основу једначине, запажа се да су при промјенљивом нивоу девизног курса промјене у нето извозу (NX) условљене кретањем не само токова увоза, већ и токова извоза. Теоријски посматрано, потрошња увозних производа (M) негативно је корелисана са девизним курсом (раст девизног курса поскупљује увоз исказан у домаћој валути те посљедично смањује ниво потрошње производа из увоза). Извоз домаћих производа (X) позитивна је функција девизног курса (раст девизног курса подстиче инострану потрошњу домаћих производа јер цијена домаћих производа исказана у иностраној валути постаје нижа). У околностима у којима су, уз егзогено одређене цијене и занемарене иностране импликације на токове извоза, испуњени услови еластицитета у складу са Маршал–Лернеровом теоремом[13], пораст девизног курса, због релативног појефтињења домаћих производа у односу на оне из увоза, доводи до преусмјеравања потрошње са увозних на домаће производе, што изазива смањење увоза и раст извоза. Стварајући позитивно дејство на раст тражње за домаћим увозно-супституитивним и домаћим извозним производима, повећање девизног курса, дакле, доводи до пораста нето извоза (NX), као саставне компоненте агрегатне тражње. Може се закључити да депресијација домаће валуте, кроз повећање потрошње домаћих и смањење потрошње увозних производа, подстиче раст домаће производње тј. реалног националног дохотка. Апресијација производи негативно дејство на кретање реалног националног дохотка.

На основу друге једначине (1.10), односно *LM релације*, у моделу прилагођеном промјенљивом нивоу девизног курса, запажа се да је равнотежа на новчаном тржишту, у околностима промјенљивог девизног курса, идентична описаној равнотежи на новчаном тржишту при фиксном нивоу девизног курса, гдје је реална понуда новца једнака реалној тражњи за новцем.

Са аспекта спољне равнотеже, на основу треће једначине (1.11) или BP релација која равнотежу у платном билансу посматра кроз однос текућег и финансијског рачуна, уочава се да, у моделу прилагођеном промјенљивом нивоу девизног курса, девизни курс утиче на текући рачун (еквивалентан нето извозу), али не и на финансијски рачун

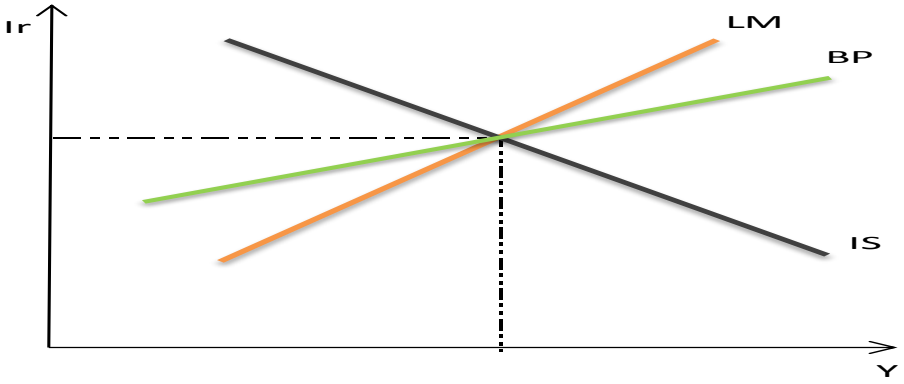
[13]Анализирајући односе између цијена и робних токова Алфред Маршал (Alfred Marshall) је утврдио да ефекат девалвације на трговински биланс зависи углавном од еластичности домаће тражње увозне робе и стране тражње извозних производа. Полазећи од те претпоставке, шведски економиста Аба Лернер (Abba Lerner) формулисао је правило да девалвација поправља трговински биланс уколико је сума ове двије еластичности већа од један. Ово правило се назива *Маршал – Лернеровом теоремом* (Јовановић Гавриловић, 2006).

који остаје искључиво под утицајем разлике између домаће и иностране каматне стопе. Ако је испуњена Маршал-Лернерова теорема, депресијација домаће валуте доводи до пораста извоза и смањења увоза, што побољшава салдо текућих трансакција платног биланса тј. доприноси смањењу дефицита или повећању суфицита текућег рачуна у зависности од почетне ситуације.

Уколико се претпостави да је депресијација домаће валуте резултирала формирањем суфицита у текућем билансу, на основу једначине (1.11), запажа се да је за поновно успостављање платнобилансне равнотеже (збир салда текућег и финансијског рачуна једнак нули) потребно формирање дефицита у финансијском дијелу платног биланса, да би суфицит у текућем билансу при било којем нивоу реалног националног дохотка био неутралисан. Јасно је да је формирање дефицита у финансијском билансу условљено смањењем домаће каматне стопе. На тај начин се подстиче одлив капитала из земље што посљедично узрокује погоршање финансијског рачуна.

Графички, Мандел-Флемингов модел, као модел који испитује везу између каматне стопе и реалног националног дохотка у кратком року, приказује се помоћу три криве[14] - IS (**I**nvestments equals **S**avings), LM (**L**iquidity **M**oney) и BP (**B**ilance of **P**ayments). IS крива представља тржиште добара и услуга, LM крива тржиште новца, док је девизно тржиште тј. платни биланс представљен кривом BP (графички приказ број 5).

Графички приказ број 5: IS – LM – BP модел (Мандел-Флемингов модел)



Извор: Приказ модела на основу Ковачевић (2011).

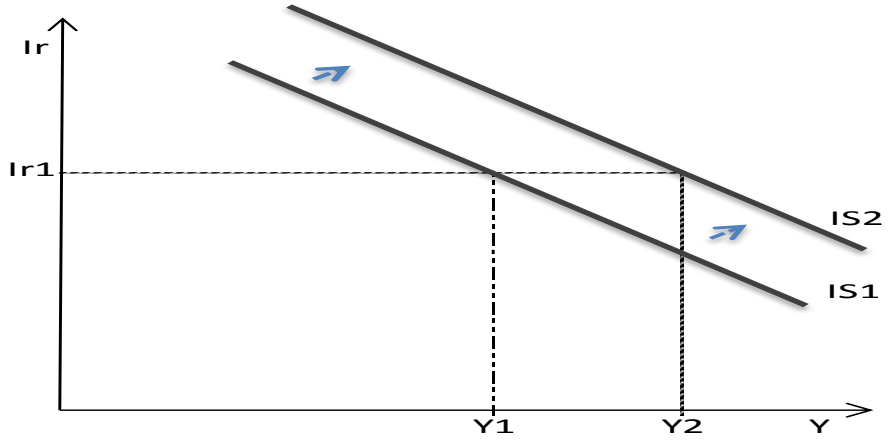
Како је наведено у Ковачевић (2011), за дате вриједности егзогених варијабли, крива IS показује све комбинације између каматне стопе (Ir) и националног дохотка (Y) тако да су инвестиције (I) једнаке националној штедњи (S). Када су инвестиције једнаке штедњи, понуђена и тражена количина роба и услуга су једнаке, односно робно

[14]Криве IS, LM и BP представљене су правом линијом јер се претпоставља да постоји линеарна функционална зависност посматраних варијабли, у односу на реални национални доходак и каматну стопу (Миљковић, 2008).

тржиште је у равнотежи. Порастом реалног националног дохотка, у зависности од граничне склоности штедњи, повећава се и ниво националне штедње. Крива IS има силазни нагиб јер сумира негативну релацију по којој већи реални национални доходак подразумијева већу штедњу, а тиме и већу понуду средстава за финансирање инвестиција, из које слиједи нижа каматна стопа.

Повећање вриједности било које компоненте у IS релацији изазива помјерања IS1 криве у десно, и обрнуто. То значи да ће у IS-LM-BP моделу, проширеном за утицај девизног курса на национални доходак, депресијација домаће валуте, кроз повећање потрошње домаћих и смањење потрошње увозних производа, при датом нивоу каматне стопе, довести до помјерања IS1 криве у десно и горе, на ниво IS2. Јер, пад вриједности домаће валуте, кроз дестимулисање увоза и подстицање извоза, има позитивно дејство на раст реалног националног дохотка (графички приказ број 6). У случају апресијације домаће валуте долази до смањења националног дохотка, што при датом нивоу каматне стопе, узрокује помјерање IS1 криве у лијево и доље.

Графички приказ број 6: Ефекат депресијације домаће валуте на положај IS криве у отвореној привреди у Y-Ir графикону



Извор: Приказ аутора на основу Ковачевић (2011).

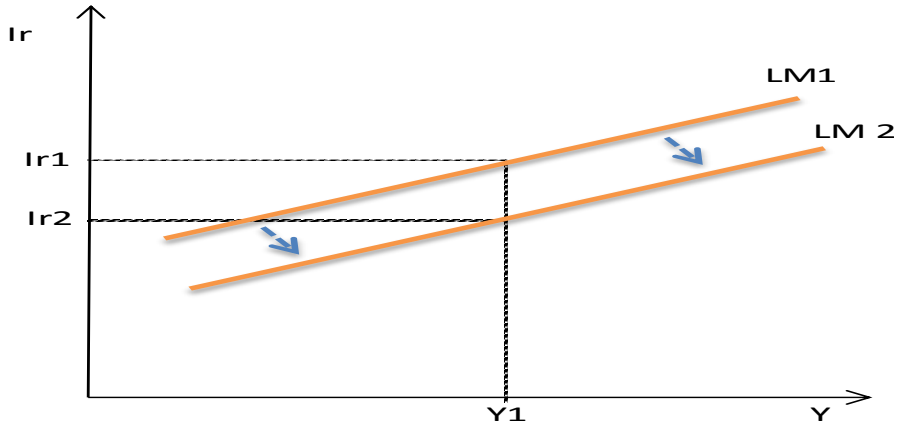
Крива LM, такође, описује релацију између каматне стопе и реалног националног дохотка која се успоставља на тржишту новца[15]. За дати ниво цијена и дате вриједности осталих егзогених варијабли, крива LM показује све комбинације између каматне стопе (Ir) и националног дохотка (Y) при којима је тражња за новцем (L) једнака понуди новца (Ms), а новчано тржиште у равнотежи. Крива LM има позитиван нагиб јер раст реалног националног дохотка повећава реалну тражњу за новцем што,

[15]Једна од могућих интерпретација криве LM је да је то крива која описује финансијско тржиште дефинисано као тржиште новца и тржиште обвезница (Eicher, Mutti i Turnovski, 2009, стр. 527.). Пошто равнотежа на једном тржишту аутоматски значи и равнотежу на другом тржишту, у раду ће се, слиједећи наведене ауторе, као и у Ковачевић (2011), посматрати тржиште новца.

при фиксној понуди новца, доводи до раста каматне стопе да би се, при вишем нивоу дохотка, успоставила нова равнотежа на тржишту новца.

Помјерање LM криве у моделу дешава се усљед промјене реалне понуде новца до које, уз препоставку о непромијењеном нивоу цијена, долази усљед промјене номиналне понуде новца (Ms). Након што монетарна власт повећа понуду новца, у основи, при почетној каматној стопи Ir1, која је претходно одржавала тржиште у равнотежи, на новчаном тржишту постоји вишак ликвидности који, при датом нивоу реалног националног дохотка (Y1), врши притисак на пад каматне стопе. То значи да повећање номиналне понуде новца изазива помјерање LM1 криве у десно и доље, на положај LM2 (графички приказ број 7). У случају смањења понуде новца LM1 крива се помјера у лијево и горе.

Графички приказ број 7: Ефекат монетарне експанзије на положај LM криве у Y-Ir графикону



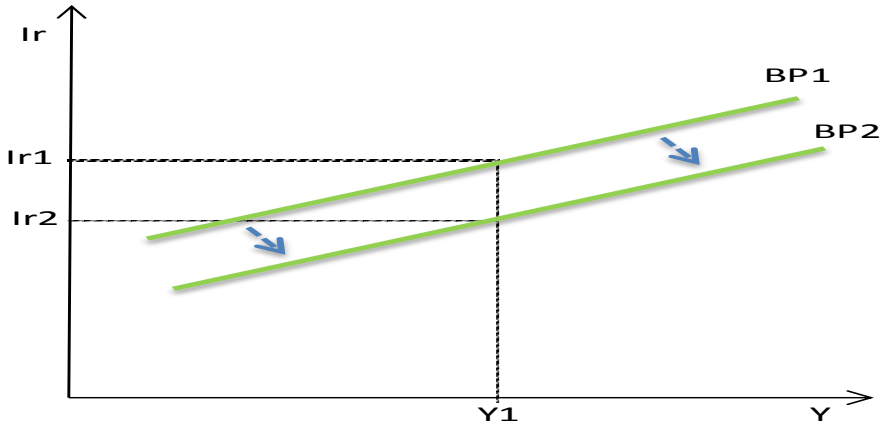
Извор: Приказ аутора на основу Ковачевић (2011).

Платни биланс представљен је BP кривом или кривом спољне равнотеже. Ова крива представља све комбинације реалног националног дохотка (Y) и каматне стопе (Ir) при којима је платни биланс у равнотежи - сума текућег и финансијског рачуна платног биланса једнака нули. BP крива, изведена за дати ниво девизног курса, има позитиван нагиб јер пораст реалног националног дохотка, при егзогено одређеном извозу, доводи до пораста увоза и посљедично до погоршања, односно појаве дефицита у текућем дијелу платног биланса. Како равнотежа платног биланса подразумијева да је дефицит текућег рачуна покривен суфицитом финансијског рачуна, за поновно успостављање платнобилансне равнотеже потребно је, дакле, формирање суфицита у финансијском дијелу платног биланса. Миљковић (2008) наводи да је то могуће постићи само ако је домаћа каматна стопа већа од иностране каматне стопе (Ir>Ir*), што подстиче прилив капитала у земљу. Да би платни биланс био у равнотежи, раст реалног националног дохотка, дакле, мора да буде праћен

растом домаће каматне стопе до нивоа који подстиче прилив капитала из иностранства у обиму неопходном да се неутралише дефицит текућег рачуна.

Већ је наглашено да девизни курс одређује положај BP криве. То значи да свака промјена девизног курса домаће валуте подразумијева промјену положаја BP криве, при осталим непромијењеним условима. На графичком приказу број 8, на којем је илустрован ефекат депресијације домаће валуте на положај BP криве, уочава се да је, у околностима слабљења домаће валуте, што има позитивно дејство на салдо текућег рачуна платног биланса, останак у спољној равнотежи, представљен кроз помјерање криве BP1 у десно и доље, на нов положај BP2. Фактички, то је начин да се, за дати ниво реалног националног дохотка, смањи каматна стопа, што ствара негативно дејство на салдо финансијског рачуна платног биланса.

Графички приказ број 8: Ефекат депресијације домаће валуте на положај BP криве у Y-Ir графикону



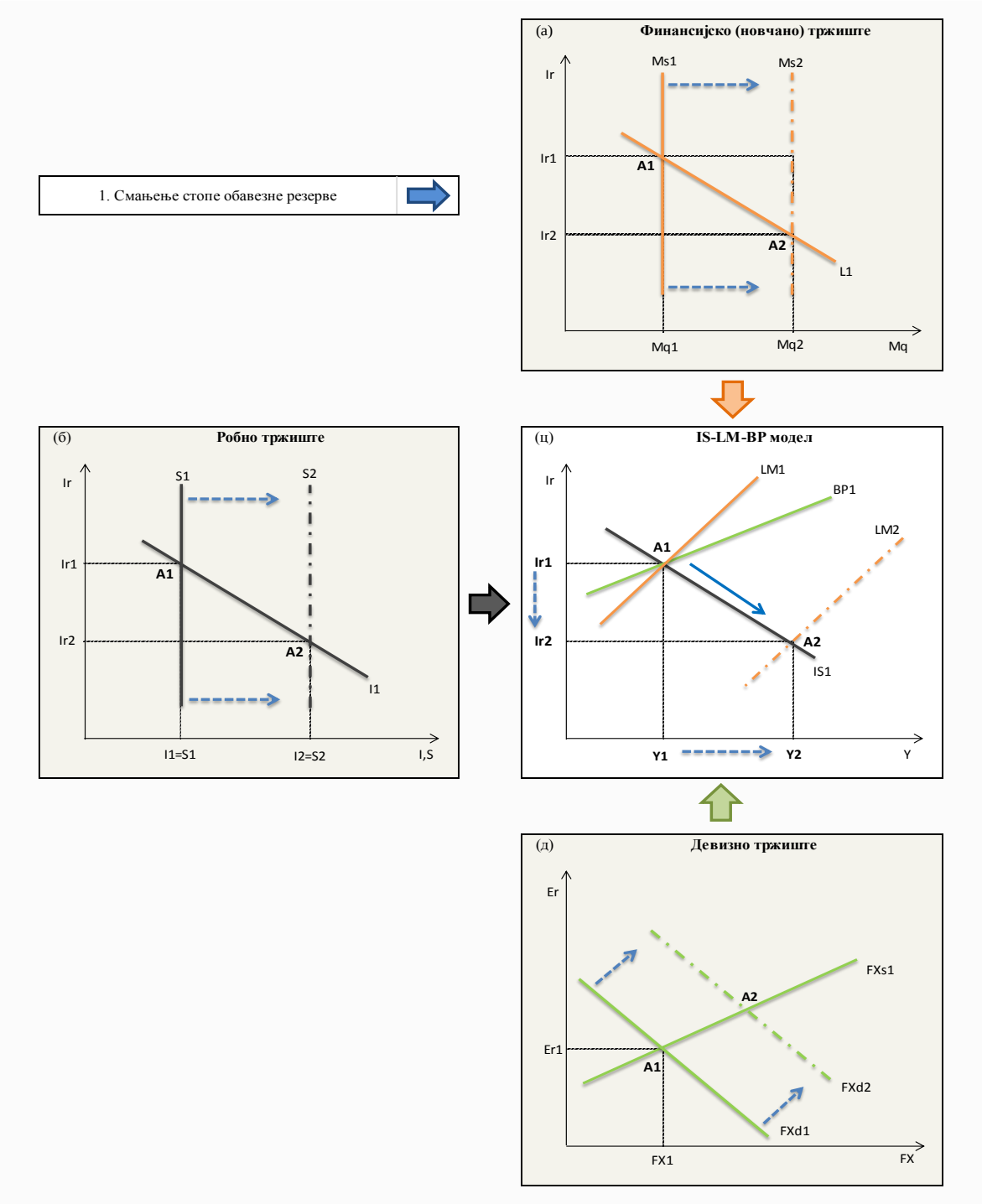
Извор: Приказ аутора на основу Ковачевић (2011).

Дефинисањем методолошког оквира за мјерење ефикасности монетарне политике, базираног на IS–LM–BP моделу, створене су неопходне претпоставке за сагледавање ефекта примјене инструмената монетарне политике у процесу стабилизације националне привреде, у зависности од изабраног режима девизног курса.

У сагледавању утицаја и ефеката мјера монетарне политике на привредна кретања у кратком року, у оквиру IS–LM–BP модела, представљеног Y–Ir графиконом, полази се од стања опште равнотеже у привреди које подразумијева истовремено постојање равнотеже на робном, новчаном и девизном тржишту (равнотежа на девизном тржишту еквивалентна је равнотежи платног биланса). На графичком приказу број 9, панел ц, на којем су илустровани иницијални ефекти експанзивне монетарне политике у отвореној привреди, почетна (симултана) општа привредна равнотежа означена је тачком A1 (тачка у којој се сијеку криве IS, LM и BP). Овом тачком одређен је ниво

каматне стопе Ir1 и ниво реалног националног дохотка Y1 који истовремено задовољавају равнотежне услове на робном, новчаном и девизном тржишту.

Графички приказ број 9: Иницијални ефекти експанзивне монетарне политике у отвореној привреди



Извор: Графикон IS-LM-BP модел на панелу (ц) преузет од Миљковић (2008, стр. 241), проширен је и прилагођен за потребе анализе у овом раду.

То значи да је при каматној стопи Ir1 и нивоу реалног националног дохотка Y1 тражња за новцем (L1) једнака понуди новца (Ms1), инвестиције (I1) су једнаке штедњи (S1), а платни биланс је у равнотежи (BP1=0) која, ради једноставности анализе, подразумијева да су текући и финансијски рачун, појединачно посматрани, такође у

равнотежи (салдо текућег и салдо финансијског рачуна једнак нули, NX=0, FA=0). Јасно је да у тачки A1 мора да постоји један ниво девизног курса при којем су изједначени понуда и тражња домаће и иностране валуте - почетни равнотежни девизни курс (Er1).

Међутим, ако се претпостави да се привреда у тачки A1, и поред тога што је у њој истовремено идентификована равнотежа на сва три тржишта, налази испод свог потенцијалног нивоа дохотка тј. на нивоу дохотка који не представља максималну количину добара коју национална привреда може произвести при стабилним цијенама (што се манифестује незапосленошћу производних ресурса), актуелна ситуација може да представља проблем за носиоце економске, а прије свега монетарне политике. У таквој ситуацији, у намјери да „убрза“ националну привреду, односно да је покрене у правцу успостављања равнотеже на вишем нивоу дохотка монетарна власт се одлучује за спровођење експанзивне монетарне политике те предузима мјере које значе пораст номиналне понуде домаћег новца.

Смањење стопе обавезне резерве, као инструмент монетарног регулисања, може да представља један од начина реализације одлуке монетарне власти[16]. Јер, њеним смањењем повећавају се слободна новчана средства која пословне банке могу искористити за одобравање кредита, подстиче се раст кредитног и монетарног мултипликатора те се дјелује у смјеру повећања понуде новца. Фактички, на тај начин се повећава кредитни потенцијал пословних банака па и могућност емитовања кредита. Имајући у виду претпоставку да су цијене (P) егзогено одређене и унапријед дате, раст номиналне понуде новца (Ms) истовремено подразумијева и пропорционални раст реалне понуде новца (Ms/P).

Након што монетарна власт смањи стопу обавезне резерве и тиме повећа понуду новца, у основи, при почетној каматној стопи Ir1, која је претходно одржавала тржиште у равнотежи, на новчаном тржишту постоји вишак понуде у односу на тражњу домаћег новца тј. вишак ликвидности. Другим ријечима, у банкарском систему у цјелини сада има више новца него што је заправо потребно при нивоу каматне стопе Ir1 и реалног националног дохотка Y1 – вишак ликвидности. Krugman & Obstfeld (2009) сматрају да ће у таквој ситуацији имаоци новца настојати да се ослободе вишка новца позајмљујући га другима (путем кредита и/или куповином

[16]Централна банка прописује проценат на депозите по виђењу, који пословна банка уплаћује као обавезну резерву на рачун код централне банке. Операцијама повећања или снижења стопе обавезне резерве централна банка може снажно дјеловати на кредитни потенцијал пословних банака, а тиме и на новчану масу у привреди (Ристић и Комазец, 2000).

обвезница на финансијском тржишту). Међутим, то ће при каматној стопи Ir_1 тешко успјети остварити, јер тражња инвеститора за додатним новчаним средствима зависи од трошкова позајмљивања новца. То значи да ће предузећа и појединци реаговати на повећану понуду новца само ако задуживање постане јефтиније. Стога, логично је претпоставити да ће на новчаном тржишту, под притиском повећане понуде новца, која је довела до вишка ликвидности, доћи до смањења каматне стопе на новчаном тржишту (панел а).

Иницијални пораст потрошње, усљед пораста инвестиционе активности, подстакнутог једнократним растом понуде новца те посљедично падом каматне стопе, покреће процес мултипликације дохотка. Већ у сљедећем кораку, са порастом реалног националног дохотка, при егзогено одређеној фискалној политици, успоставља се теденција раста националне штедње. Наиме, порастом реалног националног дохотка повећава се и расположиви доходак (Y-T), а тиме, у зависности од граничне склоности потрошњи, и дио дохотка који преостаје када се задовољи тражња за добрима и услугама. Другим ријечима, почетни пораст реалног националног дохотка, већ у сљедећем кораку, подразумијева раст личне потрошње, али и раст штедње, што је на графичком приказу број 9 (панел б), приказано помјерањем криве штедње S1 у десно ка нивоу S2[17]. Пораст штедње, а тиме и понуде средстава за финансирање инвестиција врши притисак на додатни пад каматне стопе. На тај начин се наставља тенденција смањења каматне стопе, што посљедично додатно повећава број исплативих инвестиционих подухвата те води новом повећању тражње за инвестиционим добрима и реалног националног дохотка.

Да би било обезбијеђено финансирање растућег броја трансакција са растом инвестиционе тражње, на новчаном тржишту, расте и реална тражња за новцем све до нивоа при којем је вишак ликвидности у потпуности апсорбован, а новчано тржиште поново у равнотежи. Процес прилагођавања (тенденција смањења) каматне стопе, дакле, траје све док тражња за средствима за финансирање инвестиција (новцем) не буде једнака њиховој (повећаној) понуди.

Графички посматрано, описани процес, покренут једнократним растом понуде новца (монетарни шок), на робном и новчаном тржишту помјера иницијалну равнотежу из тачке A_1, према доље, у нову равнотежну тачку A2, гдје нижој каматној стопи Ir2, у

[17]Крива штедње приказана је вертикалном линијом јер се у овом моделу полази од претпоставке да у кратком року штедња зависи од реалног дохотка, али не и од каматне стопе.

односу на почетну вриједност, одговара виши ниво инвестиционе тражње I2 и већа количина домаће валуте у оптицају Mq2 (графички приказ број 9, панели а и б).

На основу горњих разматрања јасно је да се, усљед иницијалног монетарног шока, успостављање нове равнотеже на робном и новчаном тржишту, при вишем нивоу реалног националног дохотка, остварује кроз смањење каматне стопе до новог равнотежног нивоа. То значи да пораст понуде новца од стране монетарне власти, посматрано у оквиру IS–LM–BP модела, доводи до помјерања LM1 криве у десно на ниво LM2 тј. из тачке A1 у нову равнотежну тачку A2. Крећући се из тачке A1 у тачку A2, дуж криве IS1, расте домаћа производња због раста тражње, а тражња за новцем расте да би се обезбиједило финансирање растућег броја трансакција. Дакле, у тачки A2, одређеној пресјеком криве IS1 и LM2, постигнута је нова равнотежа на робном и новчаном тржишту којој, у односу на почетне вриједности, одговара нижи ниво равнотежне каматне стопе (Ir2) и већи ниво реалног националног доходак (Y2). Дакле, експанзивна монетарна политика помјера криву LM1 у десно на положај LM2, због чега опада каматна стопа и расте реални национални доходак.

На основу претходно описаног механизма преноса утицаја (ефеката) мјера монетарне политике на реална привредна кретања јасно је да монетарна политика, у почетној фази, кроз промјене каматне стопе, утиче на ниво реалног националног дохотка те да се процес монетарне трансмисије одвија тако што раст понуде новца (експанзивна монетарна политика) смањује каматну стопу што подстиче раст инвестиционе активности и тако повећава тражњу за добрима и услугама, односно доводи до повећања реалног националног дохотка. Повећање реалног националног дохотка у сљедећем кораку, кроз повећање националне штедње, утиче на повећање личне, али и инвестиционе потрошње што води његовом додатном порасту. Са становишта равнотеже на новчаном тржишту, повећање реалног националног дохотка повећава реалну тражњу за новцем која неутралише вишак понуде новца.

Међутим, почетни позитивни ефекти монетарне експанзије на раст реалног националног дохотка, праћени су погоршањем спољне равнотеже, односно платног биланса - прелазак из равнотежног стања у дефицит платног биланса. На то указује положај тачке A2 која се, на наведеном графичком приказу, у почетној фази реализације ефеката једнократног раста понуде новца, налази испод криве спољне равнотеже BP=0 (изведене за ниво девизног курса Er1), тј. у зони дефицита платног биланса. То значи да у тачки A2 привреда није у стању опште равнотежа, која подразумијева да су сва три тржишта истовремено у равнотежи.

У отвореној привреди, са порастом реалног националног дохотка, у зависности од граничне склоности увозу, расте потрошња увозних производа. Фактички, дио пораста националног дохотка, због позитивне корелисаности увоза са дохотком, одлази на повећање потрошње производа из увоза. То значи да при нивоу девизног курса Er1 и егзогено одређеном извозу, пораст реалног националног дохотка, преко пораста увоза, узрокује погоршање текућег дијела платног биланса – прелазак у дефицит из равнотежног стања. Истовремено, са погоршањем текућег рачуна, монетарна експанзија у отвореној привреди доводи и до погоршања финансијског дијела платног билансу. Како је у модел уведена претпоставка да разлика између домаће и иностране каматне стопе доводи до кретања капитала, пад домаће каматне стопе испод нивоа иностране каматне стопе, чинећи стопу приноса већом у иностранству него у земљи, повећава интерес да се финансијски фондови у домаћој валути претворе у инострану валуту како би се остварио већи приход у иностранству. Посљедично, то доводи до одлива капитала из земље, што узрокује погоршање, односно формирање дефицита у финансијском билансу - прелазак из равнотежног стања у дефицит. Величина дефицита платног биланса условљена је степеном мобилности капитала. У условима ниске мобилности капитала, пад каматне стопе резултира мањим (споријим) одливом капитала из земље, а тиме и мањим (незнатним) погоршањем платног биланса. У режиму високе мобилности капитала, пад каматне стопе подстиче већи одлив капитала из земље, што значи да ће и дефицит платног биланса бити већи (Ковачевић, 2011).

С обзиром на то да се под дејством експанзивне монетарне политике погоршава стање у текућем и финансијском рачуну платног биланса, може се констатовати да је у тачки А2, којој, у односу на почетне вриједности, одговара нижи ниво каматне стопе и виши ниво потрошње, односно реалног националног дохотка, платни биланс негативан (BP<0). То значи да је тачком А2 одређена таква комбинација каматне стопе и реалног националног дохотка која је конзистентна са равнотежом на новчаном и робном тржишту, али не и равнотежом у платном билансу. Миљковић (2008) констатује да равнотежа на робном и новчаном тржишту постигнута у тачки А2, због дефицита у платном билансу, не може бити дугорочна равнотежа.

Погоршање платног биланса, усљед пораста тражње увозних производа и повећаног одлива капитала, рефлектује се на девизно тржиште кроз повећање тражње за иностраном валутом. Увозници размјењују домаћу валуту за страну да би платили робе и услуге које су увезли из иностранства, док власници капитала купују инострану

валуту да би могли да инвестирају у иностранству тј. слободна финансијска средства претварају из домаће у инострану валуту да би их могли пласирати у иностранству, гдје је виша каматна стопа. Дакле, ситуација када се привреда налази у тачки А2 (зона дефицита платног биланса), у којој је увоз већи од извоза, а одлив капитала већи од прилива, подразумијева да на девизном тржишту постоји већа тражња од понуде девиза. На графичком приказу број 9, панел д, који илуструје стање на девизном тржишту, односно понуду (FXs) и тражњу за девизама (FXd), погоршање платног биланса приказано је помјерањем криве тражње иностране валуте FXd1 у десно и горе тј. на ниво FXd2.

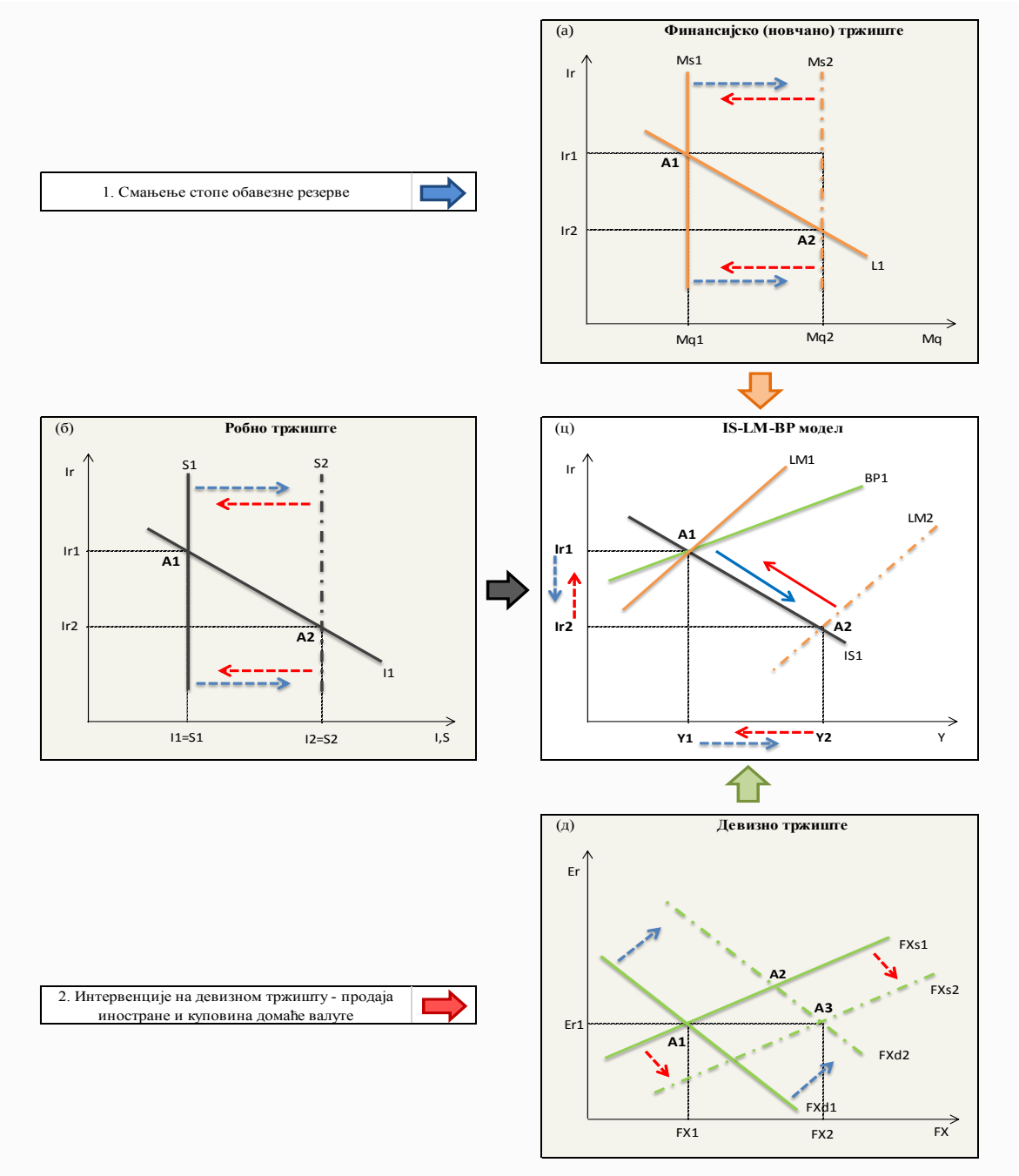
Већа тражња од понуде иностране валуте на девизном тржишту, у зависности од режима девизног курса, или врши притисак на монетарну власт у погледу промјене девизног курса тј. притисак на раст девизног курса (режим фиксног девизног курса) или доводи до аутоматске промјене девизног курса домаће валуте (режим флуктуирајућег девизног курса). Стога, наставак анализе захтјева да се коначни ефекти употребе инструмената монетарног регулисања у превазилажењу привредних проблема посматрају у зависности од примијењеног режима девизног курса.

2.2.1. Ефикасност монетарне политике у режиму фиксног девизног курса

У режиму фиксног девизног курса, у ситуацији која је представљена тачком А2, која подразумијева постојање неравнотеже на девизном тржишту, што врши константан притисак у погледу раста девизног курса, монетарна власт је обавезна да интервенише на девизном тржишту у циљу очувања утврђеног нивоа девизног курса, означеног са Er1. Фактички, да би задовољила повећање тражње за иностраном валутом и спријечила девалвацију националне валуте, монетарна власт се појављује на девизном тржишту тако што повећава понуду иностране валуте тј. по унапријед утврђеној цијени (Er1) продаје инострану и купује домаћу валуту од увозника роба и власника капитала (финансијских фондова). На тај начин монетарна власт обезбјеђује да почетни равнотежни девизни курс (Er1) остане непромијењен. Реакција монетарне власти на повећану тражњу за иностраном валутом на девизном тржишту, на графичком приказу број 10, панел д, илустрована је помјерањем криве понуде девиза FXs1 у десно и доље, на ниво FXs2. Јасно је да продајом иностране валуте на девизном тржишту монетарна власт смањује ниво својих девизних резерви. Како девизне трансакције монетарне власти представљају аутономни канал емисије (креирања и повлачења) примарног новца, трошењем девизних резерви аутоматски се дјелује у правцу повлачења домаћег новца из оптицаја. Практично, то значи да девизне

трансакције централне банке покрећу процес повлачења домаћег новца из привреде тј. смањења новчане масе.

Графички приказ број 10: Ефекти експанзивне монетарне политике у режиму фиксног девизног курса



Извор: Графикон IS-LM-BP модел на панелу (ц) преузет од Миљковић (2008, стр. 241), проширен је и прилагођен за потребе анализе у овом раду.

При датом нивоу реалног националног дохотка, повлачења домаћег новца из оптицаја, што на панелу а, графичког приказа број 10, подразумијева помјерање криве понуде Ms2 уназад ка почетној позицији Ms1, узрокује пораст домаће каматне стопе. Пораст каматне стопе смањује обим инвестиционе активности те посљедично утиче на пад реалног националног дохотка.

Дакле, смањење новчане масе, изазвано интервенцијама на девизном тржишту, условљава повећање каматне стопе и смањење реалног националног дохотка. Већ у сљедећем кораку пад националног дохотка доводи како до смањења потрошње тако и до смањења нивоа националне штедње, што је на панелу б приказано кроз враћање криве штедње S2 ка полазном положају S1. Смањењем штедње смањује се понуда средстава за финасирање инвестиција, што врши притисак на додатни раст каматне стопе и њено приближавање почетном равнотежном нивоу Ir1 (панел а). Прилагођавање каматне стопе додатно смањеној понуди домаће валуте изазива даљи пад инвестиционе активности и реалног националог дохотка те његово враћање на почетни ниво Y1.

Са аспекта спољне равнотеже, смањење реалног националног дохотка посљедично дјелује на пад потрошње увозних производа што доводи до побољшања текућег дијела платног биланса. Истовремено, пораст каматне стопе подстиче прилив капитала у земљу и дестимулише његов одлив, што условљава побољшање финансијског дијела платног биланса. Уколико монетарна власт одлучи да не врши стерилизацију трошења девизних резерви предузимањем компензаторних трансакција (операције на отвореном тржишту) са циљем да ниво примарног новца остане непромијењен, може се констатовати да се процес повлачења домаћег новца из привреде одвија све док постоји дефицит платног биланса. Графички посматрано (панел ц), враћање равнотеже из тачке А2 у полазну тачку А1, усљед интервенција монетарне власти употребом девизних резерви, подразумијева помјерање LM2 криве у лијево, ка њеној полазној позицији LM1. Другим ријечима, процес прилагођавања каматне стопе смањеној понуди домаће валуте, усљед интервенција на девизном тржишту, одвија се све док монетарна власт не откупи „екцесну“ понуду домаћег новца која је довела до појаве дефицита платног биланса, што подразумијава да је LM2 крива враћена на полазну позицију LM1. Након завршеног процеса прилагођавања равнотежа се, дакле, поново успоставља у полазној тачки А1 у којој су каматна стопа, национални доходак и платни биланс на истом нивоу на којем су били прије монетарног шока. То значи да под притиском дефицита платног биланса, усљед оријентисаности на одбрану фиксног девизног курса, намјера монетарне власти да дјелује експанзивно, завршава рестриктивношћу монетарне политике.

Монетарна власт може да предузимањем компензаторних операција на отвореном тржишту стерилише (неутралише) ефекат трошења девизних резерви на ниво новчане масе и тиме спријечи аутоматски процес враћања привреде у почетну равнотежу, али

само одређено вријеме. Другим ријечима, у режиму фиксног девизног курса, монетарна власт, још неко вријеме, може да задржи привреду у тачки A2 (на нивоу потенцијалног дохотка) на начин да предузимањем компензаторних операција (куповина обвезница на отвореном тржишту), усмјерених на повећање нивоа домаћих кредита и задржавање каматне стопе на нивоу Ir2, стерилише ефекте трошења девизних резерви на стање новчане масе и тиме понуду домаћег новца одржи на нивоу Ms2. Таква ситуација не може да потраје дуго, јер усљед дуготрајнијег дефицита платног биланса, девизне резерве, будући да нису неисцрпан извор финансирања, у неком моменту би се истрошиле. У том случају, монетарна власт би била принуђена да промијени номинални девизни курс.

Стерилизација, дакле, представља један од начина да се заустави аутоматизам преноса ефеката интервенција на девизном тржишту на понуду новца, али, како је наведено у Ковачевић (2011), то није дугорочно одрживо рјешење јер продужена неравнотежа платног биланса би вршила континуирани притисак на девизно тржиште, тако да би се у једном моменту истрошиле девизне резерве.

Дакле, коначни ефекти интервенција на девизном тржишту усмјерених ка спречавању девалвације домаће валуте су, са једне стране, непромијењен девизни курс као жељени исход, а с друге стране, изазивање раста нивоа каматне стопе који кроз смањење инвестиција доводи до пада реалног националног дохотка тј. враћање привреде, прије или касније, у почетно равнотежно стање, означено тачком A1. То значи да се почетно позитивно дејство монетарне експанзије на реална привредна кретања, усљед интервенција на девизном тржишту усмјерених на одбрану фиксног девизног курса, *de facto* истопило.

Претходно описани процес прилагођавања привреде једнократном расту понуде новца у режиму фиксног девизног курса, показује да су позитивни ефекти монетарне експанзије на реална привредна кретања могући само привремено. Како се употребом инструмената монетарног регулисања не може трајније повећати нити одржати стабилан ниво производње при пуној запослености, то имплицира да се, у режиму фиксног девизног курса, мјере монетарне политике не могу усмјерити у контрацикличне сврхе, а прије свега, на иницирање привредног раста и запослености

Такође, на основу спроведене анализе, као и у Burda & Wyplosz (2004), може се закључити да је у режиму фиксног девизног курса, монетарна политика ван контроле централне банке. Задатак централне банке је да држи каматну стопу на оном нивоу који важи у земљи за коју је везана домаћа валута, те да новац креира у износу који по

тој каматној стопи јавност буде тражила. Једина могућност да земља задржи извјестан степен монетарне независности је та да се уведу контроле капитала и да се с времена на вријеме може мијењати паритет.

2.2.2. Ефикасност монетарне политике у режиму флуктуирајућег девизног курса

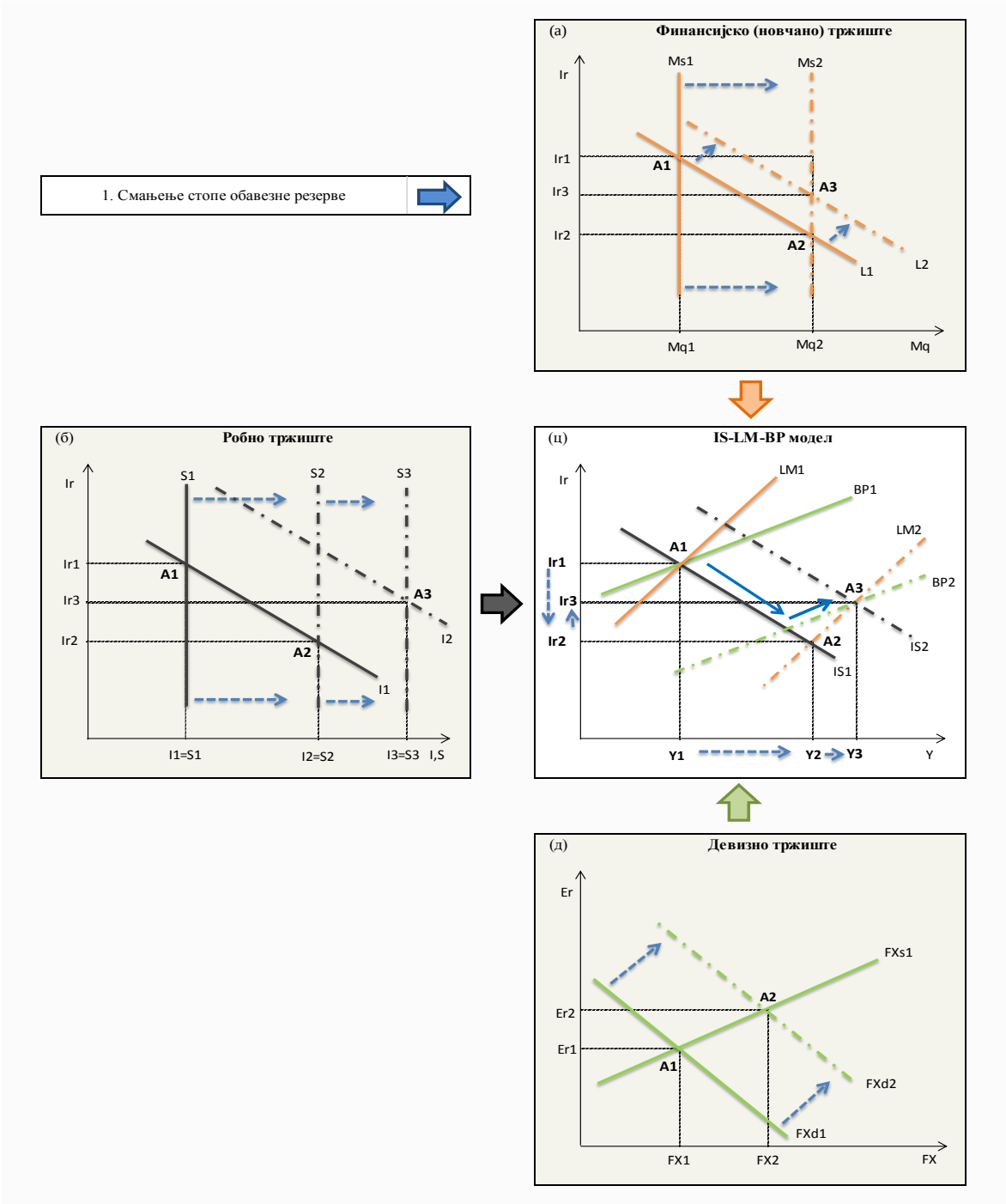
Уколико се девизни курс формира слободно на основу односа понуде и тражње за девизама на девизном тржишту, што омогућава примјена режима флуктуирајућег девизног курса, у актуелној ситуацији која је на графичком приказу број 9 (панел ц) представљена тачком А2, дефицит платног биланса, еквивалентан вишку тражње у односу на понуду девиза, аутоматски изазива раст девизног курса тј. слабљење домаће валуте (депресијацију). Девизни курс расте све док се не постигне равнотежа платног биланса. На графичком приказу број 11 (панел д) то подразумијева помјерање равнотеже из тачке А1 у нову равнотежну тачку А2 у којој је девизни курс, пратећи стање на девизном тржишту, повећан изнад иницијално равнотежног нивоа Er1 тј. на ниво Er2. При том нивоу девизног курса тражња за иностраном валутом једнака је њеној понуди, а девизно тржиште је у равнотежи. Усљед претпоставке о фиксном нивоу цијена, депресијација номиналног девизног курса значи депресијацију реалног девизног курса.

Јасно је да депресијација домаће валуте доводи до појефтињења домаћих производа у односу на оне из увоза, што уз претпоставку да су испуњени услови еластицитета из Маршал-Лернерове теореме, резултира преусмјеравањем потрошње са увозних на домаће производе. Истовремено, раст девизног курса стимулише домаћи извоз. На тај начин депресијација домаће валуте, изазвана једнократним растом понуде новца, кроз побољшање нето извоза као значајне компоненте агрегатне тражње, додатно подстиче раст домаће производње тј. реалног националног дохотка.

Ефекти депресијацијом домаће валуте на побољшање нето извоза, графички посматрани у оквиру IS–LM–BP модела, подразумијевају помјерање IS1 криве у десно на нов положај IS2, дуж криве LM2. Фактички, под утицајем депресијације домаће валуте равнотежа на робном тржишту се помјера из тачке А2 ка новој равнотежној тачки А3, у којој је доходак додатно повећан. На графикону се уочава да је помјерање криве IS1 у десно праћено растом каматне стопе. Наиме, због додатног пораста дохотка расте трансакциона тражња за новцем. Да би се, у ситуацији, када је понуда новца унапријед одређена и дата од стране монетарне власти (Ms2), остварила нова

равнотежа на тржишту новца, раст реалне тражње за новцем подразумијева повећање каматне стопе на ниво Ir3.

Графички приказ број 11: Ефекти експанзивне монетарне политике у режиму флуктуирајућег девизног курса



Извор: Графикон IS-LM-BP модел на панелу (ц) преузет од Миљковић (2008, стр. 241), проширен је и прилагођен за потребе анализе у овом раду.

Са становишта спољне равнотеже, односно равнотеже платног биланса, депресијација, која појефтињује домаће производе у односу на оне из увоза и тиме изазива преусмјеравање потрошње са увозних на домаће производе, те кроз подстицање извоза, побољшава трговински биланс, а тиме и салдо текућих

трансакција са иностранством, што доводи до смањења дефицита и преласка у суфицит текућег рачуна платног биланса. Међутим, треба имати у виду да се дио додатног пораста реалног националног дохотка, проузрокованог депресијацијом домаће валуте, у зависности од граничне склоности увозу, троши на куповину производа из увоза, што дијелом коригује (умањује) позитиван ефекат депресијације на текући рачун платног биланса.

Нето ефекат депресијације на текући рачун увећан је ефектом раста каматне стопе на одређено смањење нивоа инвестиционе потрошње. Уз то, позитиван ефекат раста домаће каматне стопе на спољну равнотежу огледа се у подстицању прилива капитала у земљу, што доводи до смањења дефицита у финансијском дијелу платног биланса. Истовремено, пораст девизног курса дестимулише даљи одлив капитала, што такође доприноси побољшању финансијског дијела платног биланса.

На основу приказаних ефеката може се закључити да под утицајем депресијације домаће валуте, заједно са IS кривом, и BP крива мијења свој положај те се помјера у десно, до тачке A3 у којој постоји општа привредна равнотежа, на вишем нивоу националног дохотка (графички приказ број 11, панел ц). Овом тачком одређена је нова комбинација реалног националног дохотка Y3 и каматне стопе Ir3 која је конзистентна како са равнотежом на робном и новчаном тржишту, тако и са равнотежом у платном билансу. На графичком приказу број 11, на панелу (ц) уочава се да се повећање реалног националног дохотка, иницирано једнократним растом понуде новца, реализује у два корака. У првом кораку, пад каматне стопе, усљед раста понуде новца, кроз процес мултипликације, подстиче домаћу инвестициону активност и пораст дохотка на ниво Y2 (помјерање равнотеже од A1 до тачке A2). Међутим, пораст националног дохотка доводи до погоршања платног биланса те посљедично до неравнотеже на девизном тржишту. Исход ове неравнотеже је депресијација домаће валуте која у другом кораку, уз претпоставку да је задовољена Маршал-Лернерове теорема, преусмјеравајући потрошњу са увозних на домаће производе, додатно подстиче раст домаће производње, доводећи реални национални доходак на ниво Y3 (помјерање равнотеже из тачке A2 у тачку A3). То значи да у режиму флуктуирајућег девизног курса, депресијација домаће валуте појачава ефекте експанзивне монетарне политике на реална привредна кретања.

Пошто монетарна експанзија доводи до успостављања опште привредне равнотеже на вишем нивоу дохотка, на основу спроведене анализе, као и у Ковачевић (2011), може се закључити да је ефикасност монетарне политике у режиму флуктуирајућег

девизног курса, већа него у режиму фиксног девизног курса. Такође, анализа ефикасности употребе инструмената монетарног регулисања, извршена уз помоћ Мандел-Флемингов модела за отворену привреду, имплицира да се, у режиму флуктуирајућег курса, инструменти монетарног регулисања могу ефикасно користити у контрацикличне сврхе.

У цјелини посматрано, спроведена анализа ефикасности монетарне политике указује на то да режим девизног курса, као начин формирања и управљања промјенама девизног курса, утиче на то како и колико ће монетарна власт да контролише, не само кретање девизног курса, већ и обим новчане масе и ниво каматних стопа, а тиме како и колико може да утиче на међународне токове роба и токове капитала, стабилност цијена, производњу и запосленост. Уз то, режим девизног курса утиче на начин на који ће монетарна власт, инструментима монетарне политике, остваривати свој циљ. Јер, од режима девизног курса зависи избор варијабле (каматна стопа, девизни курс, монетарни агрегат) на чију висину и/или динамику кретања монетарна власт може утицати те њом посредно остваривати дефинисани циљ.

2.3. Предности и недостаци режима фиксних девизних курсева

Ћировић (2000) сматра да се најчешћи мотив примјене концепта фиксног девизног курса огледа у томе да се путем одговарајуће монетарне политике обезбиједи стабилност гарантованог фиксног девизног курса и тим стабилност нивоа цијена, као њеног крајњег циља. Номинални девизни курс, утврђен од стране монетарне власти, аутоматски постаје номинално „сидро“[18] које успоставља режим чврсте монетарне контроле. Ограничавајући монетарну власт у погледу дискреционе политике, овај режим смањује могућност да се направе значајније грешке у монетарној политици, које би за посљедицу имале креирање инфлационог амбијента. Mishkin (2006), као значајну предност режима фиксног девизног курса, истиче његов допринос ублажавању проблема временске недосљедности у монетарној политици. Режим фиксног девизног курса може помоћи монетарној власти да буде фокусирана на очување стабилности гарантованог фиксног курса и да одоли искушењу или политичким притисцима вођења краткорочне, прије свега експанзивне политике, неконзистентне са дугорочним циљем стабилности цијена. На тај начин, временом,

[18]Према ставу ММФ-а (2009b), режим девизног курса као номиналног сидра подразумијева сљедеће облике фиксног девизног курса: доларизација, валутни одбор, конвенционално фиксни паритет, прилагодљиви (у случају фундаменталних дебаланса) и покретни паритет (мини девалвације у складу са инфлационим диференцијалом) са ужим или нешто ширим маргинама флуктуације (не преко 10%, у супротном, у питању је таргет зона на прелазу у флексибилну зону са другачијом врстом сидра).

режим фиксног курса доприноси изградњи и јачању повјерења тржишних учесника у монетарну власт и стабилност девизног курса. Јачањем кредибилитета монетарне власти остварује се веће дејство на креирање инфлационих очекивања као и на остваривање укупне макроекономске стабилности.

Девизни курс као номинално „сидро“ доприноси стабилности цијена, не само путем успостављања режима чврстог монетарног регулисања, већ и путем директног промовисања очекивања ниске и стабилне инфлације. Избором режима фиксног девизног курса, указујући на правац монетарне политике, монетарна власт утиче на очекивања економских субјеката о будућој стопи инфлације[19]. Све док је паритет девизног курса кредибилан, инфлациона очекивања се „сидре“ према инфлационој стопи земље „сидра“. На тај начин, фиксни девизни курс утиче и на прилагођавање домаћих и међународних стопа инфлације. Грубишић (2005) сматра да путем обавезивања монетарне власти на одређено понашање, фиксни девизни курс има улогу психолошког „сидра“ у борби против инфлације. Третиран као гаранција за неинфлациону монетарну политику и смањење инфлационих очекивања, режим фиксног девизног курса има своје упориште, посебно у земљама које имају проблема са високом инфлацијом и на томе заснована инфлациона очекивања.

Calvo & Reinhart (2000) наглашавају да доприносом макроекономској стабилности, режим фиксног курса доноси и одређени кредибилитет, пријеко потребан, посебно земљама у развоју, с обзиром на њихову зависност од међународне трговине и капитала. Dornbush (1988, 2001) наводи да кроз мање осцилације и мањи ризик промјене девизног курса, те смањење трошкова и неизвијесности у међународној трговини режим фиксног девизног курса олакшава и стимулише међународну робну размјену и међународне инвестиције, подстичући тако бржи привредни раст и економску интеграцију земље.

Значајан недостатак режима фиксног девизног курса огледа се у томе да девизни курс губи улогу апсорпционог механизма за спољне економске шокове. Ако земља доживљава негативне спољне шокове, терет прилагођавања морају да сносе унутрашњи економски циљеви јер, умјесто аутоматским промјенама номиналног девизног курса, конкурентност и погоршана спољна позиција у форми дефицита платног биланса поправља се падом цијена, али и нивоа запослености и производње.

[19]Инфлациона очекивања директно утичу на одлуке о цијенама у процесу уговарања цијена и надница тако што су очекивања о будућој стопи инфлације унапријед уграђена у цијене и наднице.

Осим тога што земља губи важан механизам прилагођавања у случају платнобилансних поремећаја, губљење аутономности у монетарној политици представља један од основних аргумената против примјене режима фиксног девизног курса. Подређеност монетарне политике одржавању паритета блокира њену употребу у контрацикличне сврхе ради остваривања циљева унутрашње равнотеже. Миљковић (2008) истиче да овај режим значајно ограничава могућност економских власти да путем примјене различитих мјера економске политике стимулише привреду, када се појављују знакови рецесије. Стога се у режиму фиксног девизног курса мора рачунати са рецесијом која ће трајати све док се не заврше аутоматски механизми прилагођавања.

У контексту у којем контрола примарне емисије новца мора да буде повезана са процесом стварања вриједности у привреди, аргумент против примјене режима фиксног курса огледа се у томе што овај режим, наметањем чврстих правила емисије примарног новца и везујући је углавном за девизне токове, отежава формирање оптималне количине новца у оптицају.

Додатна негативност овог режима огледа се у томе што је монетарна политика земље која има фиксни курс потчињена монетарној политици земље за чију валуту је везана домаћа валута. Каматна стопа се креће у складу са кретањем каматне стопе у земљи „сидра“, без обзира какви су интереси националe привреде. На тај начин, шокови из земље „сидра“ директно се преносе на земљу која користи фиксни курс. У том смислу, јавља се ризик да монетарна политика земље „сидра“ неће одговарати интересима посматране земље у датом тренутку, што се може одразити на погоршање њених макроекономских перформанси.

За спровођење политике фиксног девизног курса потребне су мјере за усклађивање нивоа цијена у земљи са нивоом цијена у иностранству, јер политика фиксног девизног курса не може се водити у условима када домаћа инфлација значајније и у дужем периоду одступа од инфлације у земљи према чијој валути је домаћа валута фиксирана. Релативно већа разлика у стопама инфлације, иницирањем проблема нереалности постављеног паритета, може довести у питање кредибилитет утврђеног паритета, па и до оцјене о могућности његове промјене.

Релативно висок ниво девизних резерви, који захтијева примјена режима фиксног девизног курса, значи и веће трошкове садржане у потреби да се држи одређени износ девизних резерви. Главни трошак држања девизних резерви је разлика између каматне

стопе хартија од вриједности, које чине девизне резерве, и потенцијалне алтернативне употребе ових средстава.

По правилу, фиксни девизни курс доводи до прецијењености националне валуте, што угрожава извозни потенцијал привреде, са пропратним негативним посљедицама по спољну равнотежу. Да би се спријечило ширење дефицита, осим мјера за спречавање раста цијена, неопходно је предузимање мјера административног карактера. Свако одлагање прилагођавања паритета, када постоји проблем његове нереалности, може бити изузетно скупо, јер се троше девизне резерве и води даљем задуживању. Самим тим, присутна је могућност да се девалвацијом, преко ноћи, изврши значајна промјена девизног курса. Због могуће веће једнократне промјене паритета режим фиксног девизног курса је посебно опасан за земље које имају велики дио дуга деноминован у страним валутама. Нагло слабљење валуте угрожава билансе фирми и домаћинстава, што заузврат ствара финансијску кризу и оштру економску контракцију.

Mishkin (2006) истиче да се недостатак фиксирања девизног курса огледа у могућности слабљења одговорности креатора монетарне политике. Фиксирањем девизног курса елиминише се важан сигнал у вези са монетарном политиком који, усљед страха да ће се промјенама девизног курса изазвати промјене цијена, може помоћи да се ограничи монетарна власт у спровођењу сувише експанзивне монетарне политике. Другим ријечима, страх од депресијације девизног курса сувише експанзивну монетарну политику може чинити мање вјероватном.

2.4. Предности и недостаци режима флуктуирајућих девизних курсева

Најочигледнији аргумент у корист примјене режима флуктуирајућих девизних курсева је на плану платног биланса. Примјеном овог режима девизног курса земља добија важан механизам прилагођавања у случају платнобилансних поремећаја који, дјелујући на принципима тржишних законитости, путем аутоматских промјена номиналног нивоа девизног курса, олакшава уравнотежење платног биланса. Levy-Yeyati & Sturzengger (2002) истичу да у околностима све веће отворености националних привреда, усљед ригидности цијена[20] у кратком року, један од начина брзог ублажавања негативних посљедица спољних шокова на националне привреде представља прилагођавање номиналног нивоа девизног курса што омогућава

[20]Због своје ригидности номиналне цијене се не могу прилагодити спољним реалним шоковима, али ако се уведе флуктуирајући девизни курс, он ће надокнадити флексибилност номиналних цијена те на тај начин ријешити проблем преноса екстерних шокова.

примјена флуктуирајућег режима девизног курса. На тај начин, примјена флуктуирајућег режима девизног курса ће спријечити веће осцилације привредне активности, цијена и запослености, уз очување девизних резерви.

Не само што промјенама номиналног девизног курса слаби дејство спољних шокова на националну привреду и тиме ублажавају унутрашњи поремећаји, већ истовремено, режим флуктуирајућих девизних курсева ослобађа монетарну политику за постизање унутрашњих циљева. Монетарна политика, са аспекта коришћења инструмената, довољно је слободна да се може посветити рјешавању унутрашњих питања, као што су инфлација и незапосленост те може да има стабилизациону (контрацикличну) улогу.

Дајући девизном курсу улогу апсорпционог механизма за спољне шокове (штити привреду од спољних економских удара), овај режим девизног курса смањује потребу за примјеном административних мјера прилагођавања (мјере спољнотрговинске и девизне контроле) и потребу држања великих девизних резерви. Такође, честим промјенама девизног курса спречава се прецијењеност и потцијењеност националне валуте, што омогућава да земља производи у складу са компаративним предностима.

Драгутиновић (2008) запажа да осим тога што су флуктуације курса корисне оне су и поучне. Економски актери морају да прихвате да је курс у овом режиму волатилан и морају се заштитити од девизног ризика. Како је девизни ризик тијесно повезан са флуктуацијом девизног курса, честе промјене девизног курса на девизном тржишту подсјећају на ризичност деноминације обавеза у страној валути. Самим тим режим флуктуирајућег девизног курса смањује проблем валутног неслагања.

Аргумент у корист примјене режима флуктуирајућих девизних курсева Mishkin (2006) види у томе што овај режим врши притисак на монетарну власт у смјеру јачања њене одговорности. Сувише експанзивна монетарна политика релативно брзо дјелује на флуктуације девизног курса на тржишту те ствара страх од инфлације, при чему инфлациона очекивања расту. С обзиром на то да монетарна власт сноси одговорност за кретање инфлације, као и за формирање инфлационих очекивања, мања је вјероватноћа да ће политика бити превише експанзивна. То практично значи да девизни курс, као индикатор монетарне политике, може помоћи да се ограничи проблем временске недосљедности.

Недостатак режима флуктуирајућих девизних курсева огледа се у томе што механизам дјеловања флуктуирајућег курса може да подстиче инфлацију. Промјене девизног курса, спонтане усљед тржишних снага или изнуђена од стране централне банке веома

брзо се, страхом од инфлације и раста инфлационих очекивања, преносе на ниво цијена. Такође, честе и велике флуктуације девизних курсева могу да подстакну неповјерење у домаћу валуту, повећавајући тако степен незваничне доларизације те посљедично ограничавајући дејство монетарне политике.

Један од разлога против примјене режима флуктуирајућих девизних курсева је и тај што кретања девизних курсева на девизном тржишту, која допушта примјена овог режима, значајно повећава неизвијесност и ризик у међународном пословању. Неизвијесност у којем ће се смјеру девизни курс кретати обесхрабрује закључивање дугорочних пословних аранжмана са иностраним партнерима и утиче на смањење обима међународних токова робе и капитала. У вези с тим, настојање инвеститора да се заштите од ризика промјене курса повећава њихове трансакционе трошкове. Ковачевић (2011) указује на то да неизвијесност у погледу кретања девизног курса и честе промјене девизних курсева отварају простор за обављање шпекулативних послова. При томе, велика је вјероватноћа да ће бити заступљене само шпекулације које ће имати дестабилизујуће дејство. Када курс расте, тј. домаћа валута депресира, биће заступљен и раст куповине стране валуте, због очекивања да ће тенденција раста курса бити настављена и у будућности. Стога ће флуктуације девизног курса које произлазе из привредних циклуса бити појачане, а тиме и неизвијесност и ризици. Флуктуације девизног курса веће него што би се могло приписати разликама у инфлацији или неким реалним поремећајима на тржишту значи да се девизни курс удаљава од свог равнотежног нивоа, што изазива општи инфлациони притисак.

2.5. Фактори који опредјељују избор режима девизног курса

Сваки од режима девизног курса има своје специфичне карактеристике, које треба узети у обзир код конкретног избора између појединих опција. Упркос познавању карактеристика и механизама функционисања те предности и недостатака, није једноставно изабрати одговарајући режим девизног курса за одређену земљу. Тим више што избор режима девизног курса, у основи, представља избор земље како ће водити монетарну политику. Фактички, избором режима девизног курса се утврђује степен независности и флексибилности монетарне политике.

Миљковић (2008) како је наведено у радовима Frankel (1999) и Fischer (2001) објашњава да се земље при избору режима девизног курса сусрећу са ситуацијом у којој је немогуће остварити, истовремено три битна циља - стабилност девизног курса (одлика фиксних курсева), монетарна независност (одлика флексибилних курсева) и

потпуна финансијска интеграција - „немогуће тројство“. Ако земља прихвата дерегулацију спољних токова капитала, независност монетарне политике може обезбиједити само флексибилност курса. Независна монетарна политика, у условима фиксног курса могућа је једино уз примјену контроле кретања капитала. Међутим, са текућим глобалним трендовима у финансијској интеграцији, потпуна контрола капитала не може представљати дугорочно рјешење. Стога су земље суочене са избором између остваривања стабилности девизног курса прихватањем фиксног или остваривање монетарне независности прихватањем флуктуирајућег режима девизног курса. У сваком случају одређена жртва се мора поднијети.

У начелу, фиксни девизни курс је погодан за земље у којима главни узроци неравнотеже платних биланса и дестабилизације девизних курсева леже у домаћим номиналним шоковима, тј. у којима су економски поремећаји углавном монетарне природе. Уколико су економски поремећаји углавном у реалном сектору или се преносе из иностранства, флуктуирајући девизни курс се намеће као боље рјешење (Mandel-Flemingov модел). Осим природе шокова којима су изложене, на основу великог броја радова на тему режима девизних курсева општи је закључак да карактеристике националних привреда (макроекономске, структурне, институционалне) и степен кредибилности монетарне политике представљају кључне факторе које је потребно узети у обзир при избору режима девизног курса (Mundell, 1960, 1961a; Ghosh et al., 1995; Sachs, 1996; Frenkel, 1999; Edwards & Savastano, 1999; Masson, 2000; Fischer, 2001; Rogof et al, 2003).

Избор режима фиксног девизног курса препоручује се релативно малим привредама (мјерено БДП) које имају *значајно учешће извоза/увоза у БДП*. Имајући у виду значај спољнотрговинских активности за стање и функционисање такве привреде, девизни курсеви требало би да буду у већој мјери контролисани од стране монетарних власти, при чему је потребно водити рачуна да буду формирани на равнотежним нивоима. У супротном, значајније флуктуације курса би могле дестабилизовати поменуте привреде. Кретање курса навише прелило би се на инфлацију, а наниже на погоршање спољне конкурентности и успоравање реалне економије.

Уколико земља има изражену *географску концентрацију* спољнотрговинске активности, пожељан је избор режима фиксног девизног курса. Овај критериј је посебно значајан уколико земља знатан дио своје спољнотрговинске размјене остварује са валутно доминантном земљом. Имајући у виду ниже трансакционе трошкове те извијесност и сигурност коју пружа фиксни девизни курс, јака трговинска

веза са валутно доминатном земљом омогућава црпљење веће користи од његове примјене.

Слична економска структура са валутно доминантном земљом представља додатни разлог за избор режима фиксног девизног курса, јер омогућава да се ублажи његов основни недостатак - губитак флексибилности монетарне и политике девизног курса. То практично значи да ће монетарна политика земље доминантне валуте у значајној мјери одговарати интересима земље са фиксним девизним курсом.

Ако се земља већ у *значајној мјери ослања на неку доминантну валуту* у смислу да та валута поприма функције чувара вриједности па и средства плаћања, пожељно је да користи режим фиксног девизног курса. Висок степен незваничне финансијске доларизације, путем смањења ефикасности кредитног канала, као једног од канала којим монетарна политика дјелује на реалну сферу економије, ограничава вођење независне монетарне политике својствене режиму флуктуирајућег курса.

Уколико су *недовољно развијени финансијско тржиште* и *финансијски инструменти* који се примјењују на истом, мање су институционалне могућности купопродаје тржишних ризика (ризика промјене девизног курса и каматних стопа) између учесника у спољнотрговинским и финансијским трансакцијама. У таквим околностима предност је на страни режима фиксног девизног курса.

Једна од најчешћих ситуација која упућује на избор режима фиксног девизног курса је ситуација у којој земља, у дужем периоду, уз низак кредибилитет носилаца економске политике, има *високу инфлацију* и на томе заснована снажна инфлациона очекивања. У таквим, (хипер)инфлационим околностима политика фиксног девизног курса као номиналног „сидра“, не само што обавезује монетарну власт на одређено понашање, већ има и улогу психолошког „сидра“ у борби против инфлације, тј. ограничава развој инфлационих очекивања и придоноси мањој стопи инфлације.

Да би монетарне власти користиле режим фиксног девизног курса неопходно је да имају релативно висок ниво девизних резерви, као гаранција стабилности утврђеног курса. Уз то, имајући у виду да девизни курс не може да дјелује као апсорбер шокова, од значаја је постојање флексибилног тржишта радне снаге, тј. способности тржишта рада да се брзо прилагоди промјенљивим економским условима.

Претходно разматрани фактори, у одређеном временском периоду, фаворизују избор режима фиксног девизног курса. У супротном, земљама се препоручује да усвоје режим флуктуирајућег девизног курса, чиме се девизном курсу омогућава да дјелује

као додатни амортизер екстерних удара, односно као аутоматски стабилизатор и коректор спољне позиције, а контрациклична монетарна политика као коректор унутрашње позиције.

2.6. Раскорак између примијењеног и званичног режима девизног курса

Значајнија промјена у међународном монетарном систему настала је почетком 70-их година тј. након слома бретонвудског монетарног система, када је напуштен глобални систем фиксних девизних курсева националних валута који је подразумијевао везаност свих валута за долар, као једине валуте која је имала неопозиви златни паритет. Практично, распад бретонвудског међународног монетарног система значио је укидање институционалног регулисања начина утврђивања девизних курсева. Истовремено, створени су такви услови који су омогућавали да земља слободно може да бира режим девизног курса према условима у којима се налази национална привреда и у складу са дефинисаним макроекономским циљевима. Могућност да земља слободно бира режим девизног курса резултирала је тиме да су двије основне опције режима девизног курса - фиксни и флуктуирајући - операционализовани у разним модалитетима.

У мноштву алтернативних режима девизних курсева, насталих у пракси након распада бретонвудског монетарног система, свако емпиријско истраживање везано за режиме девизног курса суочава се са проблемом неконзистентности између званичног (*de jype*) и стварно примијењеног (*de facto*) режима у појединој земљи. У радовима Bayoumi & Eichengreen (1994), Calvo & Reinhart (2000), Hausmann et al. (2000), Reinhart & Rogoff (2002) је истакнуто да код појединих земаља, било усљед „страха од фиксирања“ или „страха од пливања“, понашање девизног курса није у складу са званичним режимом. Неке земље званично су се опредјелиле за фиксни девизни курс, а у стварности, у циљу подстицања међународне конкурентности националне привреде, спроводе честе девалвације, чинећи своје режиме мање различитим од флуктуирајућих. Такође, нису ријетки случајеви када земља тврди да има режим (управљано) флуктуирајућег девизног курса, али у пракси бројним интервенцијама на девизном тржишту, неформално управља девизним курсом по унапријед утврђеној путањи (Грубишић, 2005).

У радовима Calvo & Reinhart (2000) и Hausmann et al. (2000) констатује се да велики број, посебно мање развијених земаља које су се званично опредијелиле (*de jure*) за чисто или руковођено флуктуирајући режим има израженији „страх од пливања“.

Аутори објашњавају да, уз недостатак кредибилитета монетарне власти, чињеница да су девалвације или депресијације углавном рецесионог карактера за већину земаља у развоју са већом задуженошћу у страној валути, неповољним условима задуживања усљед веће нестабилности валуте и израженијим трансмисионим механизмом промјене девизног курса на инфлацију, представљају главне разлоге „страха од пливања“. Како би се ограничио потенцијални утицај депресијације девизног курса на инфлацију и стање платног биланса, монетарне власти су приморане да, упркос прокламованом режиму флуктуирајућег девизног курса, у већој мјери брину за ниво и путању девизног курса.

Грубишић (2005) наводи да разликовање стварног режима девизног курса од званично објављеног у појединој земљи, осим „страх од пливања“, може одражавати и бригу око политичког трошка предузимања видљиве девалвације уколико би фиксни девизни курс био формално објављен. Жеља је да се девизни курс користи као инфлационо сидро, а да се при томе избјегне ризик напада на домаћу валуту.

Истраживањем Bofinger & Wollmershäuser (2001a), којим су, у периоду од 1975. до 2000. године, обухваћене 44 земље са управљано и слободно флуктуирајућим режимом девизног курса, утврђено је да је у групи земаља које су се званично опредијелиле за *слободно флуктуирајуће режиме*, 77% у пракси примјењивало таргетирање девизног курса, 10% земаља усмјеравало интервенције на ублажавање флуктуације девизног курса, а свега 13% земаља биљежило подударност званичног и стварно примијењеног режима флуктуирајућег курса са веома ријетким употребама девизних резерви. Ситуација код земаља са *режимом управљаног флуктуирања* је још изненађујућа јер је утврђено да 89% *de jure* управљаног флуктуирања представља *de facto* таргетирање девизног курса, док се у преосталих 11% земаља интервенисало у циљу ублажавања флуктуација.

Због постојања разлике између онога што монетарне власти тврде да раде (*de jure*) и оног што заправо раде (*de facto*) тј. смањене транспарентности политике девизног курса, није лако одредити који режим земља стварно примјењује, што баца сјену на импликације политике девизног курса које су изведене на основу истраживања која су користила *de jure* класификацију режима девизног курса. Другим ријечима, неконзистентност између онога што монетарне власти тврде да раде и оног што заправо раде значајно отежава сагледавање перформанси режима девизног курса те истовремено емпиријска истраживања, заснована на декларативном изјашњавању

земаља чланица Међународног монетарног фонда у погледу примјене режима девизног курса, чини непоузданим.

2.6.1. Заступљеност појединих режима девизног курса у свијету

Анализирајући историју примјене режима девизног курса, може се утврдити да је у периоду од 1880. године, тј. од златног стандарда до слома бретонвудског монетарног система 1973. године, преовлађујући режим био режим фиксног девизног курса. Након распада бретонвудског монетарног система нису установљена нова правила понашања за монетарне власти, као ни унифициран режим девизног курса. Велике развијене земље су углавном усвојиле режиме флуктуирајућег курса. Остале земље, како развијене тако и оне у развоју, с обзиром на њихову зависност од спољнотрговинских токова и допринос фиксног курса макроекономској стабилности наставиле су да примјењују политику фиксног девизног курса.

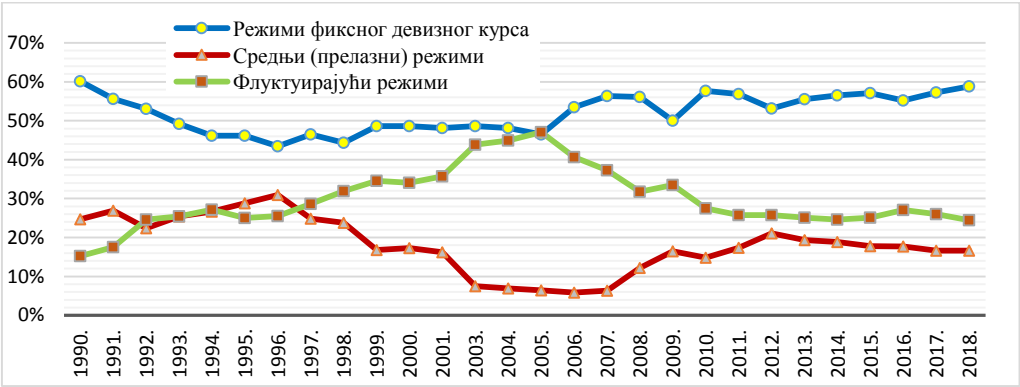
Временом, земље које су прихватиле стратешку улогу извоза као једног од главних покретача привредног развоја, у околностима све веће спољнотрговинске либерализације и инфлационих притисака, прелазиле су на мекше варијанте везивања девизног курса. Другим ријечима, да би избјегле апресијацију реалног девизног курса, у циљу раста извоза, политику трајнијег фиксног курса замијениле су политиком флексибилнијег управљања номиналним курсом.

Већ је наглашено да, у јако широкој лепези алтернативних режима девизних курсева, насталих у пракси након распада бретонвудског монетарног система, због постојања разлике између онога што монетарне власти тврде да раде (*de jure*) и оног што заправо раде (*de facto*), није лако одредити који режим земља стварно примјењује. Из тог разлога, анализа заступљености појединих режима девизног курса у свијету заснива се на званичној класификацији режима урађеној од стране ММФ-а (табела број 1). У настојању да се избјегну одређене нејасноће и конфузије, које би превише детаљна класификација могла да унесе у емпиријска истраживања, режими девизног курса идентификовани од стране ММФ-а, сврстани су у три шире групе: 1) фиксни режими - валутна унија, доларизација, валутни одбор, конвенционално фиксни девизни курс; 2) средњи (прелазни) режими - паритет са хоризонталним коридором, покретни паритет, покретни коридор; 3) флуктуирајући режими - управљано флуктуирајући и независно флуктуирање. Груписање земаља на оне које користе фиксни, средњи (прелазни) или флуктуирајући режим извршено је на основу базе података коју су, користећи историјске податке и информације о режимима девизног курса, за период

1990-2001. године, саставили Bubula & Ötker-Robe (2002) те публикација ММФ-а, прије свега извештаја о девизним режимима и ограничењима.

Растућа примјена средњих (прелазних), али и флуктуирајућих, на рачун фиксних режима девизног курса, једна је од основних карактеристика заступљености режима девизног курса у свијету током 1980-их и до половине 1990-их година. Према публикацијама ММФ-а, 1990. године скоро 25% земаља је примјењивало неки од облика прелазног режима девизног курса, али је уз мања колебања, њихова примјена била заступљена у 31% земаља 1996. године (графички приказ број 12).

Графички приказ број 12: Тренд у примјени режима девизног курса у свијету, 1990-2018.



Извор: Обрада аутора на основу Babula & Otker-Robe (2002) и IMF (2003 - 2018).

И примјена флуктуирајућих режима девизног курса имала је тенденцију раста тако да је учешће земаља које су се опредијелиле за примјену ових режима девизног курса са 15% 1990. порасло на 26% 1996. године. У истом периоду заступљеност фиксног режима девизног курса имала је силазни тренд па је њихова примјена у 60% земаља 1990. опала на 43% земаља 1996. године.

Један од разлога високе заступљености режима фиксног девизног курса на почетку 1990-тих година те њеног постепеног опадања током прве половине 1990-тих година повезан је са започетим процесом преласка из социјалистичког у капиталистичко друштвено уређење, тј. на институције и механизме тржишне привреде у земљама Централне и Југоисточне Европе и бившег СССР-а. С обзиром на то да се рачунало с тим да ће процес транзиције, са тако значајним промјенама у економском и политичком систему, изазвати негативне економске ефекте, многе земље су на почетку транзиције извршиле монетарну реформу која се заснива на увођењу фиксног девизног курса. Међутим, усљед све веће отворености националних привреда, тренд апресијације реалног девизног курса, проузрокован приливом капитала, утицао је да поједине транзиционе земље, након иницијалне стабилизације цијена, са циљем подстицања конкурентности привреде, крену путем растуће флексибилности режима

девизног курса. Грубишић (2005) закључује да се у великом броју случајева, све до половине 90-их година прошлог вијека, показало да су појава тензије између циљева дезинфлације и конкурентности и процеси интеграције у међународно финансијско тржиште били важан фактор у напуштању фиксних у корист прелазних режима девизног курса. Ћировић (2000) констатује да су Шведска и остале нордијске земље, у околностима у којима су у свјетској економији, усљед процеса дерегулације унутрашњих и међународних токова капитала, покренути такви квантуми шпекулативног капитала да централне банке више нису могле да бране фиксне курсеве путем интервентних операција, биле принуђене да 1992. године напусте фиксне девизне курсеве и да усвоје опцију флексибилних курсева.

На графичком приказу број 12 може се запазити да је 1997. године дошло до промјене тренда у примјени прелазних режима девизног курса, тј. до постепеног опадања њихове заступљености тако да их је 2005. године свега 6% земаља користило. Низак ниво примјене средњих (прелазних) режима настављен је и током 2006-2007. године. Истовремено, примјена флуктуирајућих режима девизног курса постепено је расла тако да се 2005. године 47% опредијелило за неки од облика овог режима девизног курса, на штету, прије свега прелазних режима. Тиме се заступљеност флуктуирајућих режима у свијету потпуно изједначила са заступљеношћу режима фиксног девизног курса. У радовима Fischer (2001) и Bubula & Ötker-Robe (2002) изнесено је запажање да је ово удаљавање од прелазних режима, у корист фиксних, а нарочито флуктуирајућих режима, било посебно карактеристично за развијене земље и земље са убрзаним развојем тржишта које су високо интегрисане у међународно тржиште капитала. Неке земље су свјесно прешле са средњих на режим флуктуирајућих курсева (Велика Британија, Норвешка, Исланд) јер су сматрале да им тај режим, уз јачање монетарне политике, више одговара за остваривање економских циљева. Шпекулативни капитални токови и валутне кризе које су крајем 90-их година погодиле неке земље у развоју (земље југоисточне Азије) били су значајни разлози напуштања прелазних у корист примјене флуктуирајућих режима. У намјери да ограниче шпекулативне капиталне токове, одређени број земаља је био принуђен да напусти прелазне режиме у корист примјене флуктуирајућих режима. Супституција ERM II интервала у корист чланства у ЕМУ, као дио планиране политике и економске интеграције, представљала је један од разлога удаљавања од прелазних режима у корист фиксних режима. Ипак, поједине транзиционе земље, након што су уз помоћ фиксног девизног курса оборила инфлацију на прихватљиво низак ниво, тежиште

политике девизног курса стављале су на подржавање извозно орјентисане стратегије економског раста, што је подразумијевало напуштање фиксних и прелазак на либералније режиме девизног курса.

Не дуго након почетка свјетске економске и финансијске кризе, настале у САД током 2007. године, која се убрзано са најразвијенијих земаља проширила на читав свијет, долази до оживљавања примјене прелазних режима девизног курса, углавном на рачун флуктуирајућих режима. Да би ублажиле посљедице пада БДП-а у развијеним земљама и заштитиле своје привреде од посљедица кризе, многе земље у развоју биле су принуђене да промијене режим девизног курса. Тако, извозничка криза, али и страх од конкурентских девалвација и чињеница да би у околностима кризе флуктуирајући режими могли да погоршају постојећу нестабилност и унесу додатну нервозу на тржишта, утицали су да се многе земље опредијеле за примјену прелазних режима девизног курса. Јер, ови режими омогућавају спровођење релативно честих девалвација као механизма за подстицање извоза, уз истовремено избјегавање неизвијесних и дестабилизирајућих флуктуација које са собом може да донесе примјена флуктуирајућег курса. Земље су пошле од убјеђења да су у нестабилном окружењу потребни довољно чврсти, али прилагодљиви режими девизног курса. У таквим околностима успостављена је тенденција напуштања флуктуирајућих режима девизног курса у корист прелазних режима тако да је њихова примјена у 47% земаља 2005. године опала на 24% земаља 2018. године. Након што су под утицајем свјетске економске и финансијске кризе, у циљу подстицања цјеновне конкурентности извозне привреде, допустиле значајније номиналне депресијације националне валуте, многе земље са флуктуирајућим режимима девизног курса, ради обезбјеђивања цјеновне стабилности, неформало су примјењивале мање флексибилне режиме девизног курса, тј. режиме у којима девизни курс има улогу номиналног „сидра“ (нпр. *stabilized arrangement*). То је доприносило растућој заступљености режима фиксног девизног курса тако да је 2018. године 59% земаља чланица ММФ-а, готово идентично као и на почетку посматраног периода (1990), примјењивало неки од његових модалитета.

Анализа историје примјене режима девизног курса у свијету, током 1990-2018. године, сугерише да је режим фиксног девизног курса претежан режим те истовремено указује на оживљавање примјене прелазних режима девизног курса.

3. ПОЛИТИКА ДЕВИЗНОГ КУРСА У ЕВРОПСКИМ ТРАНЗИЦИОНИМ ЗЕМЉАМА

3.1. Општа искуства у примјени режима девизног курса у европским транзиционим земљама

У економској литератури термин „транзиционе земље“ најчешће се односи на земље које су крајем 80-их и почетком 90-их година XX вијека покренуле процес преласка из социјалистичког у капиталистичко друштвено уређење, тј. на институције и механизме тржишне привреде. У том контексту, транзиционим земљама се сматрају земље Централне и Југоисточне Европе (ЦЈИЕ) и бившег СССР-а.

Транзиција, као процес дубоке економске трансформације од централно-планске према тржишно оријентисаној привреди, у креирању новог пословног амбијента и нове институционалне инфраструктуре, у основи подразумијева реформе везане за либерализацију (унутрашњу и спољну - смањење и укидање трговинских и инвестиционих баријера и избор режима девизног курса), трансформацију власничких права кроз приватизацију и нове власничке аранжмане, али и реформе везане за макроекономску стабилизацију.

Започети процес власничке трансформације, заједно са либерализацијом цијена и трговине, као и другим факторима као што је девалвација националне валуте, проузроковали су значајне економске поремећаје у бившим централно-планским привредама. Троцифрена стопа инфлације, која је била избјегнута само у три европске транзиционе земље (Мађарска, Чешка, Словачка), на најбољи начин указује на обим поремећаја. Осим високе инфлације, земље су доживјеле значајан пад БДП-а, праћен тенденцијом раста незапослености. Ковачевић (2002) наводи да је на почетку процеса транзиције дошло до пада производње у просјеку око 40% прије него што је достигнут најнижи ниво, што је било знатно више него што се очекивало.

Велики економски проблеми и неизвијесне околности, али и потреба за бржим економским развојем и интеграцијом у регионалне и глобалне економске токове, карактерисали су почетак процеса преласка из планске у тржишну привреду. Осим унапређења структурних реформи, које би кроз убрзање приватизације и реструктурисање привреде, као кључног корака у изградњи модела тржишне економије, подстицале развој приватног сектора и прилив иностраног капитала, путем директних инвестиција, за оживљавање привредног раста и раста запослености те ефикасније коришћење ресурса и успјешније укључивање у међународну подјелу рада било је неопходно остварити и напредак на плану сузбијања инфлације, као највећег

проблема на почетку транзиције. Стварањем окружења које карактерише ниска инфлација доприносило би унапређењу инвестиционе климе и у уској је вези са побољшањем конкурентности земље у привлачењу страних директних улагања, која у околностима недостатка домаће штедње, постају кључни фактор развоја привреде, пораста производње и запослености. У том контексту су европске транзиционе земље, готово истовремено са започетом либерализацијом цијена и трговине, почеле и са примјеном програма макроекономске стабилизације са тежиштем на мјерама монетарне (мјере контроле у вези раста новца и кредита) и фискалне политике (мјере контроле буџетског дефицита), конципиране са циљем да се обезбиједи контрола инфлационих ефеката либерализације цијена. У креирању програма стабилизације од посебне важности је било да се дефинише номинално „сидро“ програма које би дјеловало у правцу стварања довољно конзистентне антиинфлационе макроекономске политике. Неопходност успостављања цјеновне стабилности није био циљ сам по себи, већ средство којим ће се, кроз смањење нивоа макроекономског ризика за инвеститоре, у комбинацији са структурним реформама, стимулисати прилив иностраног капитала и тиме олакшати постизање одрживог привредног раста у дугом року.

Креатори економске политике морали су одлучити да ли ће стабилизацију инфлације (процес дезинфлације) ослањати на контролу новчане масе или девизног курса. Избор номиналног „сидра“ је значило опредјељење земље за фиксни или флексибилни девизни курс. У околностима у којима унутрашња стабилизација (снажно смањење инфлације) захтијева што стабилнији девизни курс, а спољна стабилизација колико год је могуће да се конкурентније и флексибилније постави паритет домаће валуте, једна од важних дилема са којом су се суочиле европске транзиционе земље је био избор адекватног режима девизног курса.

Ћировић (2000) сматра да је важну стратегију у вођењу политике девизног курса у транзиционим привредама дао Jeffrey Sachs (1996). С обзиром на то да се рачунало с тим да ће процес транзиције, са тако значајним промјенама у економском и политичком систему, изазвати негативне економске ефекте, сматрао је да би на почетку транзиције требало извршити монетарну реформу која се заснива на увођењу фиксног девизног курса на основи валутне конвертибилности. Режим фиксног девизног курса примјењивао би се само у првој фази транзиције која би трајала годину-двије. Главни разлог за коришћење фиксног девизног курса у првој фази транзиције је његова функција номиналног „сидра“. То значи да девизни курс

представља основу за (1) креирање и спровођење конзистентне антиинфлационе макроекономске политике и (2) формирање инфлационих очекивања што је могуће више у складу са потезима макроекономске политике. Спровођење режима фиксног девизног курса имплицира да монетарна и фискална политика треба да подржавају фиксни девизни курс као главни цјеновни параметар, што би дјеловало у правцу заустављања инфлације и гушења инфлационих очекивања. Осим наведеног, Sachs види још један разлог за коришћење фиксног девизног курса уз валутну конвертибилност. Наиме, у првој фази транзиционог процеса, усљед коришћења рестриктивне монетарне политике, квантум домаће новчане масе у реалном изразу (мјерен индексом цијена или девизним курсом) је осјетно смањен. Према томе, реално постоји демонетизација тј. смањење реалне количине домаћег новца – што је једна од претпоставки за брзо савлађивање инфлације. Али, демонетизација – у смислу обарање реалне количине новца испод нивоа стварних потреба плаћања – није у складу са нормалним функционисањем тржишне економије. Ипак, у процесима привредне стабилизације, централне банке се устежу да врше ремонетизацију путем довољног повећавања кредитних линија из примарне емисије новца због страха да поново не покрену инфлационе процесе. У том контексту се *ремонетизација* може извршити путем прилива капитала из иностранства, посебно краткорочног капитала. Ради се о тржишним процесима ремонетизације, при чему капитал из иностранства долази усљед гарантоване валутне конвертибилности на бази фиксног девизног курса у комбинацији са вишим реалним каматним стопама него у иностранству. У другој фази транзиционог процеса био би напуштен режим фиксног девизног курса и земља би прешла на неки од облика флексибилнијег девизног курса, што би било трајније институционално рјешење. Претпоставља се да би у првој фази инфлација била оборена на прихватљиво низак ниво, тежиште политике девизног курса у другој фази било би подржавање процеса економског раста и развоја и преструктурирања економије на основу критеријума свјетског тржишта. Флексибилнији режим девизног курса би према Sachs-у био у облику клизног паритета (crawling peg), уз задржавање валутне конвертибилности.

Поповић (2004), анализирајући економске проблеме Србије, закључује да након иницијалне стабилизације и значајног обарања квантитативних и царинских спољнотрговинских баријера, треба водити *политику конкурентног реалног девизног курса*, која ће у веома кратком року (три до шест мјесеци) ставити нагласак на номиналну стабилност, да би у наредном периоду нагласила реалну стабилност курса

кроз одговарајући механизам флексибилног управљања номиналним курсем. Политика флексибилног појаса (crawling band) има двије кључне предности у односу на политику трајнијег фиксног курса и чисто флексибилног курса. Прво, она признаје чињеницу да је фиксан курс немогуће бранити без губитка девизних резерви, строге контроле увозних токова или веома чврсте фискалне и монетарне политике и политике плата. Друго, у овом аранжману поштује се неопходност избјегавања апресијације курса, у циљу раста извоза и девизног прилива.

Ограничавајући фокус рада на европске транзиционе земље опредијељене за што бржи улазак у ЕУ и ЕМУ, у табели број 2 је дат пресјек примјењиваних режима девизног курса у шест момената који на одређени начин карактеришу процес транзиције, али и процес интеграције ових земаља:

1. почетак процеса транзиције (1992);
2. стабилизација цијена[21] - просјечна стопа инфлације испод 10% (1998);
3. пред велико проширење ЕУ (2003);
4. након избијања свјетске економске кризе у развијеним земљама (2008);
5. крај другог таласа економске кризе у Европи[22] (2013);
6. данас - 2018. године.

Упркос препорукама Jeffrey Sachs-а, који је сматрао да би на почетку транзиције требало извршити монетарну реформу засновану на увођењу фиксног девизног курса, из табеле број 2 се види да је на почетку процеса транзиције, избор режима девизног курса био значајно различит међу транзиционим земљама.

Из рада Fischer et al. (1996) је видљиво да су се многе европске транзиционе земље, као што су Пољска, Чешка, Мађарска, Словачка, Естонија, Хрватска, али и Сјеверна Македонија, у обезбјеђивању подршке процесу дезинфлације, у складу са теоријским поставкама које сугеришу да режим фиксног девизног курса, заснован на правилима, може да представља адекватно рјешење уколико је неопходно да се брзо заустави висока инфлација, опредијелиле за режим фиксног девизног курса (у ригидном или конвенционалном облику). Тиме је девизни курс добио улогу номиналног „сидра“ за монетарну, али и укупну макроекономску политику. Да би у одређеној мјери обезбиједиле цјеновну конкурентност извозног сектора, увођење фиксног девизног курса, углавном је праћено значајном девалвацијом националне валуте. То практично значи да су ове земље програм стабилизације засновале на девизном курсу као номиналном „сидру“. Begg (1998) истиче да је опредјељење за режиме фиксног курса

[21]СРЈ није укључена у агрегатни податак јер прије 1998. године о њој није било доступних података.
[22]Таласи економске кризе у Европи, током 2010-2013. године, појављивали су се периодично.

подстакнуто убјеђењем да је основни проблем у примјени флуктуирајућег девизног курса у томе да се номиналне депресијације брзо преносе на цијене, односно, да депресијација не подстиче довољно извозну конкурентност, али да подстиче домаћу инфлацију. Интересантно је споменути да су Албанија и Румунија у процес транзиције ушле везујући националне валуте за долар, али су веома брзо, још у почетној фази транзиције, у циљу стабилизације цијена, прешле на таргетирање одређеног монетарног агрегата, често недовољно транспарентно, док је девизни курс базично детерминисан тржишним снагама. Ове земље су, било због недовољног нивоа девизних резерви неопходних за одржавање паритета или због увјерења да ће у околностима све веће отворености националних привреда тржишно формирање девизног курса спријечити веће осцилације привредне активности, опредијелиле се за флексибилније форме режима девизног курса, најчешће за независно флуктуирање. Другим ријечима, у програм стабилизације инкорпорирале су режим флуктуирајућег девизног курса.

Fischer & Sahay (2000) запажају да су након релативно кратког периода, Литванија, Летонија, Сјеверна Македонија и Бугарска, које нису остварилe очекивани напредак на плану сузбијања инфлације и њеног стављања под контролу, биле принуђене да изврше монетарну реформу и пријеђу на режим фиксног девизног курса у ригидном или конвенционалном облику, дајући девизном курсу улогу номиналног „сидра“.

Босна и Херцеговина, Србија и Црна Гора су земље у којима је процес транзиције, прекинут усљед изражене политичке нестабилности и ратних дешавања, са закашњењем од готово једне деценије, настављен уз примјену фиксног режима девизног курса.

Дакле, у почетној фази транзиције, с обзиром на то да је инфлација била највећи проблем и највећа брига, многе европске транзиционе земље, у креирању и успостављању оквира монетарне стабилности, као једног од приоритета за успјешно спровођење процеса транзиције, дале су предност фиксном девизном курсу који је као номинално „сидро“ монетарне, али и укупне макроекономске политике требало да подржава процес дезинфлације. Девизни курс је био фиксиран у односу на њемачку марку, амерички долар или корпу валута. Да би у одређеној мјери била обезбијеђена конкурентност извозног сектора привреде, фиксирање девизног курса је код многих земаља било праћено значајном почетном девалвацијом националне валуте.

Табела број 2: Примијењени режими девизног курса у земљама ЦЈИ Европе и Балтика										
Земља:	Увођење програма стабилизације	Стопа инфлације у години увођења програма стабилизације	Инфлације први пут испод 10% (крај године)	**Примјењени режими девизног курса**						**Година уласка у ЕУ**
				Почетак транзиције - дубоки економски поремећаји	Просјечна стопа инфлације испод 10%, на крају године	Непосредно пред велико проширење ЕУ	Крај периода снажног прилива капитала (2004-2008)	Крај другог таласа кризе	Данас	
				1992.	**1998.**	**2003.**	**2008.**	**2013.**	**2018.**	
Албанија	Август, 1992.	226	1995	Независно флуктуирање	Независно флуктуирање	Независно флуктуирање	Независно (слободно) флуктуирање	Флуктуирајући	Флуктуирајући	-
Бугарска	Фебруар, 1991. Јун, 1997.	334 1,082	1998	Независно флуктуирање	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор	2007
БиХ [1]	Август, 1997.		1997	-	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор	-
Естонија	Јун, 1992.	1,076	1998	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор (2004. ERM II)	Јединствена валута - дио ЕМУ од 2011.	Јединствена валута	2004
Летонија	Јун, 1992. Фебруар, 1994.	951 10922	1997	Независно флуктуирање	Конвенционално фиксни паритет (корпа валута)	Конвенционално фиксни паритет	Конвенционално фиксни паритет - евро (2005 ERM II)	Јединствена валута - дио ЕМУ од 2014.	Јединствена валута	2004
Литванија	Јун, 1992. Април, 1994.	1021 41033	1997	Независно флуктуирање	Валутни одбор - долар	Валутни одбор - евро од 2002.	Валутни одбор (2004. ERM II)	Валутни одбор (2004. ERM II)	Јединствена валута - дио ЕМУ од 2015.	2004
Мађарска	Март, 1990.	30	1998	Конвенционално фиксни паритет (корпа валута)	Покретни паритет	Режим коридора, +/-15%	Независно (слободно) флуктуирање	Флуктуирајући	Флуктуирајући	2004
Сјеверна Македонија	Јануар, 1994.	127	1996	Контролисано флуктуирање	Конвенционално фиксни паритет	Конвенционално фиксни паритет	Конвенционално фиксни паритет (Стабилизациони аранжман)	Конвенционално фиксни паритет (Стабилизациони аранжман)	Конвенционално фиксни паритет (Стабилизациони аранжман)	-
Пољска	Јануар, 1990.	586	1998	Покретни паритет - корпа валута	Покретни коридор	Независно (слободно) флуктуирање	Независно (слободно) флуктуирање	Слободно флуктуирање	Слободно флуктуирање	2004

Земља:	Увођење програма стабилизације	Стопа инфлације у години увођења програма стабилизације	Инфлације први пут испод 10% (крај године)	**Примјењени режими девизног курса**						**Година уласка у ЕУ**
				Почетак транзиције - дубоки економски поремећаји	Просјечна стопа инфлације испод 10%, на крају године	Непосредно пред велико проширење ЕУ	Крај периода снажног прилива капитала (2004-2008)	Крај другог таласа кризе	Данас	
				1992.	**1998.**	**2003.**	**2008.**	**2013.**	**2018.**	
Румунија	Октобар, 1993.	256	2004	Чврсто контролисано флуктуирање	Контролисано флуктуирање	Контролисано флуктуирање	Контролисано флуктуирање	Флуктуирајући	Флуктуирајући	2007
Словачка Република	Јануар, 1991.	61	1995	Конвенционално фиксни паритет (корпа валута)	Контролисано флуктуирање	Контролисано флуктуирање	Режим коридора (2005. ERM II)	Јединствена валута - дио ЕМУ од 2009.	Јединствена валута	2004
Словенија	Фебруар, 1992.	207	1995	Покретни коридор	Контролисано флуктуирање	Покретни коридор	Јединствена валута - дио ЕМУ од 2007.	Јединствена валута	Јединствена валута	2004
Србија[4]	Јануар, 1994. Октобар, 2000.	на 70	2002	Независно флуктуирање	Конвенционално фиксни паритет	Покретни паритет	Контролисано флуктуирање	Флуктуирајући	Чврсто контролисано флуктуирање	-
Хрватска	Октобар, 1993.	1,518	1994	Покретни коридор	Чврсто контролисано флуктуирање	Чврсто контролисано флуктуирање	Чврсто контролисано флуктуирање (Стабилизациони аранжман)	Чврсто контролисано флуктуирање	Стабилизациони аранжман	2013
Црна Гора	Јануар, 1994. Новембар, 1999.	на 68	2002	Независно флуктуирање	Конвенционално фиксног паритета	Једнострана евроизација	Једнострана евроизација	Једнострана евроизација	Једнострана евроизација	-
Чешка Република	Јануар, 1991.	52	1996	Конвенционално фиксни паритет (корпа валута)	Контролисано флуктуирање	Контролисано флуктуирање	Независно (слободно) флуктуирање	Слободно флуктуирање	Флуктуирајући (4/17)	2004

Извор: Transition Report (1999), Fischer & Sahay (2000), Reinhart & Rogoff (2002), публикације ММФ о режимима девизног курса и WEO (2002, 2003, 2006, 2014, 2016) и властито истраживање.

[1]Од 1992. године земља је била подијељена у три монетарне области.
[2]Просјечна годишња стопа инфлације 1993. године.
[3]Просјечна годишња стопа инфлације 1993. године.
[4]У току 1992. године СРЈ, коју су чиниле Србија и Црна Гора, користила је независно флуктуирање.

Политика стабилног номиналног девизног курса или његовог умјереног раста, дакле, најчешће се користила као једна од мјера макроекономске стабилизације са циљем смањења стопе инфлације. Beker Pucar и Glavaški (2019) као разлог готово униформног антиинфлационог рецепта наводе то што девизни курс представља природно „сидро“ у рањивим економијама, имајући у виду њихову (хипер)инфлациону прошлост и перзистентна инфлациона очекивања. Аутори наглашавају да је паритет девизног курса транспарентно и јасно „сидро“ за тржишне учеснике. Посљедично, инфлациона очекивања могу бити чврсто и релативно брзо „усидрена“ захваљујући повјерењу и кредибилитету монетарних власти обавезаних одбраном постављеног паритета.

Искуство многих транзиционих земаља је потврдило да је политика фиксног девизног курса, као дио антиинфлационе стратегије, дала свој допринос макроекономској стабилизацији која се огледала у релативно брзом свођењу стопе инфлације на једноцифрене износе. Иако се процес транзиције састоји од више фаза које нису сукцесивне, већ се добрим дијелом одвијају паралелно, у принципу се може рећи да је свођењем стопе инфлације испод 10%, најчешће уз подршку фиксног девизног курса, реализован први корак транзиционих земаља на путу остварења концепта одрживог привредног раста.

Истраживање које су урадили Fischer et al. (1996a) показало је да је фиксни девизни курс, уз чврсту фискалну политику, ефикаснији у смањењу инфлације и повећању привредног раста. Економетријском анализом главних краткорочних детерминанти привредног раста и инфлације утврђено је да су се режими фиксног девизног курса и контролисани фискални дефицит показали од посебне важности у смањењу инфлације. Такође, Begg (1998) запажа да су величина буџетског дефицита и начин његовог финансирања били важан фактор дезинфлације, а политика фиксног девизног курса је путем ефеката на повећање буџетске дисциплине доприносила смањењу инфлације.

Макроекономска стабилизација, смањујући ниво ризика за потенцијалне инвеститоре, и наставак структурних реформи, мотивисане афирмацијом тржишне привреде, праћени су приливом капитала из иностранства. Неспорно је да је, усљед недостатка домаће штедње, прилив свјежег капитала из иностранства, као пропратни феномен транзиционог процеса, важан фактор развоја земаља у транзицији. Међутим, прилив капитала, у околностима одржавања номиналног девизног курса непромијењеним

вршио је општи инфлациони притисак, што је стварало ситуацију у којој, по правилу, инфлација, упркос смањењу, наставља да буде виша него у развијеним економијама. То је водило апресијацији реалног девизног курса и погоршавању међународне конкурентности транзиционих економија те је посљедично повећавало ризик нагле девалвације. Тренд апресијација реалног девизног курса, код неких земаља, постао је озбиљна пријетња одрживости фиксног режима девизног курса у дугом року. Другим ријечима, у почетној фази транзиције, модел привредног раста заснован на приливу иностраног капитала и политици фиксног девизног курса, апресијацијом реалног девизног курса, водио је слабљењу извоза и расту спољнотрговинског дефицита. То је довело у питање одрживост режима фиксног девизног курса. Фиксни девизни курс, који је у почетном периоду доприносио стабилизацији привреде, путем растућих капиталних трансакција са иностранством, добијао је дестабилизујућу улогу.

Усљед све веће отворености националних привреда, тренд апресијације реалног девизног курса утицао је да поједине транзиционе земље, након иницијалне стабилизације цијена, са циљем подстицања конкурентности привреде, крену путем растуће флексибилности режима девизног курса и монетарне политике. Наиме, може се претпоставити да су креатори економске политике били задовољни оствареним резултатима на плану смањења инфлације те су, у околностима већ спроведене свеобухватне либерализације цијена и трговине, настојали да девизном курсу додијеле нову улогу – улогу уравнотежења текућег биланса. Уз то, увођење флексибилнијих форми режима девизног курса, кроз повећање ризика промјене девизног курса, усмјерено је на дестимулисање прилива шпекулативног капитала. Такође, примјена политике веће флексибилности девизног курса је у функцији подсјећања на ризичност деноминације обавеза у страној валути, што, у одређеној мјери, треба да утиче на успоравање раста банкарских кредита и прилив иностраног капитала, каматоносно мотивисаног.

На основу студије Reinhart & Rogoff (2002) и истраживања која су спровели Bubula & Ötker-Robe (2002) те публикација ММФ-а, прије свега извјештаја о девизним режимима и ограничењима, али и властитог истраживања, утврђено је да су Пољска, Чешка, Словачка, Мађарска и Србија, након иницијалне макроекономске стабилизације успостављене уз помоћ фиксног девизног курса, најчешће под утицајем прилива капитала, постепено прелазиле на флексибилније форме режима девизног курса (режим коридора, покретног паритета и покретног коридора), да би коначно усвојиле режим управљано/слободно флуктуирајућег девизног курса. То практично

значи да су ове земље, посматрано од увођења програма макроекономске стабилизације, паралелно са унапређењем процеса структурних реформи, осим Словачке, која се прихватањем ERM II механизма[23] (2005), а затим и јединствене валуте – евра (2009), поново вратила на фиксни режим девизног курса, спроводиле *политику веће (растуће) флексибилности девизног курса*, дајући више простора тржишним снагама у формирању номиналног девизног курса. Фактички, у складу са стратегијом у вођењу политике девизног курса у транзиционим привредама коју је дао Jeffrey Sachs (1996), ове земље, након што је инфлација оборена на прихватљиво низак ниво, тежиште политике девизног курса у другој, постстабилизационој фази пребацују на подржавање стратегије извозно-орјентисаног економског развоја.

Поједине европске транзиционе земље, с обзиром на стање унутрашње и спољне равнотеже, задржале су режим фиксног девизног курса у ригидном или конвенционалном облику и након иницијалне макроекономске стабилизације. Европске транзиционе земље у којима је *политика трајнијег фиксног девизног курса*, односно политика фиксног девизног курса као номиналног „сидра“ дугорочно прихватљиво рјешење, су: Естонија, Летонија, Литванија, Босна и Херцеговина, Хрватска, Сјеверна Македонија, Бугарска и Црна Гора. Естонија, Летонија и Литванија нису мијењале режим девизног курса све до уласка у ЕМУ 2011, 2014. и 2015. године, респективно, чак ни у току партиципирања у ERM II механизму. Естонија, Литванија (до уласка у еврозону 2011 и 2015. године, респективно), Бугарска и Босна и Херцеговина примјењују валутни одбор. Летонија је до уласка у еврозону (2014) примјењивала конвенционално фиксни девизни курс. Црна Гора користи евро као званично средство плаћања и сходно томе фиксни режим у форми званичне евроизације, а Хрватска и Сјеверна Македонија везујући своје валуте за евро, примјењују класичан облик фиксног режима уз могућност прилагођавања паритета. Иако је у Хрватској формално усвојен режим управљано флутуирајућег девизног курса, Pufnik (1999) сматра да се у стварности показао као режим циљаног (фиксног) курса куне у односу на њемачку марку, с допуштеном (необјављеном) зоном флуктуација од ±6%, ограничавајући тако аутономију централне банке и дајући мање маневарског простора за вођење домаће стабилизационе политике.

Трећу групу чине земље које су, како у почетној, тако и у наредним фазама процеса транзиције примјењивале флуктуирајући режим девизног курса и/или неки од облика

[23]Exchange rate mechanism II (ERM II) предвиђа обавезу земље да задржи курс према евру у оквиру коридора од ± 15%.

тзв. меког везивања девизног курса (најчешће у облику покретног коридора), с тим да девизни курс (формално) није имао улогу номиналног „сидра“, а то су: Албанија, Румунија и Словенија. Словенија, слично као и Словачка, прихватањем ERM II механизма је прешла на нешто ригиднији режим девизног курса и то у облику коридора, а од 2007. године чланством у ЕМУ и прихватањем јединствене валуте губи монетарну аутономију. Албанија је спроводила политику флуктуирајућег девизног курса, с тим да су флуктуације девизног курса, најчешће усљед израженог трансмисионог механизма девизног курса, у мањој или већој мјери, праћене умјереном контролом од стране монетарних власти, тј. повременим интервенцијама на девизном тржишту. Румунија је спроводила политику растуће флексибилности девизног курса која се огледала у постепеном преласку на политику мање честих интервенција. Фактички, Румунија је примјењивала различите форме средишњих режима девизног курса, без експлицитне и транспарентне монетарне стратегије све до 2004. године, након чега режим управљаног флуктуирања комбинује са таргетирањем инфлације.

У цјелини посматрано, у почетној фази транзиције (фази макроекономске стабилизације) избор режима девизног курса је био под утицајем изналажења ефикасног инструмента дезинфлације, као циља макроекономске политике. У периоду након рјешавања почетних транзиционих потешкоћа, појава тензије између циљева дезинфлације и конкурентности узрокована снажним приливима капитала, али и жеља транзиционих земаља за чвршћом економском и монетарном интеграцијом, утицали су на избор режима девизног курса. Тако, док су одређене земље, преласком на флексибилније форме режима девизног курса, подржале модел извозно-орјентисаног привредног раста, заснованог на политици избјегавања веће апресијације реалног девизног курса, поједине, углавном релативно мале земље (мјерено БДП), иако суочене са апресијацијом реалног девизног курса, остале су досљедне у примјени политике фиксног девизног курса на дужи рок.

3.2. Политика девизног курса и стање у економијама европских транзиционих земаља

Политика вођења девизног курса, кроз изабрани режим девизног курса, може у одређеној мјери да утиче на стабилност цијена, економски раст, запосленост, конкурентност и стање текућег рачуна платног биланса, али и на иностране улагаче да инвестирају у производни сектор. Ипак, очекивани позитивни ефекти политике девизног курса биће извјеснији уколико је, у амбијенту повољне пословне климе, на

одговарајући начин комбинована са осталим политикама, сегментима макроекономске политике (фискална, монетарна, спољнотрговинска).

Ковач (2003) објашњава да је јасно да земља која има инфлацију већу од својих спољнотрговинских партнера, у режиму фиксног паритета, губи цјеновну конкурентност и не може да оствари спољну и унутрашњу равнотежу са неравнотежним (у току инфлације непромијењеним) курсом домаће валуте. Међутим, периодичним промјенама номиналног курса по стопи која је приближно једнака разлици у стопама инфлације између посматране земље и земље „сидра“, тј. помјерањем паритета по принципу релативне варијанте паритета куповне моћи (*Purchasing Power Parity* – PPP)[24], реални девизни курс остаје непромијењен.

Како конкурентност националне привреде на међународном тржишту зависи од кретања номиналног курса, али и од односа инфлације у земљи и иностранству, варијабла која се најчешће укључује у разматрање када се даје оцјена о квалитети примијењене политике девизног курса и њеном утицају на основне индикаторе унутрашње и спољне равнотеже је реални девизни курс. Уско повезано с тим је концепт дугорочног равнотежног девизног курса. Миленковић и Поповић (2011) како је наведено у радовима (Baffes et al., 1997; Montiel, 1997, 1999, 2001; Taulaboe, 2001), теоријски дугорочни равнотежни девизни курс дефинишу као онај курс који би егзистирао када би постојала унутрашња и спољна макроекономска равнотежа. Seriger (1999) наглашава да одступања реалног девизног курса од равнотежног нивоа узрокују губитак конкурентности и успоравање економског раста, као и могуће валутне кризе (прецијењености и потцијењености), секторске неправилне расподјеле средстава, и на крају, општу макроекономску неравнотежу. Прецизније речено, дуготрајнија апресијација реалног девизног курса, уз повећан ризик од шпекулативног удара, може имати негативно дејство на салдо текућег биланса те довести до раста спољне задужености, пада продуктивности, инвестиција и економског раста.

Krueger (1998) истиче да се депресијацијом реалног девизног курса може утицати на релативне цијене извозних добара, што стимулише снажнију реалокацију капитала и других ресурса ка извозном сектору. Пошто извозне гране (углавном индустријске) имају већу продуктивност и већу стопу раста технолошког прогреса, политика депресијације реалног девизног курса може да подстиче економски раст на дужи период. Миленковић и Поповић (2011) наводе да искуства Јапана, Јужне Кореје, Хонг

[24]Паритет куповне моћи (PPP) - кретања у девизним курсевима између валута двију земаља објашњава промјенама у нивоу цијена у тим земљама.

Конга, Сингапура и Тајвана, најбоље свједоче о успјешности политике депресијације реалног девизног курса. С друге стране, тешко је наћи примјере земаља у развоју које су успјеле остварити значајан и дуготрајан економски раст у условима апресираног реалног девизног курса.

Поповић (2004) сматра да успјешна политика девизног курса мора барем да избјегава апресијацију реалног девизног курса, тј. прецијењеност домаће валуте, јер то води расту спољнотрговинског дефицита и паду девизних резерви, што компромитује кредибилитет економске политике. Даље, аутор рјешење проналази у механизму флексибилног управљања номиналним девизним курсом. Анализирајући економске проблеме Србије, закључује да након иницијалне стабилизације и значајног обарања квантитативних и царинских спољнотрговинских баријера, треба водити *политику конкурентног реалног девизног курса*, која ће у веома кратком року (три до шест мјесеци) ставити нагласак на номиналну стабилност, да би у наредном периоду нагласила реалну стабилност курса кроз одговарајући механизам флексибилног управљања номиналним курсем. Политика флексибилног појаса има двије кључне предности у односу на политику трајнијег фиксног курса. Прво, она признаје чињеницу да је фиксни курс немогуће бранити без губитка девизних резерви, строге контроле увозних токова или веома чврсте фискалне и монетарне и политике плата. Друго, у овом аранжману поштује се неопходност избјегавања апресијације курса, у циљу раста извоза и девизног прилива. „Пливање“ номиналног девизног курса се може најавити, али и не мора. Аутор даље закључује да се показало да се са оваквом политиком курса постиже већа стабилност курса, дакле нижа инфлација, уз већи раст извоза и већу стопу привредног раста.

Упркос сличним почетним економским проблемима и потреби спровођења структурних реформи те крајњим циљевима, са аспекта режима девизног курса, примјењиваних од стране монетарних власти, на основу табеле број 2, може се запазити да су се европске транзиционе земље разликовале по конкретним рјешењима, њиховом редосљеду и трајању њихове примјене. Фактички, на основу идентификованих основних праваца понашања монетарних власти у погледу примјењиваних режима девизног курса, као дијела реформи економске политике, у европским транзиционим земљама опредијељеним за што бржи улазак у ЕУ и ЕМУ, може се закључити да су током транзиционог процеса доминирале двије, суштински различите политике девизног курса: *политика трајнијег фиксног девизног курса* и *политика веће флексибилности девизног курса* која се огледала како у постепеним

промјенама режима девизног курса у смјеру веће флексибилности и коначног усвајања флуктуирајућег девизног курса, тако и у политици смањења интензитета и фреквентности управљања флуктуацијама девизног курса.

3.2.1. Земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

Европске транзиционе земље које су се на путу ка ЕУ и ЕМУ опредијелиле за примјену неког од облика фиксног девизног курса у дугом року тј. за *политику трајнијег фиксног девизног курса* су: Естонија, Летонија, Литванија, Босна и Херцеговина, Бугарска, Црна Гора, Сјеверна Македонија и Хрватска. Фактички, ради се о земљама у којима је девизни курс задржао улогу номиналног „сидра“ и након рјешавања почетних транзиционих потешкоћа, односно које у постстабилизационој фази нису мијењале режим девизног курса и монетарне политике.

На примјеру неколико репрезентативних земаља из ове групе, уз сагледавање кључних макроекономских варијабли које су утицале на избор и пратиле примјену режима фиксног девизног курса у дугом року, приказаће се искуства и ефекти политике трајнијег фиксног девизног курса на стање у економијама европских транзиционих земаља на путу ка ЕУ и ЕМУ.

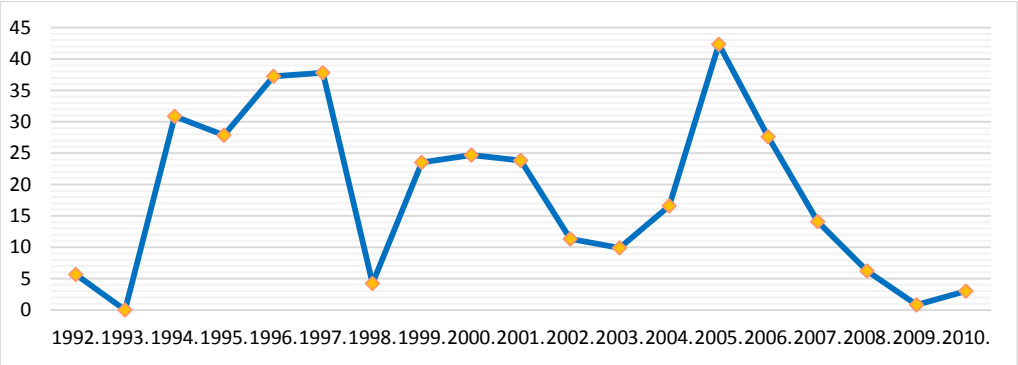
3.2.1.1. Естонија

Након што је августа 1991. године обновила независност, један од стратешких циљева Естоније била је интеграција у правно-политички и економски систем ЕУ. С тим у вези, истовремено са обновом независности, у намјери да смањи разлике у економским перформансама у односу на земље ЕУ, Естонија је започела тржишно-оријентисане процесе структурних реформи са циљем јачања конкуренције на реалном сектору економије. Либерализација цијена и спољне трговине коју је Естонија морала спровести на почетку транзиције, уз прекид трговинских веза са земљама бившег СССР-а, довела је до стагфлације. Према подацима Transition Report (1999) просјечна годишња стопа инфлације од 210% и 1.076% 1991. и 1992. године, респективно, праћена је значајним падом привредне активности који је кумулативно износио око 26%. У условима дубоке економске кризе, у којој је инфлација, праћена губитком повјерења у совјетски рубаљ, пријетила да изазове економски колапс, након државног, али и монетарног осамостаљивања, било је неопходно што прије извршити монетарну реформу, са основним циљем да се обезбиједи стабилност цијена. У том контексту Естонија је, као мала земља са све више отвореном привредом и недостатком искуства у вођењу монетарне политике, јуна 1992. године, истовремено

са увођењем националне валуте - естонске круне, усвојила режим фиксног девизног курса у форми валутног одбора. Фиксни девизни курс, као номинално „сидро“, требало је да допринесе макроекономској стабилизацији. Иако суочена са ограниченим девизним резервама, пуно покриће домаћег новца у оптицају обезбиједила је узимањем стабилизационог зајма од Међународног монетраног фонда. Нова валута била је везана за њемачку марку по курсу од 8:1. Чврсто везивање естонске круне за њемачку марку мотивисано је, не само тиме што стабилан курс према њемачкој марки олакшава трговинску размјену између Естоније и Њемачке, укључујући и све оне земаља које су такође своје валуте везале за марку, већ и тиме да се „увезе“ кредибилитет марке и на тај начин дјелује на обарање инфлационих очекивања. Увођењем евра курс је преиначен у 15,6466 круна за 1 евро. Естонија, као чланица ЕУ од маја 2004. године, у јуну исте године се прикључила европском механизму девизних курсева - ERM II систему. Ипак, све до уласка у ЕМУ 2011. године, и под притиском снажног прилива капитала, Естонија је наставила да примјењује аранжман валутног одбора.

Програм макроекономске стабилизације, заснован на режиму валутног одбора, у складу са очекивањима, веома брзо је дао добре резултате на плану макроекономских кретања: започет је процес дезинфлације, заустављен је пад привредне активности, а тенденција акумулације девизних резерви указивала је на раст повјерења у домаћу валуту. Увођењем валутног одбора, кроз наметање строгих правила понашања монетарне власти, обезбијеђен је одговарајући ниво финансијске дисциплине, као кључног захтјева процеса дезинфлације. На то указују подаци о кретању понуде новца (приказане преко агрегата М2) која током 1992-1995. године готово да није пралазила годишњу стопу раста од 30% (графички приказ број 13).

Графички приказ број 13: Годишња стопа раста понуде новца (М2, крај године) у Естонији

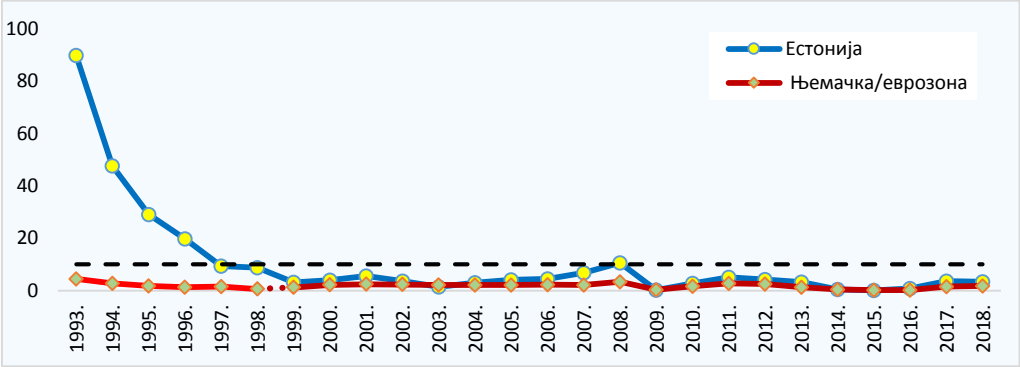


Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (2010).

Започети процес демонетизације привреде, уз подршку фискалне политике (реформе буџета), праћен је успоравањем инфлације. Стопа инфлације, након снажног обарања

на ниво од 90% већ 1993. године, испољавала је тенденцију постепеног опадања (графички приказ број 14). Међутим, наставак либерализације цијена, али и рестриктивна пореска политика (раст пореза на промет са 10 на 15%), успоравали су процес дезинфлације па је стопа инфлације тек 1997. године била сведена на 9% те се на том нивоу задржала и током 1998. године. У периоду од 1999. до 2006. године стопа инфлације била је нешто мања од 4%, просјечно годишње. Захваљујући стабилности девизног курса и растућем кредибилитету монетарне политике, заснованом на аранжману валутног одбора, у околностима растућег прилива иностраног капитала, Естонија је успјела да обезбиједи задовољавајући степен цјеновне стабилности.

Графички приказ број 14: Просјечна годишња стопа инфлације у Естонији и Њемачкој/еврозони



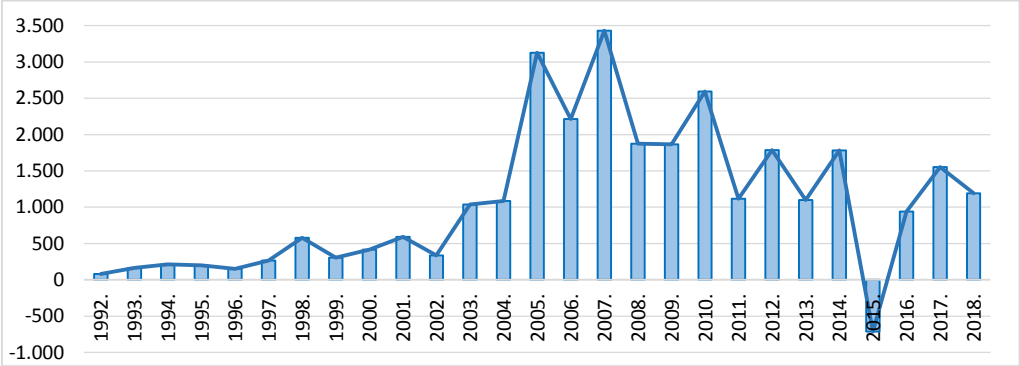
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Опредјељење Естоније за политику фиксног девизног курса, које је резултирало стабилизацијом цијена и падом нивоа ризика за иностране улагаче, у координацији са структурним реформама, стимулисало је прилив капитала из иностранства. У почетку је доминирао прилив краткорочног и шпекулативног капитала, који је усљед гарантоване валутне конвертибилности на основи фиксног девизног курса, привучен вишим реалним каматним стопама него у иностранству. Међутим, са јачањем процеса интеграције у ЕУ те учешћем у ERM II механизму, које је подразумијевао спровођење дубоких структурних реформи, усљедио је све снажнији прилив капитала у облику страних директних инвестиција. Графички приказ број 15 показује да је прилив страних директних инвестиција, као дио међународних токова капитала, уско повезан са процесом дезинфлације, а нарочито са приближавањем, односно уласком Естоније у ЕУ. Прилив страних директних инвестиција, током 2003-2007. године, остварен је у износу од 10,9 милијарди USD и већи је пет пута у односу на прилив остварен у периоду од 1998. до 2002. године.

Примјер Естоније је показао да приступ тржишту ЕУ представља један од важних фактора привлачења страних директних инвестиција, и то на два начина: прво,

смањењем ризика за инвестирање кроз побољшање пословне климе, приврженост реформама и усаглашавањем правних прописа са прописима ЕУ и сл.; друго, уласком у ЕУ обезбијеђен је несметан приступ тржишту развијених земаља чиме је инвеститорима пружена могућност да избјегну трговинске баријере ЕУ и да повећањем укупне продаје остварују економију обима.

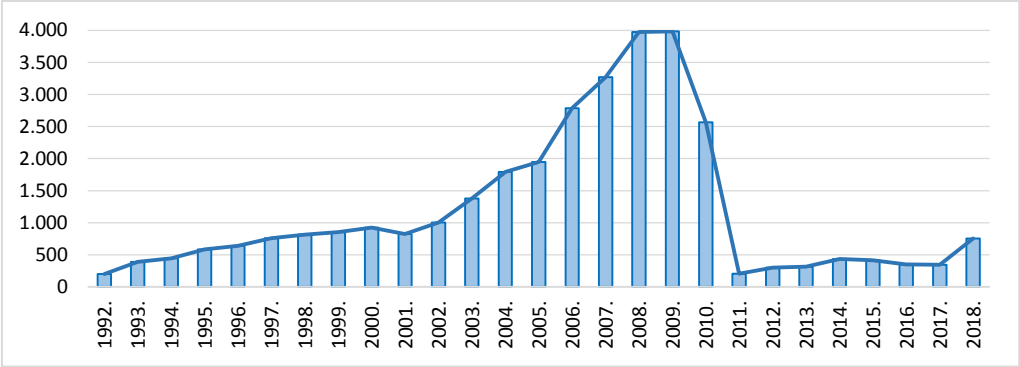
Графички приказ број 15: Стране директне инвестиције у Естонији (нето прилив), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Прилив капитала из иностранства имао је свој одраз на ниво девизних резерви. Од почетка монетарне реформе па све до уласка Естоније у ЕМУ девизне резерве централне банке (укључујући злато) су биљежиле тенденцију раста (графички приказ број 16). Према подацима Свјетске банке девизне резерве су са нивоа од 0,2 милијарде 1992. године порасле на ниво од скоро 4 милијарде USD на крају 2009. године. Промјена режима девизног курса и улазак у ЕМУ значило је њихово нагло топљење и свођење на ниво испод 500 милиона USD током 2011-2017. године.

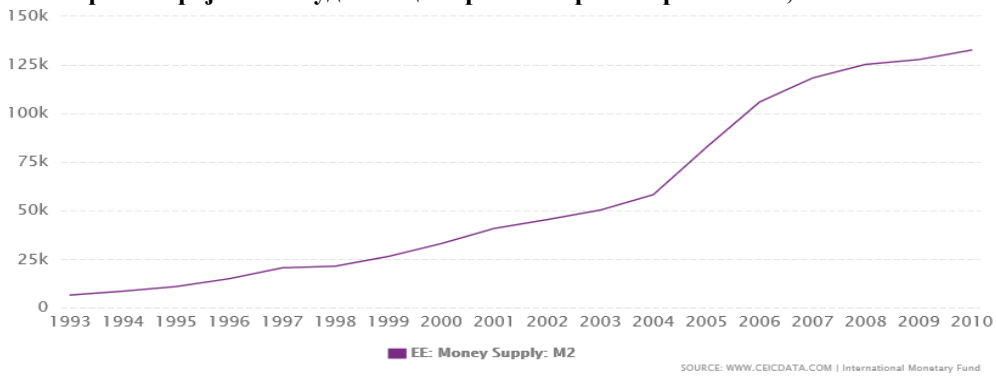
Графички приказ број 16: Девизне резерве (укључујући злато) у Естонији, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Пораст нето девизне активе Народне банке Естоније значио је креирање примарног новца, што се путем монетарне мултипликације преносило на остале монетарне агрегате – М1 и М2. На графичком приказу број 17 уочава се да је новчана маса М2, током транзиционог процеса, перманентно расла, с тим да је након уласка Естоније у ЕУ њен узлазни тренд значајно наглашенији.

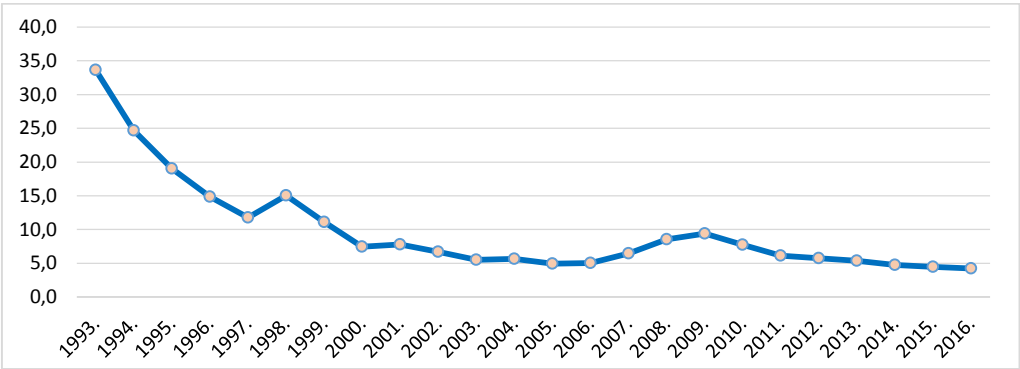
Графички приказ број 17: Понуда новца изражена преко агрегата М2, мил. естонских круна



Извор: CEIC DATA (2019).

Растућа снабдјевеност привреде домаћим новцем, извршена путем прилива иностраног капитала и девизних прилива у цјелини, у условима стабилног девизног курса и благе стопе инфлације, вршила је притисак на пад каматне стопе на новчаном тржишту. Другим ријечима, значајан прилив иностраног капитала, који је усљед смањења макроекономског ризика и спровођења структурних реформи Естонија привукла, утицао је на раст новчане масе, што је довело до смањења каматних стопа и унапређење инвестиционе климе. Кредитна каматна стопа је са 33%, колико је била 1993. године, уз мања колебања, оборена на 5% 2005 и 2006. године (графички прказ број 18).

Графички приказ број 18: Кредитна каматна стопа у Естонији

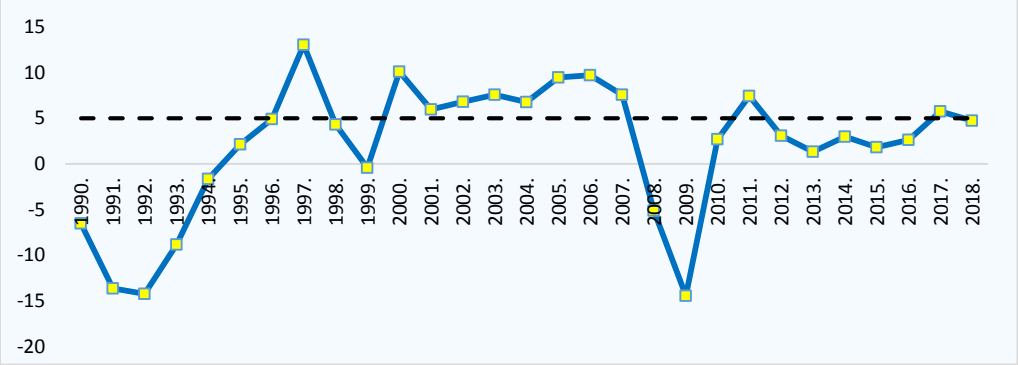


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2017).

Монетарна реформа дала је резултате и на подручју реалне економије. Ремонетизација привреде, заснована на приливу иностраног капитала, посредством утицаја на каматне стопе на новчаном тржишту, у комбинацији са растом продуктивности и конкурентности, подстакнуте приливом страних директних инвестиција (које су значиле модернизацију привреде), резултирали су мултипликативним ефектима који су се са монетарног пренијели на реални сектор привреде. Почетни знаци оживљавања привреде су били видљиви већ 1995. године, када је Естонија први пут од почетка транзиције остварила позитиван раст реалног БДП од 2% да би током 1995-2007.

године (осим 1999) забиљежила високе стопе раста, које су у просјеку биле више од 7% годишње (графички приказ број 19). Релативно високе перформансе привреде током транзиционог периода, мјерене БДП, праћене су релативно ниским стопама незапослености. Након почетног раста проузрокованог започетим реформама и поремећајима у спољном окружењу 1998. године, стопа незапослености од 2001. године има тенденцију снажног пада па се у периоду 2006-2008. године кретала између 5 и 6% (графички приказ број 20).

Графички приказ број 19: Стопа раста реалног БДП-а у Естонији



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

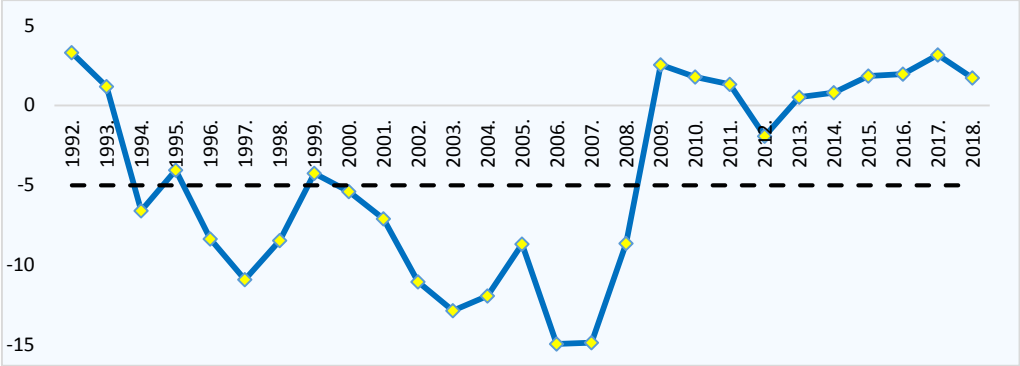
Графички приказ број 20: Стопа незапослености у Естонији

Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Динамичан привредни раст и растућа запосленост, подстакнути приливом иностраног капитала, вршили су притисак на раст општег нивоа цијена па је инфлација, након уласка Естоније у ЕУ, показивала растуће стопе па је 2007. и 2008. године била 7, односно 11%, респективно. Другим ријечима, растући прилив иностраног капитала, као један од кључних фактора захуктавања естонске привреде, која је почела показивати знакове прегријаности, заједно са наставком процеса усклађивања пореског законодавства са законодавством ЕУ, укључујући хармонизацију стопа ПДВ-а и акциза, те растом цијена нафте на свјетском тржишту, доприносили су убрзаном удаљавању стопе инфлације у Естонији од стопе инфлације у еврозони. Истовремено, са високим стопама раста реалног БДП-а естонска привреда постала је

оптерећена дефицитом текућег биланса који је 2007. године био 15% БДП-а (графички приказ број 21). Висок дефицит текућег рачуна, у великој мјери финансиран приливом страних директних инвестиција, представљао је озбиљан ризик да неће бити одржив.

Графички приказ број 21: Салдо текућег рачуна у Естонији, % БДП



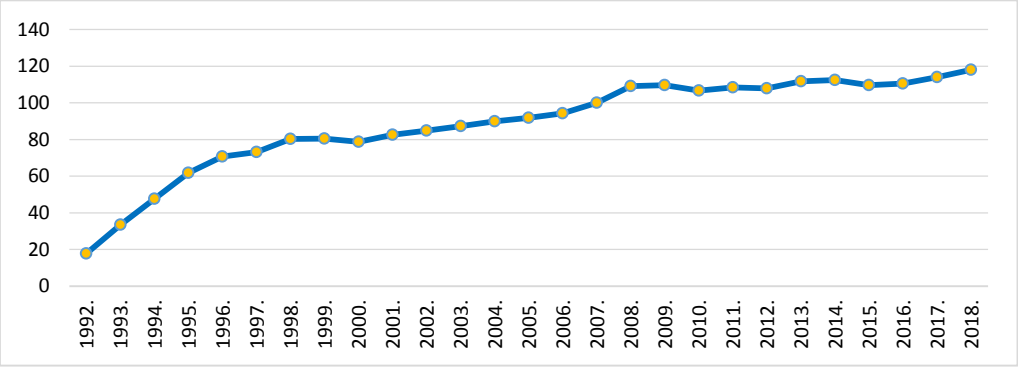
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Глобална економска и финансијска криза, усљед велике зависности Естоније од иностраног капитала и извоза (прије свега на тржиштима земаља чланица ЕУ), већ 2008. године проузроковала је негативну стопу раста реалног БДП-а од -5,4%. Још дубљи пад привредне активности од готово -15% остварен је 2009. године. Под утицајем кризе значајне количине капитала су напустиле земљу у кратком року, што је у околностима опредијељености за очување стабилности девизног курса, имало негативно дејство на ниво девизних резерви и количину домаћег новца у оптицају те посљедично на ниво укупне привредне активности. На графичком приказу број 13 запажа се да је 2008. године дошло до значајног успоравања раста понуде новца па је стопа раста новчане масе М2 износила свега 2%, да би већ 2009. године услиједила снажна монетарна контракција од -9%, што је изазвало рецесионе и дефлационе посљедице. Двогодишња рецесија, током које је регистрован кумулативни пад реалног БДП-а од око -20%, била је једна од најдубљих у европским транзиционим земљама. Оштар пад привредне активности значио је раст стопе незапослености, која је са 5% 2008. године порасла на 13% 2009. и на 17% 2010. године, што уједно представља и највећу стопу незапослености забиљежену у Естонији током читавог транзиционог периода. Усљед снажног пада како домаће тражње, прије свега потрошње домаћинстава, тако и извозне тражње, стопа инфлације са 11% 2008. године оборена је на 0,2% 2009. године. Снажано обарање стопе инфлације, проузроковано појавом свјетске економске и финасијске кризе, означило је почетак периода благе (пузајуће) инфлације у Естонији која је током 2010- 2018. године износила око 2,6%, просјечно годишње.

Економски опоравак, прије свега, земаља најзначајнијих спољнотрговинских партнера Естоније, кроз раст извозне тражње и прилив страних директних инвестиција, већ од 2010. године, утицао је на опоравак естонске привреде па је, током 2010-2018. године, остварила просјечан годишњи раст реалног БДП од 3,6%.

У цјелини посматрано, економски учинак Естоније на унутрашњем плану може се оцијенити као задовољавајући. Али, то се не може рећи и за достигнућа на спољном плану, мјерена стањем текућег рачуна платног биланса. Оживљавање привреде и њен снажан раст праћен је високим дефицитом текућег рачуна, који је током 1994-2008. године просјечно годишње износио више од 9% БДП-а. Иницијално висока потцијењеност круне, позитивним ефектима на цјеновну конкурентност извозне привреде, имала је позитивно дејство на текући рачун платног биланса који је 1993. године показао скроман суфицит (графички приказ број 21). Прилив иностраног капитала, у околностима валутног одбора, стварао је инфлационе притиске и посљедично већу стопу инфлације у Естонији у односу на инфлацију у Њемачкој, односно, еврозони. Већа инфлација иницирала је растућу апресијацију реалног девизног курса и погоршање конкурентности естонске привреде. На графичком приказу број 22, на којем је илустровано кретање индекса реалног ефективног девизног курса естонске круне, уочава се тренд његовог раста све до 2008. године, што указује на смањење конкурентности естонске привреде[25].

Графички приказ број 22: Индекс реалног ефективног девизног курса естонске круне, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

То је у комбинацији са либерализацијом спољне трговине и растом домаће потрошње која се значајно ослањала на увозну робу водило расту дефицита такућег рачуна платног биланса који је свој врх од 15% БДП достигао 2007. године. Под утицајем свјетске економске и финансијске кризе, пад привредне акривности, а затим и њен успорен раст, посебно током 2013-2016. године, праћен дефлационим притисцима

[25]Раст индекса указује на апресијацију, а смањење индекса указује на депресијацију националне валуте.

имало је позитиван ефекат на елиминисање дефицита текућег рачуна и одржавање суфицита све до краја анализираног перида, осим 2012. године када је, због проблема земаља еврозоне које су погођене новим, другим таласом кризе, усљед велике зависности од извоза на тржишта тих земаља, забиљежила благи дефицит од 2% БДП.

Генерално посматрано, у периоду након двогодишње рецесије Естонија је успјела да оствари релативно добре резултате како на плану спољне тако и на плану унутрашње равнотеже. Наиме, позитивна макроекономска кретања, заснована на релативно снажаном приливу капитала из иностранства и извозној орјентацији привреде, на најбољи начин илустрована су стањем естонске привреде 2018. године које се огледа у стопи раста реалног БДП-а од скоро 5%, стопи незапослености од 5%, инфлацији од 3%, фискалном дефициту мањим од 1% БДП-а и задовољавајућим стањем текућег рачуна који је у суфициту од 2% БДП-а.

3.2.1.2. Литванија

Литванија, једна од богатијих совјетских република[26], са високо концентрисаном трговином према земљама чланицама бившег СЕВ-а, прва је изашла из Совјетског Савеза, марта 1990. године. Истовремено, у циљу креирања новог пословног амбијента и институционалног оквира од значаја за успостављање успјешне тржишне привреде, Литванија је почела да спроводи политику структурних реформи привреде. Међутим, већ на самом почетку стицања државне самосталности, прекид привредних веза са земљама бившег СССР-а, кроз смањење извоза и немогућност добијања енергената на основи јефтине енергетске политике (Grennes, 1994) те отварање процеса либерализације цијена и трговине, праћено губитком повјерења у совјетски рубаљ, симултано су проузроковали снажне поремећаје цијена и производње. Према подацима Transition Report (1999) годишња стопа инфлације са 8% 1990. порасла је на 224% 1991. године. У исто вријеме, забиљежен је пад реалног БДП од -5%, односно -6%, репективно. Међутим, то је био само увод у још дубљи пад литванске привреде.

У значајно промијењеним и неповољним околностима, Литванија је била принуђена да на почетку процеса економске трансформације, као и многе транзиционе земље, готово истовремено са политиком структурних реформи привреде, спроводи и политику макроекономске стабилизације у циљу обуздавања инфлације и њеног стављања под контролу. Јуна 1992. године, уведен је програм стабилизације, у који је,

[26]Williamson (1992) наводи да је доходак по глави становника био трећи по величини међу 15 совјетских земаља.

прије свега, због недовољног нивоа девизних резерви неопходних за одржавање паритета, инкорпориран режим независно флуктуирајућег девизног курса.

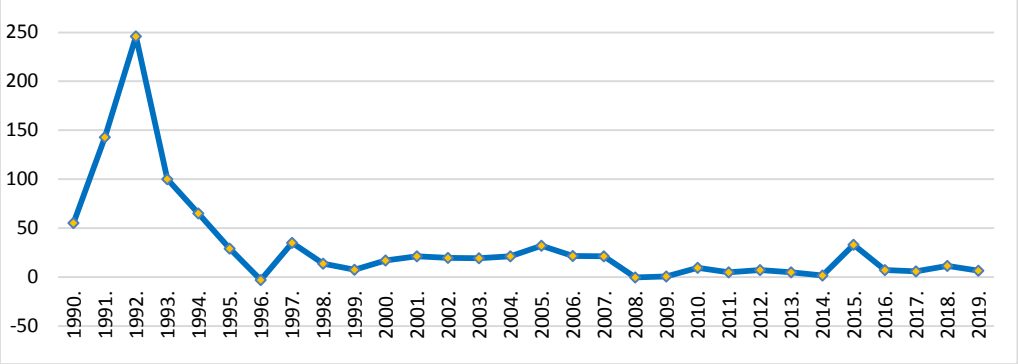
Програмом стабилизације отворен је и процес монетарног осамостаљивања Литваније, што је подразумијевало њен излазак из зоне рубља и увођење националне валуте. С обзиром на то да је знатан дио спољнотрговинске размјене, око 80%, остваривала са бившим совјетским републикама, прије свега Русијом, Литванија наставља да користи совјетски рубаљ као своју новчану јединицу до октобра 1992. године, када, као прелазно рјешење, уводи привремено средство плаћања - талонас (*talonas*). Увођење талонас-а, својеврсног новчаног бона, било је мотивисано заштитом нове националне валуте од инфлационих удара који би могли угрозити повјерење у домаћу валуту. Већ јуна 1993. године монетарна власт, у омјеру 100:1, из промета повлачи талонас и коначно уводи националну валуту – литас. У тренутку увођења курс литаса према америчком долару износио је 4,5 литаса за 1 долар, али је након неколико мјесеци, уз извјесна колебања, опао на 3,9 литаса за 1 долар те се на томе нивоу задржао све до марта 1994. године (Bank of Lithuania, 2019).

Упркос релативно добрим почетним резултатима на плану девизног курса те најави монетарне власти Литваније (октобра 1993) да ће вриједност литаса бити фиксирана на начин сличан вриједности естонске круне, односно у аранжману валутног одбора са фиксним паритетом, настављена су негативна макроекономска кретања на унутрашњем плану. Номинална апресијација девизног курса литаса, смањењем цијена увозне робе изражених у домаћој валути, а потом и његова стабилизација, нису дјеловали као довољно снажан антиинфлациони фактор. Прецизније речено, увођење националне валуте, праћено релативно повољним кретањима на плану девизног курса, имало је позитивно дејство на смиривање таласа хиперинфлација, започетог 1991. године, али није резултирало стављањем инфлације под контролу. Према подацима Transition Report (1999) просјечна годишња стопа инфлације, иако је са 1.020% 1992. оборена на 410% 1993. године (уз напомену да је крајем 1993. године била 189%) и даље је била веома висока. Троцифрена стопа инфлације праћена је још јачим падом производње који је само током 1992-1993. године кумулативно био око 34%.

Уз значајан губитак тржишта у земљама чланицама бившег СЕВ-а, прије свега совјетског тржишта, разлог неуспјеха програма стабилизације, лежи у недовољној монетарној дисциплини, као важног предуслова процеса дезинфлације и укупне стабилизације. Усљед изостанка строгих правила понашања монетарне власти, уско повезаног са изабраним режимом девизног курса, програм није резултирао потребним

смањењем количине домаћег новца у оптицају тј. није покренуо процес демонетизације привреде, као важне претпоставке за брзо савладавање инфлације. На то указују високе стопе раста новчане масе (исказане преко агрегата М2) које су 1992. и 1993. године биле 246, односно 100%, респективно, што је имало негативно дејство на кретање инфлације (графички приказ број 23).

Графички приказ број 23: Стопа раста новчане масе М2 у Литванији, крај године



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и Theglobaleconomuy (2019),

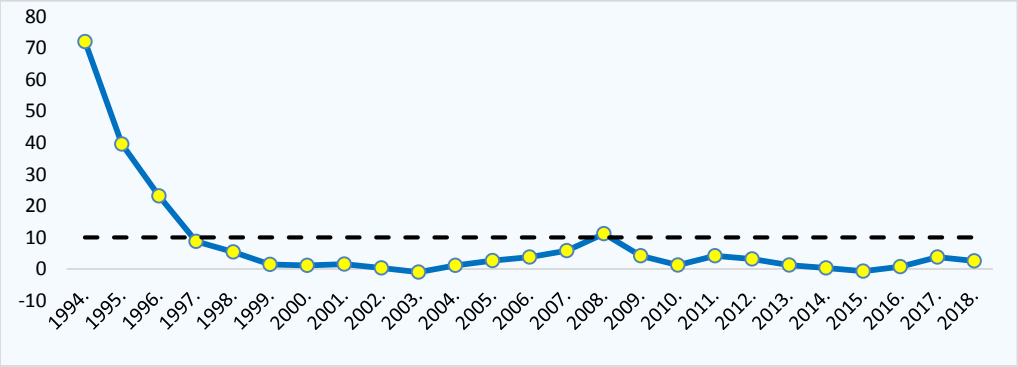
Незадовољна резултатима на плану сузбијања инфлације и њеног стављања под контролу, као неопходног макроекономског предуслова за унапређење структурних реформи, Литванија је била принуђена да, у складу са најавом монетарне власти, али и препорукама Међународног монетарног фонда, изврши монетарну реформу и пријеђе на режим фиксног девизног курса у ригидном облику. Другим ријечима, негативна макроекономска кретања настављена током 1992-1993. те почетком 1994. године, уз низак кредибилитет монетарне власти који је произилазио из постојања нове централне банке, утицали су на опредјељење Литваније да, упркос ниском нивоу девизних резерви, априла 1994. године, уведе нови стабилизациони програм чији је саставини дио био режим фиксног девизног курса у форми валутног одбора. Литванија, дакле, након релативно краћег периода, антиинфлациони програм заснива на фиксном девизном курсу у ригидном облику, који је као номинално „сидро“ за дјеловање макроекономске политике на смањење стопе инфлације и инфлационих очекивања требало да, кроз елиминисање страха од колебања курса националне валуте, подржава дезинфлациони процес. Осим успостављању процеса дезинфлације те јачању повјерења у поново уведену националну валуту и монетарни систем, нови режим девизног курса требало је да допринесе привлачењу страних инвеститора те генерално приливу иностраног капитала као фактора ремонетизације привреде и њене модернизације.

Литас је од априла 1994. до фебруара 2002. године био везан за амерички долар по курсу од 4:1. Након увођења евра, тачније од фебруара 2002. године курс је преиначен

у 3,4528 литаса за 1 евро. Литванија, као чланица ЕУ од маја 2004. године, у јуну исте године се прикључила ERM II систему. Иако ERM II механизам дозвољава флуктуације тржишног девизног курса у распону до ±15% око централног паритета, пружајући могућност за већи степен независности монетарне политике, монетарна власт једнострано се обавезала да неће дозволити осцилације девизног курса према евру. Фактички, монетарна власт је, упркос снажном приливу иностраног капитала те свјетској економској и финансијској кризи, инсистирала на одржавању аранжмана валутног одбора све до коначног уласка у ЕМУ, јануара 2015. године. Приступањем ЕМУ, извршена је и посљедња промјена режима девизног курса која је подразумијевала прихватање монетарне (валутне) уније.

Политика фиксног девизног курса, као саставни дио другог програма макроекономске стабилизације, путем ефеката на повећање финансијске дисциплине и кредибилитет програма стабилизације, допринијела је снажном успоравању раста општег нивоа цијена. Годишња стопа инфлација, 1995. године, смањена је на 40%, а већ 1997. године сведена је на једноцифрени износ од 9%. Процес дезинфлације је трајао до 2000. године, када је стопа инфлације била свега 1% те се на том нивоу задржала до 2004. године тј. до уласка Литваније у ЕУ (графички приказ број 24).

Графички приказ број 24: Просјечна годишња стопа инфлације у Литванији

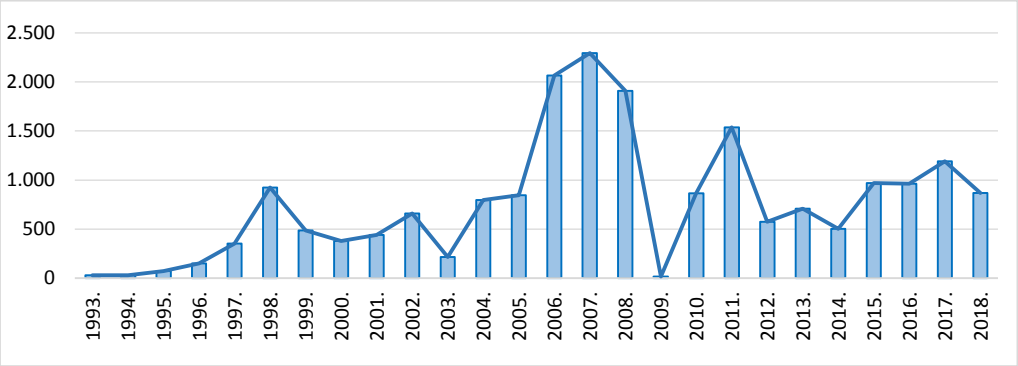


Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

Монетарном стабилизацијом, кроз смањење нивоа ризика за инвеститоре те напредовањем у процесу структурних реформи, обезбијеђени су неопходни предуслови за прилив капитала из иностранства. Током 1995-2003. године кумулативни прилив страних директних инвестиција, који је у значајној мјери омогућио финансирање модернизације привреде у периоду транзиције, остварен је у износу од 3,7 милијарди USD. Као и у случају Естоније, посебно снажан прилив страних директних инвестиција остварен је након уласка Литваније у ЕУ па су у периоду од 2004. до 2008. године кумулативно биле око 7,9 милијарди USD. Са графичког приказа број 25 може се запазити да је након једногодишњег пада нето

прилива страних директних инвестиција 2009. године, изазваног свјетском економском и финансијском кризом, Литванија је поново постала релативно занимљива за иностране улагаче. На то указује податак о кумулативном приливу страних директних инвестиција који је током 2010-2018. године остварен у износу од 8,2 милијарде USD.

Графички приказ број 25: Стране директне инвестиције у Литванији (нето прилив), мил. USD

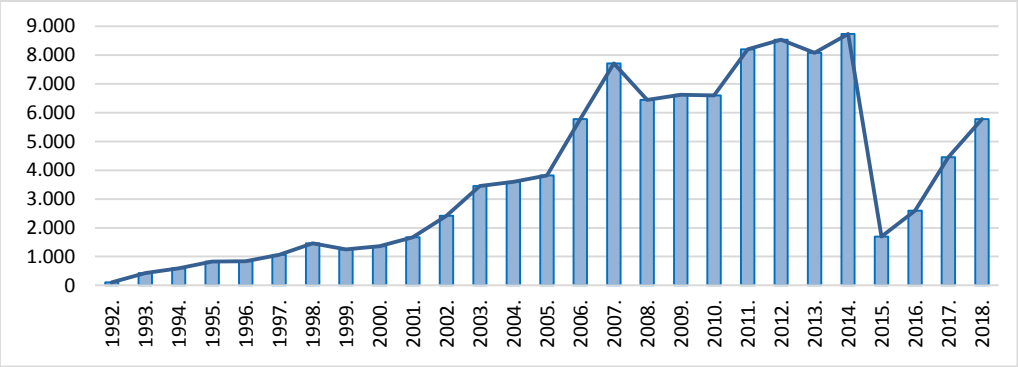


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Приватизација бивших државних предузећа, у комбинацији са умјереним трошковима плата и квалификованом радном снагом, растућим тржишним потенцијалом те географски положај и економска и политичка стабилност били су главни мотивациони фактори (разлози) због којих су иностране компаније одлучиле да инвестирају у ову балтичку земљу (OECD, 2000).

Релативно снажан прилив капитала, укључујући девизни прилив по основу задужења Литваније у иностранству, за резултат је имао готово стабилан раст нивоа девизних резерви. Према подацима Свјетске банке, од увођења националне валуте па све до појаве свјетске економске и финансијске кризе, девизне резерве Централне банке (укључујући злато), са нивоа од 0,4 милијарде 1993. године, порасле су на ниво од 7,7 милијарди USD на крају 2007. године (графички приказ број 26).

Графички приказ број 26: Девизне резерве (укључујући злато) у Литванији, мил. USD

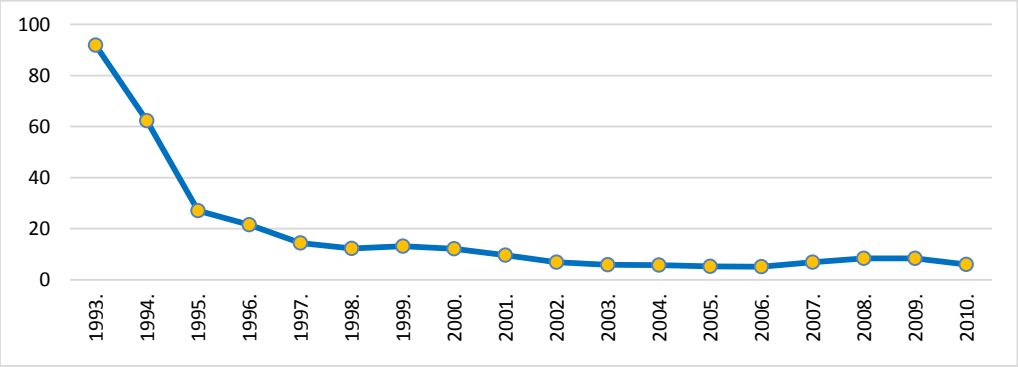


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Пад прилива иностраног капитала и извозне тражње, током глобалне економске кризе, у околностима очувања стабилности номиналног девизног курса, имали су негативан ефекат на темпо кумулирања девизних резерви па су током 2008-2010. године опале на ниво од 6,6 милијарди USD. Након тога, девизне резерве достижу врх од 8,7 милијарди USD 2014. године. Промјена режима девизног курса и улазак Литваније у ЕМУ подразумијевао је њихово топљење па су 2015. године сведене на ниво од 1,7 милијарди USD. Међутим, за разлику од Естоније, веома брзо након уласка у ЕМУ, девизне резерве централне банке Литваније показују снажан раст тако да су на крају 2018. године биле 5,8 милијарди USD.

Раст девизних резерви Централне банке Литваније, усљед гарантоване валутне конвертибилности на основу фиксног девизног курса, значио је растућу снабдјевеност привреде домаћим новцем, која је у условима монетарне стабилизације, вршила притисак на пад каматне стопе на новчаном тржишту. Тако, паралелно са процесом дезинфлације услиједио је снажан пад кредитне каматне стопе која је са 92%, колико је била 1993. године, оборена на 27% 1995. године. Тренд опадања каматне стопе настављен је све до 2006. године, када је достигла свој најнижи износ од 5% те се на нивоу од 6 до 8% задржала током 2007-2010. године (графички приказ број 27).

Графички приказ број 27: Кредитна каматна стопа у Литванији

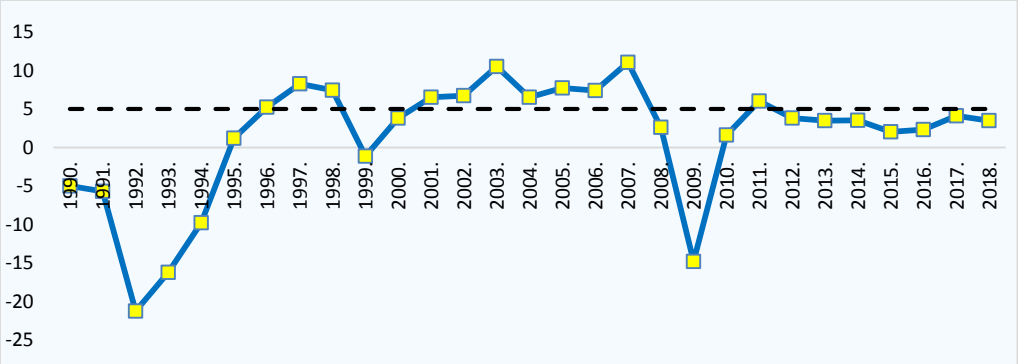


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2017).

Са нешто закашњелим структурним реформама привреде, у амбијенту монетарне стабилизације, праћене растућим приливом страних директних инвестиција и тенденцијом опадања каматне стопе на новчаном тржишту, Литванија већ 1995. године биљежи оживљавање привредне активности. Након што је 1995. године први пут, послије петогодишњег пада реалног БДП-а од готово 47%, изазваног прекидом привредних веза са земљама бившег СССР-а те либерализацијом цијена и спољне трговине, остварила позитиван раст реалног БДП од 1,2%, услиједила је динамична привредна активност па је реални БДП-а током 1996-1998. године растао по стопама које су се кретале у распону од 5 до 8% (графички приказ број 28). С обзиром на још

увијек блиске економске везе између Литваније и Русије, под утицајем руске економске кризе 1998. године, усљед успоравања раста, а потом и пада извоза (графички приказ број 30), Литванија, 1999. године, пролази кроз још једну, али значајно краћу и слабију рецесиону епизоду која је значила пад реалног БДП-а од 1%. Након једногодишње рецесије, реални БДП показивао је високе стопе раста које су у периоду од 2000. до 2008. године, у просјеку, биле 7% годишње.

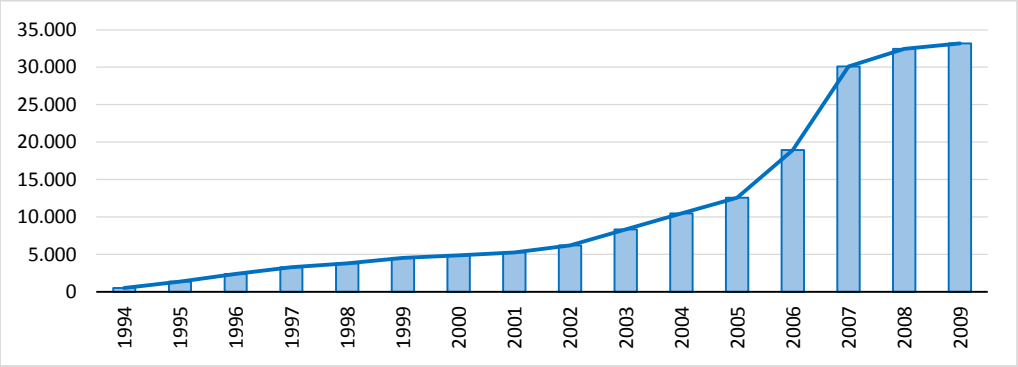
Графички приказ број 28: Стопа раста реалног БДП-а у Литванији



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

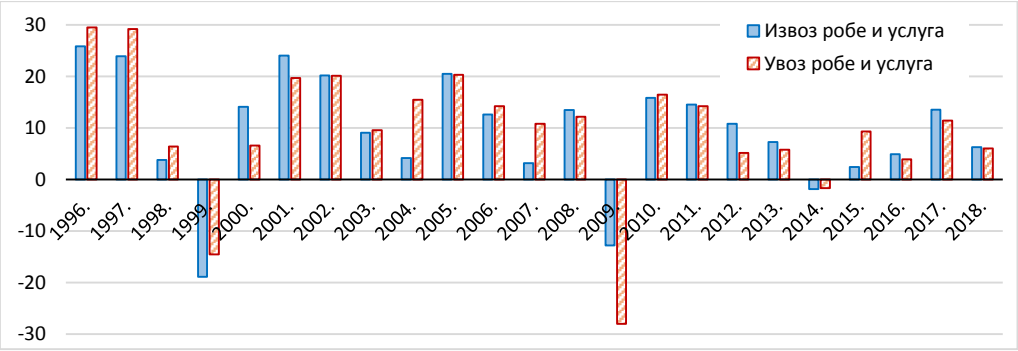
Раст спољног дуга Литваније, који је са 0,5 милијарди USD 1994. године порастао на 33 милијарде USD 2009. године (графички приказ број 29), доприносио је високим стопа раста реалног БДП-а, нарочито након уласка у ЕУ, када је Литванији значајно олакшан приступ спољним изворима финансирања.

Графички приказ број 29: Стање спољног дуга у Литванији, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података ЕБРД (2011).

Графички приказ број 30: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Литванији

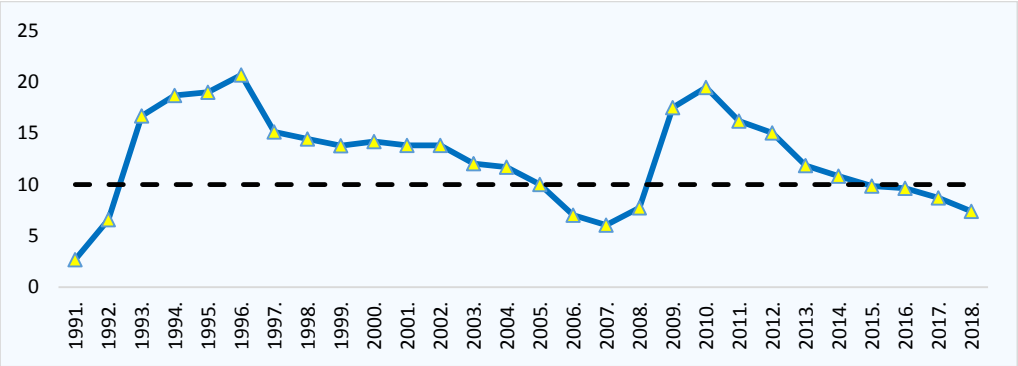


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Истовремено, значајни фактори оживљавања литванске привреде и њеног релативно динамичног раста били су њена извозна орјентација и брз раст продуктивности. Према подацима Свјетске банке, 1996. и 1997. године стопа раста извоза била је 24%, односно 26%, респективно, док је у периоду од 2000. до 2008. године, извоз просјечно годишње растао по стопи од 14% (графички приказ број 30).

Привредни раст постигнут је уз високу незапосленост. Иако је имала силазни тренд, стопа незапослености, у периоду од 1995. до 2001. године, кретала се у распону од 14 до 21% (графички приказ број 31). Rutkowski (2003) у свом раду закључује да је раст продуктивности, као посљедица релативно брзог реструктуирања предузећа, проузроковао још бржи раст плата, што је довело до повећања јединичне цијене рада. Аутор даље претпоставља да је брз раст продуктивности, у комбинацији са релативно високом минималном платом (што указује на постојање значајног утицаја државе у области радних односа), могао негативно утицати на потражњу радне снаге те посљедично довести до пада запослености, односно раста незапослености. Тек са приближавањем, односно уласком Литваније у ЕУ, стопа незапослености испољава тенденцију опадања тако да је са 14% 2001. године, сведена на 4% 2007. године.

Графички приказ број 31: Стопа незапослености у Литванији

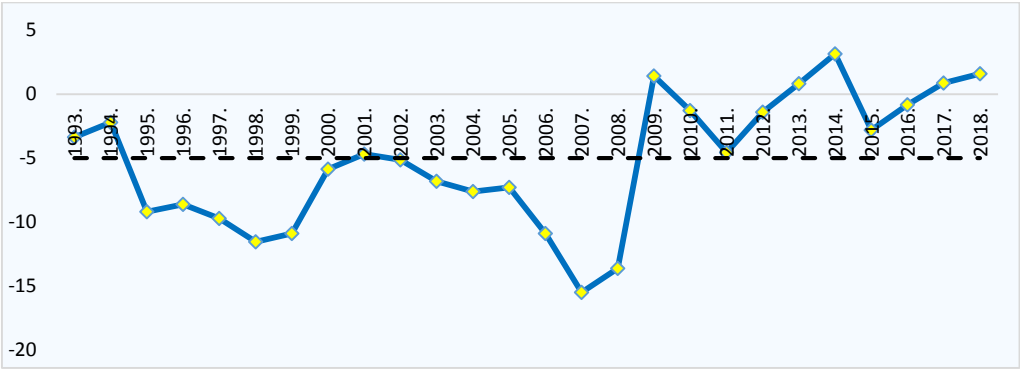


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Високе стопе привредног раста и опадајућа незапосленост, подржани снажним приливом капитала, кроз процес ремонетизације привреде и раст агрегатне тражње, вршили су притисак на раст општег нивоа цијена па је стопа инфлације, након уласка Литваније у ЕУ, показивала убрзани раст. Осим прилива иностраног капитала, који је подржавао снажан раст домаће тражње, успостављању тендеције убрзаног раста стопе инфлације која је 2008. године износила 11%, доприносили су наставак преостале либерализације цијена (хране, транспортних услуга, здравствених услуга и фармацеутских производа), политика постепеног усклађивања националног законодавства са законодавством ЕУ, укључујући хармонизацију стопа ПДВ-а и акциза те раст цијена нафте на свјетском тржишту. С обзиром на то да се очекивало

да ће евро замијенити литас већ од јануара 2007. године, може се претпоставити да су убрзање инфлације, а потом и свјетска економска и финансијска криза, пролонгирали замјену литаса са евром тј. улазак Литваније у ЕМУ. У том контексту, у Конвергенцијском извјештају, 2006. године, наведено је да је Литванија остварила значајан напредак у постизању високог степена одрживе конвергенције задовољавањем критерија јавних финансија, стабилности девизног курса и дугорочних каматних стопа, али није задовољила критериј о стабилности цијена (Commission of the European Communities, 2006). Убрзање процеса структурних реформи, праћено релативно високим стопама привредног раста, у околностима растуће отворености националне привреде, подразумијевало је и већу потребу за увозом, што је за резултат имало успостављање тенденције раста дефицита текућег рачуна и његово удаљавање од равнотежног нивоа па је са 5% БДП-а 1995. године порастао на 11% БДП-а 1998. и 1999. године (графички приказ број 32).

Графички приказ број 32: Салдо текућег рачуна платног биланса у Литванији, % БДП



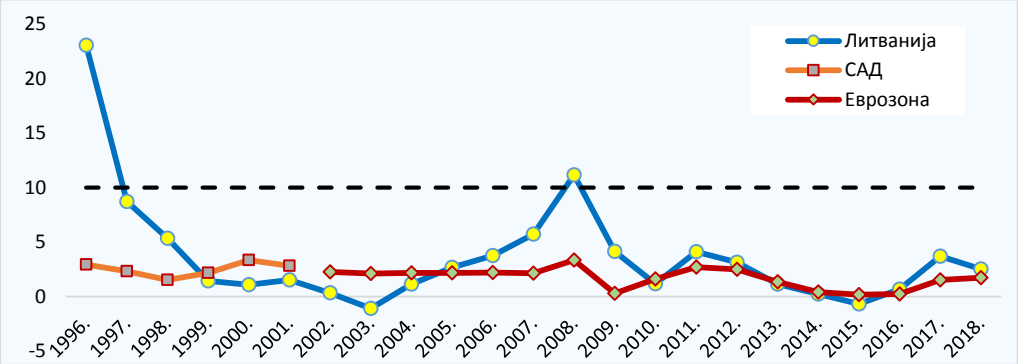
Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

Већ током 2000-2002. године, усљед бржег раста литванског извоза у односу на увоз, подржаног смањењем прецијењености литаса, имајући у виду да је у том периоду стопа инфлације у Литванији била нижа у односу на инфлацију у еврозони и САД, дефицит текућег рачуна, са учешћем у БДП-у од 5%, сведен је на прихватљив ниво.

Међутим, како је након уласка Литваније у ЕУ стопа инфлације добила узлазни тренд, па је током 2005-2008. године, са вриједностима које су се кретале између 3% и 11%, била значајно виша у односу на инфлацију у еврозони, у околностима непромијењеног номиналног курса литаса према евру (графички приказ број 33), то је значило реалну апресијацију литаса и погоршање цјеновне конкурентности литванске привреде са негативним дејством на текући рачун платног биланса. Апресијација реалног девизног курса, у комбинацији са либерализацијом спољне трговине и растом домаће потрошње, која се дијелом ослањала на увозну робу, водило је убрзаном расту дефицита текућег рачуна све до избијања свјетске економске и финансијске кризе. На

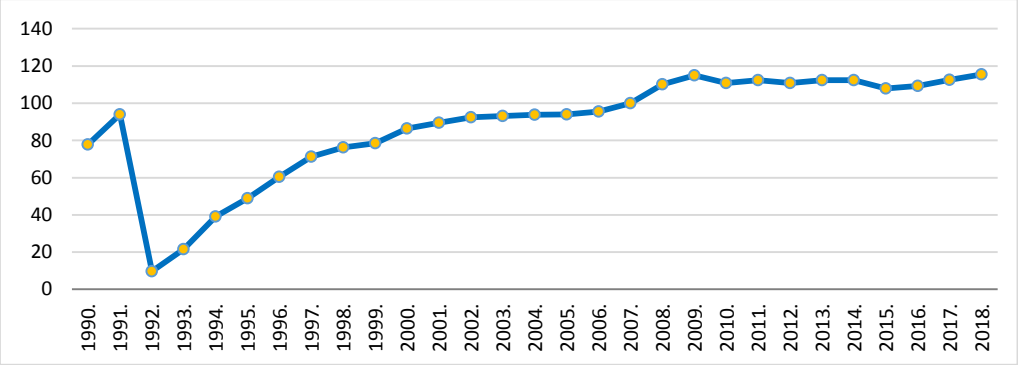
графичком приказу број 34, на којем је илустровано кретање индекса реалног ефективног девизног курса литаса, уочава се да је током 1993-2009. године, уз повремена успоравања, овај индекс имао узлазни тренд, што указује на смањење конкурентности литванске привреде.

Графички приказ број 33: Просјечна годишња стопа инфлације у Литванији, САД и еврозони



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

Графички приказ број 34: Индекс реалног ефективног девизног курса литаса, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

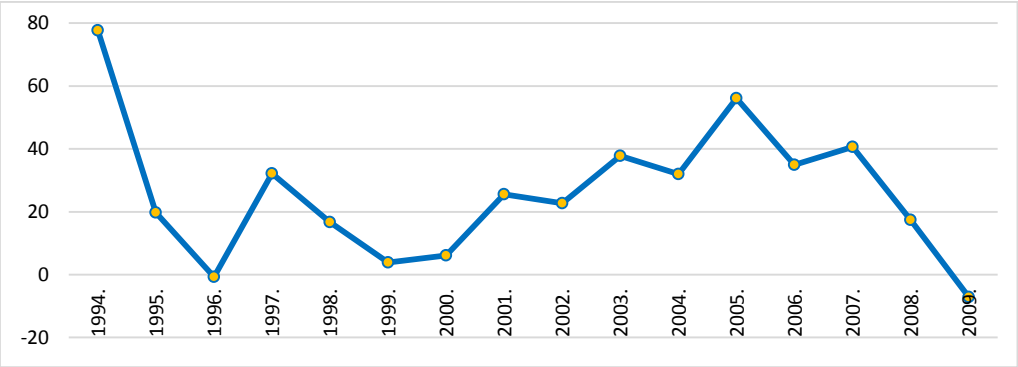
Готово континуирана апресијација реалног девизног курса, у значајној мјери проузрокована приливом капитала, довела је у питање конкурентност привреде, имајући у виду да је током 2000-2008. године раст увоза, са просјечном годишњом стопом од 14,3%, надмашио раст извоза од 13,5%.

Фактички, улазак у ЕУ, за Литванију је значило поново удаљавање дефицита текућег рачуна од равнотежног нивоа тако да је већ 2007. године достигао врх од скоро 16% БДП-а. Заправо, снажним привредним растом литванска привреда постала је оптерећена, не само убрзаним растом спољног дуга, већ и дефицитом текућег рачуна платног биланса. У цјелини посматрано, искуство Литваније је показало да је политика фиксног девизног курса као саставни дио антиинфлационе стратегије дала свој допринос макроекономској стабилизацији. Међутим, прилив капитала као пропратни феномен транзиционог процеса, у околностима све веће отворености привреде према иностраном капиталу и одржавања фиксног паритета, стварао је

инфлациони притисак на раст инфлације, те посљедично водио апресијацији реалног девизног курса, производећи негативно дејство на конкурентност литванске привреде на свјетском тржишту.

Као и у многим земљама, тако и у Литванији, економска и финансијска криза је, смањењем прилива иностраног капитала и тражње у свјетској привреди, зауставила позитивне макроекономске тенденције те је 2009. године проузроковала негативну стопу раста реалног БДП-а од -15%. Према подацима ЕБРД-а (2011), под утицајем глобалне кризе, стопа раста кредитне активности са 41% 2007. године опала је на 17% 2008, а већ 2009. године је имала негативан предзнак (графички приказ број 35).

Графички приказ број 35: Стопа раста домаћих кредита у Литванији, крај године



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999).

Уз пад кредитне активности, глобална економска криза, усљед зависности литванске привреде од извозне тражње, прије свега тражње земаља чланица ЕУ, проузроковала је значајан пад извоза и то од 13% (графички приказ број 30). Истовремено, под утицајем кризе значајне количине капитала су напустиле земљу у кратком року, што је у околностима опредијељености за очување стабилности девизног курса имало негативан ефекат на темпо кумулирања девизних резерви и количину домаћег новца у оптицају. Ниво девизних резерви током 2008-2010. године, у односу на 2007. годину, био је нижи за 14% до 17%. Ипак, њихов вишегодишњи стабилан раст доприносио је очувању стабилности девизног курса.

Пад извозне тражње, праћен падом домаће тражње (смањење јавне и личне, али и инвестиционе потрошње) значио је раст стопе незапослености која је од 2009. године добила узлазну путању па је већ 2010. године достигла врх од готово 19,5%, што уједно представља и највећу регистровану стопу незапослености посматрано од почетка осамостаљивања Литваније.

Под утицајем опоравка свјетске привреде, прије свега раста тражње са спољних тржишта, веома брзо је услиједио и опоравак Литваније па је 2010. године остварила

стопу раста реалног БДП-а од 1,6%. Релативно висока просјечна годишња стопа раста реалног БДП-а, која је у периоду од 2010. до 2014. године била 4,2%, омогућила је Литванији да, прије уласка у ЕМУ, упркос другом таласу кризе који је 2012. и 2013. године погодио земље еврозоне, у потпуности надокнади пад привредне активности забиљежен 2009. године. Уласком у ЕМУ и прихватањем евра, током 2015-2018. године, настављен је стабилан раст реалног БДП-а и то по просјечној годишњој стопи раста од 3%. Уз раст извозне активности, релативно висок прилив страних директних инвестиција, које су током 2010-2018. године кумулативно износиле око 8,2 милијарде USD, били су главни фактори опоравка литванске привреде и њеног стабилног раста. Посљедично, растућа привредна активност праћена је успостављањем тенденције постепеног пада стопе незапослености па је на крају посматраног периода (2018) сведена на ниво од 7%.

Претходно описане перформансе литванске привреде остварене су у амбијенту релативно ниских стопа инфлације које, у посткризном периоду, нису прелазиле ниво од 4%. Наиме, током 2010-2018. године, просјечна годишња стопа инфлације била је испод 2%. Генерално посматрано, просјечна годишња стопа инфлације током више од двадесет година (1998-2018) била је око 2,5%, што Литванију сврстава у цјеновно стабилне транзиционе привреде.

Позитивна унутрашња макроекономска кретања, у годинама након глобалне кризе, праћена су релативно задовољавајућим резултатима на спољном плану. Под утицајем свјетске економске и финансијске кризе, падом куповне моћи, а дијелом и пада инвестиција, дошло је до елиминисања дефицита у текућем рачуну платног биланса и његовог преласка у суфицит од 1,4% БДП-а 2009. године. Током 2010-2018. године, уз мања колебања, салдо текућег рачуна платног биланса, са просјечним учешћем у БДП од -0,5%, кретао се у распону од -4,6 до 3,2% БДП-а.

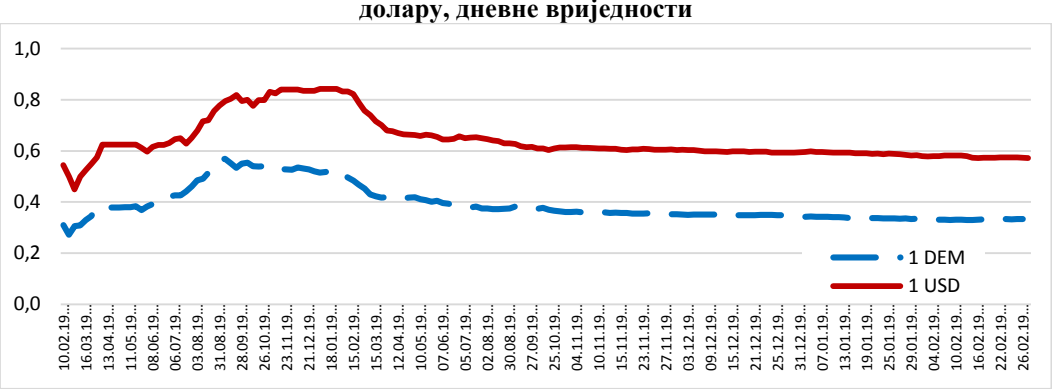
3.2.1.3. Летонија

Прекид привредних веза са земљама бившег СССР-а и започет процес либерализације цијена и трговине у Летонији, као и у случају Естоније и Литваније, довели су до економских поремећаја, посебно на унутрашњем плану. На озбиљност поремећаја регистрованих 1991. године указују подаци о паду реалног БДП-а од 10% и годишњој стопи инфлације од 170%. У циљу успостављања макроекономске стабилности, јуна 1992. године, Летонија уводи програм стабилизације у који су инкорпорирани режим

управљано флуктуирајућег девизног курса, нова национална валута, летонски лат[27], и, нешто касније, њена пуна конвертибилност.

На плану девизног курса, примјена режима флуктуирајућег девизног курса омогућила је наставак номиналне депресијација лата па је са 0,55 лата за долар почетком фебруара 1992. године скочио на 0,84 лата за долар крајем године. Раст девизног курса се снажно и брзо преносио на ниво цијена, па је просјечна годишња стопа инфлације са 172% 1991. порасла на 951% 1992. године. Увођењем конвертибилности националне валуте тренд раста девизног курса је заустављен и преокренут, тј. услиједио је период јачања лата у односу на валуте најразвијенијих земаља. Курс летонског лата је са 0,84 лата за долар оборен на 0,60 лата за долар, током 1993. године (графички приказ број 36).

Графички приказ број 36: Девизни курс летонског лата према њемачкој марки и америчком долару, дневне вриједности



Извор: Обрада аутора на основу података Latvijas banka (2019).

Раст тржишне вриједности лата утицао је на смањење цијена увозне робе изражене у домаћој валути. Међутим, упркос појефтињењу увозне робе, као једне од карика у покретању процеса дезинфлације, номинална апресијација лата није производила довољно снажно дјество на обуздавање инфлационих очекивања па је инфлација и даље била троцифрена, са износом од 109% 1993. године. Практично, негативна макроекономска кретања настављена су током 1992-1993. године па је, уз троцифрену стопу инфлације, остварен и додатни кумулативни пад БДП-а од 42%. За разлику од неповољних унутрашњих кретања, на плану спољне равнотеже забиљежен је суфицит текућег рачуна од 11% 1992. и 15% БДП-а 1993. године. Наставак процеса економских реформи које би, мотивисане афирмацијом тржишне привреде, доприносиле стварању услова за оживљавање привредне активности и раст запослености, захтијевао је, прије свега, стабилизацију цијена, али и стабилност девизног курса. Пошто није остварила

[27]Летонски лат је замијенио летонску рубљу која је коришћена кратко вријеме послије стицања независности по курсу 200 рубаља за један лат.

очекивани напредак на плану сузбијања инфлације и њеног стављања под контролу, након релативно кратког периода, Летонија је била принуђене да изабере такву монетарну стратегију која ће рефлектовати цјеновну и, шире посматрано, макрекономску стабилност. У том контексту, Летонија је у фебруару 1994. године, поново извршила монетарну реформу која је значила прелазак на режим фиксног девизног курса у конвенционалном облику, везујући лат за SDR корпу валута[28] у односу 0,7997:1. Тржишном девизном курсу је дозвољено флуктуирање око централног паритета у распону од ±1%. Нови режим девизног курса требало је да обезбиједи већи степен монетарне и фискалне дисциплине, а тиме и већи кредибилитет новом програму стабилизације, што би дјеловало у правцу заустављања инфлације и гушења инфлационих очекивања. Практично, режим фиксног девизног курса у конвенционалном облику коришћен је као номинално „сидро“ за обуздавање инфлације и њено постепено снижавање. Осим тога, нови режим девизног курса је требало да допринесе стварању повјерења у поново уведену националну валуту.

Све до уласка у ЕМУ и увођења евра као јединог законског средства плаћања, у јануару 2014. године, Летонија није мијењала режим девизног курса, па чак ни са приступањем ERM II механизму (маја 2005). Иако је ERM II механизам пружао могућност за већи степен независности монетарне политике, монетарна власт једнострано се обавезала да неће дозволити осцилације девизног курса према евру у распону већем од ±1% око централног паритета. Једина значајнија промјена огледала се у томе што се режим фиксног девизног курса у почетку заснивао на везивању домаће валуте за SDR, а уласком у ERM II систем, за евро по курсу 0,702804:1.

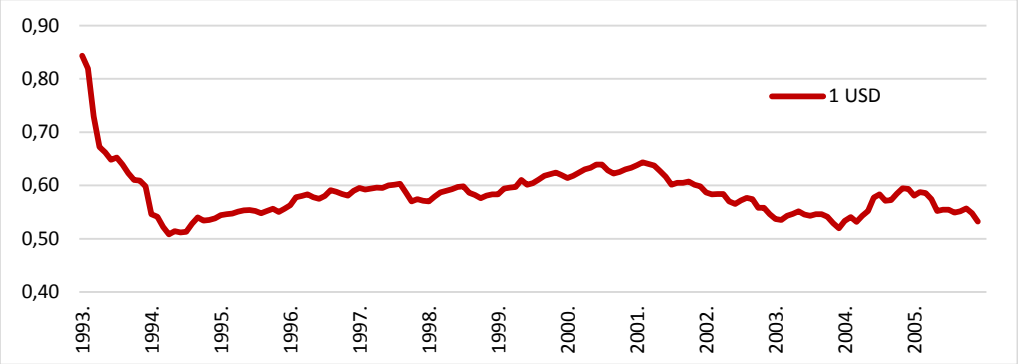
Нова монетарна реформа, уз претходно проглашење пуне конвертибилности националне валуте, у кратком року је дала релативно добре резултате. Девизни курс лата у односу на амерички долар, као валуте која је у SDR корпи валута учествовала са 40%, са просјечним мјесечним вриједностима које су се у периоду од увођења новог програма стабилизације па до краја 2005. године кретале у распону од 0,51 до 0,64 лата за долар, био је релативно стабилан (графички приказ број 37).

Ефекти увођења режима конвенционално фиксног паритета на стабилизацију цијена, путем дејства на инфлациона очекивања и јачање финансијске дисциплине, били су више него очигледни. Релативно стабилан девизни курс лата у односу на амерички долар имплицира да је фиксни девизни курс, као главни цјеновни параметар, подржан

[28]Од јануара 1991. године SDR корпу међународних валута чинили су амерички долар 40%, њемачка марка 21%, француски франак 11%, јапански јен 17% и британска фунта 11%.

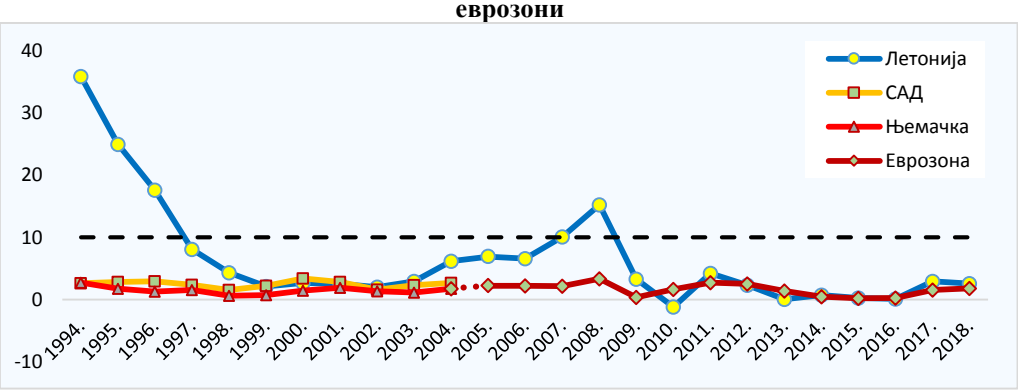
одговарајућом неинфлационом монетарном политиком, што је позитивно дјеловало на обуздавање (заустављање) инфлације и гушење инфлационих очекивања (графички приказ број 38).

Графички приказ број 37: Девизни курс летонског лата према америчком долару, мјесечни просјек



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019) и Latvijas banka (2019).

Графички приказ број 38: Просјечна годишња стопа инфлације у Летонији, САД, Њемачкој и еврозони



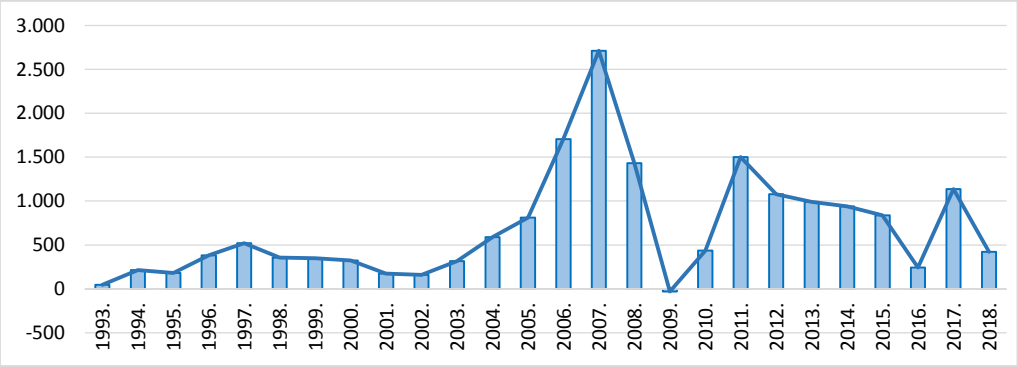
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Стопа инфлације је већ у години увођења режима фиксног девизног курса, са 109% колико је била у 1993. години, оборена на 36%. Након почетног снажног смањења, стопа инфлације је показивала тенденцију постепеног пада, тако да је 1997. године била сведена на једноцифрени износ од 8%. Посебно ниске стопе инфлације остварене су у периоду 1998-2003. године током којег су се кретале у интервалу од 2 до 3%.

Процесом дезинфлације започетим 1994. године стварани су неопходни предуслови за убрзање процеса приватизације и привлачење иностраног капитала, као кључног фактора у покретању привреде и њеног одрживог раста. Међутим, искуство Летоније је показало да монетарна реформа може дати добре резултате и на реалном сектору економије само уколико је координисана и са структурним реформама привреде. Упркос тенденцији стабилизације монетарне области, усљед спорости у спровођењу структурних реформи и посљедично недовољног прилива иностраног капитала за улагање у производњу, Летонија је након само једне године позитивног привредног

раста од 2%, већ 1995. године, други пут доживјела транзициону рецесију која је значила негативну стопу раста реалног БДП-а од -2%. Тек обимније структурне реформе на реалном сектору економије, кроз повећани прилив иностраног капитала и развој приватног сектора, омогућиле су Летонији да се успјешно интегрише и носи са притисцима конкуренције у ЕУ. У периоду 1996-2003. године Летонија је остварила кумулативни прилив страних директних инвестиција у износу од 2,6 милијарди USD. Посебно снажан прилив страних директних инвестиција, у кумулативном износу од 7,3 милијарде USD остварен је након уласка Летоније у ЕУ, што је потврдило да приступ тржишту ЕУ представља један од значајних фактора привлачења овог облика иностраног капитала (графички приказ број 39).

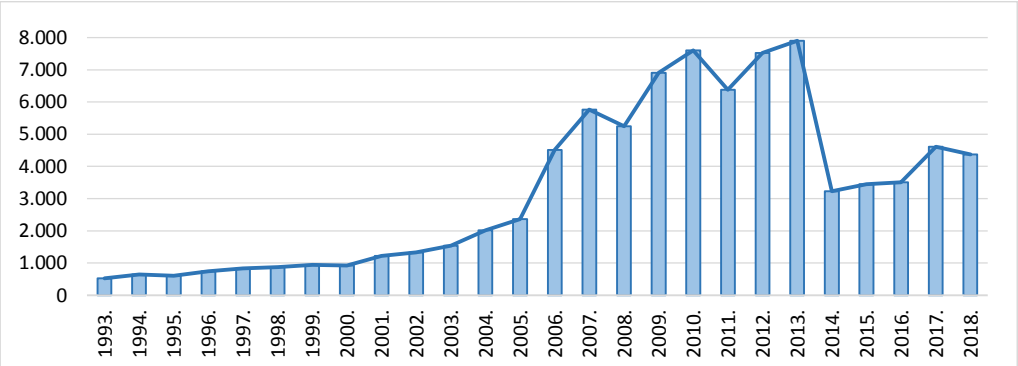
Графички приказ број 39: Стране директне инвестиције у Летонији (нето прилив), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Прилив иностраног капитала, и девизни приливи у цјелини, у комбинацији са растом повјерења у домаћу валуту, чему је доприносила политика фиксног девизног курса, за резултат су имали континуирану акумулацију девизних резерви, као још један од показатеља макроекономске стабилизације. Девизне резерве (укључујући злато) су са 0,5 милијарди USD 1993. године повећане на 1,5 милијарде USD 2003. године, да би на крају 2013. године биле 7,9 милијарди USD (графички приказ број 40).

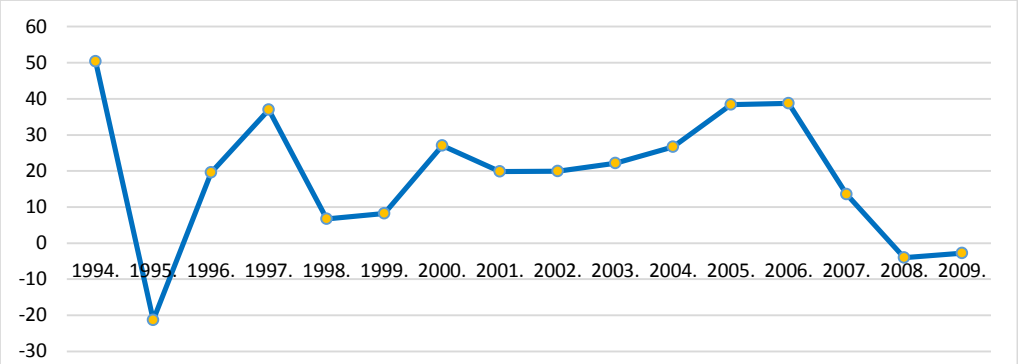
Графички приказ број 40: Девизне резерве (укључујући злато) у Летонији, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Пораст нето девизне активе Народне банке Летоније значио је креирања примарног новца, што се путем монетарне мултипликације преносило на перманентан раст понуде домаћег новца све до појаве свјетске економске и финансијске кризе, тако да је, након снажне монетарне контракције (1995), понуда новца (посматрана преко агрегата М3), у периоду од 1996. до 2007. године, просјечно годишње расла по стопи од 23% (графички приказ број 41).

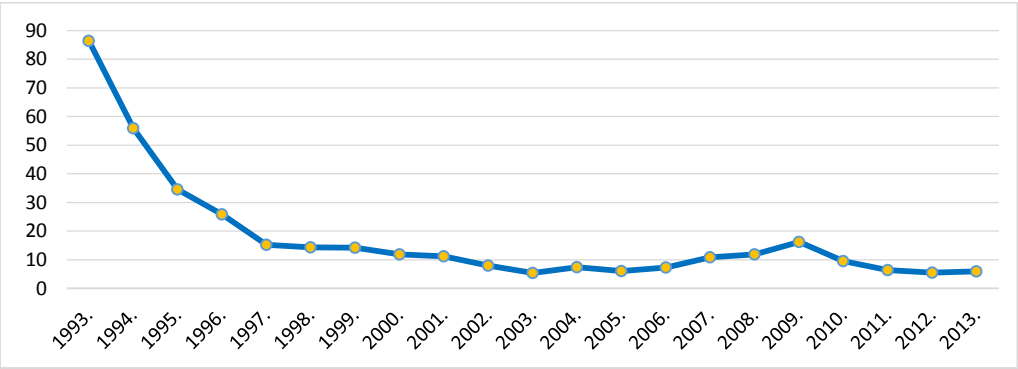
Графички приказ број 41: Годишња стопа раста понуде новца (М3) у Летонији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Континуиран раст понуде новца утицао је на смањење каматних стопа, што је доприносило побољшању инвестиционе климе. Стабилност номиналног девизног курса, успостављена након увођења конвенционално фиксног паритета, праћена растом повјерења у домаћу валуту и монетарну власт, те снижавање стопе инфлације и њено одржавање на релативно ниском нивоу, фактори су позитивног утицаја на кретање активних каматних стопа. На графичком приказу број 42 може се уочити да је, од увођења другог програма стабилизације, паралелно са процесом дезинфлације, активна каматна стопа имала тенденцију постепеног пада па је са 86% 1993. године сведена на нешто више од 5%, непосредно пред улазак Летоније у ЕУ.

Графички приказ број 42: Кретање активне каматне стопе у Летонији

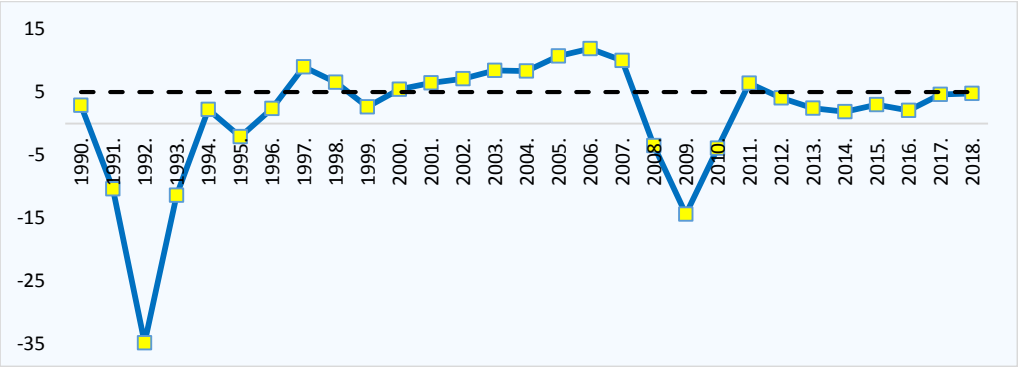


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Позитивна кретања у монетарној сфери (монетарна стабилност), у комбинацији са нешто закашњелим структурним реформама те унапређењем инвестиционог

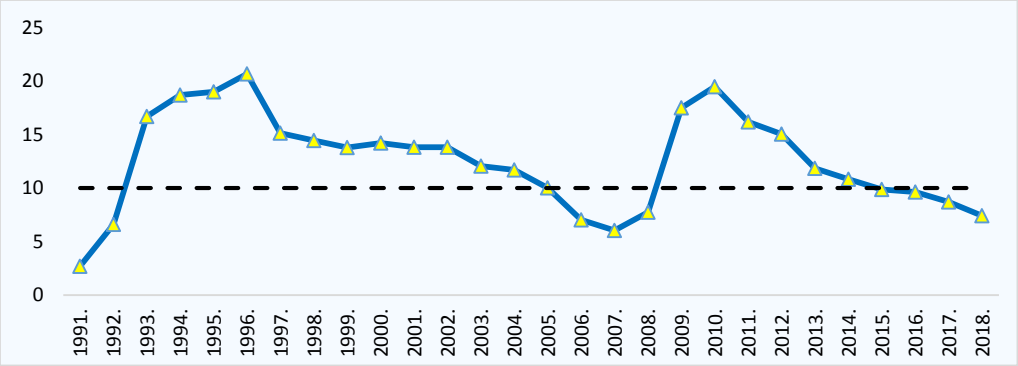
амбијента и смањењем баријера за инвеститоре, резултирала су динамичним растом привреде од готово 8% просјечно годишње током 1997-2007. године (графички приказ број 43). За разлику од Литваније и Естоније, које су 1999. године, под утицајем руске економске кризе, забиљежиле благу рецесију, Летонија је пролазила кроз фазу нешто споријег раста, са стопом раста реалног БДП-а од 2,6%. Изузетно високе стопе привредног раста од 10 до 12% забиљежене су након уласка Летоније у ЕУ. Прецизније речено, у амбијенту монетарне стабилности, либерализација економских токова у комбинацији са релативно ниским трошковима образоване радне снаге привукла је значајан обим страних директних инвестиција које су подстакле снажан привредни раст. Посљедично, динамичан привредни раст праћен је постепеним падом стопе незапослености, која је са 21% 1996. године, пала на свој најнижи ниво од 6% 2007. године (графички приказ број 44).

Графички приказ број 43: Стопа раста БДП-а у Летонији



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

Графички приказ број 44: Стопа незапослености у Летонији



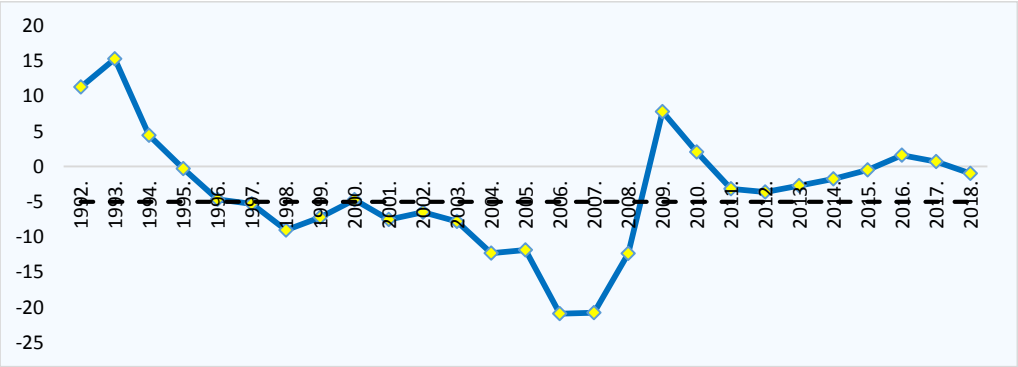
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2020).

Истовремено, снажан прилив капитала, забиљежен након уласка Летоније у ЕУ, позитивним ефектима на темпо кумулирања девизних резерви Централне банке, водио је растућој понуди домаће валуте, што је имало негативно дејство на стабилност општег нивоа цијена. Фактички, процес интеграције у ЕУ праћен снажним приливом иностраног капитала те посљедично повећањем количине домаћег новца у оптицају,

у комбинацији са тенденцијом номиналне депресијације лата у односу на евро (као валуте која је у SDR корпи валута замијенила њемачку марку, са учешћем од 37,4%), која је започела 2002. године, утицали су на раст инфлационих очекивања и убрзање инфлације. Стопе инфлације су се у периоду од 2004. до 2008. године кретале у интервалу од 6 до 15%. Унаточ томе што Летонија од 2005. године режим фиксног девизног курса заснива на везивању домаће валуте за евро, наставак преостале либерализације цијена, политика постепеног усклађивања националног законодавства са законодавством ЕУ, укључујући хармонизацију стопа ПДВ-а и акциза те раст цијена нафте на свјетском тржишту, у околностима у којима је привреда почела да показује знакове „прегријавања“, за резултат су имали убрзани раст општег нивоа цијена, тако да је 2008. године стопа инфлације била 15%.

Остварени релативно добри резултати и позитивни трендови на плану унутрашње стабилности, иницирани увођењем конвенционално фиксног паритета, праћени су погоршањем спољне равнотеже (графички приказ број 45). Веома брзо након увођења фиксног девизног курса, текући рачун из зоне суфицита прелази у зону дефицита да би се већ 1996. године приближио износу од 5% БДП-а. Кумулиран током дужег низа година дефицит текућег рачуна је свој врхунац достигао у периоду 2007-2008. године, када се кретао у интервалу око 21% БДП-а. Високе стопе раста БДП-а, у околностима спољнотрговинске либерализације и инфлационих притисака, подстакнуте растом домаће потрошње која се у одређеној мјери задовољавала увозом робе, утицало је на раст дефицита текућег рачуна и његово удаљавање од равнотежног нивоа.

Графички приказ број 45: Салдо текућег рачуна у Летонији, % БДП-а

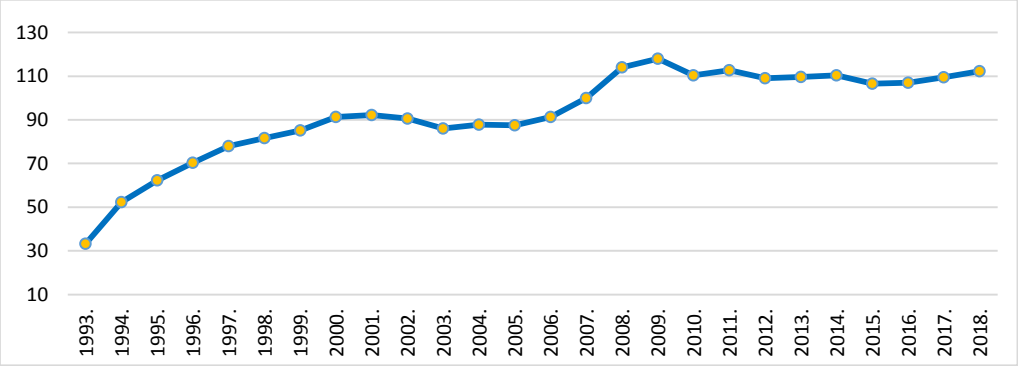


Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2016).

Осим динамичног привредног раста, који се у значајној мјери ослањао на увоз, погоршању спољне равнотеже, доприносила је и растућа апресијација реалног девизног курса. Убрзање инфлације након уласка Летоније у ЕУ, која је била значајно већа него у еврозони (графички приказ број 38), у околностима одржавања фиксног девизног курса, узроковала је растућу апресијацију реалног девизног курса. На

графичком приказу број 46, на којем је илустровано кретање индекса реалног ефективног девизног курса лата, уочавају се двије епизоде његовог убрзаног раста и то током 1993-2000. и 2007-2009. године, што генерално указује на смањење конкурентности летонске привреде које, као по правилу, са собом носи политика трајнијег фиксног девизног курса у транзиционим земљама.

Графички приказ број 46: Индекс реалног ефективног девизног курса летонског лата, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Иако је након уласка у ЕУ суочена са инфлационом инерцијом, апресијацијом реалног девизног курса и високим дефицитом текућег рачуна, Летонија је, чак и са приступањем у ERM II механизам који дозвољава релативно веће депресијације курса, остала досљедна у примјени режима фиксног девизног курса у конвенционалном облику.

Дефицит текућег рачуна, нарочито након уласка у ЕУ, у значајној мјери финансиран је приливом страних директних инвестиција, што је летонску привреду чинило јако осјетљивом на промјене на међународном тржишту капитала. Већ од 2008. године Летонија почиње показивати класичне знакове економије у рецесији: привредни раст је заустављен и постаје негативан, стопа незапослености расте, банке постају рестриктивне у кредитирању, а прилив капитала опада. Под утицајем свјетске кризе велики износи капитала су нагло напустили земљу, тако да су 2009. године стране директне инвестиције имале негативан предзнак. Одлив капитала из земље снажно је утицао на стабилност националне валуте. Али, очување стабилности девизног курса је за посљедицу имало трошење девизних резерви и смањење количине новца у оптицају, што је произвело рецесионе процесе, праћене дефлационим притисцима. Стопа инфлације је већ 2009. године оборена на 3%, али је у периоду од 2010. до 2018. године, била свега 1,3%, просјечно годишње.

Захваљујући финансијској помоћи коју је Летонија добила од ММФ-а и ЕУ, у циљу ублажавања посљедица кризе, спријечен је значајнији пад девизних резерви. На

озбиљност и дубину рецесије указују подаци о просјечној годишњој негативној стопи раста реалног БДП-а -7% током 2008-2010. године и стопи незапослености од 20% 2010. године. С тог аспекта, може се рећи да је режим фиксног девизног курса постао скуп избор за Летонију, јер је у периодима пада привредне активности ускратио могућност земљи да, у циљу стабилизације и подстицања конкурентности, интервенише инструментима монетарне и политике девизног курса.

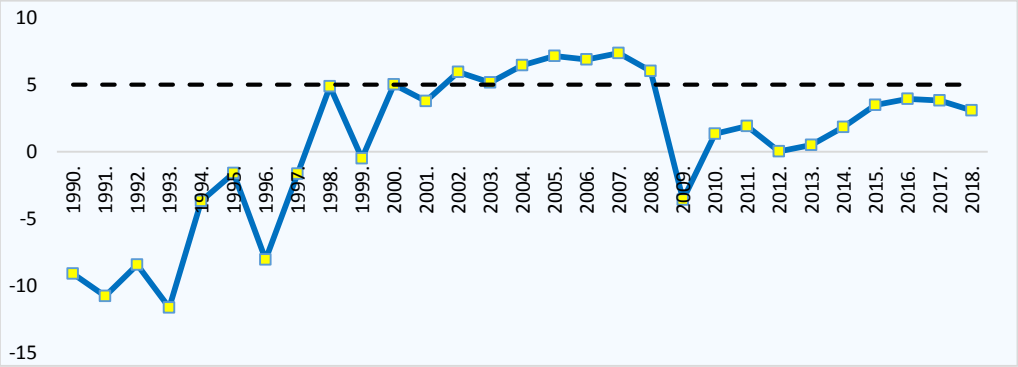
Опоравак свјетске привреде који је за Летонију значио раст извоза, али и пакет финансијске помоћи (ЕУ, ММФ и Свјетске банке) те значајна средства која је Летоније „повукла“ из Европских структурних фондова (око седам милијарди евра) имали су позитивно дејство на опоравак, а потом и стабилан раст привреде која је током 2011-2018. године расла по просјечној стопи од 3,6% годишње. Стопа незапослености је од 2011. године добила силазну путању па је на крају посматраног периода била око 7%.

На спољном плану, тек под утицајем свјетске економске и финансијске кризе која је проузроковала пад потрошње како домаће тако и робе из увоза, у околностима у којима се, у посткризном периоду, просјечна годишња стопа инфлације значајно приближила стопи инфлације у еврозони, Летонија је успјела да већ од 2010. године дефицит текућег рачуна сведе испод нивоа од 5% БДП-а. На крају посматраног периода, 2018. године, дефицит текућег рачуна је био свега 1% БДП%, што се може оцијенити као задовољавајућа перформанса.

3.2.1.4. Бугарска

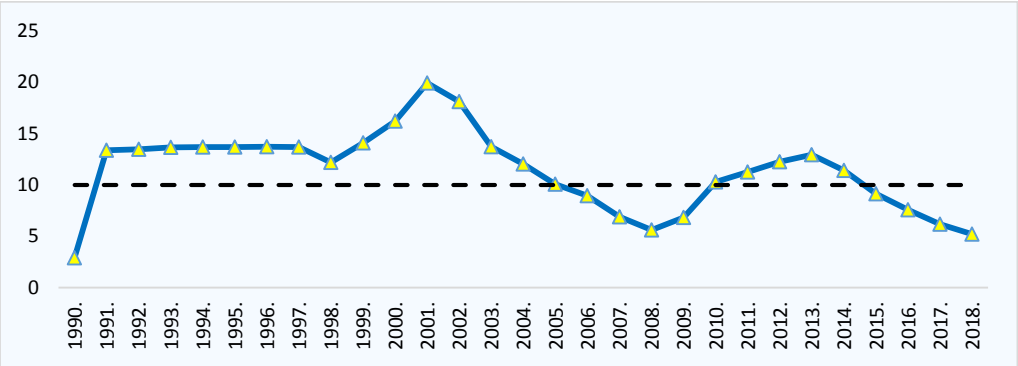
Након пада комунистичког режима, крајем 1989. године, Бугарска је ушла у период осмогодишње рецесије, од 1990. до 1997. године, која је по свом трајању била најдужа међу транзиционим земљама. Вишегодишња рецесија произвела је кумулативни пад реалног БДП-а од 45% и релативно високу стопу незапослености која се кретала око 14% (графички приказ број 47 и 48). У раду Yonkova et al. (1999) сматрају да је у објашњавању слабих резултата бугарске привреде, у почетној фази транзиције, осим започетог процеса либерализације цијена и трговине, потребно узети у обзир губитак тржишта у земљама чланицама бившег СЕВ-а, јер је изузетно висок удио бугарске спољне трговине био везан са совјетским тржиштем, које је у великој мјери било изгубљено. Према подацима Свјетске банке, само током 1990-1991. године извоз је опао за 85%, кумулативно. Наредне двије године (1992-1993) остварен је раст извозне активности, али је извоз спорије растао од увоза (графички приказ број 49).

Графички приказ број 47: Стопа раста реалног БДП-а у Бугарској



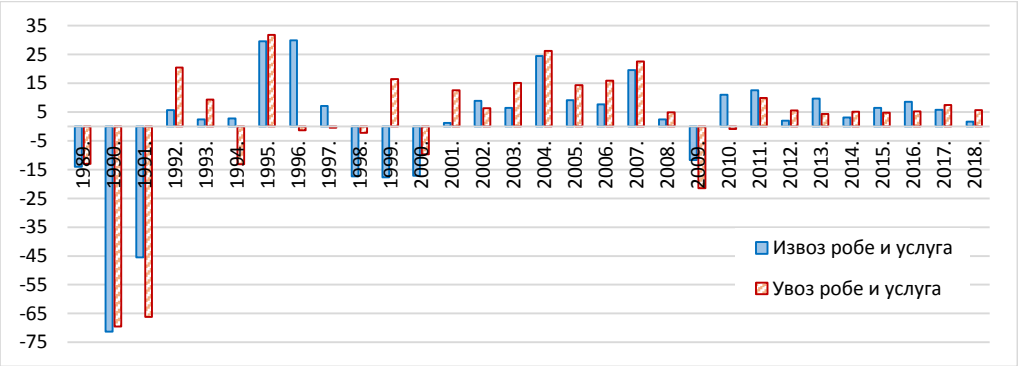
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Графички приказ број 48: Стопа незапослености у Бугарској



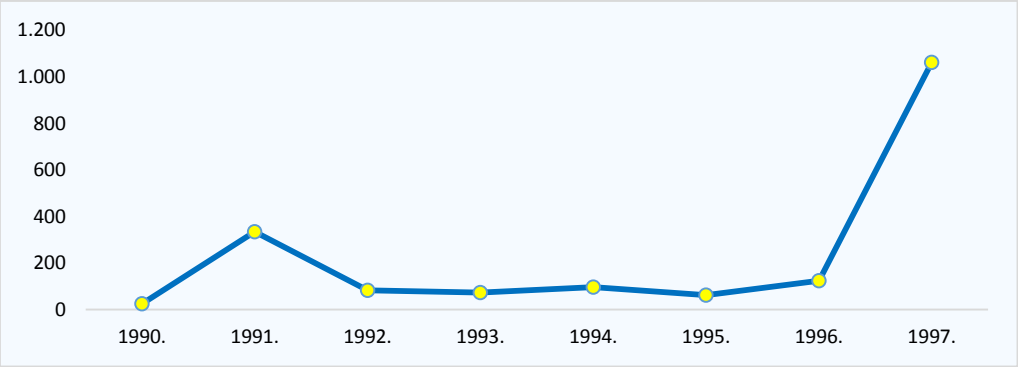
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Графички приказ број 49: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Бугарској



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Графички приказ број 50: Просјечна годишња стопа инфлације у Бугарској, 1990 -1997. година

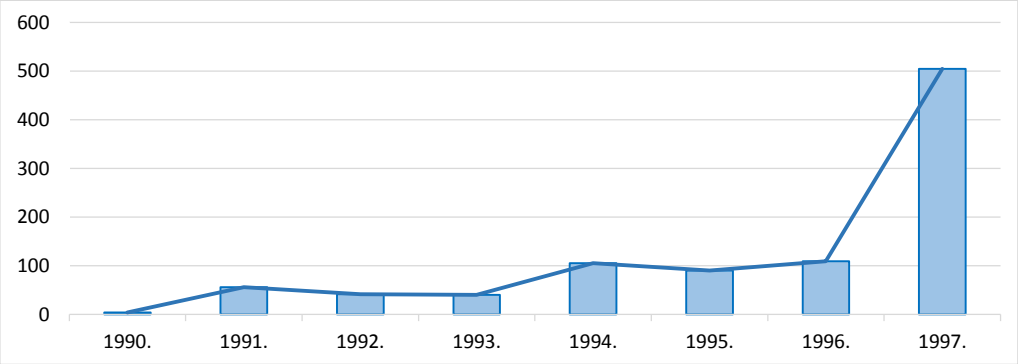


Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

На постојање дубоке унутрашње неравнотеже, узроковане започетим процесом либерализације цијена и трговине те губитком тржишта у земљама чланицама бившег СЕВ-а, указује и кретање стопе инфлације која је са 24% 1990. порасла на 333% 1991. године, с тим да се у периоду 1992-1997. године кретала у интервалу од 62 до 1.061% колико је забиљежено 1997. године (графички приказ број 50).

Истовремено, вишегодишњим неповољним макроекономским кретањима значајно је доприносила политичка нестабилност која је утицала на спорост у постизању консензуса о циљевима економске реформе, а тиме и на спорост у спровођењу реформи на реалном сектору економије, које би у околностима отварања националног тржишта, развојем приватног сектора, водиле јачању конкурентности бугарске привреде. Кашњење у провођењу структурних реформи, у комбинацији са политичком нестабилношћу и лошим макроекономским перформансама, негативно је утицало на прилив капитала из иностранства, посебно у облику страних директних инвестиција, неопходног за оживљавање привреде и њену модернизацију, прије свега, кроз увођење нових технологија и управљачких знања, укључујући и промјене на тржишту рада. На графичком приказу број 51 јасно се види да је током 1990-1996. године прилив страних директних инвестиција, као индикатор достигнутог нивоа структурних реформи, био јако скроман, свега 64 милиона USD просјечно годишње или 0,7% БДП.

Графички приказ број 51: Стране директне инвестиције у Бугарској (нето прилив), мил. USD, 1990-1997. година

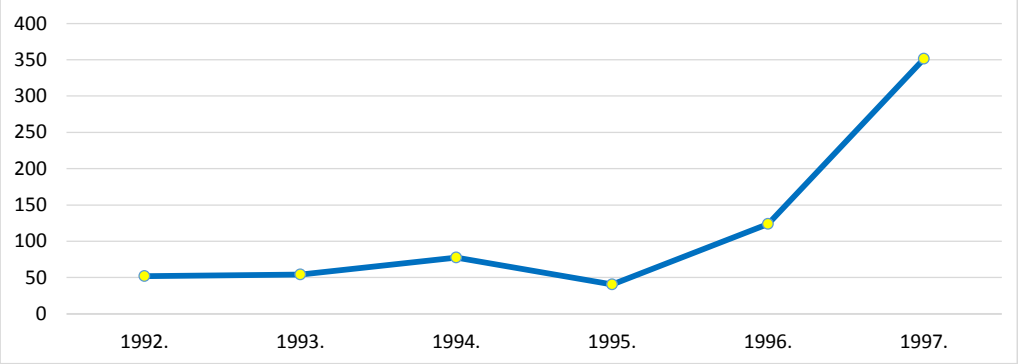


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Специфичност Бугарске, у почетном периоду транзиције, огледала се у томе да је имала неколико неуспјелих покушаја да се спроведе политика макроекономске стабилизације. Један од разлога неуспјеха лежи у недовољној монетарној дисциплини, као кључног захтјева процеса дезинфлације и укупне стабилизације. На то указују високе стопе раста новчане масе (М2) које су се током 1991-1997. године кретале од 40% до чак 352%, што је имало негативно дејство на убрзање инфлације (графички

приказ број 52). Посебно снажан раст понуде новца забиљежен је 1996. и 1997. године са стопама раста новчане масе М3 од 124 и 352%, респективно.

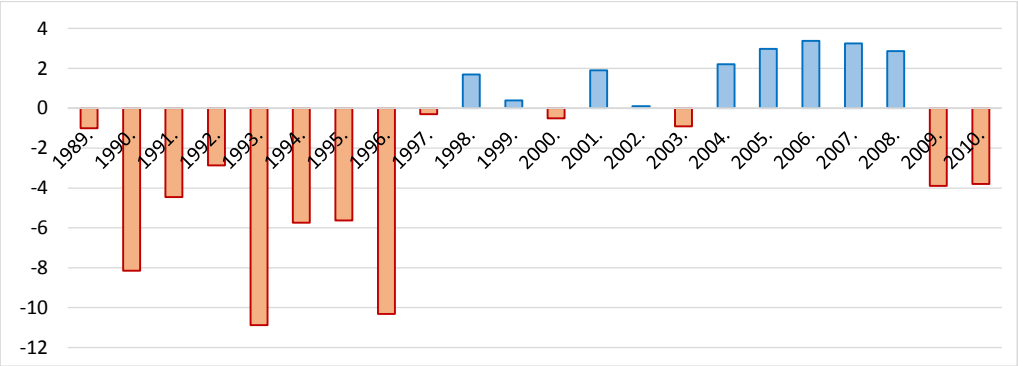
Графички приказ број 52: Стопа раста новчане масе М3 у Бугарској, годишњи раст (%), 1992-1997. година



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Централна банка је наставила са финансирањем буџетског дефицита из примарне емисије новца и одобравањем кредита за ликвидност као подршка све слабијем банкарском сектору. Због кашњења у спровођењу структурних реформи, а прије свега, непровођења приватизације предузећа (са којима држава лоше управља) те пада привредне активности, који је посљедично смањио јавне приходе, и депресијације лева према долару, што је повећало терет спољног дуга, Бугарска је била притиснута високим буџетским дефицитом, који је, крећући се у распону од 6 до 11% БДП-а, у великој мјери био монетизован (графички приказ број 53).

Графички приказ број 53: Биланс опште државе, % БДП

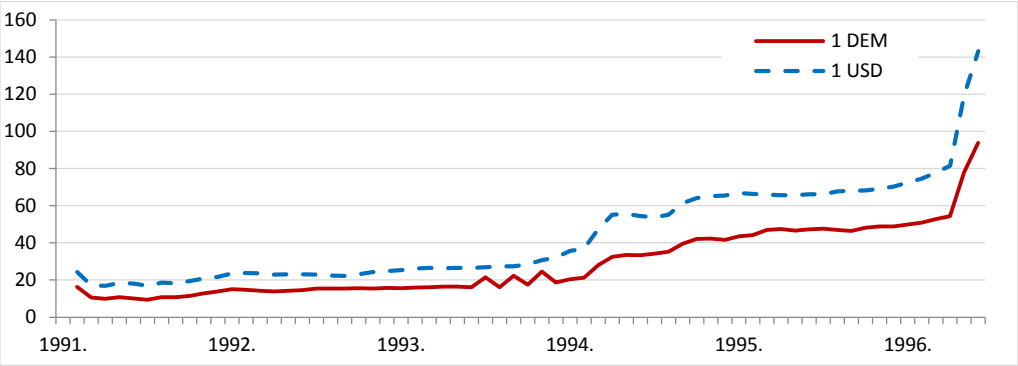


Извор: Обрада аутора на основу података ЕБРД (2011).

Приблем буџетског дефицита покушавао се ријешити задуживањем код Централне банке, што је имало негативан утицај на раст инфлационих очекивања и депресијацију лева. Недосљедна примјена рестриктивне монетарне политике и посљедично висока стопа инфлације током дужег периода, праћена слабљењем повјерења у домаћу валуту и повећањем тражње за страном валутом, главни су разлози континуиране депресијације номиналног девизног курса током 1991-1997. године, уз два изразито снажна скока 1994. и 1996. године. Номинални девизни курс који се 1991. године, уз

одређене интервеције централне банке, кретао у интервалу од 8,6 до 14,6 лева за њемачку марку, у фебруару 1997. године, под утицајем инфлационе и банкарске кризе, достигао је врх од 1.758 лева за њемачку марку (графички приказ број 54).

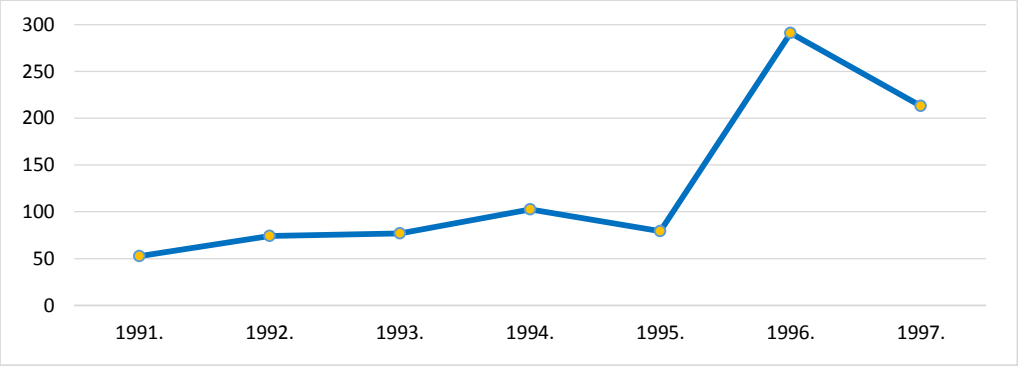
Графички приказ број 54: Номинални курс лева према њемачкој марки и америчком долару, 1991-1996. година



Извор: Обрада аутора на основу података BNB.

У коначном, експанзивна монетарна политика, изазивањем хиперинфлације и снажне депресијације лева, довела је до губитка повјерења становништва у монетарну власт. Висока инфлација, између осталог, проузрокована великом количином новца у оптицају, као посљедица монетизације буџетског дефицита тј. његовог покрића из примарне емисије новца, али и неповјерење банака у привреду због велике неликвидности и слабе конкурентности, имало је негативан ефекат на раст каматних стопа, посљедично на инвестициону активност. Кредитна каматна стопа је током 1991-1997. године била 120% просјечно годишње, а у јеку кризе 1996. године и изнад 290% (графички приказ број 55).

Графички приказ број 55: Кредитна каматна стопа у Бугарској, 1991-1997. година



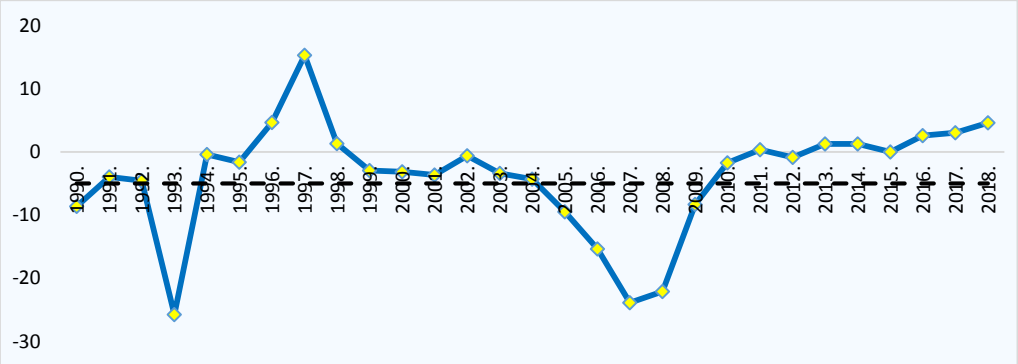
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2016).

Недостатак финансијске дисциплине уско је повезан са изабраним режимом девизног курса. За разлику од многих земаља у транзицији, иако суочена са високом инфлацијом, Бугарска програм макроекономске стабилизације није могла заснивати на девизном курсу као номиналном „сидру“ који би, кроз наметање строгих правила понашања монетарне власти, обезбиједио већи ниво дисциплине, а тиме и подршку

процесу дезинфлације. Reinhart & Rogoff (2002) истичу да је Бугарска, због недовољног нивоа девизних резерви неопходних за одржавање паритета, била принуђена на формално усвајање независно флуктуирајућег режима девизног курса, који је уз нетранспарентну монетарну стратегију био у примјени до 1997. године.

На спољном плану са графичког приказа број 56 може се запазити да је усљед, прво, снажног пада извозне активности, изазваног губитком тржиша земаља чланица СЕВ-а, а потом и бржег раста увоза од извоза, дефицит текућег рачуна 1993. године достигао свој највећи износ од 26% БДП-а. Иако је током 1994-1997. године дефицит текућег рачуна показивао тенденцију смањења и постепеног преласка у суфицит, а имајући у виду да је реални курс лева углавном био прецијењен, кратки периоди реалне депресијације (1994. и 1996. године) нису могли имати значајан утицај на побољшање конкурентности бугарске извозне привреде и посљедично на побољшање стања текућег рачуна. Наиме, усљед кашњења у спровођењу структурних реформи, изостали су снажнији новчани приливи из иностранства и јача кредитна активност банака којом би био финансиран раст домаће потрошње, а тиме и раст потрошње робе из увоза. Истовремено, снажан раст цијена и номиналног девизног курса негативно је утицало на реалну куповну моћ становништва и ниво домаће потрошње. Тако, низак ниво личне и инвестиционе потрошње значио је и ниску потрошњу увозних производа, што се позитивно одражавало на салдо спољнотрговинског биланса, а тиме и на салдо текућег рачуна платног биланса.

Графички приказ број 56: Салдо текућег рачуна у Бугарској, % БДП



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

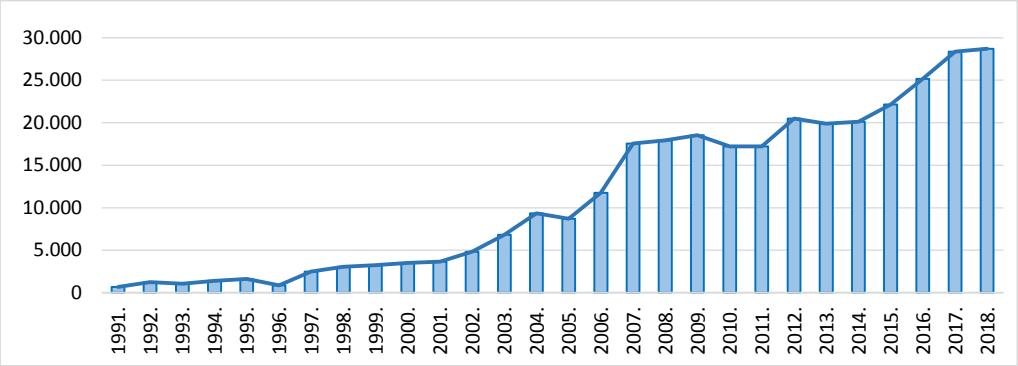
Током 1994-1997. године, усљед ниске куповне моћи становништва и привреде, раст увоза робе и услуга био је четири пута спорији од раста извоза, што је доприносило смањењу дефицита и постепеном преласку у зону суфицита у текућем рачуну платног биланса, тако да је 1997. године износио 15% БДП-а.

Као резултат политичке нестабилности и одложених структурних реформи те недостатка финансијске дисциплине, Бугарска је, послије неколико неуспјешних

покушаја да спроведе политику стабилизације, ушла у још дубљу економску кризу, која је свој врхунац достигла крајем 1996. и почетком 1997. године. Са претходних графичких приказа може се јасно видјети да је бугарску економију, све до 1997. године, карактерисала хиперинфлација, пад реалног БДП-а и растућа стопа незапослености, високе каматне стопе, снажна номинална депресијација националне валуте, низак прилив иностраног капитала.

Усљед недовољног прилива иностраног капитала, слабе производње и извоза, као посљедица политичке нестабилности и спорих структурних реформи, те повремених интервенција Централне банке на девизном тржишту, да би спријечила значајније флуктуације девизног курса Бугарску је, све до 1996. године, карактерисао и низак ниво девизних резерви које су се кретале у распону од 0,7 до 1,7 милијарди USD (графички приказ број 57).

Графички приказ број 57: Девизне резерве (укључујући злато) у Бугарској, мил. USD



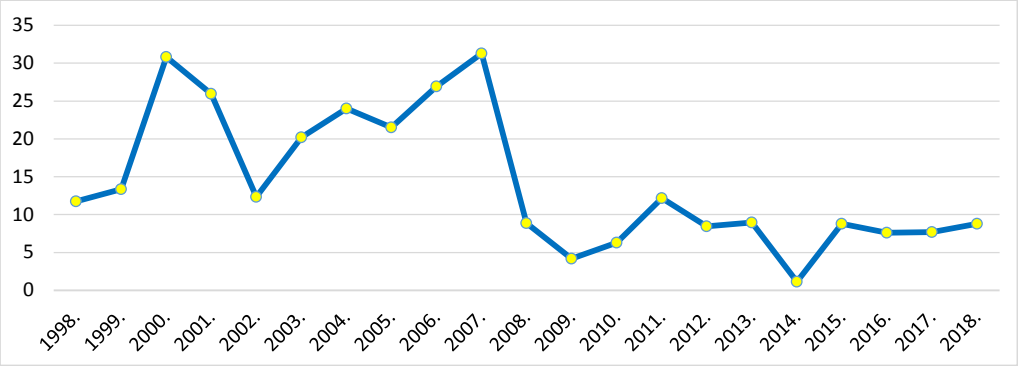
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Изразито негативна макроекономска кретања, у амбијенту политичке нестабилности, приморала су Бугарску да, упркос ниском нивоу девизних резерви Централне банке, али уз подршку Међународног монетарног фонда, изврши монетарну реформу која је подразумијевала усвајање режима фиксног девизног курса у форми валутног одбора, уведеног јула 1997. године. У циљу доприноса већој интеграцији са ЕУ, установљен је фиксни курс лева према њемачкој марки у односу 1000:1, а увођењем евра курс је преиначен у 1,95583 лева за 1 евро.

Преласком на режим валутног одбора, Бугарска је фактички, креирањем новца искључиво у складу са девизним приливом те немогућност одобравања кредита у корист државе за финансирање буџетског дефицита, као значајног узрочника инфлације, започела процес демонетизације тј. повлачења вишка ликвидности из привреде. Стопа раста понуде новца, изражена агрегатом М3, са рекордних 352%,

1997. године, већ наредне године оборена је на 12%, те је у периоду од 1999. до 2008. године износила око 22%, просјечно годишње (графички приказ број 58).

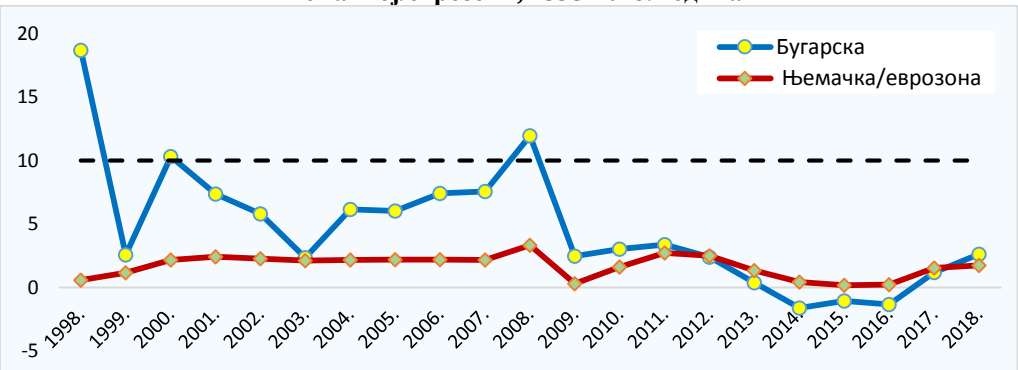
Графички приказ број 58: Стопа раста новчане масе М3 у Бугарској, годишњи раст (%), 1998-2018. година



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

У исто вријеме, усљед смањења макроекономског ризика, кредитна каматна стопа је са 213% 1997. године оборена на 14% 1998. године, што је је олакшавало спровођење структурних реформи те унаприједило инвестициону климу (графички приказ број 61). Такође, са ограничавањем раста понуде новца, строга правила понашања монетраних власти, наметнута увођењем валутног одбора, водила су успостављању фискалне дисциплине. Већ 1997. године фискални дефицит је био свега 0,3% БДП-а, те је у периоду од 1998. до 2008. године, салдо консолидованог биланса свега три пута (1997, 2000. и 2003. године) био негативан, с тим да ниједном није прелазио 1% БДП-а (графички приказ број 53).

Графички приказ број 59: Просјечна годишња стопа инфлације у Бугарској и Њемачкој/еврозони, 1998-2018. година



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

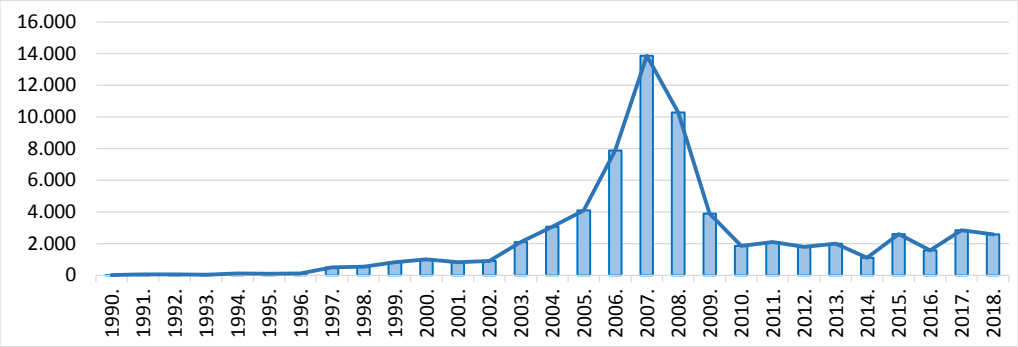
Аранжман валутног одбора, путем ефеката на повећање финансијске дисциплине и кредибилитета програма стабилизације, допринио је да се у релативно кратком периоду оствари снажан стабилизујући ефекат. Годишња инфлација смањена је на 19% 1998. године и испод 3% 1999. године. Након тога, Бугарска је свега два пута

забиљежила двоцифрену стопу раста цијена и то 2000. и 2008. године, када је била 10% и 12%, респективно (графички приказ број 59).

Осим монетарне стабилности као важног предуслова за оживљавање привреде, увођењем валутног одбора направљен је значајан корак ка либерализацији токова капитала, што је од посебне важности у околностима недостатка расположивих средстава за инвестирање у привреду. У цјелини посматрано, увођењем режима валутног одбора, створена је клима за унапређење структурних реформи, а тиме и повећање инвестиција и опоравак привреде.

Паралелно са растом кредибилитета макроекономске политике, заснованог на монетарној и фискалној дисциплини, у комбинацији са унапређењем структурних реформи привреде (јачањем процеса приватизације), усљед гарантоване валутне конвертибилности на основи фиксног девизног курса, Бугарска је све више постајала привлачна за иностране инвеститоре. Дугим ријечима, увођењем валутног одбора и уклањањем баријера финансијским токовима, услиједио је прилив иностраног капитала (графички приказ број 60).

Графички приказ број 60: Стране директне инвестиције у Бугарској (нето прилив), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

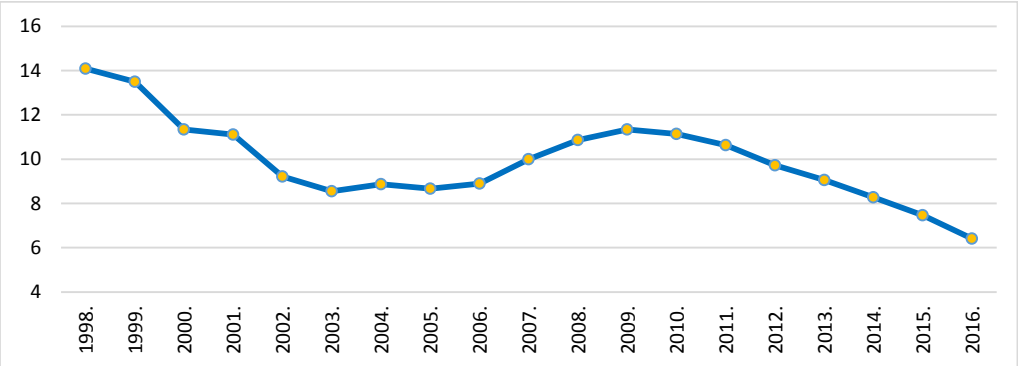
Стране директне инвестиције, у периоду 1997-2009. године, остварене су у износу већем од 50 милијарди USD или више од 11% БДП-а просјечно годишње. Посебно снажан прилив страних директних инвестиција, у кумулативном износу од 32 милијарде USD, остварен је током 2006-2008. године, што је, и у случају Бугарске, потврдило да приступ тржишту ЕУ представља један од значајних фактора привлачења овог облика иностраног капитала.

Прилив капитала из иностранства, али и враћање повјерења у домаћу валуту, подржано увођењем валутног одбора, утицали су на убрзану акумулацију девизних резерви које су са 860 милиона USD 1996. године порасле на 3 милијарде USD 1998. године и скоро 18 милијарди USD непосредно пред појаву рецесије у Бугарској (графички приказ број 57). Посљедично, то је водило расту новчане масе па је, у

периоду од 1999. до 2008. године, понуда новца, заснована на приливу иностраног капитала, и девизним приливима у цјелини, процесом тржишне ремонетизације привреде, расла по стопи од 22%, просјечно годишње. Раст новчане масе, у амбијенту у којем је инфлација стављена под контролу, а ризик промјене девизног курса готово елиминисан, позитивно је утицао на кретање кредитне каматне стопе.

Након снажног обарања 1998. године, каматна стопа је наставила постепено да опада па је 2003. године сведена на износ од 8,5%, али се на нивоу од око 9% задржала током 2004-2006. године, односно до уласка Бугарске у ЕУ, што је доприносило унапређењу инвестиционе климе (графички прказ број 61). Стране директне инвестиције, односно њихов растући прилив биле су главни покретачки фактор релативно високих стопа привредног раста. Након успоравања привредне активности под утицајем руске криза 1998. године, с обзиром на блиске економске везе између Бугарске и Русије, стопе раста реалног БДП-а, у периоду 2000-2008. године, кретале су се између 4 и 8%. Посљедично, стопа незапослености је од 2002. године била у постепеном паду, тако да се у периоду 2007-2009. година кретала између 6 и 7%. Свакако, позитивним кретањима на реалном сектору економије, порастом инвестиционог повјерења, допринијело је приближавање, а потом и улазак Бугарске у ЕУ 2007. године, што је додатно подстакло прилив страних директних инвестиција.

Графички приказ број 61: Кредитна каматна стопа у Бугарској, 1999-2016. година

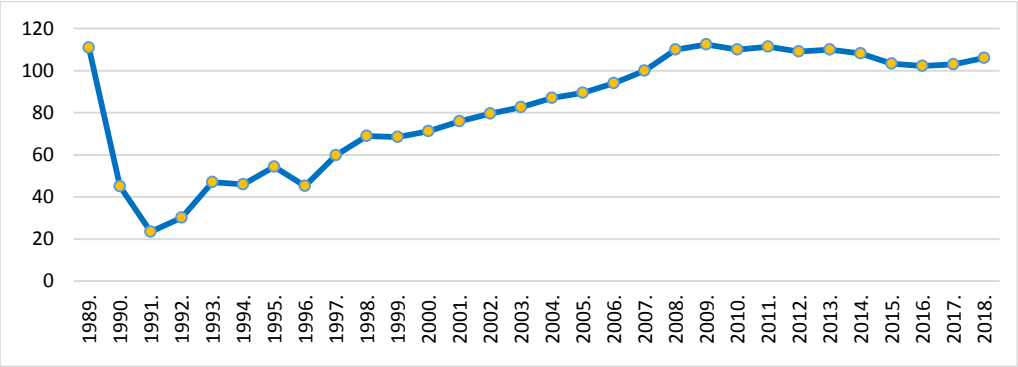


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2016).

Примјер Бугарске показује да, у економским и политичким околностима које су је карактерисале крајем 1996. и почетком 1997. године, увођење валутног одбора, представља ефикасан начин за постизање монетарне стабилности као важног фактора привредног просперитета. Другим ријечима, искуство Бугарске је илустровало ефикасност валутног одбора у обнављању унутрашње макроекономске стабилности у кратком року. Међутим, снажан прилив капитала, који је услиједио након 1999. године, а нарочито од 2003. године, као посљедица монетарне стабилизације и структурних реформи, стварао је притисак на раст инфлације. Стопа инфлације, након

обарања на 2% 2003. године, показивала је убрзани раст па је 2008. године достигла износ од 12%. Другим ријечима, прилив капитала био је један од главних узрока удаљавања стопе инфлације у Буграској од инфлације у еврозони. Посљедично, у аранжману валутног одбора, то је водило апресијацији реалног девизног курса, што је угрожавало конкурентност бугарске привреде и њену извозну активност. На графичком приказу број 62 запажа се да је, током 1997-2009. године, индекс реалног ефективног девизног курса лева имао узлазни тренд, што указује на перманентно погоршање конкурентности бугарске привреде. Практично, проблем апресијације реалног девизног курса, усљед све веће отворености привреде, утицао је на погоршање дефицита текућег рачуна платног биланса, па је земља, из релативно ниског дефицита током 1998-2004. године, ушла у зону изразито високог дефицита који се током 2007-2008. године кретао између 22 и 24% БДП-а.

Графички приказ број 62: Индекс реалног ефективног девизног курса лева, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Континуирана апресијација реалног курса бугарског лева и висок дефицит текућег рачуна намећу питање конкурентности бугарске извозне привреде, имајући у виду да је током 2001-2008. године раст увоза надмашио раст извоза и то 15% према 10%, просјечно годишње. С обзиром на примјену режима валутног одбора, побољшање конкурентности бугарске привреде захтијевало је да стопа инфлације добије силазну путању тј. њену убрзану конвергенцију ка инфлацији у еврозони.

Свјетска економска и финансијска криза зауставила је позитивне трендове (на унутрашњем плану) из претходних година и смањењем прилива капитала и извозне тражње, изазвала је једногодишњу рецесију 2009. године, када је забиљежен пад реалног БДП-а од -4%. Међутим, већ је 2010. године, усљед благог опоравка свјетске привреде, дошло до скромног опоравка и бугарске привреде од 0,1%. Нови, други талас кризе, који је погодио земље еврозоне 2012. и 2013. године, усљед зависности од тражње са тржишта тих земаља и прилива капитала, значајно је успорио опоравак бугарске привреде, па је реални БДП растао по просјечној годишњој стопи мањој од

1% током 2010-2014. године. Успорен, на моменте пригушен раст привредне активности, негативно се одразио на запосленост па се стопа незапослености, у посткризном периоду, кретала између 10 и 13%.

Под утицајем глобалне кризе, очување стабилност девизног курса је за посљедицу имало трошење девизних резерви и смањење количине новца у оптицају, па су рецесиони процеси праћени дефлационим притисцима. Усљед смањења новчаних прилива из иностранства, проузрокованог глобалном кризом, дошло је до значајног смањења стопе раста понуде новца (М3) која је, у периоду од 2008. до 2018. године, била око 8%, просјечно годишње. Ограничење раста понуде домаћег новца вршило је притисак на успоравање стопе инфлације и њен прелазак у дефлацију (2014-2016). У амбијенту пузајуће инфлације, а потом и благе дефлације, те вишегодишњег континуираног пада кредитне каматне стопе Бугарска је, у посљедње четири године (2015-2018), остварила релативно задовољавајуће макроекономске перформансе: реални БДП је растао по просјечној годишњој стопи од 3,6%, стопа незапослености са 9% (2015) смањена је на 5% (2018), салдо текућег рачуна је показивао растући суфицит па је на крају посматраног периода износио око 5% БДП-а, а девизне резерве Централне банке су на крају 2018. године, упркос паду прилива капитала и извоза, узрокованог свјетском кризом, а потом и кризом еврозоне, достигле врх од скоро 29 милијарди USD.

3.2.1.5. Сјеверна Македонија

Проглашење независности Сјеверне Македоније[29], септембра 1991. године, праћено прекидом робних токова са другим републикама бивше Југославије, извршено је у околностима значајних економских поремећаја, започетих још у оквиру заједничке државе. Према подацима Transition Report (1999), осим високе инфлације, која је достизала троцифрене износе, Сјеверне Македонија је током 1990. и 1991. године доживјела значајан пад БДП-а од -10%, односно -6%, респективно. Пад привредне активности праћен је растом незапослености која је и прије проглашења независности била на релативно високом нивоу од 18%. Дефицит у текућем рачуну платног биланса, са учешћем у БДП од 9 и 5% 1990. и 1991. године, респективно, указује на озбиљност поремећаја и на спољном плану (графички приказ број 73).

Тек увођењем националне валуте – денара, априла 1992. године, монетарна власт је била у могућности да креира и спроводи сопствену монетарну политику, имајући у

[29]Међународно признате под именом *Бивша Југословенска Република Македонија*. Почетком 2019. године мијења назив у Република Сјеверна Македонија.

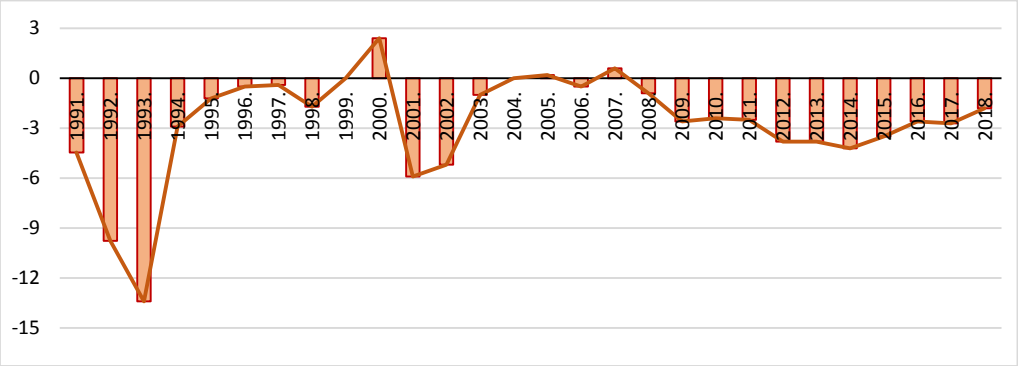
виду да је Сјеверна Македонија одређено вријеме, након проглашења независности, била дио монетарног система бивше Југославије. Да би се у неповољним економским околностима национална валута заштитила од инфлационих удара и обезбиједио њен кредибилитет (повјерење), увођење денара праћено је програмом макроекономске стабилизације. Међутим, усљед ниског нивоа девизних резерви и ишчекивања признања међународне заједнице, посљедично изостанка финансијске подршке Међународног монетарног фонда, монетарна власт је одлучила да програм стабилизације, заснива на монетарном агрегату М1, као посредном циљу монетарне политике, путем којег ће вршити утицај на понашање реалног сектора и постизање крајњег циља - обуздавања инфлације и њено стављање под контролу.

Упркос програму стабилизације, негативни трендови из претходних година настављени су и током 1992-1993. године. Иако је раст цијена, након снажног скока 1992. године, када је стопа инфлације достигла врх од 1.664%, успорен, инфлација од 339% још увијек је била троцифрена. Реални БДП је наставио да опада и то по стопама од -7 и -7,5%, а стопа незапослености је убрзала раст па је достигла износ од 28% (Transition Report, 1999)

Наставак веома неповољних макроекономских кретања јасно указује на неуспјех покушаја да се спроведе политика макроекономске стабилизације заснована искључиво на контроли новчане масе и кредита. Уз политичку нестабилност и негативне спољне шокове - ембарго УН против Југославије и грчка блокада границе, као значајних извора поремећаја македонске привреде, лабава монетарна политика означена је као значајан извор инфлационих притисака, односно као један од разлога неуспјеха програма макроекономске стабилизације. Супротно објављеној антиинфлационој политици, високе стопе раста новчане масе М2, које су према подацима Народне банке Сјеверне Македоније 1993. године биле око 4,5 пута веће него 1992. године, указују на то да је монетарна политика, и упркос наглашене потребе стабилизације цијена, и даље била експанзивна. Наиме, у околностима осамостаљења, праћеног падом привредне активности који је довео до смањења јавних прихода, усљед спорости у спровођењу структурних реформи и изостанка спољне финансијске подршке те релативно честих девалвација денара, Македонија је била оптерећена високим буџетским дефицитом (графички приказ број 63). Током 1991-1993. године буџетски дефицит је показивао растуће учешће у БДП-у па је са -4% 1991. године порастао на -10% 1992, односно на -13% 1993. године, што је имало негативно дејство на раст инфлације. Како су растући буџетски расходи само дијелом финансирани из

јавних прихода, економске власти су проблем високог буџетског дефицита покушавале ријешити његовом монетизацијом (штампањем новца). Таква, лабава монетарна политика имала је негативно дејство на инфлациона очекивања, посљедично на инфлацију.

Графички приказ број 63: Буџетски биланс (централни буџет и фондови) Сјеверне Македоније, % БДП



Извор: Обрада аутора на основу података ЕБРД (2011) и НБМ (2019).

Експанзивна монетарна политика вршила је перманентан притисак на раст девизног курса македонског денара, што је водило паду повјерења у монетарну власт. Априла 1992. године девизни курс денара је фиксиран на нивоу од 360 денара за једну њемачку марку, да би већ октобра била извршена девалвација денара од 40%. Децембра 1992. године, услиједила је још једна девалвација од 30%, а денару је било дозвољено да флуктуира ±10% у односу на SDR корпу валута. Слабљење денара настављено је маја 1993. године када је прелазак на режим флексибилног девизног курса (уз могућност употребе интервенција на девизном тржишту) праћен депресијацијом денара од 62% у односу на њемачку марку (Најдовски, 2017). Такође, 1993. године, под притиском дуготрајне и јаке инфлације замијењена је стара обезвријеђена валута новом валутом по курсу 100:1 (нови денар је имао вриједност 100 старих денара).

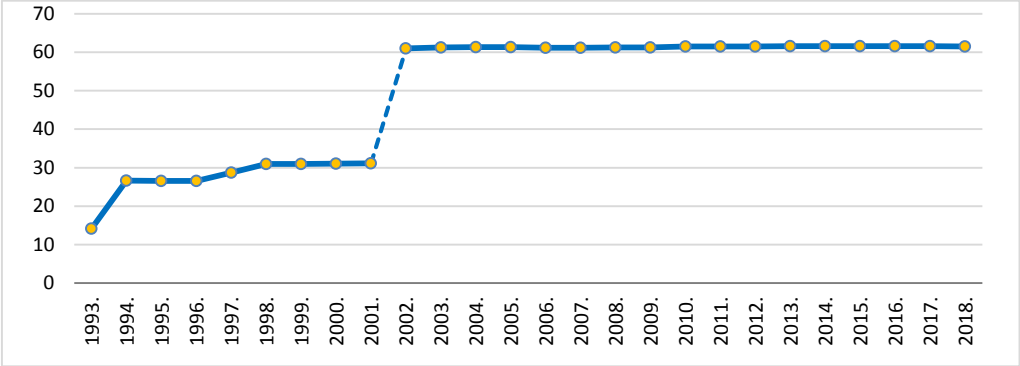
Заустављање (хипер)инфлације и њено гушење ради стварања неопходних претпоставки за наставак тржишно-оријентисаних процеса структурних реформи те оживљавање привреде захтијевали су наметање чврсте финансијске дисциплине. У том контексту, а имајући у виду да је лабава монетарна политика већ означена као значајан извор инфлационих притисака у претходном периоду, јануара 1994. године, уз подршку Међународног монетарног фонда, Сјеверна Македонија, као мала, отворена и високо увозно зависна привреда, уводи нови програм стабилизације. Дугорочни циљ програма стабилизације је био да се путем успостављања и одржавања стабилности цијена, обезбиједи повољно макроекономско окружење које би, у

комбинацији са унапређењем процеса структурних реформи, прије свега, приватизацијом предузећа, резултирало привлачењем страних директних инвестиција, као кључног фактора у преносу знања и технологије, повећању продуктивност и конкурентности с крајњим позитивним дејством на привредни раст.

Нови програм стабилизације је подразумијевао наставак формалног таргетирања монетарног агрегата М1, али у комбинацији са имплицитним таргетирањем девизног курса (Petrevski, 2005). Октобра 1995. године Народна банка Сјеверне Македоније званично прелази на девизни курс као посредни циљ монетарне политике тј. на стратегију таргетирања номиналног девизног курса у односу на њемачку марку, дозвољавајући мање осцилације тржишног курса. Практично то значи да је монетарна власт Македоније, октобра 1995. године, и формално прешла на режим фиксног девизног курса у конвенционалном облику, као основе за креирање и спровођење антиинфлационе макроекономске политике и формирање инфлационих очекивања, који је и данас у примјени.

У намјери да у одређеној мјери допринесе јачању цјеновне конкурентности извозног сектора, увођење фиксног девизног курса, као номиналног „сидра“ монетарне и укупне макроекономске политике, праћено је значајном депресијацијом денара. Нови однос денара према њемачкој марки пројектован је на ниво од 27 денара за њемачку марку. Тиме је денар, у односу на њемачку марку, ослабио за 47%, имајући у виду да је просјечан годишњи курс денара 1993 године износио 14,2 денара за њемачку марку (графички приказ број 64).

Графички приказ број 64: Номинални курс македонског денара према њемачкој марки/евру

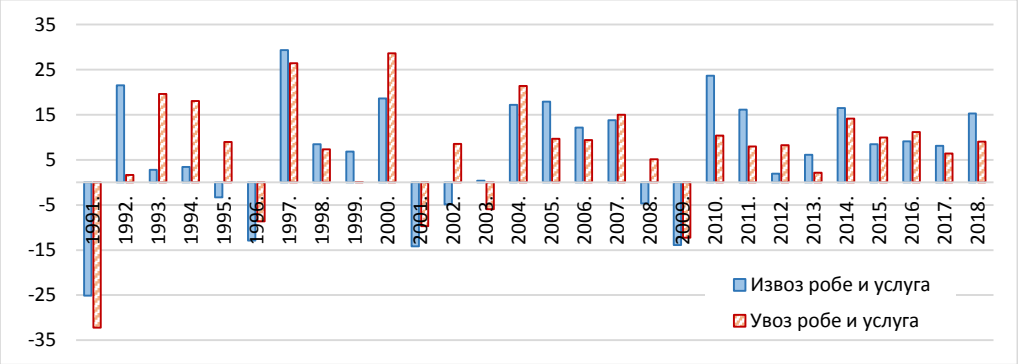


Извор: Обрада аутора на основу података НБМ (2019).

Честим интервенцијама на девизном тржишту монетарна власт је успјела да, уз мање осцилације, задржи девизни курс на циљаном нивоу од 27 денара за њемачку марку све до јула 1997. године, када је денар девалвирао за 13%. На тај начин је само дијелом ублажена прецијењеност денара која је према процјенама износила око 30%. Наиме, у

околностима неповољних спољнотрговинских кретања, нарочито током 1995-1996. године, када је забиљежена контракција извозне активности од 16% (графички приказ број 65) вршени су притисци на монетарну власт да, у циљу подршке конкурентности извозном сектору, девалвира денар.

Графички приказ број 65: Стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Сјеверној Македонији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

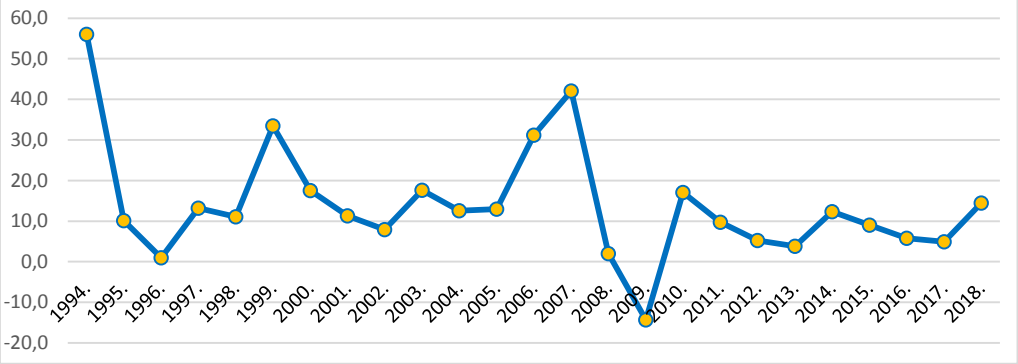
Примјену фиксног девизног кураса, као главног цјеновног параметра, пратила је одговарајућа, неинфлациона монетарна и фискална политика. У циљу очувања стабилности девизног курса те заштите реалне економије од могућих негативних посљедица нагле монетарне контракције[30], програм стабилизације је осмишљен тако да монетарни раст постепено опада. Другим ријечима, у циљу повлачења вишка ликвидности из привреде, у прво вријеме, пројектовано је успоравање раста понуде новца. На то указује кретање стопе раста новчане маса М2 која је са 56%, колико је била 1994. године, прво смањена на 10% 1995, а потом на свега 1% 1996. године (графички приказ број 66). Контрола раста количине домаћег новца праћена је успостављањем фискалне дисциплине, као једног од највећих изазова програма стабилизације. Мјере предузете са циљем смањења јавних трошкова и повећања јавних прихода, укључујући реформу пореског система, у комбинацији са неинфлационом монетарном политиком, већ 1994. године за резултат су имале пад буџетског дефицита на 2,7% БДП-а. На основу графичког приказа број 63 јасно се уочава да се фискална дисциплина, посматрана са аспекта критерија конвергенције[31] (критерија из Maastrichta), наставила све до 2011. године, са изузетком 2001-2002. године када су буџетски издаци значајно повећани због оружаног сукоба у земљи. Након тога, током 2012-2015. године буџетски дефицит пробија границу од 3% БДП-

[30]Више видјети у Calvo & Végh (1999), For the empirical regularities associated with money-based stabilisation programmes.

[31]Дефицит буџета опште државе: удио буџетског дефицита опште државе у бруто домаћем производу (БДП) не смије прелазити 3% на крају претходне финансијске године. Ако није тако, допушта се да дефицит привремено буде изнад (али још увијек близу) нивоа од 3%.

а, али не и значајно имајући у виду да је у том периоду његова највиша вриједност била 4,2% БДП-а. Од 2016. године, са вриједностима које су се кретале у интервалу од 1,8 до 2,7% БДП-а, буџетски дефицит се поново налазио испод нивоа од 3% БДП.

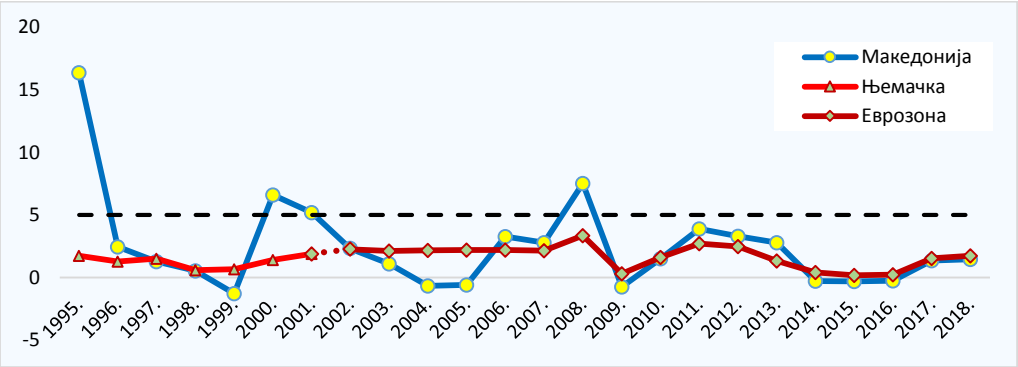
Графички приказ број 66: Стопа раста новчане масе М2 у Сјеверној Македонији



Извор: Обрада аутора на основу података НБМ (2019).

У прво вријеме, политика успоравања раста понуде новца, праћена фискалном стабилизацијом, дјеловала је у правцу смањења инфлационих очекивања и заустављања хиперинфлације. У цјелини посматрано, кретање стопе инфлације, илустровано на графичком приказу број 67, указује на то да је везивање денара за њемачку марку, заједно са другим инструментима монетарне политике који су били усмјерени, прије свега, на повлачење и стерилизацију вишка ликвидности из привреде, донијело очекивану стабилност - пад стопе инфлације и њено задржавање на релативно ниском нивоу.

Графички приказ број 67: Просјечна годишња стопа инфлације у Сјеверној Македонији



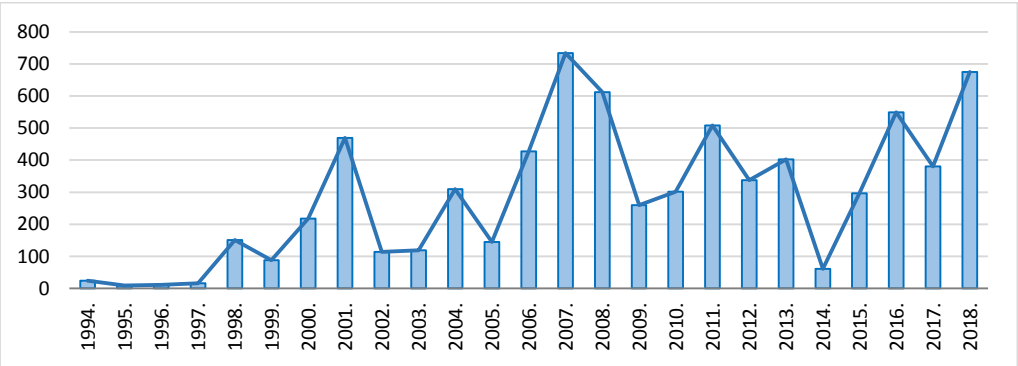
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Стопа инфлације са 127% 1994. године оборена је на 16% 1995. године те се испод нивоа од 3% задржала током 1996-1999. године. До краја посматраног периода Сјеверна Македонија је свега два пута забиљежила инфлацију већу од 5%. Први пут 2000. године када је убрзање инфлације од 6,6% генерисано увођењем пореза на додату вриједност од 19%. Други пут 2008. године када је инфлација, под притиском растуће привредне активности, подржане појачаним приливом иностраног капитала

те раста цијене нафте на свјетском тржишту достигла ниво од 7,5%. На графичком приказу број 67 запажа се да су релативно честе епизоде благе дефлације, забиљежене 1999, 2004, 2005, 2009. и током 2014-2016. године, једна од карактеристика кретања цијена у Сјеверној Македонији. Генерално посматрано, стопа инфлације која је, у периоду од 1996. до 2018. године, била мање од 2%, просјечно годишње, може се оцијенити као задовољавајућа перформанса.

Успостављањем и одржавањем стабилности цијена и девизног курса створени су повољни макроекономски услови за убрзање процеса структурних реформи и привлачење иностраног капитала, прије свега, приватизацијом предузећа, страних директних инвестиција. Иако је било замишљено да инострана улагања буду један од стубова на којем ће се заснивати процес транзиције македонске привреде, прилив страних директних инвестиција, посебно у првих петнаестак година од стицања независности, није био у складу са очекивањима нити је дао очекиване резултате. Упркос монетарној стабилизацији, пореској реформи те образованој и јефтиној радној снази и отвореном спољнотрговинском режиму, Сјеверна Македонија, прије свега, због нестабилне безбједносне и политичке ситуације те слабе и недовољне инфраструктуре и малог тржишта, дужи период није била привлачна за инострани капитал, као фактор који може да генерише одржив привредни раст (Нефовски, 2007). Током 1994-2005. године, кумулативни прилив страних директних инвестиција био је 1,7 милијарди USD, што је износ који су неке транзиционе земље остварилe у току једне године (графички приказ број 68).

Графички приказ број 68: Стране директне инвестиције у Сјеверној Македонији (нето прилив), мил. USD



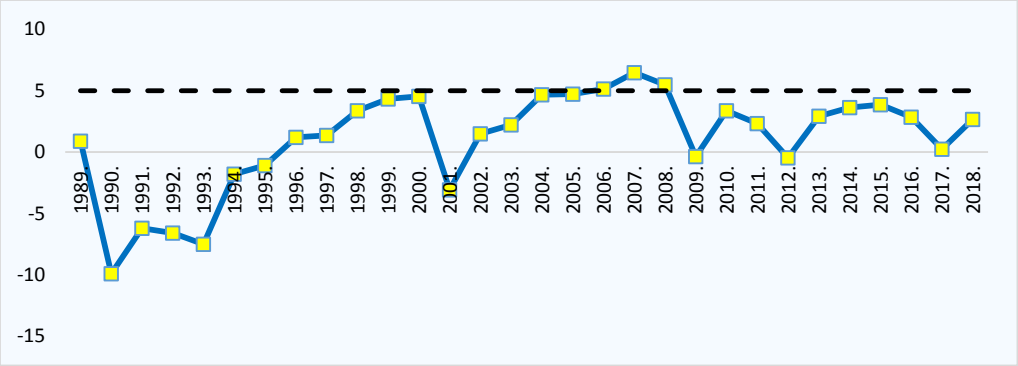
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Поређења ради, у истом периоду, прилив страних директних инвестиција у балтичке земље био је 3 пута већи у односу на њихов прилив у Сјеверну Македонију. Тек са јачањем процеса интеграција у ЕУ, добијањем статуса кандидата 2005. године, што је подразумијевало спровођење дубљих структурних реформи у циљу стварања

функционалније тржишне привреде, услиједио је појачан прилив страних директних инвестиција које су током 2006-2008. године остварене у кумулативном износу од 1,8 милијарди USD.

Слаб прилив иностраног капитала, у првих десетак година примјене фиксног девизног курса, имао је своју рефлексију на темпо опоравка македонске привреде. Почетни знаци оживљавања привреде су били видљиви тек двије године након увођења програма стабилизације, 1996. године, када је Сјеверна Македонија први пут од почетка транзиције остварила позитиван раст реалног БДП-а од 1% (графички приказ број 69). На тај начин прекинут је шестогодишњи период континуираног пада привредне активности.

Графички приказ број 69: Стопа раста БДП-а у Сјеверној Македонији



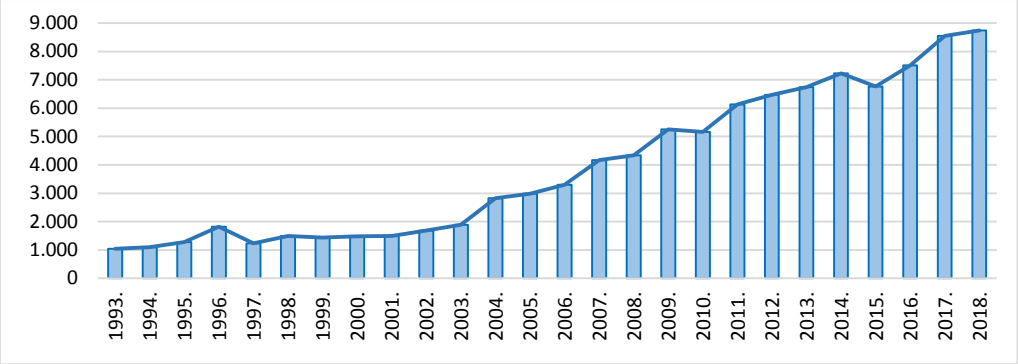
Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

Реални БДП је показивао благо растуће стопе па је у периоду од 1996. до 2000. године просјечна годишња стопа раста била 3%. Релативно спор раст привредне активности заустављен је 2001. године, када је Сјеверна Македонија, усљед избијања оружаног сукоба и дубоке политичке кризе, забиљежила једногодишњу рецесију и пад реалног БДП-а од -3%. Већ од наредне 2002. године реални БДП поново је показивао растуће стопе које су се кретале у распону од 1,5 до 6,5%. Посебно жива привредна активност забиљежена је током 2004-2008. године, са доста уједначеним годишњим стопама раста реалног БДП-а које су се кретале између 5 и 6%.

Уз појачан прилив страних директних инвестиција те раст извозне активности која је током 2004-2007. године просјечно годишње расла по стопи од 15%, у комбинацији са експанзивном пореском политиком којом је стимулисана домаћа потрошња, повећање спољне задужености је, такође, био значајан покретач привредног раста Сјеверне Македоније. Фактички, напредовање на путу ка ЕУ олакшавало је приступ спољним изворима финансирања, укључујући и задуживање на међународном финансијском тржишту. Од 2004. године спољни дуг Сјеверне Македоније добио је

узлазну путању па је са 1,9 милијарди USD 2003. године, уз мања колебања, порастао на 8,7 милијарди USD 2018. године (графички приказ број 70).

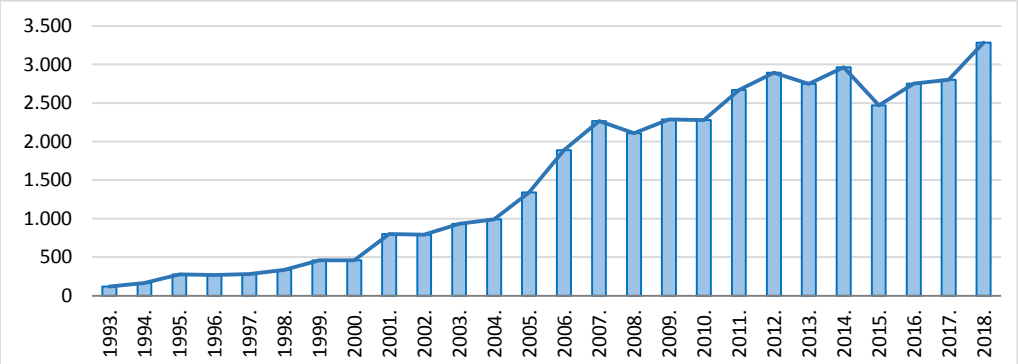
Графички приказ број 70: Стање спољног дуга Сјеверне Македоније, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Прилив иностраног капитала, и девизни приливи у цјелини, у комбинацији са растом повјерења у домаћу валуту, чему је доприносила и политика фиксног девизног курса, за резултат су имали континуирану акумулацију девизних резерви, нарочито од 2001. године, као још један од показатеља макроекономске стабилизације. Девизне резерве (укључујући злато) су са 0,1 милијарди USD 1993. године повећане на 0,6 милијарде USD 2000. године, да би на крају 2007. године износиле 2,3 милијарде USD (графички приказ број 71).

Графички приказ број 71: Девизне резерве (укључујући злато) у Сјеверној Македонији, мил. USD

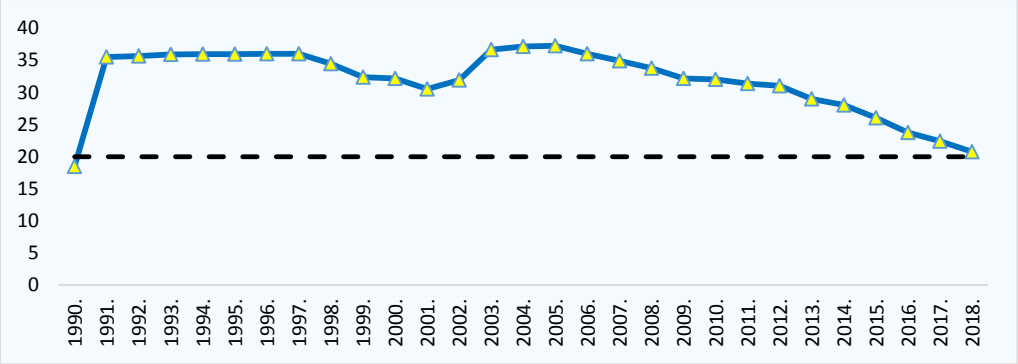


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Међутим, општи тренд раста производње, започет 1996. године, а привремено прекинит 2001. године, није довео до побољшања стања на тржишту рада. Напротив, на графичком приказу број 72 јасно се уочава да је насљеђена врло висока стопа незапослености из периода прије транзиције нагло порасла у годинама након увођења програма стабилизације те је све до 1997. године износила око 36%. Тек од 1998. године, растућа привредна активност праћена је постепеним и благим опадањем стопе незапослености па је 2001. године износила око 30%. Под утицајем политичке кризе

и оружаних сукоба 2001-2002. године, тренд пада стопе незапослености је преокренут тако да је 2004-2005. године достигла врх од 37%.

Графички приказ број 72: Стопа незапослености у Сјеверној Македонији

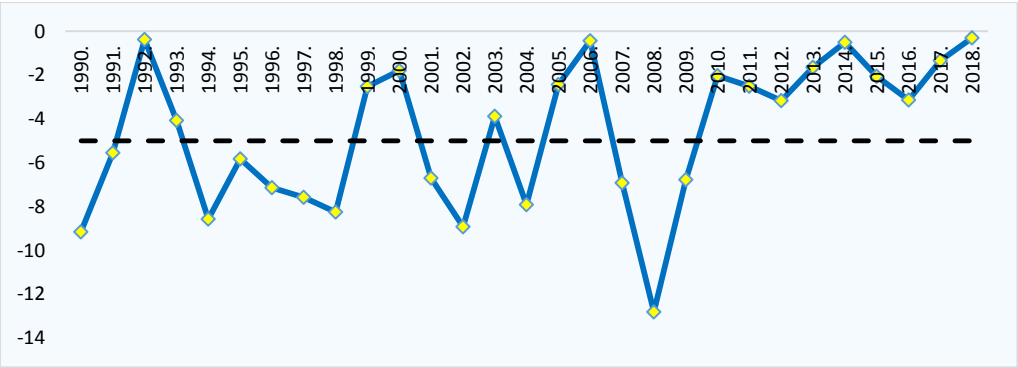


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Анализирајући кретање реалног БДП-а и стопе незапослености Petrevski (2005) закључује да се током транзиционог периода македонска економија суочила са феноменом такозваног „незапосленог раста“ у којем се виши ниво производње извлачи из интензивнијег коришћења радне снаге. Иако је под утицајем високих стопа раста реалног БДП-а, остварених током 2006-2008. године, стопа незапослености добила силазну путању тако да је 2018. године сведена на 20%, висока незапосленост је представљала значајан проблем у македонској транзицији.

Други озбиљан проблем у македонској транзицији био је висок дефицит у текућем билансу који је, уз наглашено осцилаторно кретање, достигао врх 2008. године и био је 13% БДП-а (графички приказ број 73). Фактички, истовремено са растом реалног БДП-а македонска привреда је све више постајала увозно зависна, са учешћем увоза у БДП око 70%.

Графички приказ број 73: Салдо текућег рачуна платног биланса у Сјеверној Македонији, % БДП

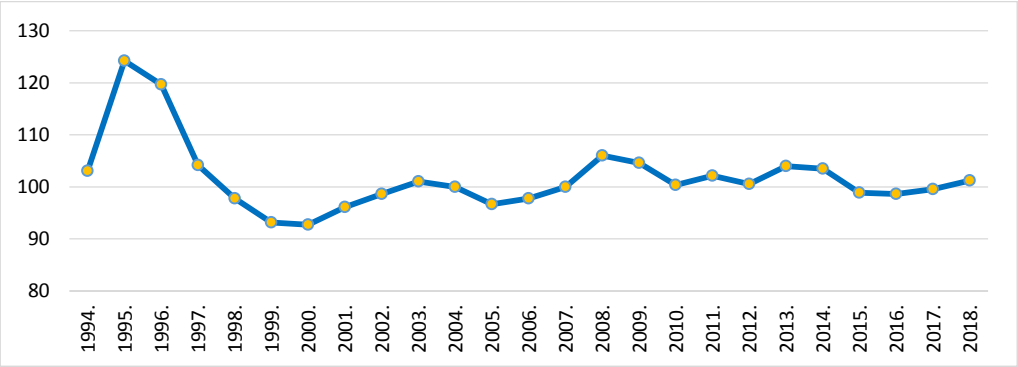


Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

Са графичког приказа број 74, на којем је илустровано кретање индекса реалног ефективног девизног курса денара, може се запазити да је од 2000. године, након

периода убрзаног пада, иницираног девалвацијом денара од 13% (1997) и ниским стопама инфлације, услиједио заокрет и успостављање опште тенденције његовог раста, што указује на погоршање конкурентности македонске привреде. Релативно висок дефицит текућег рачуна, забиљежен у појединим периодима транзиције, може се посматрати као посљедица опоравка и раста привреде засноване на расту домаће потрошње, што је у околностима растуће либерализације спољне трговине, усљед високе увозне зависности, значило раст потрошње производа из увоза. Али исто тако, недовољан прилив страних директних инвестиција у производне секторе које би, позитивним дејством на повећање ефикасности пословања и конкурентности македонских предузећа те проналазак нових тржишта, за резултат имале експанзију извозне активности и њен бржи раст од увоза, такође представља један од фактора нарушене спољне равнотеже.

Графички приказ број 74: Индекс реалног ефективног девизног курса денара (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Свјетска економска и финансијска криза, која се на Сјеверну Македонију прелила 2009. године, падом прилива иностраног капитала и извоза, те посљедично пад домаће понуде новца, изазвала је негативну стопу раста реалног БДП-а, али мању од -1%. Наиме, под утицајем кризе, 2008. и 2009. године, извозна тражња је опала за 5, односно 14%, а нето прилив страних директних инвестиција, у односу на 2007. годину, за 17, односно 65%, респективно. Вишегодишњи стабилан раст девизних резерви доприносио је очувању стабилности девизног курса у периоду глобалне кризе, али је за посљедицу имало њихово трошење те посљедично, смањење количине новца у оптицају, што је произвело рецесионе процесе, праћене дефлационим притисцима. Економски опоравак земаља најзначајнијих спољнотрговинских партнера значио је раст извозне тражње те посљедично опоравак македонске привреде већ 2010. године. Снажан те, истовремено, бржи раст извоза од увоза и то 20% према 9% током 2010-2011. године (графички приказ број 65), имао је позитивно дејство на привредну активност па је, у амбијенту релативно ниске (пузајуће) инфлације, реални БДП,

просјечно годишње, растао по стопи нешто мањој од 3%. Ипак, због проблема земаља еврозоне које су 2012. и 2013. године погођене новим, другим таласом кризе, усљед зависности од тражње са тих тржишта, привреда Сјеверне Македоније пролази кроз још једну рецесиону епизоду са стопом пада реалног БДП-а од -0,5%. Наставак структурних реформи, заснован на опредјељењу за што бржи улазак у ЕУ, у амбијенту монетарне стабилности, подстицао је прилив иностраног капитала, као значајног покретача привредног раста у посткризном периоду, па је током 2013-2018. године реални БДП, просјечно годишње, растао по стопи од 3%. Стопа незапослености на крају посматраног периода приближила се нивоу од 20%. Такође, под утицајем глобалне економске и финансијске кризе, падом куповне моћи, а потом и нешто бржег годишњег раста извоза од увоза, дошло је до смањења учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у и његовог свођења испод нивоа од 3% током 2010-2018. године.

3.2.1.6. Босна и Херцеговина

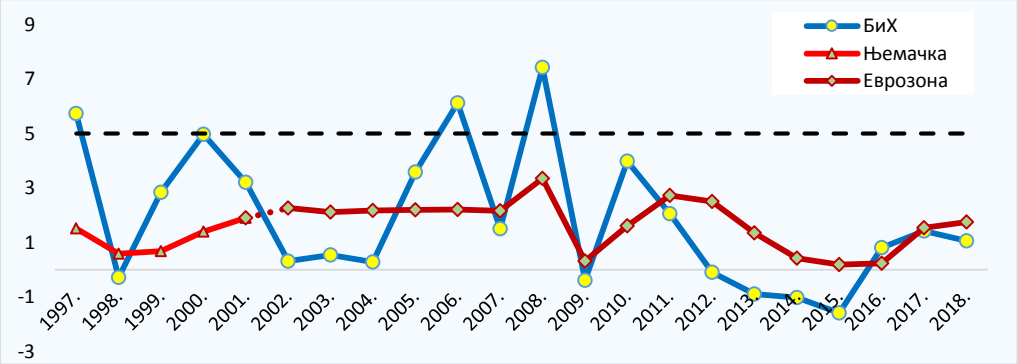
За разлику од већине транзиционих земаља Босна и Херцеговина је 90-их година XX вијека, осим промјена у политичком и економском систему, доживјела још два значајна извора економских поремећаја, који су произилазили из ратних сукоба и дезинтеграције заједничког југословенског тржишта. Готово четири године ратовања (1992-1995) уништиле су привреду, што је у комбинацији са губитком заједничког и потешкоћама у проналажењу нових тржишта, резултирало огромним падом производње. Јакшић и Бомештар (2011) процјењују да је БДП 1995. године био око 18% БДП-а оствареног 1990. У исто вријеме, Босна и Херцеговина је била монетарно подијељена у три области, са три валуте у оптицају.

Оживљавање привреде и наставак процеса транзиције, започет још у оквиру заједничке државе, захтијевали су увођење реда, прије свега, у монетарној области. У амбијенту политички подијељене и економски разорене земље, са великим потребама за финансирање обнове и реконструкције, било је веома ризично успоставити класичну Централну банку. Да би се избјегли политички притисци и утицаји на независност рада Централне банке у процесу (непокривене) емисије новца, те узимајући у обзир хиперинфлаторну прошлост и отежано доношење економских и политичких одлука које произилазе из уставног уређења, готово да је спровођење монетарне реформе засноване на режиму валутног одбора било неминовно. Режим валутног одбора, као модел управљања монетарном политиком, у примјени је од 1997. године, а новокреирана валута која се користи на цијелој територији Босне и Херцеговине, конвертибилна марка, прво је била фиксно везана за њемачку марку, а

потом, од јануара 2002. године, за евро по курсу од 1,95583 КМ за 1 евро. Истовремено, увођењем валутног одбора започета је либерализација цијена, као и либерализација спољнотрговинских токова и токова капитала.

Први резултати примјене валутног одбора, уз стабилност номиналног девизног курса, огледали су се у стабилизацији цијена. Графички приказ број 75 показује да је Босна и Херцеговина, током 1997-2018. године успјела да успостави и одржи релативно стабилну и ниску стопу инфлације. У периоду од увођења валутног одбора до појаве глобалне економске и финансијске кризе, која је ову земљу погодила 2009. године, просјечна годишња стопа инфлације износила је 3%. Највећа годишња стопа инфлације забиљежена је 2006. и 2008. године у износу од 6,1% и 7,4%, респективно.

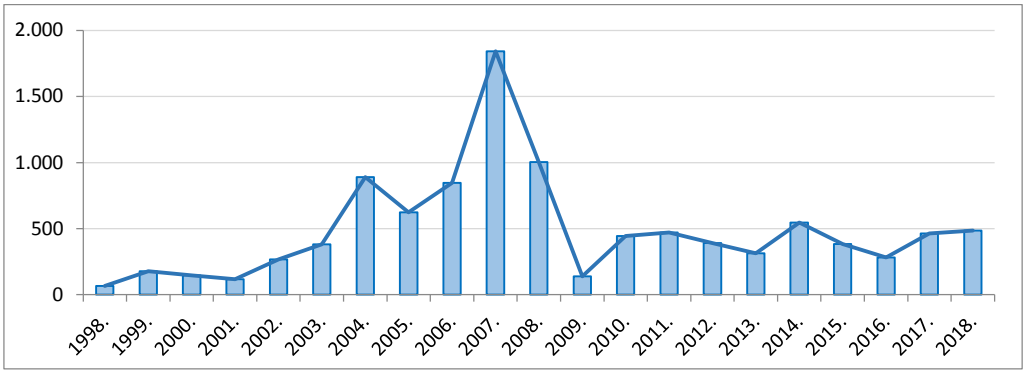
Графички приказ број 75: Просјечна годишња стопа инфлације у Босни и Херцеговини, Њемачкој и еврозони



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Увођење ПДВ-а 2005. године и повећани прилив капитала по основу приватизације, праћен растом зарада и експанзијом банкарских кредита, представљају основне факторе који су, у околностима раста цијене нафте на свјетском тржишту, вршили притисак на раст стопе инфлације. Стабилизацијом цијена настављен је процес структурних реформи. Међутим, прилив капитала неопходан за ревитализацију привреде те увођење нових технологија и ефикасније укључивање у међународно тржиште, посматран као индикатор достигнутог степена структурних реформи, указује на спорост у њиховом спровођењу, посебно у реалном сектору привреде. Спорост реформи, у комбинацији са изабраним моделом приватизације, резултирали су ниским приливом страних директних инвестиција који је током 1997-2002. године остварен у износу од свега 790 милиона USD, или 2,8% БДП (графички приказ број 76). Тек послије другог таласа приватизације, након 2002. године, услиједио је њихов снажнији прилив тако да су током 2003-2008. године кумулативно износиле 5,4 милијарди USD, што је представљало око 7% БДП.

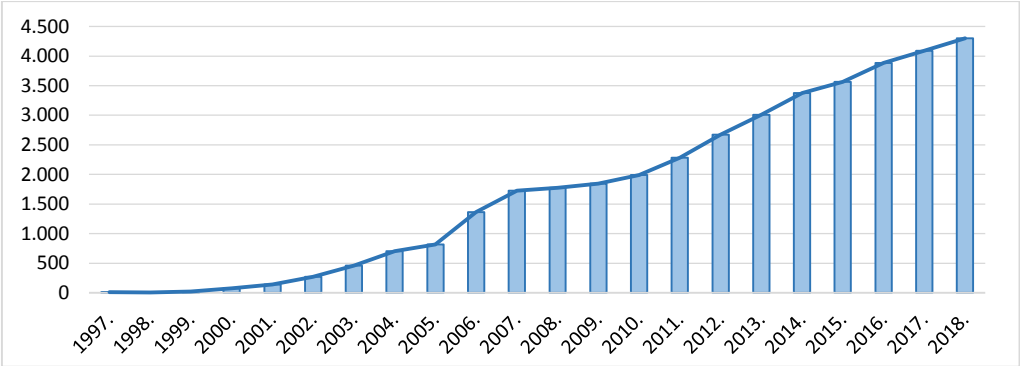
Графички приказ број 76: Стране директне инвестиције у Босни и Херцеговини (нето прилив), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Са графичког приказа број 77 који илуструје кретање орочених и штедних депозита у домаћој валути, евидентно је да је стабилност курса конвертибилне марке и ниска инфлација, не само стимулисала прилив страних директних инвестиција, већ је допринијела расту повјерења становништва у домаћу валуту и банкарски сектор, што је довело до перманентног раста штедње. На тенденцију јачања повјерења у конвертибилну марку указују подаци према којима су орочени и штедни депозити у износу од свега 80 милиона КМ 2000. године порасли на 1,7 милијарди КМ 2007. године, односно на готово 4,3 милијарде КМ 2018. године.

Графички приказ број 77: Орочени и штедни депозити у домаћој валути, у мил. КМ

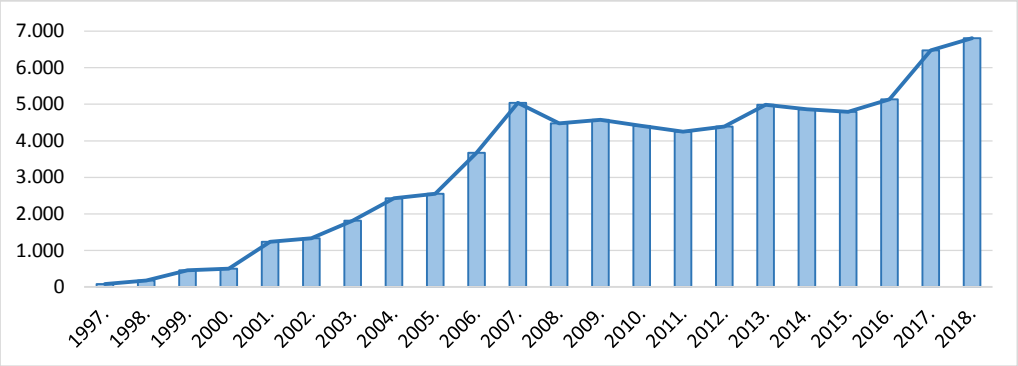


Извор: Обрада аутора на основу података ЦББиХ (2019).

Прилив капитала из иностранства, али и стално јачање повјерења у домаћу валуту и валутни одбор су елементи који су утицали на снажан раст девизних резерви, па су са нивоа од 80 милиона USD 1997. године порасле на 5 милијарди USD 2007. године. Међутим, на графичком приказу број 78 уочава се да је до иоле значајнијег кумулирања девизних резерви Централне банке БиХ, исказаних у USD, дошло тек 2001. године, када су порасле за 148% у односу на претходну годину. Разлог томе је увођење евра као јединог законског средства плаћања у земљама чланицама еврозоне, што је подразумијевало замјену њемачке марке и других валута еврозоне за евро, као и за конвертибилну марку. Под утицајем ширења свјетске економске и финансијске

кризе, која је развијене земље погодила 2007. године, усљед смањења прилива и повећања одлива девиза, дошло је до смањења нивоа девизних резерви па су већ 2008. године опале на 4,5 милијарди USD, али су се, уз одређена мања колебања, задржале испод нивоа од 5 милијарди USD све до краја 2016. године.

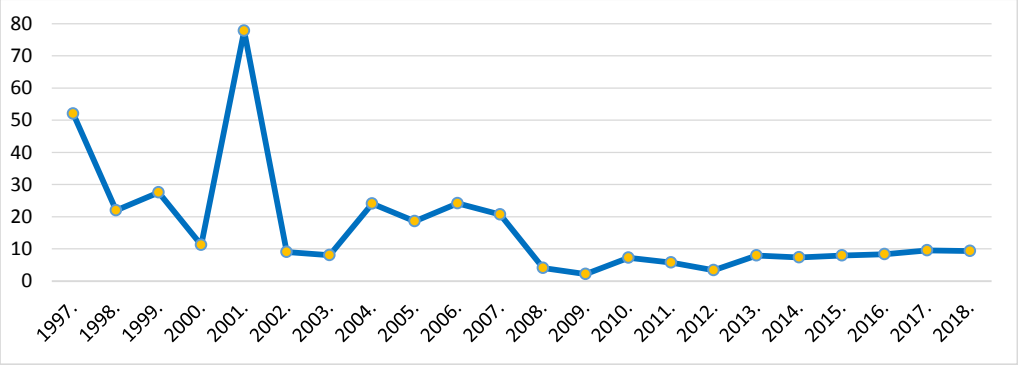
Графички приказ број 78: Девизне резерве (укључујући злато) у Босни и Херцеговини, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Стабилан раст девизних резерви, током 1997-2007. године, посљедично, у аранжману валутног одбора, значио је растућу понуду домаћег новца па је, након снажног раста од 78% 2001. године изазваног повлачењем њемачке марке из употребе, новчана маса М3 расла по стопама које су се кретале између 8% и 24% или 17% просјечно годишње (графички приказ број 79). Исто тако, и пад нивоа девизних резерви, а потом и њихов готово пригушен раст, снажно се рефлектовао на годишње стопе раста понуде новца па су се, у периоду од 2008. до 2016. године, кретале у распону од 2% до 9% годишње.

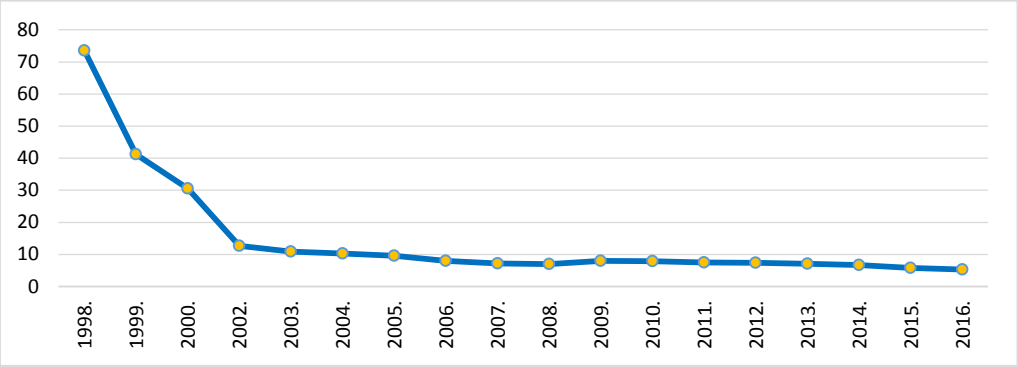
Графички приказ број 79: Годишње стопе раста понуде новца (М3) у Босни и Херцеговини



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

У амбијенту стабилног девизног курса и релативно ниске стопе инфлације, кроз смањење нивоа макроекономског ризика, пораст понуде новца водио је паду кредитне каматне стопе која је, након снажног обарања са 74% 1998. године на 13% 2002. године, показивала тенденцију постепеног пада па је 2008. године достигла износ од 7% (графички приказ број 80).

Графички приказ број 80: Кредитна каматна стопа у Босни и Херцеговини



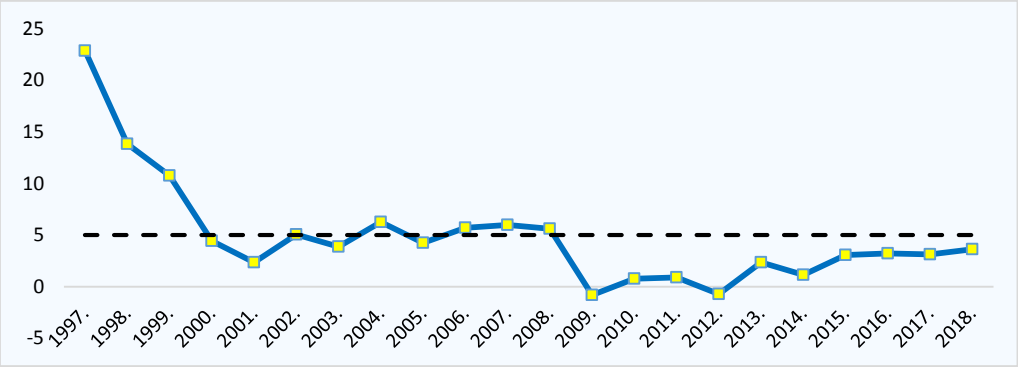
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2017).

Под утицајем ескалације свјетске економске и финансијске кризе, усљед повећаних неизвијесности и ризика (кредитног и каматног) те смањеног повјерења на финансијским тржиштима, као и чињенице да у билансној суми домаћег банкарског система доминантно учешће има инострани капитал, банке су пооштриле услове кредитирања, што се огледало у заустављању пада те благом порасту на скоро 8% током 2009. године. На тај начин, окончан је и период кредитне експанзије у Босни и Херцеговини. Међутим, на графикону се може уочити да је, у амбијенту стабилизације свјетске привреде и њеног постепеног опоравка, кредитна каматна стопа поново добила силазни тренд па је 2016. године била око 5%.

Тенденција стабилности у монетарној области, која је услиједила након увођења валутног одбора, праћена је позитивним кретањима на реалном сектору економије. У почетном периоду примјене валутног одбора, током 1997-1999. године, остварене су високе стопе раста реалног БДП-а од готово 16% просјечно годишње (графички приказ број 81). Међутим, при тумачењу овако високе стопе раста потребно је имати у виду да се за основну годину узимала година у којој је остварен низак ниво привредне активности - тзв. ефекат ниске основе. Дакле, ова илустрација нема велику тежину имајући у виду чињеницу да се ради о изузетно ниским полазним вриједностима. Али, без сумње, аранжман валутног одбора, преко смањења ризика промјене девизног курса и ефеката на смањење стопе инфлације и каматне стопе, стимулисао је пораст међународне трговине и инвестиција те посљедично и опоравак привреде. Са графичког приказа број 81 јасно се види да је до 2008. године Босна и Херцеговина остваривала релативно динамичан привредни раст, са просјечном стопом раста реалног БДП-а од 5%. Динамичан раст остварен је захваљујући брзом расту домаће потрошње (финансиране највише растом кредита, новчаним приливима по основу донација и девизних дознака, а од 2004. године и по основу приватизације) и у знатно мањој мјери, извозу.

Вишегодишњи привредни раст, заснован на експанзији домаће потрошње, зауставила је свјетска криза која је у Босни и Херцеговини 2009. године, уз дефлационе притиске, проузроковала негативну стопу раста реалног БДП-а од -0,8%. С обзиром на висок степен отворености привреде, под утицајем кризе долази до наглог и значајног пада извозне тражње и то за 14%, али и иностраних новчаних прилива, посебно страних директних инвестиција које су опале за 86% у односу на 2008. годину. Криза је довела до пада ликвидности и смањења кредитних пласмана. Отежан приступ финансијским средствима, који се огледао у порасту кредитне каматне стопе, значио је мање инвестиције, што се такође негативно одразило на пад привредне активности. Паралелно са падом привредне активности дошло је до пада запослености и цијена.

Графички приказ број 81: Стопа раста реалног БДП-а у Босни и Херцеговини



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

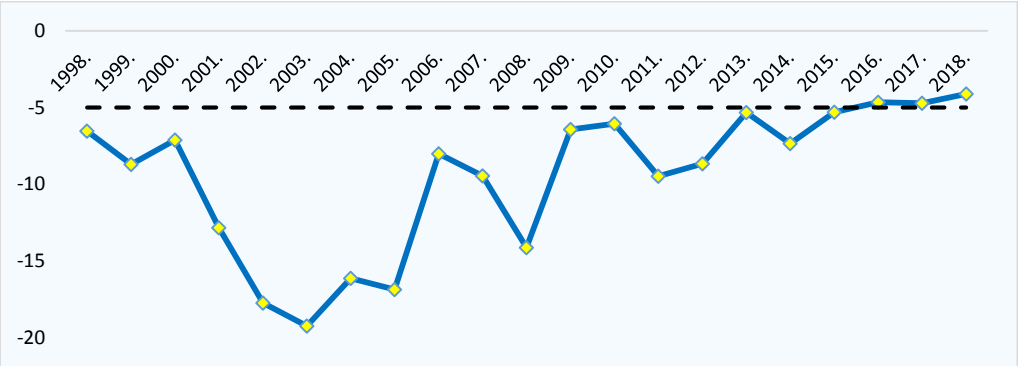
Економски опоравак земаља најзначајнијих спољнотрговинских партнера Босне и Херцеговине, већ у 2010. години утицао је на благи опоравак њене привреде са стопом раста реалног БДП од 0,8%. Међутим, у пострецесионом периоду, низак прилив капитала из иностранства, посебно у облику страних директних инвестиција чији годишњи прилив готово да није прелазио 0,5 милијарди USD, уз недовољну орјентацију привреде ка извозу и спор опоравак привреда земаља значајнијих спољнотрговинских партнера, упркос тенденцији пада кредитне каматне стопе, имало је за посљедицу значајно успорен привреди раст. Реални БДП, уз још једну рецесиону епизоду 2012. године, растао је по стопи од 2%, просјечно годишње. Успорен раст привредне активности, праћен такође, успореним растом понуде домаћег новца, стварао је дефлационо окружење па је БиХ од 2012. године ушла у период четворогодишње дефлације која је била око -1%, просјечно годишње. Посматрано у посљедњих десет година, уз честе дефлационе епизоде слабијег интензитета, ниво потрошачких цијена је порастао свега 5%, или просјечно годишње око 0,5%.

Спорост у спровођењу структурних реформи (укључујући и њихову закашњелост) те успорен напредак земље на путу ка ЕУ, као посљедица компликованог процеса

доношења одлука и слабе сарадње између различитих нивоа власти, у политички нестабилном амбијенту, представљају значајне ограничавајуће факторе за иностране инвестиције и снажнији прилив капитала, неопходан за бржи привредни раст. Наиме, прилив страних директних инвестиција, у периоду од 2010. до 2018. године, остварен је у износу од око 420 милиона USD, просјечно годишње, што је за 0,5 милијарди USD мање у односу на просјечан годишњи прилив остварен током 2004-2008. године. Низак прилив капитала из иностранства, у околностима опредијељености за очување стабилности девизног курса, имао је свој одраз на темпо кумулирања девизних резерви и раста новчане масе. Након што су са 5 милијарди USD, колико су биле 2007. године, под утицајем глобалне кризе опале на 4,5 милијарди 2008. године, било је потребно осам година да девизне резерве достигну ниво из 2007. године. Спор темпо кумулирања девизних резерви праћен је успореним растом понуде новца. За разлику од предкризног периода када је понуда новца (посматрана путем агрегата М2) просјечно годишње расла по стопи од 17%, током 2008-2015. године просјечна стопа раста новчане масе била је око 6%.

На спољном плану, послијератни опоравак привреде и релативно високе стопе раста БДП-а постигнуте су уз растући дефицит текућег рачуна платног биланса. Континуирано висок дефицит који се кретао у интервалу од 6% до готово 20% БДП-а (графички приказ број 82), прије свега, указује на лошу структуру извоза и недовољну конкурентност домаћих производа на иностраном тржишту.

Графички приказ број 82: Салдо текућег рачуна платног биланса у Босни и Херцеговини, % БДП

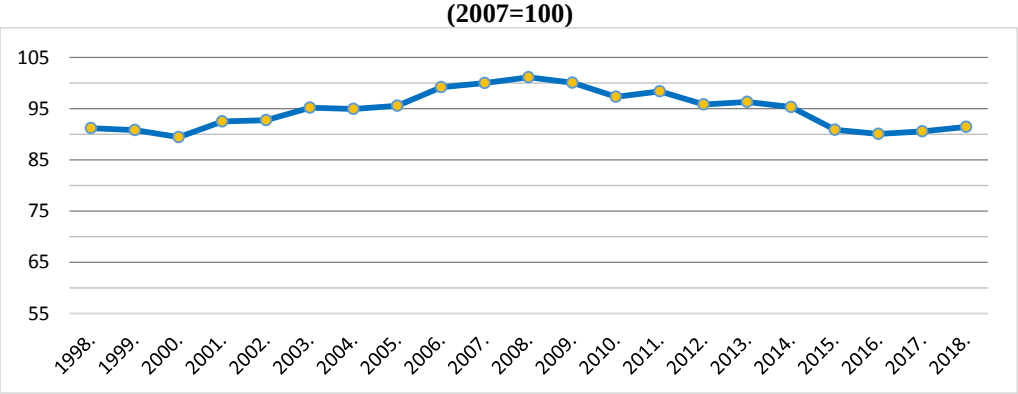


Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Усљед спорости у провођењу структурних реформи изостао је снажнији прилив капитала из иностранства за инвестирање у производњу и јачање конкурентности извозног сектора привреде, које би резултирало одрживим дефицитом текућег рачуна. У околностима либерализације спољнотрговинског режима, продубљивању дефицита текућег рачуна допринос је и раст номиналних зарада, које су према подацима

Централне банке Босне и Херцеговине, у периоду 1999-2008. године, расле по просјечној годишњој стопи од скоро 10%. Раст номиналних зарада у домаћој валути, при фиксном девизном курсу значио је и раст зарада изражен у страној валути (еврима) и при нешто већој просјечној годишњој стопи инфлације у Босни и Херцеговини у односу на стопу инфлације у еврозони, већу куповну моћ у иностранству. То је стимулисало раст увоза и нарастање дефицита текућег рачуна. Имајући у виду већу стопу инфлације у Босни и Херцеговини у односу на инфлацију у Њемачкој, односно еврозони (графички приказ број 75), погоршању салда текућег рачуна платног биланса и његовом вишегодишњем егзистирању на релативно високом нивоу, доприносила је апресијација реалног девизног курса конвертибилне марке. На графичком приказу број 83, на којем је илустровано кретање индекса реалног ефективног девизног курса конвертибилне марке, уочава се тренд његовог готово континуираног раста током 2001-2008. године, што указује на погоршање конкурентности босанскохерцеговачке привреде.

Графички приказ број 83: Индекс реалног ефективног девизног курса конвертибилне марке, (2007=100)

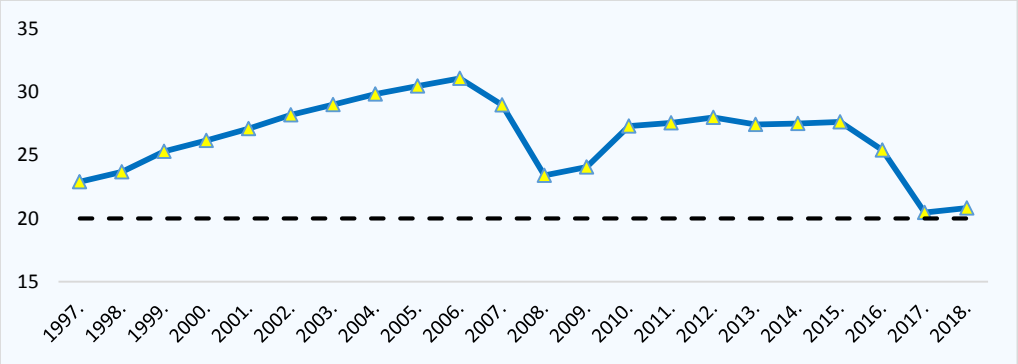


Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Под утицајем глобалне економске и финансијске кризе, падом куповне моћи и инвестиција, дошло је до смањења дефицита текућег рачуна платног биланса, али је и даље остао на релативно високом нивоу па је током 2009-2015. године био око 7% БДП-а, просјечно годишње. Тек 2016. године дефицит текућег рачуна, први пут од увођења валутног одбора, сведен је испод нивоа од 5% БДП-а. Смањењу дефицита текућег рачуна, кроз позитивно дејство на јачање цјеновне конкурентности извозног сектора на међународном тржишту, доприносило је и смањење апресијације реалног девизног курса конвертибилне марке. Са графичког приказа број 83 запажа се да је 2009. године услиједио заокрет у кретању индекса реалног ефективног девизног курса домаће валуте тј. успостављена је општа тенденција његовог пада, што, кроз смањење прецијењености конвертибилне марке, указује на постепено побољшање цјеновне конкурентности домаће привреде.

Уз континуирано висок дефицит текућег рачуна, са макроекономског аспекта, сматра се да је незапосленост највећи проблем са којим се суочава БиХ. Тржиште рада, у протеклих скоро двије деценије, карактерише изразито висока стопа незапослености. Према подацима Свјетске банке, у периоду 1997-2018. године, стопа незапослености кретала се у интервалу од 20% до 31% и представљала је једну од највећих стопа незапослености у транзиционим земљама (графички приказ број 84).

Графички приказ број 84: Стопа незапослености у Босни и Херцеговини



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Одређено побољшање регистровано је 2008. године када је стопа незапослености, са 31% 2006. и 29% 2007. године, опала на 23%. Пад нивоа привредне активности, проузрокован глобалном кризом, а потом и њен успорен раст, праћен је смањењем запослености. Наиме, незапосленост, која је ионако била висока, под утицајем глобалне кризе показивала је растуће стопе па је 2012. године била 28% те се на том нивоу задржала до 2016. године. Упркос томе што је на крају посматраног периода (2017-2018) стопа незапослености достигла свој најнижи ниво, око 20%, очигледно је да обим спроведених структурних реформи није довео до снажнијег развоја приватног сектора привреде, као покретача привредног раста и развоја, а тиме ни до значајнијег пораста запослености у том сектору.

3.2.2. Земље са политиком веће флексибилности девизног курса

Европске транзиционе земље које су на путу ка ЕУ и ЕМУ примјењивале *политику веће (растуће) флексибилности девизног курса*, временом дајући све више простора тржишним снагама у одређивању девизног курса, су: Албанија, Румунија, Пољска, Чешка, Словачка, Србија, Словенија и Мађарска. Заправо, ради се о земљама које су након иницијалне макроекономске стабилизације, успостављене уз помоћ фиксног девизног курса у конвенционалном облику, постепено прелазиле на флексибилније (либералније) форме режима девизног курса (режим коридора, покретног паритета и покретног коридора), да би коначно усвојиле режим управљано/слободно

флуктуирајућег девизног курса (Чешка, Мађарска, Пољска, Србија, Словачка и Словенија), као и земљама које су како у почетној тако и у наредним фазама процеса транзиције примјењивале флуктуирајући режим девизног курса и/или неки од облика тзв. меког везивања девизног курса, с тим да девизни курс није имао улогу номиналног „сидра“ (Албанија и Румунија). То практично значи да је режим флуктуирајућих девизних курсева у овим земљама и данас у примјени, осим у случају Словеније и Словачке које су се, прво прихватањем ERM II механизма, а затим и јединствене валуте - евра, поново вратиле на фиксни режим девизног курса.

На примјеру земаља из ове групе, уз сагледавање околности које су утицале на избор режима девизног курса, али и на њихову релативно честу промјенљивост у правцу усвајања режима флуктуирајућих девизних курсева, приказаће се искуства и ефекти политике веће флексибилности девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже европских транзиционих земаља.

3.2.2.1. Пољска

Пољска је међу првим земљама која је покренула процес транзиције из планске у тржишну привреду, 1989. године. Либерализација цијена и спољне трговине, као неопходан корак у успостављању механизма тржишних цијена, већ је 1990. године, уз губитак радних мјеста, произвела негативну стопу раста реалног БДП-а од - 7% и снажно убрзање стопе инфлације која је, са већ високих 250% 1989. години, порасла на 586%. С обзиром на то да се рачунало с тим да ће процес транзиције, са тако значајним промјенама у економском и политичком систему, изазвати негативне економске ефекте, из рада Fischer et al. (1996a) је видљиво да је Пољска готово истовремено са започетом либерализацијом почела и са примјеном програма макроекономске стабилизације. Приоритет програма је био стављање инфлације под контролу и њено постепено смањење. У том контексту, иако суочена са врло ниским девизним резервама, Пољска је, у складу са стратегијом коју је формулисао Jeffrey Sachs, у јануару 1990. године извршила монетарну реформу засновану на конвенционално фиксном девизном курсу, везујући злот за амерички долар. Да би у одређеној мјери обезбиједила цјеновну конкурентност извозног сектора, увођење конвенционално фиксног паритета праћено је значајном девалвацијом злота, што је довело до потцијењености његовог реалног курса (графички приказ број 85).

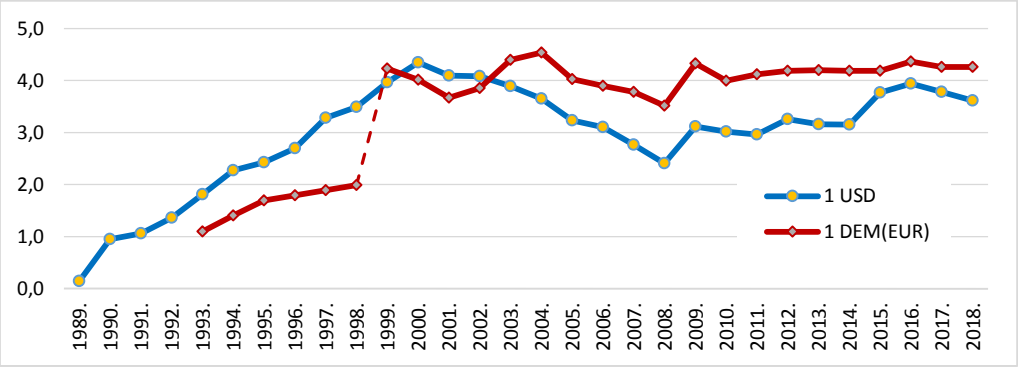
На основу графичког приказа број 93 који показује кретање салда текућег рачуна платног биланса, с обзиром на остварени суфицит 1990. године од готово 5% БДП-а, може се претпоставити да је почетна реална потцијењеност злота, утицајем на

цјеновну конкурентност извоза, имала позитивне ефекте на спољну равнотежу. Али, исто тако, снажан скок инфлације 1990. године указује на то да је реална потцијењеност злота имала негативано дејство на инфлацију (графички приказ број 86). Ћировић (2000) сматра да је висока инфлација приморала монетарне власти Пољске да већ у мају 1991. године девалвирају злот за 14,5%. Већ у октобру 1991. године, највише под утицајем инфлације која је била на вишем нивоу у односу на одговарајућу пондерисану стопу инфлације у земљама чије су валуте улазиле у корпу, режим конвенционално фиксног паритета је замијењен режимом покретног паритета, са уским маргинама флуктуација тржишног девизног курса од ±0,6% и честим, практично мјесечним, девалвацијама злота. Истовремено, из превентивних разлога, промијењена је природа паритета. Умјесто америчког долара паритет је дефинисан у односу на корпу од пет валута - USD 45%, DEM 35%, GBP 10%, FRF 5% и CHF 5% (Kočenda, 2005). Прелазак на режим покретног паритета мотивисан је одржавањем реалног ефективног девизног курса на приближно непромијењеном нивоу и повећањем ризика за прилив шпекулативног капитала. Осим честих промјена паритета, примјену овог режима, који је био у употреби до маја 1995. године, карактерисала је тенденција смањења стопе пузања, са 1,8 на 1,2%.

У одмаклој фази транзиције и околностима у којима прилив капитала из иностранства испољава тенденцију снажног раста, да би смањила притисак на раст цијена, прије него што је направила још једну промјену режима девизног курса, Пољска је марта 1995. године проширила маргине дозвољених флуктуација тржишног девизног курса на ±2%. У мају 1995. године уведен је нови аранжман девизног курса који је, осим задржавања честих девалвација званичног курса, подразумијевао и увођење валутног коридора, прво од ±7%. Заправо, од маја 1995. године Пољска је примијењивала режим покретног коридра са релативно честим промјенама карактеристика коридора које су се огледале у постепеном проширењу маргина флуктуација (фебруар 1998. ±10%, октобар 1998. ±12,5% и март 1999. године ±15%). Преласку на режим коридора претходило је увођење новог злота у јануару 1995. године, када је замијенио стари злот (PLN) у односу 1:10.000. Увођењем евра, јануара 1999. године, корпа валута је поједностављена па је умјесто пет обухватала двије валуте (55% EUR и 45% USD). Већ марта 1999. године маргине дозвољених флуктуација девизног курса проширене су на ±15%. Режим девизног курса постављен на овакав начин је био у употреби до априла 2000. године, када је усвојен режим флуктуирајућег девизног курса који је и данас у примјени.

Промјене режима девизног курса у правцу веће (растуће) флексибилности, извршене углавном под утицајем инфлације, значиле су готово континуиране девалвације злота (графички приказ број 85). Релативна затвореност пољске привреде, мјерено учешћем извоза/увоза у БДП-у, погодовала је промјенама режима девизног курса. Индекс отворености Пољске 2000. године био је око 30%, а Мађарске, Чешке и Словачке између 65% и 70%. Ово је логично с обзиром на то да земље са великим економским потенцијалима, као што је Пољска, у правилу имају знатно ниже учешће извоза/увоза у БДП него мање земље. Са нижим учешћем извоза/увоза у БДП привреда је мање осјетљива на промјене девизног курса.

Графички приказ број 85: Номинални курс злота према америчком долару, њемачкој марки и евру



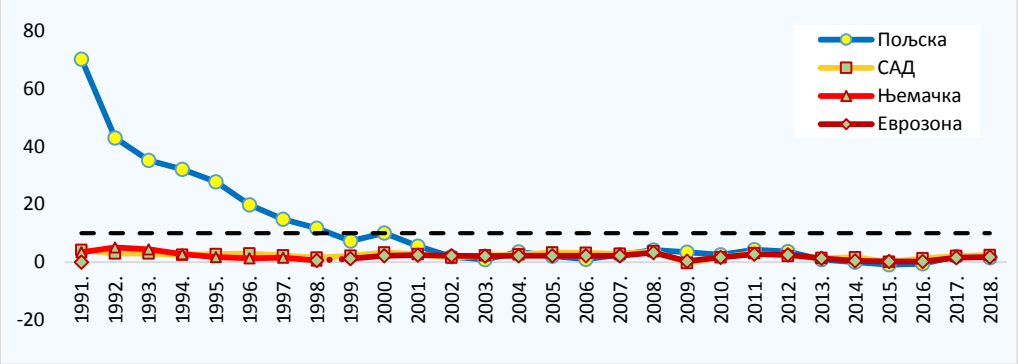
Извор: Обрада аутора на основу података NBP (2019).

Према истраживању Orlowskog (2000) Пољска је само у периоду 1990-1995. године користила девизни курс као номинално „сидро“. Аутор истиче да је Пољска експериментисала са таргетирањем краткорочне каматне стопе у првој половини и са контролисањем раста домаћих кредитних активности у другој половини 1996. године. Током 1997. године Пољска је таргетирала монетарну основу, а 1998. године шире монетарне агрегате.

Политика фиксног девизног курса као номиналног „сидра“ доприносила је заустављању негативних тенденција проузрокованих либерализацијом цијена и трговине. Стопа инфлације, након скока 1990. године, испољавала је тенденцију постепеног пада па је 1995. године износила 28%, али је тек 1999. године била сведена на ниво 7% (графички приказ број 86). Међутим, у околностима увођења евра, годишња стопа инфлације привремено убрзава раст па је 2000. године износила 10%, што је уједно и посљедња двоцифрена стопа раста цијена у Пољској. Постепена стабилизација цијена и пад нивоа ризика за иностране улагаче, у координацији са структурним реформама, стимулисали су прилив капитала из иностранства, посебно у облику страних директних инвестиција. Кумулативни прилив страних директних

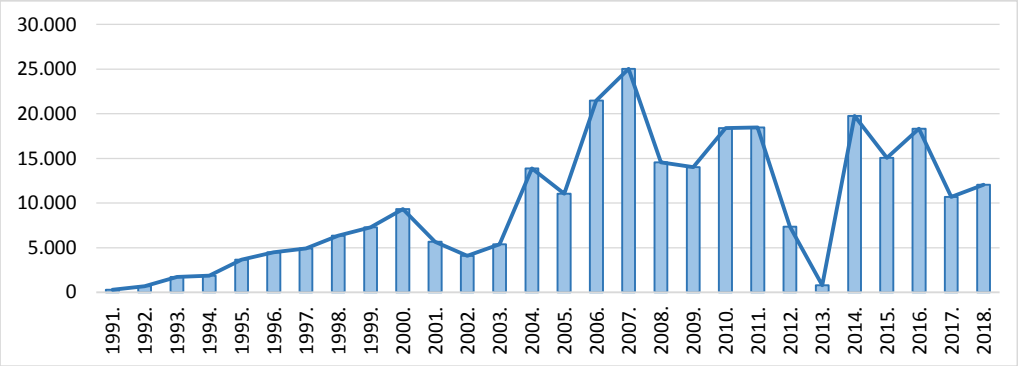
инвестиција током 1993-2000. године, уз јасну тенденцију раста, остварен је у износу од 40 милијарди USD (графички приказ број 87).

Графички приказ број 86: Просјечна годишња стопа инфлације у Пољској, САД, Њемачкој и еврозони



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Графички приказ број 87: Стране директне инвестиције у Пољској (нето прилив), мил. USD



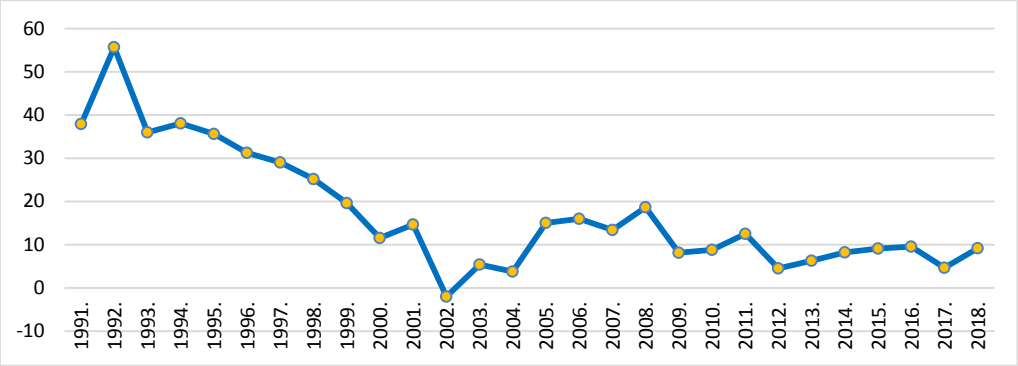
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Међутим, јак прилив капитала из иностранства, стимулисан макроекономском стабилизацијом и структурним реформама, кроз процес тржишне ремонетизације привреде, дјеловао је на успоравање процеса дезинфлације. Другим ријечима, прилив иностраног капитала био је један од фактора који је успоравао конвергенцију стопе инфлације у Пољској, инфлацији у Њемачкој и Сједињеним Америчким Државама, земљама чије валуте су заступљене у валутној корпи. Не треба занемарити ни то да су честе промјене девизног паритета, такође, у одређеној мјери, производиле дејство на успоравање дезинфлационог процеса.

Ако се посматра кретање новчане масе, илустровано на графичком приказу број 88, може се запазити да је новчана маса, исказана агрегатом М3, расла по опадајућим стопама, па је тек 1999. године сведена на 20%. Кретање стопе раста понуде новца указује на то да је монетарна власт Пољске, конципирала такву антиинфлациону политику која је подразумијевала постепено успоравање раста понуде новца. Ћировић (2000) наводи да је монетарна власт полазила од тога да би свако иоле јаче смањење стопа раста понуде новца могло неповољно дјеловати на динамику привредне

активности. Стога, у намјери да се избјегну удари на реалну економију, које би могло изазвати снажније ограничавање раста понуде новца, стварани су монетарни услови за постепено обарање инфлације.

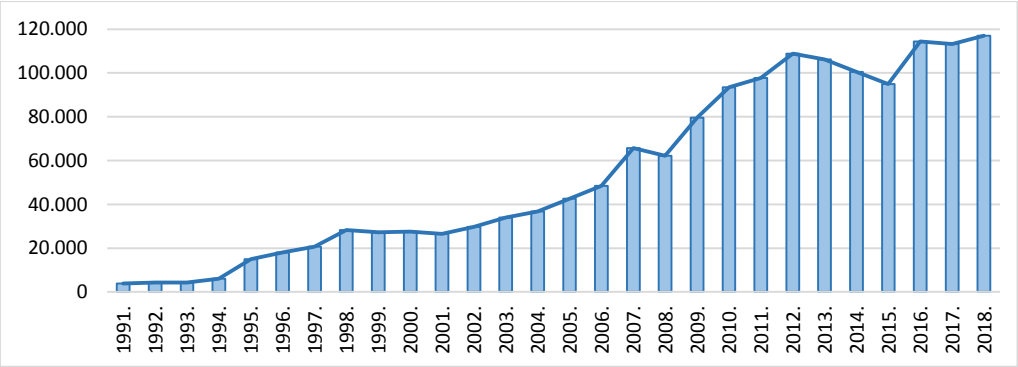
Графички приказ број 88: Годишња стопа раста новчане масе М3 у Пољској



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Снажан прилив иностраног капитала имао је позитивно дејство на динамику кумулирања девизних резерви. Паралелно са приливом иностраног капитала, али и осталих девизних прилива, у околностима у којима су монетарне власти често мијењале паритете, дајући све више простора тржишним факторима у одређивању номиналног курса злота, успостављена је тенденција раста девизних резерви (графички приказ број 89).

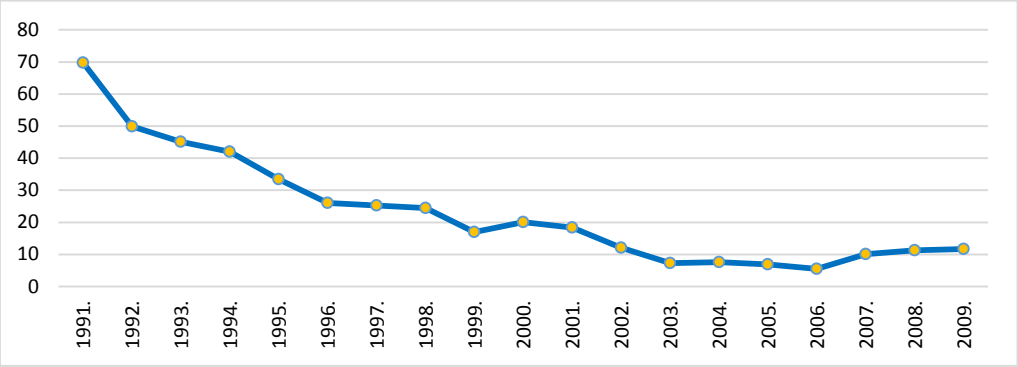
Графички приказ број 89: Девизне резерве (укључујући злато) у Пољској, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Према подацима Свјетске банке, девизне резерве (укључујући злато) са 3,8 милијарди USD 1991. године, већ крајем 1995. године достигле су ниво од 15 милијарди USD, а њихов стабилан раст настављен је до 1998. године када су достигле ниво од 28 милијарди USD. Истовремено, растући прилив капитала, утицајем на кретање новчане масе, имао је позитивно дејство на смањење кредитне каматне стопе која је од увођења програма стабилизације добила силазну путању па је са 70% 1991. године оборена на 17% 1999. године (графички приказ број 90). Постепени пад кредитне каматне стопе доприносио је унапређењу укупне инвестиционе климе.

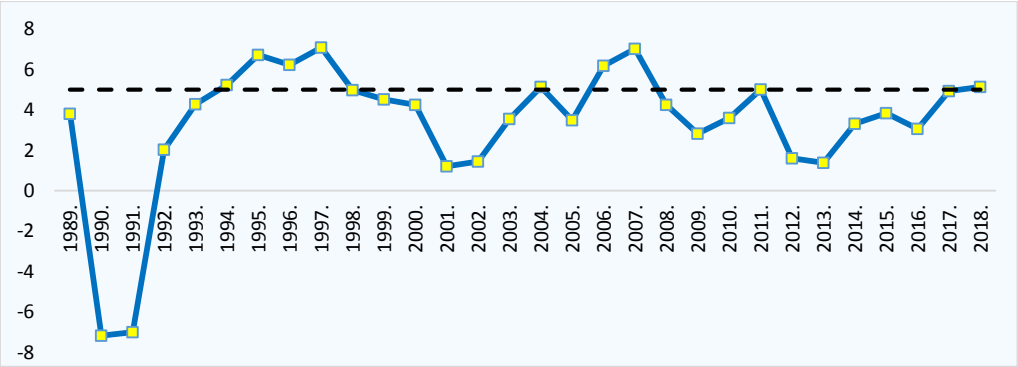
Графички приказ број 90: Кредитна каматна стопа у Пољској



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2017).

У околностима монетарне стабилизације, прилив иностраног капитала, посебно у облику страних директних инвестиција, био је значајан фактор оживљавања и убрзаног раста привреде. Након двогодишњег пада привредне активности узрокованог промјенама у економском и политичком систему, релативно јака инвестициона активност подржана приливом страних директних инвестиција, али и раст извоза стимулисан политиком девизног курса, били су главни фактори растуће привредне активности. Већ 1992. године остварен је раст реалног БДП-а од 2%, а током 1993-1999. године реални БДП је растао по стопи од 5,6%, просјечно годишње (графички приказ број 91).

Графички приказ број 91: Стопа раста БДП-а у Пољској



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

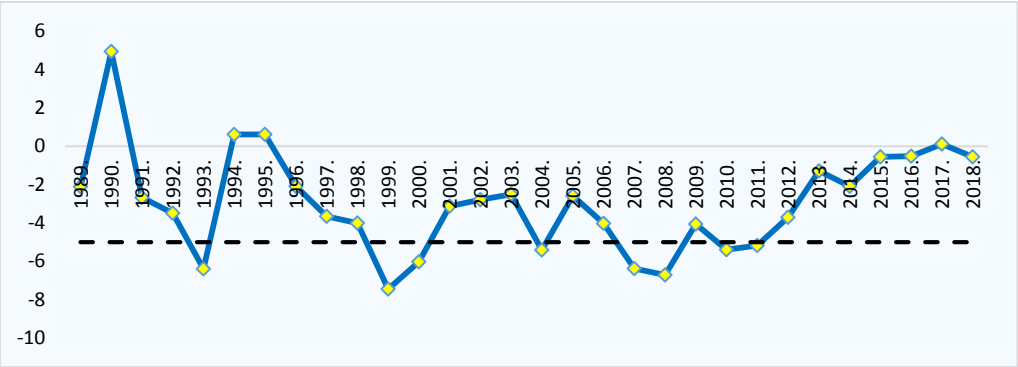
Графички приказ број 92: Стопа незапослености у Пољској

Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Посљедично, динамичан привредни раст значио је пад стопе незапослености. Паралелно са растућим стопама привредног раста успостављена је тенденција постепеног смањења стопе незапослености па је са 14% 1994. године опала на 10% 1998. године (графички приказ број 92).

Позитивна макроекономска кретања на унутрашњем плану, остварена током 1994-1999. године, упркос активној политици девизног курса, која се огледала у промјенама режима девизног курса у смјеру веће флексибилности, праћена су погоршањем дефицита текућег рачуна платног биланса и његовим удаљавањем од равнотежног нивоа (графички приказ број 93).

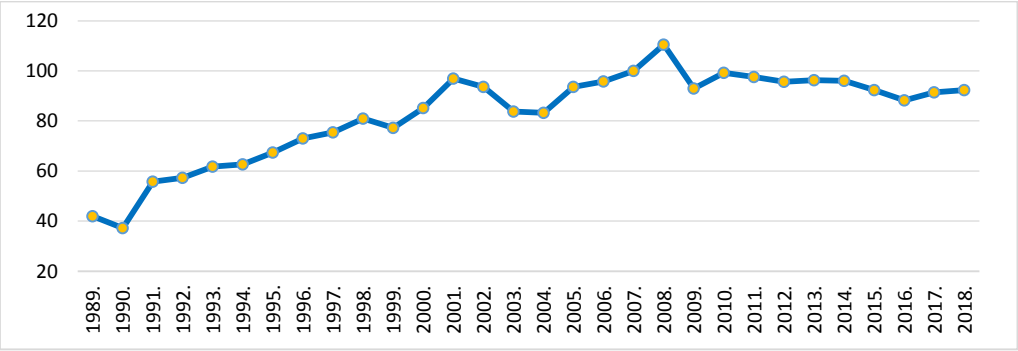
Графички приказ број 93: Салдо текућег рачуна платног биланса у Пољској, % БДП



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

На графичком приказу број 94, на којем је илустровано кретање индекса реалног ефективног девизног курса злота, уочава се тренд његовог перманентног раста током 1991-1998. године, што указује на погоршање конкурентности пољске привреде. Фактички, релативно високе стопе раста привреде, засноване на расту домаће потрошње која се дијелом ослањала на увоз, у комбинацији са постепеним, али недовољно брзим падом стопе инфлације која је вршила притисак на апресијацију реалног девизног курса злота, произвели су тенденцију погоршања спољнотрговинског биланса, а тиме и текућег рачуна платног биланса па је 1999. године дефицит био 7,4% БДП-а.

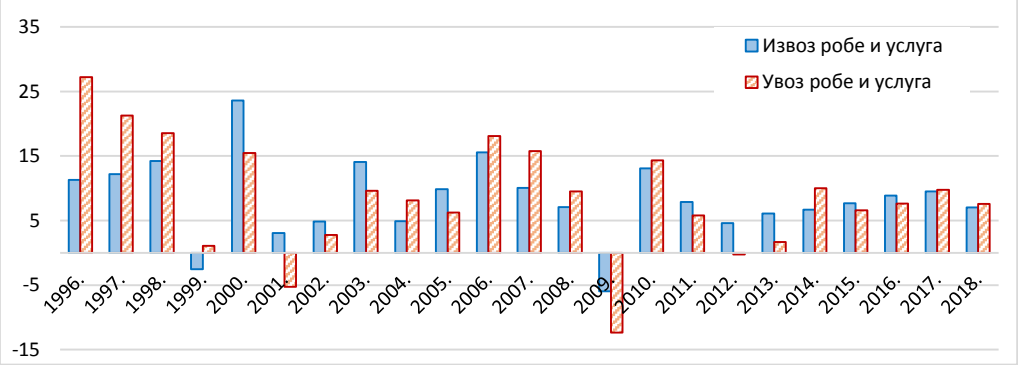
Графички приказ број 94: Индекс реалног ефективног девизног курса пољског злота, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Континуирана апресијација реалног девизног курса и растући дефицит наметали су питање извозне конкурентности пољске привреде. Са графичког приказа број 95 уочава се да је током 1996-1998. године Пољска забиљежила бржи раст увоза од раста извоза. Док је увоз растао по просјечној годишњој стопи од 22%, просјечна стопа раста извоза била је нешто мања од 13%, уз запажање да је под утицајем руске валутне кризе (1998), која је имала изразито штетан утицај на пољски извоз, 1999. године дошло до контракције извозне активности од -2,5%.

Графички приказ број 95: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Пољској



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Растући дефицит је вршио притисак на депресијацију номиналног девизног курса. Да би номинални курс остао у границама коридора, монетарне власти су морале интервенисати из девизних резерви, што је изазавало њихово топљење. Девизне резерве су 1999. године опале за 3% или скоро једну милијарду USD у односу на ниво забиљежен 1998. године.

У околностима релативно повољних макроекономских кретања на унутрашњем плану, укључујући и једноцифрене стопе инфлације, у настојању да заустави трошење девизних резерви и раст апресијације реалног девизног курса, односно да допринесе успостављању тенденције пожељне благе реалне депресијације курса да би се подстакао раст извоза (конкурентност домаће привреде на међународном тржишту), монетарна власт се одлучила на још једну промјену режима девизног курса. У априлу 2000. године Пољска је прешла на режим слободно флуктуирајућег девизног курса у комбинацији са таргетирањем инфлације. У одмаклој фази транзиције, под притиском растућег спољнотрговинског дефицита, проузрокованог релативно високим стопама раста привреде, заснованим на снажном расту домаће потрошње која се у одређеној мјери задовољавала из увоза, те апресијацијом реалног девизног курса злота, Пољска је коначно прешла на режим слободно флуктуирајућег девизног курса. Преласку на режим флуктуирајућег девизног курса претходио је прелазак на нову монетарну стратегију. Наиме, у спровођењу монетарне политике, Пољска је већ 1999. године

почела са примјеном стратегије инфлационог таргетирања. Ради одржавања стопе инфлације у оквиру пројектованог инфлационог коридора, који је од 2004. године перманентно 2,5% ±1 п.п., Централна банка користи референтну каматну стопу, као основни инструмент у вођењу монетарне политике, с тим да је задржала могућност да интервенише на девизном тржишту, ако сматра да је то потребно да би се постигао циљ инфлације.

Прелазак на нови режим девизног курса праћен је апресијацијом номиналног курса злота у односу на евро, која је трајала до половине 2001. године, и наставком топљења девизних резерви централне банке. Наиме, може се претпоставити да је монетарна власт, у одређеној мјери, вршила утицај на кретање номиналног девизног курса да би његов ниво био конзистентан са таргетираном стопом инфлације. Апресијација злота је, путем ефеката на инфлациона очекивања и смањење цијена увозне робе изражених у домаћој валути, имала позитивно дејство на снижавање стопе инфлације након њеног поновног скока изнад 10% 2000. године, изазваног увођењем евра. Стопа инфлације 2001. године износила је 5,5%, а током 2002-2007. године, упркос појави тенденције пада вриједности злота у односу на евро (2002-2004), нија прелазила ниво од 3,5% годишње. Такође, у почетном периоду примјене флуктуирајућег девизног курса дошло је до пада прилива страних директних инвестиција па су са 9,3 милијарде USD 2000. године опале на 5,7 милијарди USD 2001. године, а потом на 4,1 милијарду USD 2002. године. То је дјеловало на привремено успоравање привредне активности, па је Пољска током 2001-2002. године пролазила кроз фазу нешто успоренијег привредног раста, са стопама раста реалног БДП-а око 1,5%. Успорен раст привредне активности, путем дејства на домаћу тражњу за увозном робом, у комбинацији са тенденцијом раста девизног курса злота у односу на евро, кроз допринос конкурентности извозног сектора, доприносили су смањењу дефицита у текућем рачуну платног биланса па је током 2001-2003. године износио око 3% БДП-а.

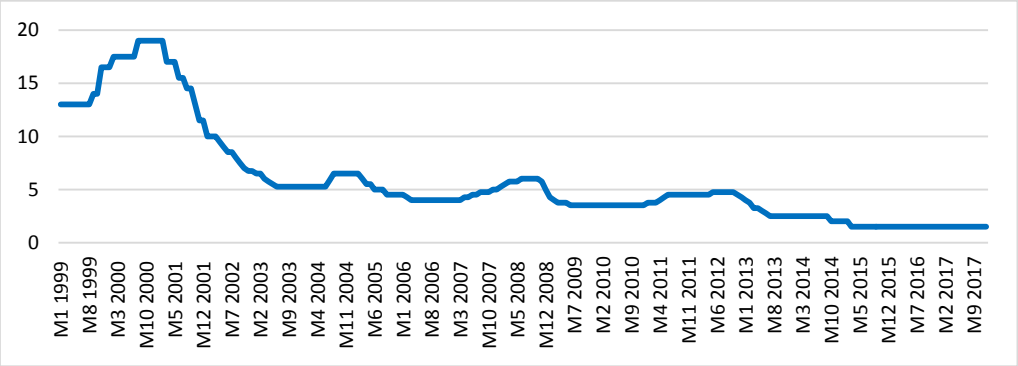
Не задуго, уласком Пољске у ЕУ подстакнут је снажан прилив страних директних инвестиција, које су само у периоду од 2004. до 2008. године кумулативно износиле око 86 милијарди USD. Посљедично, то је изазвало убрзавање привредног раста и остваривање високих стопа раста реалног БДП-а које су се током 2004-2008. године кретале у интервалу од 4 до 7%. Међутим, снажан прилив иностраног капитала подржавао је раст домаће тражње, што је у околностима либерализације спољнотрговинских токова, водило расту увоза. Истовремено, прилив капитала проузроковао је апресијацију номиналног девизног курса која је имала позитивно

дејство на инфлацију, али негативно на конкурентност пољског извозног сектора. То је довело до поновног удаљавања дефицита текућег рачуна од равнотежног нивоа па је 2008. године износио око 7% БДП-а. У околностима динамичног привредног раста, стопа незапослености је, након достизања врха од 20% 2002. године и њеног задржавања на нивоу од 19% током 2003-2004. године, добила силазну путању па је 2008. године била 7%.

Искуство Пољске је показало да се ова земља, примјењујући режим флуктуирајућег девизног курса, који је као амортизер спољних шокова, допринсио макроекономској стабилности, успјешно борила са свјетском економском и финансијском кризом. Наиме, пољска привреда је једна од ријетких која је избјегла рецесију. На реалном сектору економије, док под утицајем глобалне кризе многе земље биљеже пад активности, Пољска је остварила позитивне стопе реалног раста БДП-а (графички приказ број 91). Свјетска економска и финансијска криза је, кроз смањење нето прилива капитала и извозне тражње, успорила, али не и зауставила привредни раст тако да је стопа раста реалног БДП са 7% 2007. године смањена на 2,8% односно 3,6% 2008. и 2009. године, респективно.

Истраживање понашања монетарних власти открива да је током кризе Народна банка Пољске, у циљу подстицања инвестиционе активности и потрошње, реаговала путем примјене традиционалног инструмента монетарне политике, референтне каматне стопе, на начин да је услиједио заокрет ка смањењу и успостављању тенденције њеног опадања (графички приказ број 96).

Графички приказ број 96: Референтна каматна стопа Народне банке Пољске



Извор: Обрада аутора на основу података NBP (2018).

Фактички, у настојању да, у околностима глобалне кризе, преко утицаја на агрегатну тражњу (инвестиције и потрошњу) обезбиједи стабилан привредни раст, монетарна власт је вршила честе редукције референтне каматне стопе која је, у релативно кратком року, са 6%, колико је износила октобра 2008. године, већ јуна 2009. снижена

на 3,5% те је на том нивоу задржана до краја 2010. године. Ипак референтна каматна стопа је задржавана на нешто вишем нивоу у односу на каматну стопу повезану са монетарном политиком Европске централне банке која је у наведеном периоду са 3,75% опала на ниво од 1%. Таква позиција каматних стопа НБП има и позитивне стране, јер преко утицаја на каматне стопе на тржишту новца привлачи страни капитал и истовремено дестимулише његов одлив (Вујанић, Глигорић и Жарковић, 2019).

Готово у исто вријеме, када монетарна власт прави заокрет у политици каматне стопе, услиједила је снажна номинална депресијација злота па је 2009. у односу на 2008. годину просјечна годишња вриједност злота опала за 19% према евру те 23% према долару (графички приказ број 85). То упућује на закључак да је монетарна власт Пољске, осим механизма монетарне експанзије, под оправдањем спречавања рецесије и краткорочног побољшања макроекономских перформанси, користила и механизам обезврјеђивања националне валуте дозвољавајући значајну номиналну депресијацију злота. У околностима благе инфлације то је водило депресијацији реалног девизног курса злота и ублажавању пада извозне активности.

На графичком приказу број 86 који показује кретање годишње стопе инфлације у Пољској може се примијетити да пад референтне каматне стопе и снажна номинална депресијација злота, супротно сугестијама економске теорије, нису праћени значајнијим растом цијена, тј. јачањем инфлационих тенденција. Напротив, просјечна годишња стопа инфлације је са 4,2% 2008. опала на 3,8% 2009. године. Међутим, стопа инфлације је била изнад пројектованог инфлационог коридора од 2,5% ±1 п.п. С обзиром на то да је у периоду кризе стопа инфлације, ипак, изнад пројектованог инфлационог коридора, кретање референтне каматне стопе, као главног инструмента монетарне политике, сугерише да, у контексту формалног циљања инфлације, фокус монетарне политике није био на контроли и одржавању стопе инфлације на ниском нивоу. Mackiewicz-Łyziak (2017) у свом раду констатује да је под утицајем кризе дошло до промјене преференција монетарних власти Пољске у смислу давања већег значаја производњи у односу на цијене. Наиме, за разлику од предрецесионог периода, у којем се референтна каматна стопа прилагођавала да би била обезбијеђена стабилност цијена, у околностима кризе, производња добија већи значај. Резултати истраживања откривају да су, у првим кварталима након почетка кризе, каматне стопе око 2 п.п. мање него што би биле да Централна банка, под утицајем кризе, није промијенила своје преференције.

Опоравак свјетске економије који је за Пољску значио раст извоза, али и појачан прилив капитала, имао је позитивно дејство на привредну активност па је у периоду 2010-2011. године реални БДП растао по просјечној стопи од 4,3% годишње, што се може оцијенити као релативно висока перформанса. Ипак, главни покретачки фактор привредног раста током кризе и посткризног периода био је и даље снажан прилив иностраног капитала. Фактички, Пољска је наставила да привлачи велике количине страних директних инвестиција које су током 2009-2011. године биле око 51 милијарду USD. Међутим, растућа привредна активност, подстакнута приливом капитала и појачаном извозном активношћу, вршила је притисак на раст стопе инфлације која је 2011. године, са износом од 4,2% поново пробила пројектовани инфлациони коридор, упркос политици повећања референтне каматне стопе. Наиме, полазећи од увјерења да би наставак политике смањења каматних стопа и/или њиховог задржавања на ниском нивоу дјеловало на даље загријавање пољске економије, која већ има релативно високе стопе раста, што би се могло значајније одразити на погоршавање текућег платног биланса, монетарна власт се почетком 2011. године одлучила за постепено повећање референтне каматне стопе па је на крају године била 4,5%.

Ипак, због проблема земаља еврозоне које су 2012. и 2013. године погођене новим, другим таласом кризе, усљед велике зависности од извоза (око 53-56% укупног извоза) на тржишта и прилива капитала из тих земаља, Пољска још једном пролази кроз фазу нешто успоренијег раста са стопама раста реалног БДП-а од 1,6 до 1,4%, респективно, праћеног дефлационим притисцима. Практично, криза која је захватила европски финансијски систем, произвела је отежано задуживање пољских банака у иностранству што је довело до смањења обима кредита. Ово је за посљедицу имало смањење улагања те је у комбинацији са негативним дејством на извоз довело до значајног успорења раста реалног БДП-а. Таква ситуација, у циљу оживљавања инвестиција и привредне активности, захтијевала је промјене у монетарној политици. Под притиском успорене привредне активности, усљедила је тенденција смањења каматних стопа па је од октобра 2012. до краја 2017. године референтна каматна стопа са 4,75% опала на 1,5%.

Већ од 2014. године Пољска поново постаје привлачна за иностране улагаче па је у периоду 2014-2018. године прилив страних директних инвестиција кумулативно био 76 милијарди USD. Прилив капитала, праћен ниском референтном каматном стопом и благом номиналном депресијацијом злота, у околностима цјеновне стабилности,

резултирало је просјечном годишњом стопом раста реалног БДП-а од 4,2%. Упркос експанзивној монетарној политици и снажном приливу капитала, усљедили су дефлациони притисци који су резултирали падом стопе инфлације и њеним преласком у дефлацију. Наиме, Пољска је, усљед релативно спорог опоравка економије земаља еврозоне, праћеног падом цијена нафте и хране на свјетским тржиштима, доживјела дефлацију која је трајала од 2014. до 2016. године.

Специфичност кретања на реалном сектору пољске економије произилази из кретања стопе незапослености. Свјетска економска и финансијска криза зауставила је тенденцију опадања незапослености, али без изазивања значајнијих поремећаја на тржишту рада, у смислу погоршања, па се стопа незапослености на нивоу од око 10% задржала у периоду 2009-2013. године. На графичком приказу број 92, на којем је приказано кретање стопе незапослености, јасно се уочава да је од 2014. године успостављена тенденција њеног опадања па је на крају наведеног периода била око 4% што представља њен најнижи ниво од 1991. године те Пољску сврстава у ред земаља са ниском стопом незапослености.

Позитивна макроекономска кретања на унутрашњем плану, у посљедњих неколико година, праћена су задовољавајућим стањем спољне равнотеже, имајући у виду да је дефицит текућег рачуна платног биланса, у периоду од 2015. до 2018. године, био мањи од 1% БДП-а. Генерална тенденција номиналне депресијације злота, настала под утицајем глобалне кризе, праћена процесом дезинфлације од 2012. године, значила је већу куповну моћ у земљи него у иностранству што је дестимулисало увоз, али и стварало позитивно дејство на конкурентност извозног сектора пољске привреде и тиме доприносило успостављању тенденције постепеног опадања дефицита текућег рачуна (графички приказ број 93).

Стабилизација цијена и напредак у транзиционом процесу праћен снажним приливом капитала те прелазак на режим флуктуирајућег девизног курса, имали су позитивне ефекте на стабилан раст девизних резерви па су крајем посматраног периода биле на нивоу од 117 милијарди USD (графички приказ број 89).

3.2.2.2. Мађарска

Мађарска је такође међу првим транзиционим земљама која је започела процес економске и политичке трансформације, 1989. године. Либерализација цијена и спољне трговине те токова капитала и новца, са циљем отварања тржишно-оријентисаних процеса структурних реформи, већ на почетку трансформације

економије, проузроковала је заоштравање макроекономске неравнотеже која се, прије свега, огледала у поремећајима цијена и производње. Према подацима Међународног монетарног фонда (2019), стопа инфлације је убрзавала раст па је са 9, односно 16% 1987. и 1988. године, респективно, порасла на 17% 1989. године. У исто вријеме успорен је раст привредне активности па је 1989. године реални БДП растао по стопи од 0,8%.

Описана кретања основних показатеља унутрашње макроекономске (не)стабилности, забиљежена на почетку процеса транзиције, указују на то да су иницијалне негативне посљедице започетог процеса либерализације и дерегулације на мађарску привреду, ипак, биле мањег интензитета у односу на друге транзиционе земље. То је Мађарској, за разлику од многих транзиционих земаља које су на почетку економске трансформације биле принуђене да, у циљу смиривања и гушења инфлације, примјењују ударну стратегију стабилизације (*big bang strategy*), омогућило да одабере концепт постепених реформских промјена тј. градуалистички приступ транзицији из планске у тржишну привреду. У том контексту, Жарковић (2012) сматра да постизање макроекономске стабилности, за разлику од већине транзиционих земаља, Мађарској није представљало проблем, па није било потребе да се изводи оштра стабилизација.

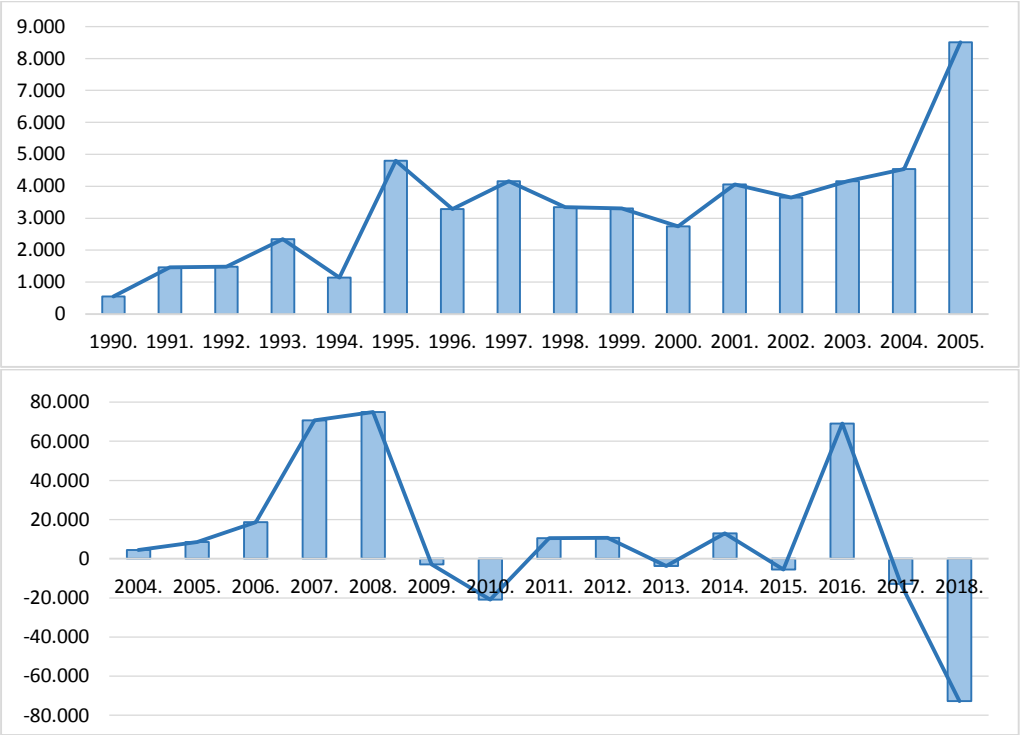
У циљу контроле иницијалних инфлационих ефеката либерализације цијена и трговине, монетарна власт Мађарске је одлучила да настави са примјеном режима покретног корпа паритета са врло уским маргинама флуктуација од ± 0,5%, уведеног 1981. године. Укључивањем покретног корпа паритета са врло уским маргинама флуктуација у програм стабилизације, марта 1990. године, као мјере антиинфлационе политике, Мађарска се фактички опредијелила за наставак политике девизног курса која омогућава спровођење (контролисаних) честих и мањих промјена паритета, са основним мотивом да се у околностима либерализације цијена и спољне трговине, кроз одржавање реалног девизног курса форинте стабилним, избјегне раст спољнотрговинског дефицита, пад девизних резерви, али и да се повећа ризик за прилив шпекулативног капитала. Другим ријечима, Мађарска је наставила да примјењује режим девизног курса којим се, кроз везивање валуте за неку другу валуту или корпу валута остварује дисциплина, али истовремено и флексибилност у спровођењу монетарне политике, јер монетарна власт има дискрециono право да промијени паритет да би спријечила губитак конкурентности.

У почетном периоду мађарска форинта је била везана за валутну корпу која се састојала од једанаест валута, са доминантним учешћем америчког долара са 42,6% и

њемачке марке са 25,6%. Међутим, већ децембра 1991. године корпа валута је значајно поједностављена па је форинта била везана за валутну корпу коју су чинили амерички долар (са учешћем од 50% до августа 1993. године, а потом од 30% до краја 1999. године) те наизмјенично европска валутна јединица (ECU)[32], њемачка марка и евро (са учешћем од 50% до августа 1993. године, односно 70% до краја 1999. године). Од јануара 2000. године мађарска форинта је била везана само за евро[33]. При томе, промјене структуре валутне корпе, праћене су честим прилагођавањима паритета мађарске форинте и то у неједнаким интервалима.

Програм стабилизације са инкорпорираним режимом покретног (прилагодљивог) корпа паритета углавном није дао очекиване резултате. Увођењем програма стабилизације, паралелно са политиком девизног курса као номиналног „сидра“, настављен је процес структурних реформи које су мотивисале прилив иностраног капитала. Већ 1991. године Мађарска је забиљежила прилив страних директних инвестиција, неопходан за ревитализацију привреде, у износу од 1,5 милијарди USD, да би током 1992-1994. године, просјечно годишње, износиле око 1,7 милијарди USD (графички приказ број 97).

Графички приказ број 97: Стране директне инвестиције у Мађарској (нето прилив), мил. USD

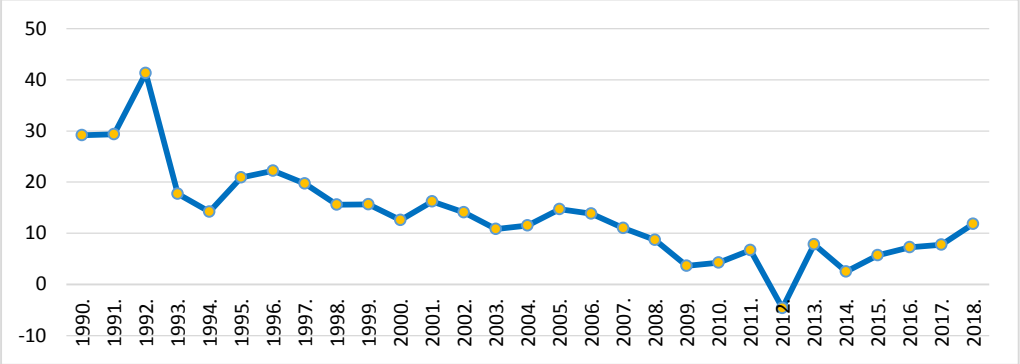


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

[32]ECU (European Currency Unit) је корпа валута земаља чланица европског монетарног система, а израчунава се као пондерисани просјек валута земаља чланица ЕУ. Од 1.1.1999. године евро је преузео исти састав корпе валута као и ECU, 1 ECU=1 €.
[33]Народна банка Мађарске, https://www.mnb.hu/en/statistics/statistical-data-and-information.

Прилив иностраног капитала, који је у прво вријеме (1991-1992) премашио дефицит текућег рачуна платног биланса, утицао је на убрзање стопе раста новчане масе М3 тако да је са 29% 1991. године порасла на 41% 1992. године, што је имало негативно дејство на инфлацију (графички приказ број 98).

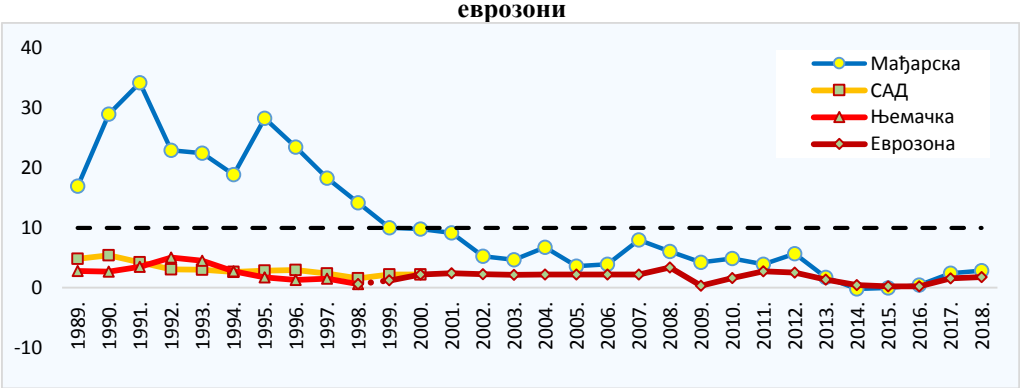
Графички приказ број 98: Стопа раста новчане масе М3 у Мађарској



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Повећање количине домаћег новца у оптицају, супротно захтјевима за брзо савладавање инфлације, водило је порасту стопе инфлације. Иако није забиљежила екстремне вриједности сличне оним вриједностима које су стварале озбиљне проблеме привредама многих транзиционих земаља, инфлација је након увођења стабилизационог програма наставила да убрзава па је 1991. године достигла врх од 34% (графички приказ број 99).

Графички приказ број 99: Просјечна годишња стопа инфлације у Мађарској, САД, Њемачкој и еврозони



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

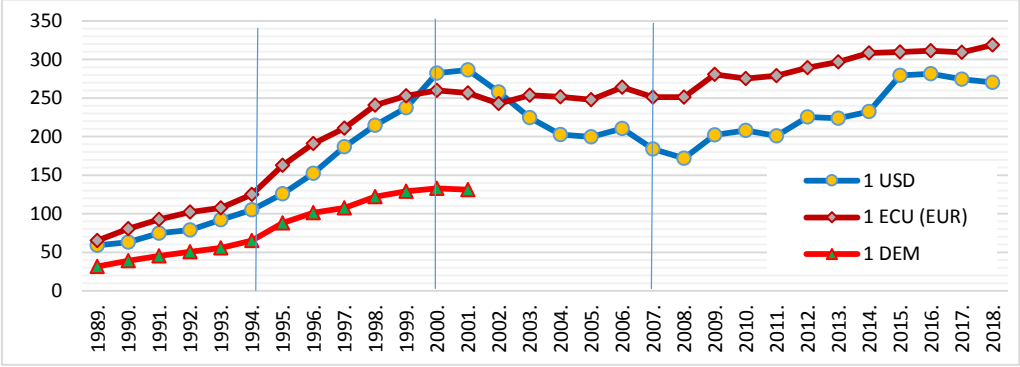
Тек током 1992-1994. године долази до постепеног смиривања, па је 1994. године стопа инфлације, у околностима смањеног прилива иностраног капитала, посљедично нешто спорије раста новчане масе, била 19%. Може се рећи да је, у почетном периоду примјене програма стабилизације, прилив иностраног капитала, уз иницијалне инфлационе ефекте либерализације цијена, био један о значајних узрочника који је успоравао процес дезинфлације, дајући инфлацији особине, како је то наведено у Ћировић (2000), упорне и релативно дуготрајне.

На плану девизног курса, релативно висока, али и доста упорна стопа инфлације приморавала је монетарну власт Мађарске на често и *ad hoc* промјене основних карактеристика режима покретног корпа паритета. Према подацима Народне банке Мађарске, већ јануара 1991. године, а потом и новембра исте године, усљед инфлационог притиска, извршене су двије значајније девалвације форинте у односу на корпу валута и то за 15, односно 6%, респективно. Након тога, услиједио је низ од 12 девалвација, претежно мањих од 2%, да би августа 1994. године била извршена још једна релативно већа девалвација и то од 8%. Фактички, као одговор на промјене основних макроекономских варијабли (прије свега инфлације), валутни паритет мађарске форинте у односу на изабрану корпу валута, до марта 1995. године, у неједнаким интервалима, прилагођаван је 19 пута. Осим промјене валутног паритета, примјену режима покретног корпа паритета карактерисала је и тенденција ширења маргина дозвољених флуктуација тржишног курса форинте које су са почетних ± 0,5% прво повећане на ± 1,25% августа 1994. године, а потом и децембра исте године на ± 2,25%. Уз то, често из превентивних разлога, монетарна власт је неколико пута мијењала структуру корпе валута, с тим да је већ од децембра 1991. године значајно поједностављена те је обухватала само двије валуте, амерички долар и европску валутну јединицу, у сразмјери 50% USD и 50% ECU. Активна и доста разнолика политика девизног курса са честим промјенама паритета указује на то да је девизни курс, на путу ка већој флексибилности девизног курса и таргетирању инфлације, представљао значајан инструмент монетарне политике.

На графичком приказу број 100, на којем је илустровано кретање номиналног девизног курса форинте према америчком долару и европској валутној јединици, односно евру те њемачкој марки, као валутама које су имале највеће учешће у валутној корпи за коју је везана форинта, запажа се да је политика релативно честих и *ad hoc* промјена паритета резултирала континуираним, благим растом номиналног девизног курса форинте. Другим ријечима, период примјене режима покретног корпа паритета, који је био у употреби до марта 1995. године, карактерисала је блага депресијација номиналног девизног курса па је курс форинте са 62,5 форинти за долар јануара 1990. године порастао на 119,7 форинти за долар марта 1995. године. Међутим, континуиране девалвације номиналног девизног курса, уз наставак административне дерегулације цијена и прилив иностраног капитала, такође се могу означити као значајан генератор инфлационог притиска. Бекер Пуцар (2010) у свом раду, на основу резултата истраживања добијених помоћу VAR/VEC модела, констатује да је у периоду примјене режима покретног корпа паритета постојала релативно снажна

трансмисија промјена девизног курса на ниво потрошачких цијена у Мађарској. Фактички, честе промјене валутног паритета, кроз негативно дејство на повећање инфлационих очекивања и цијене увозне робе изражене у форинтама, доприносиле успоравању процеса дезинфлације.

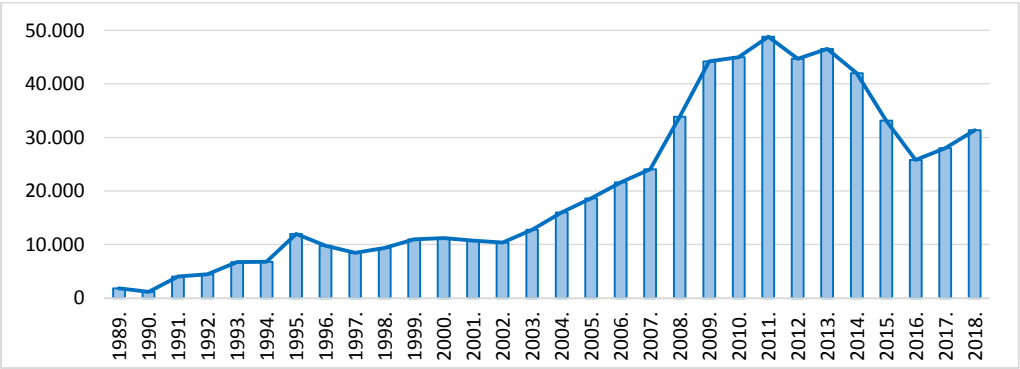
Графички приказ број 100: Номинални курс мађарске форинте према USD, ECU/EUR и DEM



Извор: Обрада аутора на основу података NBM (2019).

Политика постепених девалвација националне валуте, праћена тенденцијом ширења маргина дозвољених флуктуација тржишног девизног курса форинте, у координацији са политиком унапређења структурних реформи привреде, што је подстицало прилив иностраног капитала, доприносило је успостављању узлазног тренда кумулирања девизних резерви. Са 4 милијарде USD 1991, девизне резерве (укључујући злато) порасле су на 7 милијарди USD 1994. године (графички приказ број 101). Тенденција повећања нивоа девизних резерви указивала је на раст повјерења у домаћу валуту.

Графички приказ број 101: Девизне резерве (укључујући злато) у Мађарској, мил. USD

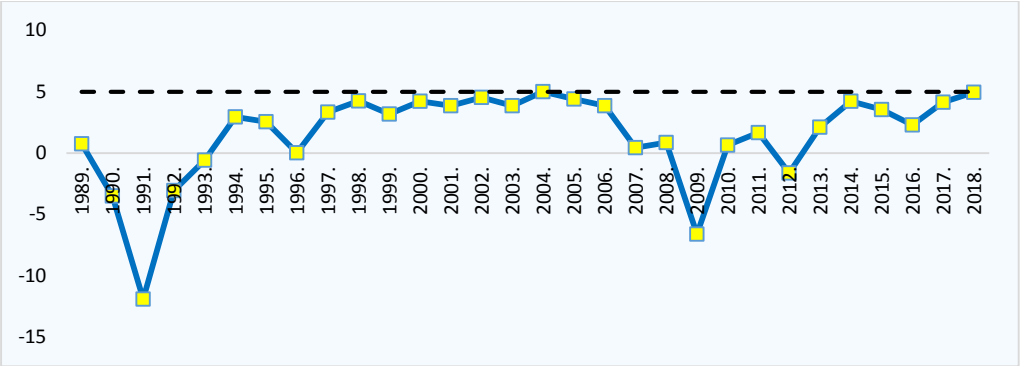


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

На реалном сектору економије, транзициона рецесија, која је у Мађарској трајала од 1990. до 1993. године, произвела је кумулативни пад реалног БДП-а од -18%. Почетни знаци оживљавања привреде су били видљиви тек 1994. године, када је остварен раст реалног БДП од 3% (графички приказ број 102). Ипак, у односу на многе транзиционе земље, рецесија мађарске привреде, по свом кумулативном интензитету, била је међу најслабијим. У исто вријеме, стопа незапослености је порасла па је са 0,5% 1989.

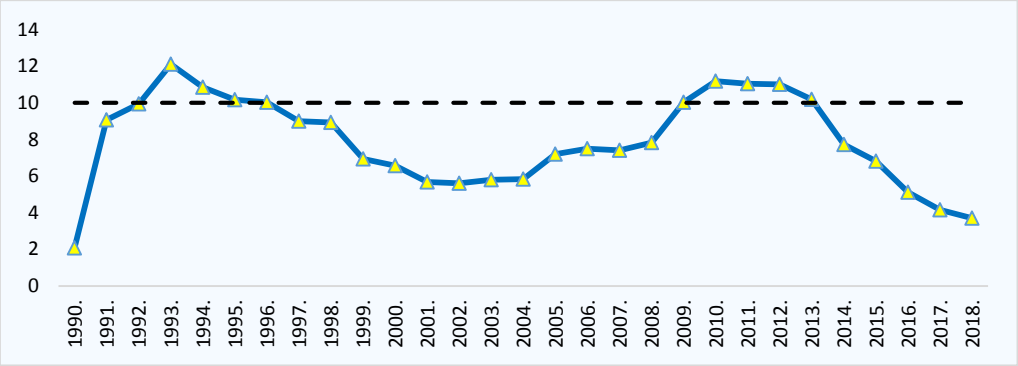
године порасла на 11% 1993. године, што уједно представља њену највећу вриједност остварену током транзиције (графички приказ број 103).

Графички приказ број 102: Стопа раста БДП-а у Мађарској



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

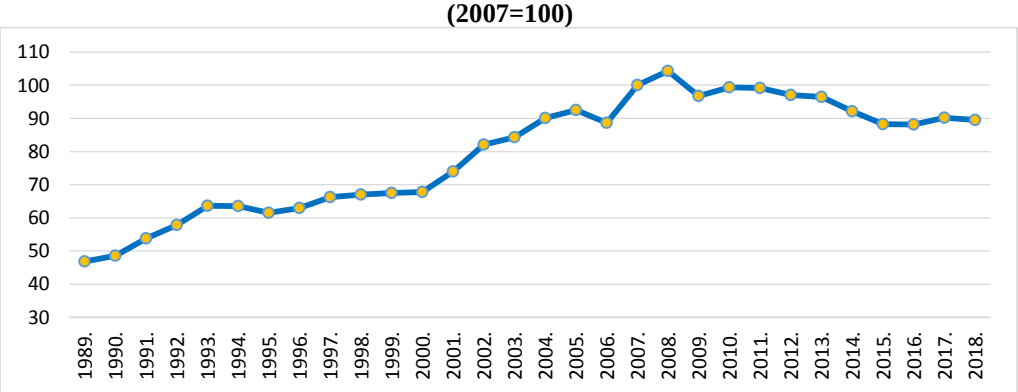
Графички приказ број 103: Стопа незапослености у Мађарској



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Имајући у виду бржи раст цијена у Мађарској у односу на њихов раст у земљама чије су валуте чиниле валутну корпу, а прије свега у односу на САД, Њемачку, девалвације девизног курса форинте, иако релативно честе, нису биле довољне да у потпуности компензују разлику између домаће стопе инфлације и одговарајуће пондерисане стопе у земљама чије су валуте улазиле у валутну корпу. То је водило апресијацији реалног девизног курса форинте и погоршању конкурентности мађарског извоза (графички приказ број 104).

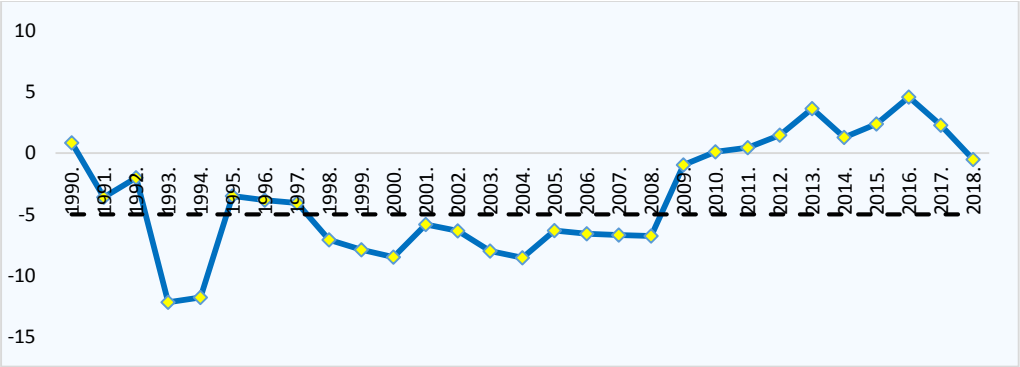
Графички приказ број 104: Индекс реалног ефективног девизног курса мађарске форинте, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

У околностима растуће либерализације привреде, бржи раст домаће тражње од раста БДП-а, у комбинацији са смањењем цјеновне конкурентности мађарске привреде усљед јачања форинте, довели су до значајног ширења дефицита текућег рачуна платног биланса који је са 2% БДП-а 1992. године скочио на 12% БДП-а 1993. године те се на том нивоу задржао и током 1994. године (графички приказ број 105). Тако, уз релативно високу стопу инфлације, висок дефицит у текућем рачуну платног биланса био је значајан проблем у почетној фази мађарске транзиције.

Графички приказ број 105: Салдо текућег рачуна платног биланса у Мађарској, % БДП



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Под притиском растућег дефицита текућег биланса и релативно спорог обарања стопе инфлације на једноцифрене износе, Мађарска, марта 1995. године, доноси нови програм стабилизације који је, у циљу подстицања конкурентности мађарског извоза, садржавао почетну девалвацију форинте од 9%. У склопу новог стабилизационог програма, примијењен је режим покретног коридора са маргинама флуктуација од ± 2,25%. Према подацима Народне банке Мађарске, форинта је и даље је била везана за валутну корпу коју су чинили европска валутна јединица и амерички долар, у сразмјери 70% ECU и 30% USD. Јануара 1997. године европска валутна јединица је замијењена њемачком марком, која је након двије године замијењена евром. Почетком 2000. године монетарна власт укида корпу валута, везујући форинту само за евро.

Режим покретног коридора са релативно уским маргинама дозвољених флуктуација тржишног девизног курса од ± 2,25%, подразумијевао је мјесечну девалвацију форинте у унапријед одређеном проценту. Стопа мјесечне девалвације званичног фиксног курса (мјесечног пузања коридора) иницијално је успостављена на нивоу од 1,9%, али је током времена постајала све нижа па је априла 2001. године сведена на ниво од 0,2%. Објављивањем промјена девизних курсева, за наредни период (на мјесечном нивоу), монетарна власт је слала јасне сигнале привреди и становништву у погледу нивоа курсева који се могу очекивати у наредним периодима. Основна идеја је била да се путем унапријед програмиране мјесечне стопе девалвације форинте, која

је била у вези са планираним, нижим стопама инфлације, утиче на инфлациона очекивања. Режим покретног коридора, са уским маргинама дозвољених флуктуација курса, који је био у примјени до маја 2001. године, осим заустављања негативаног тренда инфлационих очекивања, за циљ је имао и избјегавање високе апресијације домаће валуте (Бунгин, 2014).

Прелазак на либералнији режим девизног курса праћен је убрзањем раста општег нивоа цијена па је стопа инфлације 1995. године, у односу на претходну годину била већа за 9 п.п. тј. била је 28%. Почетна девалавација форинте те снажан прилив страних директних инвестиција које су 1995. година биле скоро 5 милијарди USD, јачањем утицаја на раст новчане масе, представљали су главне иницијаторе убрзања раста стопе инфлације. Ипак, политика девизног курса, осмишљена са циљем да се путем унапријед програмиране мјесечне стопе девалвације форинте утиче на смањење инфлационих очекивања, подржана одговарајућом монетарном политиком, у релативно кратком року је дала добре резултате. Наиме, паралелно са смањењем стопа мјесечног пузања валутног коридора, годишња стопа инфлације је имала тренд постепеног обарања. На основу графичког приказа број 99 запажа се да је стопа инфлације, већ од 1996. године, имала силазни тренд, па је 1999. године сведена на 10%, али се на том нивоу задржала и 2000. године. На плану девизног курса мађарске форинте, на графичког приказу број 100 може се уочити да је период примјене режима покретног коридора са релативно уским маргинама флуктуација, заправо период значајне девалвације номиналног курса форинте. Фактички, у периоду од 1995. до 2000. године, посматрајући просјечан годишњи курс форинте према њемачкој марки и америчком долару, девалвирана је форинта и то за 34% у односу на марку и 55% у односу на долар. Бекер Пуцар (2010), на основу резултата истраживања добијених помоћу VAR/VEC модела, закључује да је у периоду примјене режима покретног коридора са релативно уским маргинама дозвољених тржишних осцилација девизног курса трансмисија промјена девизног курса на ниво потрошачких цијена ипак слабијег интензитета у поређењу са режимом покретног паритета.

Одржавање номиналног девизног курса на нивоу унапријед програмиране мјесечне стопе девалвације форинте захтијевало је интензивнију употребу девизних резерви. Упркос појачаном приливу иностраног капитала, након скока на 12 милијарди USD 1995. године, девизне резерве су имале силазни тренд па су 1997. године износиле 8,4 милијарде USD те су се на нивоу испод 12 милијарди USD задржале све до краја 2002. године. Развој ситуације у Русији 1998. године имао је негативно дејство на платни

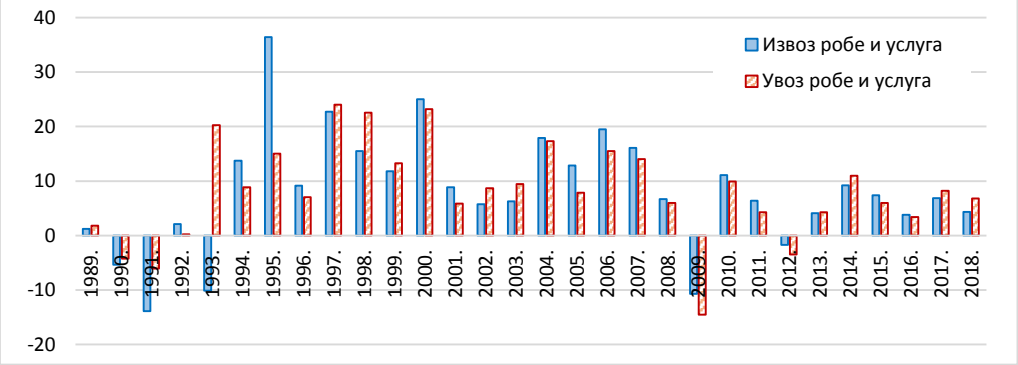
биланс многих транзиционих земаља, укључујући и Мађарску. Ћировић (2000) сматра да је руска валутна криза, погодила мађарску берзу више него берзе других земаља Источне Европе. Наиме, страни инвеститори су продавали мађарске акције и обвезнице, да би тим новцем покрили губитке које су имали у Русији. Овај удар пренио се са мађарске берзе и на девизно тржиште, па је форинта крајем августа 1998. године за двије седмице депресирала за више од 5%. Интервенције мађарске централне банке задржале су курс форинте у границама коридора од ± 4,5% око централног курса.

Смањење нивоа девизних резерви водило је смањењу стопе раста новчане масе М2, односно њеном успоравању, па је са 21% 1995. године оборена на 12% 2000. године (графички приказ број 98), што је имало позитивно дејство на стабилизацију цијена. Стварањем окружења које карактерише процес дезинфлације доприносило је унапређењу инвестиционе климе и побољшању конкурентности Мађарске у привлачењу страних директних улагања. Жарковић (2012) истиче да је реструктурирање привреде засновано на моделу приватизације који је подразумијевао продају државног капитала у предузећима по начелу *„случај по случај“* и по реалној тржишној цијени (што је посебно био случај код продаје великог броја малих и средњих предузећа и неких великих предузећа) у амбијенту стабилизације цијена, праћено стимулативном политиком привлачења иностраног капитала, са циљем да се повећа интерес иностраних инвеститора да учествују у процесу приватизације, за резултат имало појачан прилив иностраног капитала, посебно у облику страних директних инвестиција. Као доминантну карактеристику резултата приватизације у Мађарској, Жарковић издваја водеће учешће страних инвеститора у том процесу. Процјењује се да је више од 70% прихода од приватизације остварено продајом страним инвеститорима. Стварање повољног привредног амбијента те јефтина и образована радна снага су значајно допринијели уласку иностраног капитала у Мађарску. Водеће учешће страних инвеститора у процесу приватизације, значило је доношење нових управљачких знања, технологија и свјежег капитала потребног за јачање позиције предузећа на тржишту, али и извозну орјентацију мађарске привреде.

На графичком приказу број 97 запажа се да је од 1995. године прилив страних директних ивестиција подигнут на значајно већи износ па је са просјечног годишњег прилива од 1,4 милијарде USD, оствареног током 1990-1994. године, повећан на 3,6 милијарди USD у периоду од 1995. до 2000. године. Добри резултати на плану реструктурирања домаће привреде, подржани политиком растуће флексибилности

режима девизног курса, која је свој одраз имала у убрзаном расту номиналног девизног курса форинте, у амбијенту цјеновне стабилизације, огледали су се у расту извозне активности. У Мађарској су, у периоду од 1995. до 1996. године, и извоз и увоз расли по високим стопама, с тим да је раст извоза, са просјечном годишњом стопом од 23%, надмашио увоз који је растао по стопи од 11% (графички приказ број 106). Посљедично, дефицит текућег рачуна већ 1995. године сведен је на око 4% БДП-а те се на том нивоу задржао током 1996-1997. године.

Графички приказ број 106: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Мађарској



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019) и World Bank (2019).

Упркос експанзији извоза и појачаној инвестиционој активности те стабилизацији цијена мађарска привреда је још увијек пролазила кроз фазу недовољно брзог опоравка са просјечном годишњом стопом раста реалног БДП-а од 2%, током 1994-1996. године. Видљивији позитивни ефекти појачаног прилива страних директних инвестиција на ниво привредне активности почињу да се испољавају од 1997. године. Стопе раста реалног БДП-а, у периоду од 1997. до 2000. године, кретале су се између 3 и 4%. Растућа привредна активност дјеловала је на раст запослености па је стопа незапослености била у постепеном паду те је 2000. године оборена на 6%, али се на том нивоу задржала до уласка Мађарске у ЕУ (2004).

Оживљавање привредне активности, праћено растом домаће потрошње, која се дијелом ослањала на робу из увоза, од 1998. године поново је водило погоршању дефицита текућег рачуна и његовом удаљавању од равнотежног нивоа па је 2000. године био 8,5% БДП-а (графички приказ број 105). Раст дефицита у текућем рачуну био је повезан и са прецијењеношћу форинте. Мјесечне стопе девалвације форинте нису у потпуности покривале разлику између домаће стопе инфлације и одговарајуће пондерисане стопе у земљама чије су валуте улазиле у валутну корпу (инфлационе диференцијале). Примјера ради, у периоду примјене режима покретног коридора, општи ниво цијена у Мађарској порастао је за 158%, а у Њемачкој за свега 12%. То упућује на закључак да је, упркос значајној депресијацији номиналног девизног курса,

форинта ипак била прецијењена. Посљедично, прецијењеност форинте доприносила је бржем расту увоза од извоза током 1997-1999. године (графички приказ број 106).

Јачање конкурентности мађарске привреде захтијевало је наставак процеса дезинфлације, али и подршку политике девизног курса. У амбијенту једноцифрене стопе инфлације те растућег дефицита текућих трансакција са иностранством, монетарна власт Мађарске, маја 2001. године, проширује оквир дозвољених флуктуација девизног курса са ±2,25% на ±15% и тиме прелази на режим валутног коридора. Централни паритет је био 276,1 форинте за евро уз ±15% дозвољених флуктуација курса. На тај начин, валутни коридор у Мађарској се изједначио са валутним коридором у земљама које су ушле у ERM II механизам. Већ јуна 2001. године урађена је још једна монетарна промјена која се односила на режим монетарне политике у смислу прихватања експлицитног таргетирања инфлације. У складу са новом стратегијом монетарне политике, Народна банка Мађарске, утврдила је путању циљане инфлације за 2001. годину од 7%, 2002. од 4,5%, 2003. од 3,5%, 2004. од 3,5%, 2005. од 4% и 2006. годину од 3,5%. Августа 2005. године, усвојен је експлицитни средњорочни циљ инфлације за период од 2007. до 2014. године, дефинисан као 3% раста индекса потрошачких цијена, а од 2015. године 3% ±1п.п[34]. Режим коридора комбинован је са таргетирањем инфлације све до фебруара 2008. године, када је монетарна власт коначно прешла на режим слободно флукруирајућег девизног курса.

Успостављајући већи ризик за носиоце иностраног капитала, прије свега, шпекулативног, нови режим девизног курса, у почетном периоду примјене праћен опадањем нивоа девизних резерви и стопе раста новчане масе, доприносио је дезинфлационом процесу започетом још 1996. године па је годишња стопа инфлације током 2005. и 2006. године оборена испод нивоа од 4%. Наставак реструктурирања привреде, праћено стимулативном политиком привлачења иностраног капитала те јачање процеса интеграције у ЕУ, за резултат је имало још снажнији прилив страних директних инвестиција које су током 2001-2006. године кумулативно биле око 44 милијарде USD. Рекордни приливи страних директних инвестиција забиљежени су 2007. и 2008. године и то у износима од 71 и 75 милијарди USD, респективно. Овај прилив иностраног капитала имао је позитивно дејство на девизни курс. Генерално посматрано, девизни курс форинте у односу на евро, у периоду 2001-2008. година, био је релативно стабилан па се најчешће кретао око 251 форинте за евро. Међутим, са графичког приказа број 100 јасно се уочава да је период примјене валутног коридора

[34]https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/monetary-policy-framework/inflation-targeting

са релативно широким маргинама флуктуација, посматрано у односу на амерички долар, заправо период апресијације номиналног девизног курса форинте, што је позитивно дјеловала на смањење инфлације. Међутим, растући прилив иностраног капитала, нарочито након уласка Мађарске у ЕУ, заједно са политиком постепеног усклађивања националног законодавства са законодавством ЕУ, укључујући хармонизацију стопа ПДВ-а (повећање ниже стопе ПДВ-а са 12 на 15%) и акциза те растом цијене нафте на свјетском тржишту, фактори су који су вршили притисак у правцу генерисања инфлације. Стопа инфлације, након што је 2005. и 2006. године оборена испод нивоа од 4%, 2007. и 2008. године је била 8%, односно 6%, респективно, што је било значајно изнад пројектованог циљног нивоа од 3%.

Приступ тржишту ЕУ није био само фактор привлачења страних директних инвестиција, већ и фактор раста мађарског извоза који је у периоду од 2004. до 2007. године, просјечно годишње, растао по стопи од 17%. У исто вријеме, увоз је растао по просјечној годишњој стопи од 14%. Бржи раст извоза од раста увоза доприносио је заустављању тенденције погоршања дефицита текућег рачуна платног биланса који је, након скока на 8,5% БДП-а 2004. године, смањен на износ од 6% БДП-а 2005. године, али се на нивоу од око 7% БДП-а задржао све до 2008. године.

Под утицајем инвестиционе активност, а потом и експанзије извозне активности реални БДП је наставио да расте и то по готово уједначеним годишњим стопама које су се кретале између 4% и 5% све до 2006. године. Тенденција вишегодишњег стабилног привредног раста праћена је релативно ниском стопом незапослености која се кретала у уском распону од 6 до 8%. Интересантно је напоменути да је Мађарска 2007. и 2008. године тј. у годинама рекордног прилива страних директних инвестиција, пролазила кроз фазу јако успореног привредног раста, са стопама раста реалног БДП-а од 0,4 до 0,9%, респективно. То указује на то да се мађарска привреда, као извозно орјентисана земља, прије свега кроз успоравање раста извозне тражње, нашла на удару свјетске економске и финансијске кризе већ на њеном самом почетку. У околностима веома снажног прилива иностраног капитала, али и успоравања раста извоза, монетарна власт Мађарске коначно прелази на режим слободно флукруирајућег девизног курса.

Већ 2009. године Мађарска се суочила са контракцијом привредне активности. Прецизније речено, глобална криза је у Мађарској 2009. године проузроковала негативну стопу раста реалног БДП-а од -7%. Под утицајем глобалне кризе дошло је, не само до пада тражње са спољних тржишта, већ и до преокрета у приливу капитала,

па је у периоду 2009-2010. године нето прилив страних директних инвестиција имао негативан предзнак (графички приказ број 97). Генерално, у посљедњих десетак година стране директне инвестиције у Мађарској се могу описати као релативно снажни и веома промјенљиви токови капитала.

Снажни и промјенљиви токови капитала значајно су отежавали вођење монетарне и политике девизног курса. На плану девизног курса, већ половином 2008. године услиједила је номинална депресијација форинте па је курс форинте са 231 форинте за евро јула 2008. године порастао на 309 форинти за евро марта 2009. године, што значи да је форинта депресирала у односу на евро за 25%. То упућује на закључак да је монетарна власт Мађарске, у циљу ублажавања посљедица глобалне кризе, такође спроводила политику обезврјеђивања националне валуте дозвољавајући значајнију номиналну депресијацију форинте.

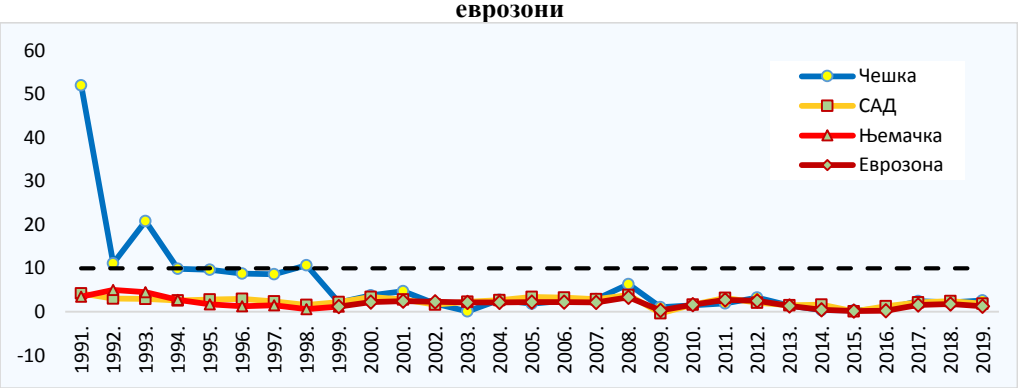
Опоравак мађарске привреде текао је веома споро. Због проблема земаља еврозоне које су 2012. и 2013. године погођене новим, другим таласом кризе, усљед велике зависности од извоза на тржишта и прилива капитала из тих земаља, Мађарска 2012. године пролази кроз још једну рецесиону епизоду са негативном стопом раста реалног БДП-а од -1,6%. Истовремено, заустављен је раст девизних резерви те је услиједило њихово постепено топљење па су са 49 милијарди USD 2011. године сведене на 25 милијарди USD 2016. године. Топљење девизних резерви централне банке значило је повлачење новца из оптицаја те посљедично ниске стопе раста новчане масе. У периоду од 2012-2017. године, уз монетарну контракцију од 4,6% забиљежену 2012. године, понуда новца је расла по стопи мањој од 5%, просјечно годишње. Значајно ограничење раста понуде новца производило је позитивно дејство на стабилност општег нивоа цијена. Стопа инфлације након скока на 6% 2012. године оборена је на 2% 2013. године те је у периоду од 2014. до 2018. године била око 1%, просјечно годишње. У посткризном периоду, највише под утицајем промјенљивих токова капитала, привредна активност је имала доста неуједначен темпо раста па су се стопе раста реалног БДП-а кретале у распону од 2 до 5%. Стопа незапослености је од 2013. године постепено опадала па је 2018. године била мање од 4%. На спољнем плану, дефицит текућег рачуна је са 7% БДП-а 2008. године оборен на 1% БДП-а 2009. године. Већ од 2010. године салдо текућих трансакција са иностранством је био позитиван па се до 2016. године кретао у распону од 0,1 до 4,6% БДП-а.

3.2.2.3. Чешка

Након монетарног осамостаљења, 1993. године, Чешка је све до фебруара 1996. године наставила са примјеном режима фиксног девизног курса у конвенционалном облику, с тим да је маја 1993. године корпа валута са пет сведена на двије валуте - њемачку марку и амерички долар (65% DEM и 35% USD), без промјене маргина флуктуација од ±0,5%. На плану макроекономских кретања, ефекти стабилизационе политике, конципиране у оквиру заједничке државе – Чехословачке (1990), били су релативно задовољавајући. Већ 1992. године, са негативном стопом раста реалног БДП-а од -0,5%, готово да је заустављен пад привреде активности, проузрокован започетим процесима либерализације цијена и трговине.

Паралелно са заустављањем пада привредне активности дошло је и до смиривања инфлације. Послије либерализације цијена и почетне девалвације валуте која је пратила увођење конвенционално фиксног паритета, стопа инфлације је са свог највишег нивоа од 52% 1991. оборена на 11% 1992. године (графички приказ број 107). Међутим, већ наредне године, иако су инфлациони притисци сузбијани кроз везивање чешке круне за корпу валута и релативно рестриктивну монетарну политику, усљед снажног раста буџетског дефицита, стопа инфлације је порасла на 21%.

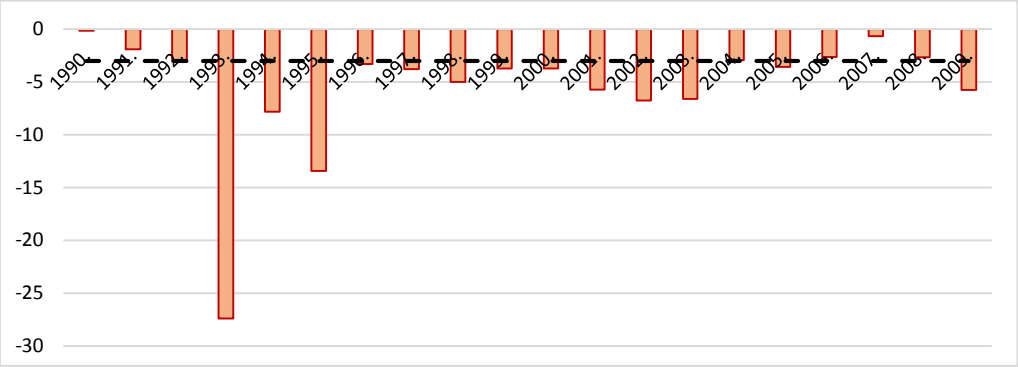
Графички приказ број 107: Просјечна годишња стопа инфлације у Чешкој, САД, Њемачкој и еврозони



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

У околностима стицања самосталности, велики захтјеви за фискалним раходима намијењени јачању институција и очувању социјалне стабилности, с једне стране, те још увијек недовољни приходи буџета, проузроковали су нову макроекономску неравнотежу која се огледала у ширењу буџетског дефицита који је са 5% БДП-а 1992. године порастао на 27% 1993. године. Иако је 1994. и 1995. године, усљед растуће привредне активности те посљедично раста јавних прихода, дошло до смањења учешћа буџетског дефицита у БДП-у на 8 и 13%, респективно, и даље је био веома висок (графички приказ број 108).

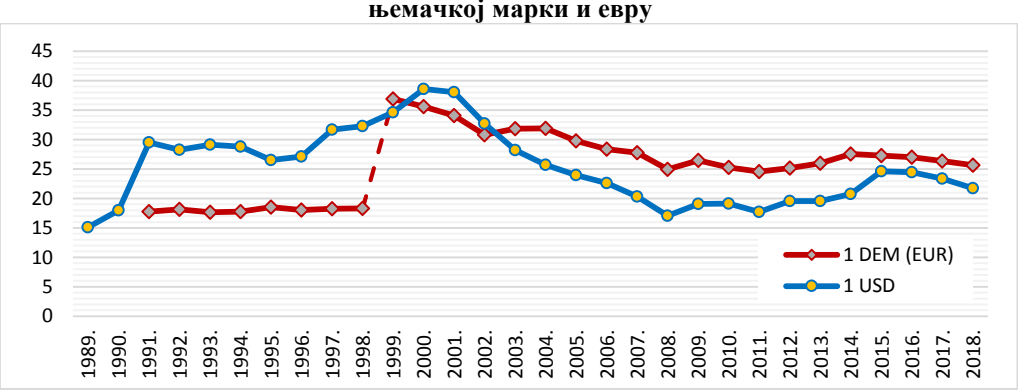
Графички приказ број 108: Биланс опште државе, % БДП



Извор: Обрада аутора на основу података ЕБРД (2011).

Ширење буџетског дефицита није имало значајније негативно дејство на кретање девизног курса круне. Настављањем структурних реформи праћен је прилив иностраног капитала, што је доприносило добрим резултатима на плану девизног курса (графички приказ број 109). Ћировић (2000) истиче да је на основу високог кредитног рејтинга који је Чешка имала у почетним годинама транзиције у односу на друге транзиционе земље дошло до јаког прилива посебно краткорочног шпекулативног капитала који је у знатним количинама улазио на чешко финансијско тржиште мотивисан вишим каматним стопама. Снажан прилив, посебно краткорочног капитала, имао је позитивне ефекте на девизни курс.

Графички приказ број 109: Номинални девизни курс чешке круне према америчком долару, њемачкој марки и евру

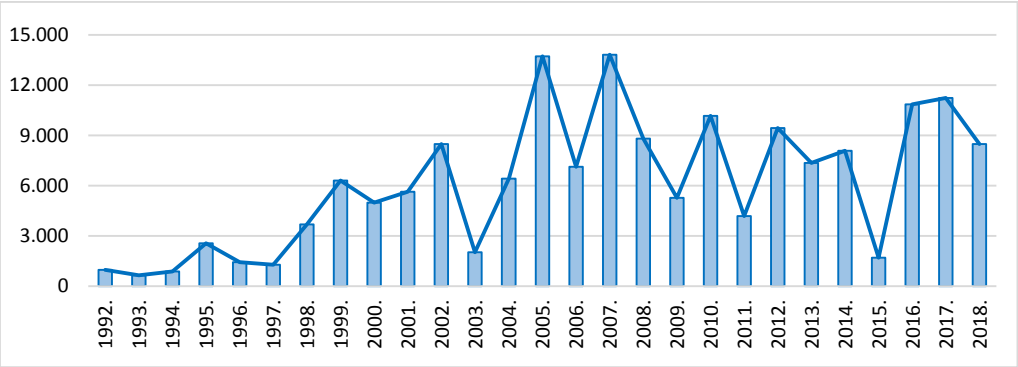


Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и CNB (2019).

Након почетне девалвације, која је пратила увођење конвенционално фиксног паритета, резултати остварени на плану девизног курса, указују на постојање релативно слабије апресијације номиналног курса чешке круне у односу на амерички долар, али и на стабилан курс круне у односу на њемачку марку. Просјечан курс чешке круне који је 1993. године био 29,2 круне за долар, уз одређене флуктуације достигао је ниво од 26,6 круна за долар 1995. године, док је курс круне у односу на њемачку марку са 17,6 круна за марку 1993. године порастао на 18,5 круна за марку 1995. године.

Номинална апресијација круне у односу на долар те стабилан курс према њемачкој марки позитивно су дјеловали на процес дезинфлације па је стопа инфлације, послије пораста узрокованог експанзијом фискалног дефицита, опала на ниво од 10% 1994. године, гдје се задржава све до 1998. године (графички приказ број 107). Међутим, прилив капитала, вршио је инфлациони притисак, онемогућавајући даљи пад стопе инфлације - задржавајући је на нивоу око 9% све до 1998. године. Упоредо са стабилизацијом цијена, започете структурне реформе на реалном сектору економије погодовале су приливу страних директних инвестиција, мада не толико снажном. Током 1993-1995. године кумулативни прилив страних директних инвестиција остварен је у износу од 4,1 милијарде USD, с тим да је од тога око 2/3 или 2,6 милијарди USD остварено 1995. године (графички приказ број 110).

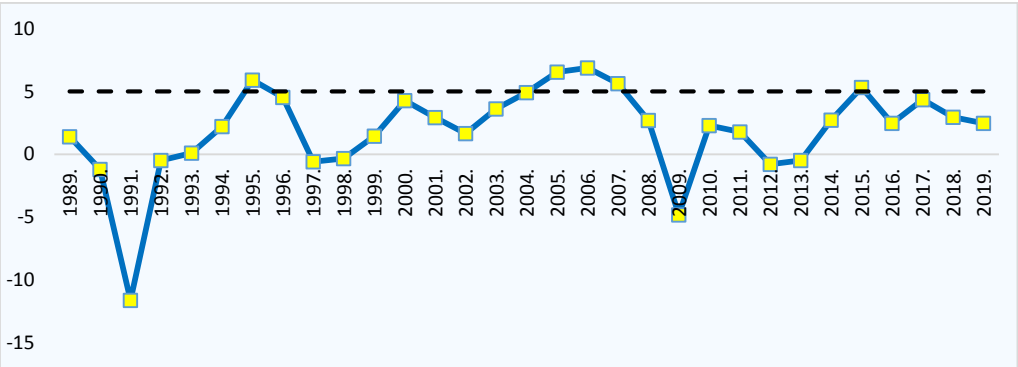
Графички приказ број 110: Стране директне инвестиције у Чешкој (нето прилив), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података ЕБРД (2011) и World Bank (2019).

Прилив иностраног капитала је имало свој одраз на привредну активност. Чешка је већ у години осамостаљења остварила скромну, али позитивну стопу раста реалног БДП-а од 0,1% и тиме означила крај трогодишње рецесије која је, изазвана либерализацијом трговине и падом домаће тражње, али и тражње бивших трговинских партнера - социјалистичких земаља, проузроковала кумулативни пад реалног БДП-а од -13% (графички приказ број 111).

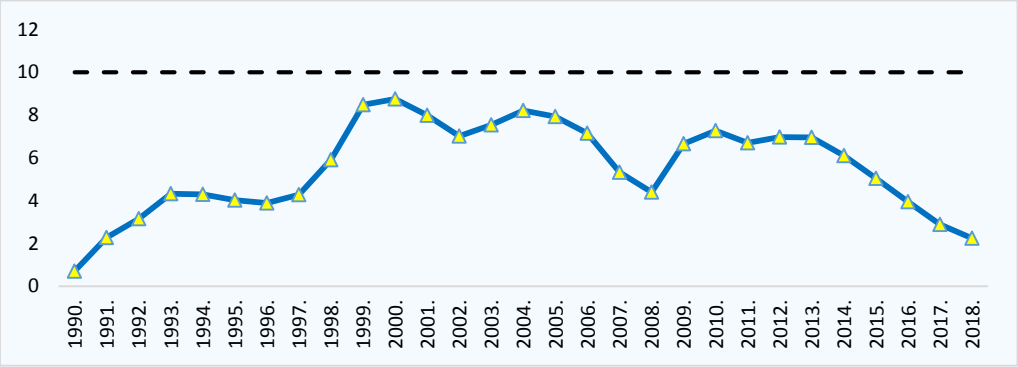
Графички приказ број 111: Стопа раста реалног БДП у Чешкој



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

Прилив иностраног капитала подржавао је експанзију домаће потрошње, која је, заједно са растом тражње са спољних тржишта, кроз пораст извоза, генерисала раст привредне активности па је 1994. и 1995. године реални БДП растао по стопама од 2% и 6%, респективно. Специфичност кретања на реалном сектору чешке економије произилази из кретања стопе незапослености која је током транзиционог периода остала на релативно ниском нивоу. Стопа незапослености је све до 1997. године била испод 5%, а највиши ниво од 9% достигла је 2000. године, што Чешку сврстава у ред земаља са најнижом стопом незапослености (графички приказ број 112).

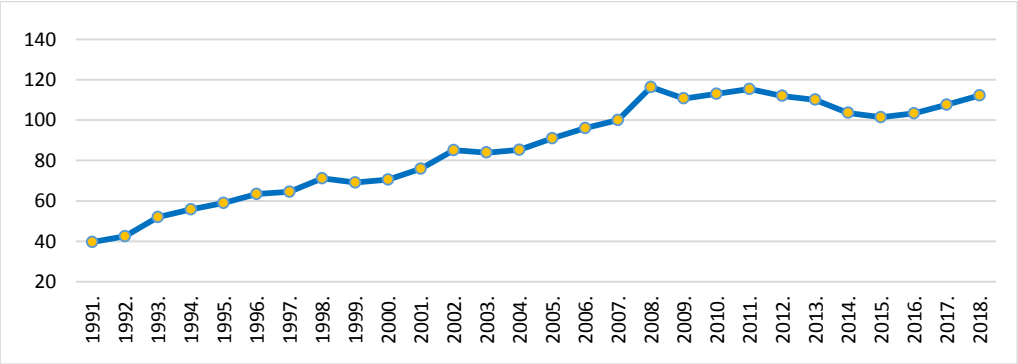
Графички приказ број 112: Стопа незапослености у Чешкој



Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и World Bank (2019).

Истовремено, прилив иностраног капитала те пораст буџетског дуга са 8% 1994. на 13% БДП-а 1995. године, вршили су инфлациони притисак, онемогућавајући даљи пад стопе инфлације - задржавајући је на нивоу око 9% и током 1995. године. С обзиром на већу стопу инфлације у Чешкој у односу на стопу инфлације у Њемачкој и САД, у околностима стабилног девизног курса чешке круне у односу на њемачку марку и благе апресијације у односу на долар, то је водило апресијацији реалног девизног курса круне и погоршању конкурентности чешке привреде на међународном тржишту. На графичком приказу број 113 уочава се да је раст индекса реалног ефективног девизног курса чешке круне, започет 1991. године, настављен и током 1993-1995. година, што указује на смањење конкурентности чешке привреде.

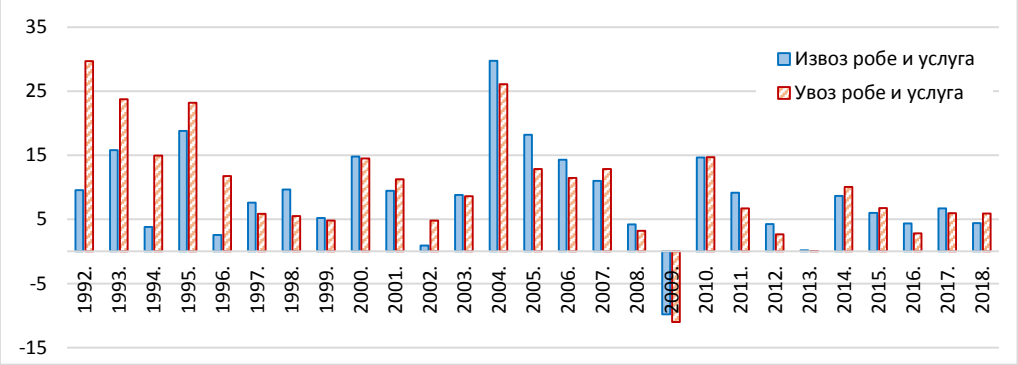
Графички приказ број 113: Индекс реалног ефективног девизног курса чешке круне, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

У Чешкој су и извоз и увоз расли по релативно високим стопама, али је у периоду од 1993. до 1995. године, раст увоза ипак надмашио раст извоза. Заправо, раст увоза током 1994-1995. године по просјечној годишњој стопи од 21% није праћен довољно јаким растом извоза који је растао по стопи од 13% (графички приказ број 114). Спорији раст извоза од раста увоза практично је значио да обим спроведених структурних реформи није довео до задовољавајућег побољшања ефикасности привређивања и конкурентности чешке привреде, тј. до одрживог економског раста.

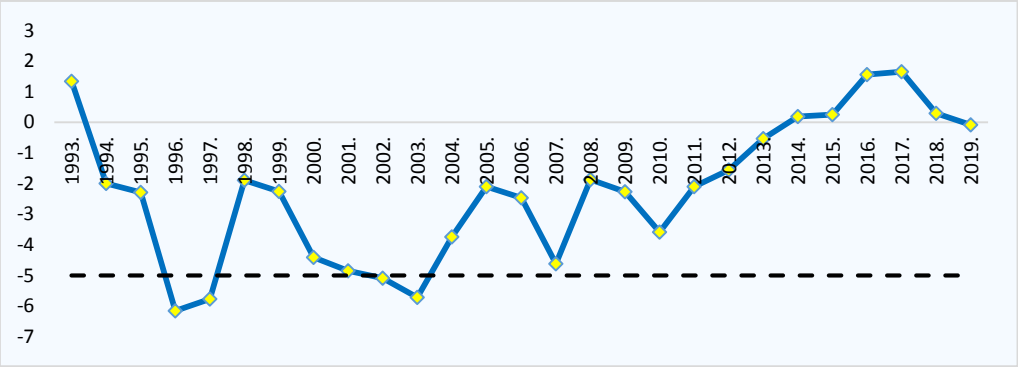
Графички приказ број 114: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Чешкој



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Тако, у околностима растуће либерализације спољне трговине, почетни раст привредне активности, генерисан растом домаће потрошње која се дијелом ослањала на увозну робу, у комбинацији са апресијацијом реалног девизног курса, праћен је погоршањем салда текућег рачуна платног биланса тј. његовим преласком из зоне суфицита у зону дефицита (графички приказ број 115).

Графички приказ број 115: Салдо текућег рачуна у Чешкој, % БДП

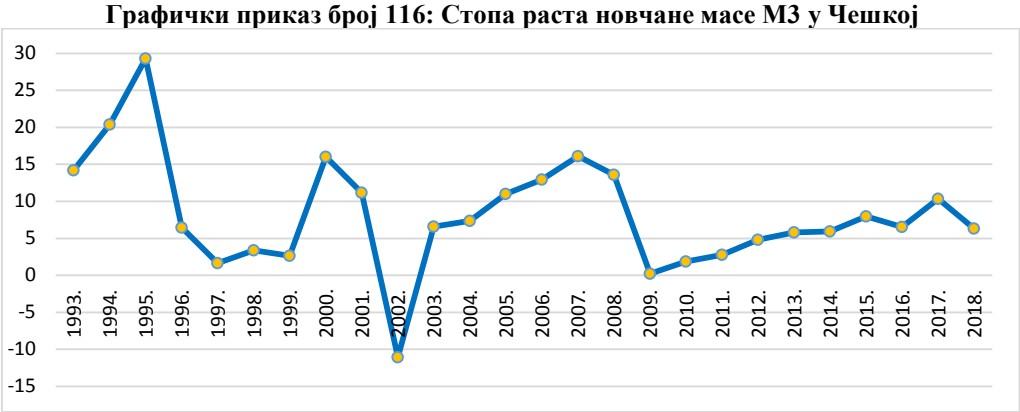


Извор: Обрада аутора на основу података Transition Report (1999) и IMF (2019).

Успорен процес дезинфлације, тенденција апресијације реалног девизног курса и растући дефицит текућег рачуна представљају околности које су утицале да се монетарна власт одлучи за прелазак на флексибилнији режим девизног курса. У намјери да повећа девизни ризик за стране инвеститоре и тиме дестимулише прилив, краткорочног, шпекулативног капитала, али и да утиче на побољшање цјеновне

конкурентности извозног сектора, Чешка је од марта 1996. године, дозволила веће тржишне флуктуације курса и то у распону од ±7,5% (Kočenda, 2005). Увођењем шире зоне дозвољених флуктуација око централног паритета Чешка је заправо прешла на режим коридора. Фиксни девизни курс је задржао улогу номиналног „сидра“ монетарне политике, али у комбинацији са монетарним агрегатом М2. То значи да се монетарна власт Чешке, у амбијенту у којима је тржишном курсу дозвољено да слободно флуктуира у широком распону у зависности од односа понуде и тражње на девизном тржишту, у циљу сузбијања потенцијалних инфлационих притисака који могу да произађу из експанзивније понуде новца, одлучила на чвршћу контролу раста новчане масе и ликвидности. На то указује кретање стопе раста новчане масе М3 која је, након периода убрзаног раста (1993-1995), већ 1996. године оборена на 6% (графички приказ број 116).

Графички приказ број 116: Стопа раста новчане масе М3 у Чешкој



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

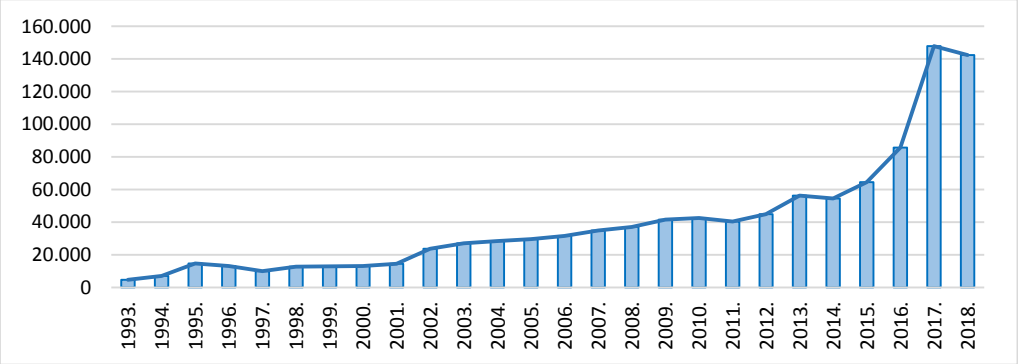
Истовремено, снажно успоравање раста новчане масе праћено је рестриктивном фискалном политиком која је свој одраз имала у значајном паду буџетског дефицита који је са 13% БДП-а 1995. године оборен на 3% БДП-а 1996. године. Успоравању раста новчане масе доприносио је и смањен прилив иностраног капитала па је тако прилив страних директних инвестиција 1996. године, остварен у износу од 1,4 милијарде USD, био значајно мањи у односу на претходну годину.

Наиме, режим коридора имао је негативно дејство на одлуке инвеститора да свој капитал улажу у Чешку, што је у комбинацији са изабраним моделом ваучерске приватизације, довело до изостанка значајнијег прилива иностраног капитала за улагање у производњу који би водио развоју приватног сектора и повећању конкурентности привреде. Истовремено, режим коридора, комбинован са рестриктивном монетарном и фискалном политиком, није успио да у задовољавајућој мјери подстакне извозну активност. Депресијација номиналног девизног курса чешке круне, иако још увијек у границама коридора, брзо се преносила на ниво потрошачких

цијена, па је увођење режима коридора дјеловало на смањење прилива иностраног капитала, али није резултирало смањењем стопе инфлације која је и 1996. године била око 9%. Тиме је стопа инфлација у Чешкој и даље била изнад стопе инфлације у Њемачкој и САД. С обзиром на маргине дозвољених осцилација девизног курса од ±7,5%, то је значило наставак апресијације реалног курса круне те погоршање цјеновне конкурентности извоза и његов спорији раст од раста увоза. Посљедично, то је водило расту дефицита текућег рачуна који је 1996. године износио око 6% БДП-а.

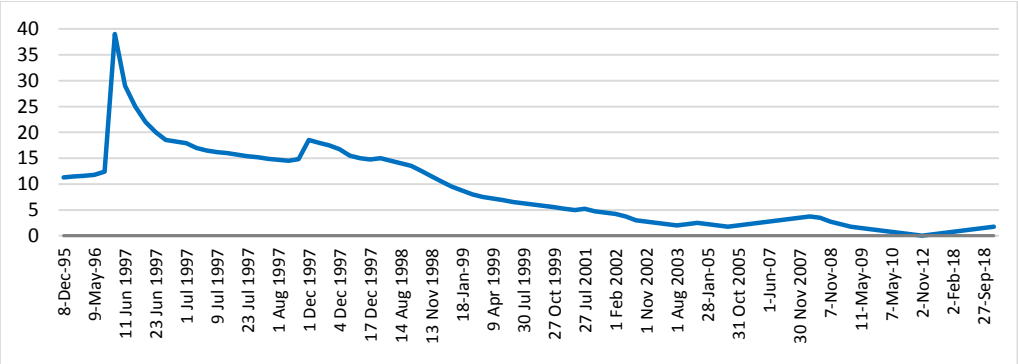
Девизне резерве земље, које су првих година транзиције снажно расле, па су са 4,6 милијарди USD 1993. године порасле на ниво од 14,6 милијарди USD 1995. године, на крају 1996. године су, усљед учесталих интервенција на девизном тржишту, биле сведене на 13,1 милијарду USD (графички приказ број 117).

Графички приказ број 117: Девизне резерве (укључујући злато) у Чешкој, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Графички приказ број 118: Двонедјељна референтна каматна стопа Народне банке Чешке



Извор: Обрада аутора на основу података CNB (2019).

У околностима јаког девизног курса чешке круне и растућег дефицита текућег рачуна, праћеног топљењем девизних резерви, под притиском валутне кризе (напада шпекуланата на круну), монетарна власт Чешке је маја 1997. године напустиле режим коридора и прихватила режим контролисаног флуктуирања девизног курса. Како је послије напуштања фиксног девизног курса постојала опасност од раста инфлационих очекивања монетарна власт је већ јуна исте године, из превентивних разлога,

пооштрила монетарну политику тј. услове задуживања повећањем каматне стопе. На то указује кретање двонедјељне референтне каматне стопе која је почетком јуна 1997. године са 12,4% повећана на 39%, али је већ од краја јуна добила силазну путању па је крајем новембра износила 14,8% (графички приказа број 118).

Такође, због постојања опасности од раста инфлационих очекивања било је потребно дефинисати довољно јасно и транспарентно номинално „сидро“. Децембра 1997. године Чешка се опредијелила за режим инфлационог таргетирања, како се наводи у раду Бекер Пуцар (2010), тиме је постала прва земља у транзицији која је формално и експлицитно увела овај монетарни режим. И прелазак на нови режим монетарне политике праћен је њеним пооштравањем, али не толико снажним као код преласка на флуктуирајући девизни курс, па је двонедјељна референтна каматна стопа почетком децембра 1997. године повећана скоро за 4 п.п, односно на ниво од 18,5%. Усљед стезања монетарне политике, али и појачаних интервенција на девизном тржишту (употребом девизних резерви), у околностима смањеног прилива иностраног капитала, током 1997. године, дошло је до још јачег ограничења раста понуде новца па је новчана маса М3 расла по стопи од свега 1,7%, али се на нивоу од око 3% задржала током 1998-1999. године (графички приказ број 116).

Увођењем флуктуирајућег девизног курса чешка круна је на девизном тржишту претрпјела пад у односу на амерички долар и њемачку марку, што је било и очекивано с обзиром на њену прецијењеност. Према мјесечним подацима Народне банке Чешке о кретању девизног курса, прије него што је дошло до благог и привременог заокрета у кретању девизног курса, почетком 1998. године, чешка круна је ослабила за 16% у односу на долар и 10% у односу на њемачку марку. Интервенцијама на девизном тржишту монетарна власт је настојала да успори раст девизног курса. Међутим, то је водило даљем трошењу девизних резерви земље, па је њихов ниво, у износу од 10 милијарди USD на крају 1997. године, био мањи за скоро 3 милијарде USD или 23% у односу на претходну годину. Номинална депресијација, упркос политици ограничавања раста понуде новца, брзо се преносила на ниво цијена, спречавајући пад стопа инфлације па је и 1997. била нешто мање од 9%.

У цјелини посматрано, низак прилив иностраног капитала посебно у облику страних директних инвестиција, усљед изостанка значајнијег учешћа страних инвеститора у приватизацији предузећа, праћен појачаном неизвијесношћу кретања девизног курса, те ограничавање раста новчане понуде, у комбинацији са неповољним спољним окружењем које је произилазило из развоја ситуације у Русији у вези са валутном

кризом, дестимулисало је привредну активност. Након четворогодишњег привредног раста, током којег је реални БДП растао по просјечној годишњој стопи од 3%, Чешка је током 1997-1998. године други пут доживјела транзициону рецесију са негативним стопама раста реалног БДП-а од -0,7% и -0,3%. Рецесиона кретања праћена су растом стопе инфлације која је 1998. године била 11%, тако да је Чешка пролазила кроз фазу стагфлације. Пад реалног БДП-а, а потом и његов успорен раст, праћен погоршањем стања на тржишту рада (раст стопе незапослености са 4 на 8%), указује на то да је због концепта стабилности цијена, политиком монетарног стезања проузрокована дестабилизација реалног сектора.

Прелазак на режим флуктуирајућег девизног курса означио је почетак појачаног прилива капитала у облику страних директних инвестиција, подстакнутог процесом интеграције у ЕУ. Другим ријечима, процес приближавања ЕУ, који је подразумијевао убрзано спровођење структурних реформи, резултирао је снажним приливом страних директних инвестиција које су током 1998-2003. године просјечно годишње биле око 5,2 милијарде USD (графички приказ број 110). Под притиском прилива иностраног капитала, долази до промјене тренда у кретању девизног курса, тј. апресијације номиналног курса чешке круне. Са графичког приказа број 109 може се запазити да је са увођењем евра, услиједио период значајне номиналне апресијације чешке круне у односу на евро, а од 2001. године и у односу на долар, који је трајао све до испољавања негативних ефеката свјетске економске и финансијске кризе на чешку привреду (крај 2008. године).

Апресијација номиналног курса чешке круне, кроз пад цијена увозне робе исказане у домаћој валуту и утицај на формирање инфлационих очекивања, имала је позитивно дејство на стабилност цијена. Са графичког приказа број 107 који илуструје кретање годишње стопе инфлације јасно се уочава да је у периоду функционисања режима контролисаног флуктуирајућег девизног курса у комбинацији са таргетирањем инфлације дошло до формирања релативно ниске и стабилне стопе инфлације. Стопа инфлације, која је 1998. године још увијек била релативно висока од 11%, већ је 1999. године опала на ниво од 2%, да би у наредном петогодишњем периоду била испод 5% годишње. Међутим, како је стопа инфлације у Чешкој ипак била изнад инфлације у еврозони (осим 2003. године), номинална апресијација круне представљала је и њену реалну апресијацију. Упркос кретању у правцу веће флексибилности режима девизног курса на графичком приказу број 113 уочава се да је индекс реалног ефективног девизног курса чешке круне, уз повремене и кратке периоде пада, растао све до краја

2008. године, што указује на готово перманентно смањење конкурентности чешке привреде.

Генерална стабилизација цијена још увијек није била праћена задовољавајућим темпом раста чешке привреде. У периоду након изласка из прве транзиционе рецесије до уласка Чешке у ЕУ, упркос огромној предности због локације и високог нивоа образованог становништва, темпо раста чешке привреде је био спор и значајно испод динамике раста реалног БДП-а у Пољској (2,3% према 4,4%, просјечно годишње). Жарковић (2012) истиче да узрок томе лежи у одабраном моделу приватизације (ваучерска приватизација), динамици и редосљеду спровођења реформи, али и у заостајању у реструктуирању приватизованих предузећа и развоју конкуренције. Показало се да ваучерска приватизација крупних компанија није довела до очекиваног побољшања ефикасности привређивања. Уз то, Чешка је направила грешку јер је приватизовала предузећа прије него што је приватизовала банке, умјесто да су ти процеси ишли паралело.

Изостанак јачих позитивних ефекта прилива страних директних инвестиција на побољшање ефикасности привређивања и конкурентности чешке привреде те реална апресијација чешке круне водили су расту дефицита текућег рачуна па је са 2% БДП-а 1998. године поново порастао на 6% БДП-а 2003. године.

Улазак Чешке у ЕУ, као и у случају претходно анализираних земаља, значио је снажан прилив страних директних инвестиција, па су, од 2004. до 2008. године, остварене у износу од 10 милијарди USD, просјечно годишње. Позитивни ефекти прилива страних директних инвестиција, подстакнутог процесом интеграције у ЕУ, огледали су се у високим стопама привредног раста. Реални БДП, генерисан снажним приливом иностраног капитала те експазијом извозне активности, показивао је релативно високе стопе раста које су се кретале између 5% и 7%. Стопа незапослености, након благог раста током 2003-2004. године, била је у постепеном паду па је 2008. године била 4%. У исто вријеме, на плану девизног курса, појачаним приливом иностраног капитала подржан је тренд апресијације номиналног курса чешке круне започет 2001. године, па је просјечан годишњи курс са 35,5 круна за евро 2000. године опао на 24,9 круна за евро 2008. године. Апресијација номиналног курса круне је наставила са испољавањем позитивног дјеловања на одржавање инфлације на ниском нивоу, па у периоду 2004-2007. године није прелазила ниво од 3%. Истовремено, прилив страних директних инвестиција, путем побољшања ефикасности привређивања и конкурентности чешке привреде, имао је позитивне ефекте на смањење дефицита

текућег рачуна и његово свођење на одржив ниво, већ од 2004. године (графички приказ број 115). Међутим, да би у околностима снажног привредног раста успорила њено даље загријавање, што би се могло одразити на погоршавање текућег платног биланса, монетарна власт прави благи заокрет и успоставља тенденцију постепеног раста референтне каматне стопе па је, након неколико повећања, фебруара 2008. године била 3,8%.

Глобална економска и финансијска криза је 2009. године, смањењем прилива иностраног капитала и падом тражње са иностраних тржишта од 10%, произвела негативну стопу раста реалног БДП-а од -4,8%. Пад привредне активности праћен је погоршањем стања на тржишту рада, па је стопа незапослености са 4%, колико је регистровано 2008. године, порасла на 7% 2010. године. У намјери да ублажи посљедице кризе, монетарна власт Чешке прави заокрет у монетарној политици тј. честим редукцијама референтне каматне стопе успоставља тенденцију њеног постепеног пада (графички приказ број 118).

Под утицајем кризе, смањен прилив и повећан одлив иностраног капитала имао је дејство на кретање номиналног курса круне у смислу пада њене вриједности. На графичком приказу број 109 уочава се да је већ половином 2008. године дошло до номиналне депресијација чешке круне, па је девизни курс са 23,5 круна за евро јула 2008. године порастао на 28,5 круна за евро фебруара 2009. године. Кретање номиналног девизног курса упућује на закључак да је и Чешка (као Пољска и Мађарска), осим механизма монетарне експанзије, под оправдањем спречавања рецесије, користила и политику пада вриједности националне валуте дозвољавајући значајну номиналну депресијацију круне. У околностима пузајуће инфлације то је водило депресијацији реалног девизног курса чешке круне.

Опоравак свјетске привреде, растом извозне тражње, али и појачаног прилива страних директних инвестиција, имао је скромне позитивне ефекте на чешку привреду па је у периоду 2010-2011. године реални БДП растао по просјечној стопи од 2% годишње. Након привременог опоравка, под утицајем другог таласа кризе у еврозони, услиједио је нови двогодишњи пад привредне активности. Ипак, у периоду од 2014. до 2018. године, Чешка је остварила релативно добре резултате на плану макроекономских кретања. Просјечан годишњи прилив страних директних инвестиција износио је око 8 милијарди USD. Забиљежен је снажан раст девизних резерви које су на крају 2018. године биле око 143 милијарде USD. Појачан прилив страних директних инвестиција и стабилан раст извозне активности од 6%, просјечно годишње, представљају главне

генераторе раста привреде, па је реални БДП растао по просјечној годишњој стопи од 3,6%. Стопа незапослености је постепено опадала па је 2018. године износила свега 2,2%. Такође, релативно добри резултати остварени су на плану девизног курса чешке круне. Током 2014. године курс је износио 27,5 круна за евро, али је уз тенденцију благог опадања на крају посматраног периода био 25,6 круна за евро. Номинална апресијација круне позитивно је дјеловала на стабилност цијена па стопа инфлације није прелазила границу од 2,5%. На плану спољне равнотеже, 2018. године, забиљежен је скроман суфицит у текућем рачуну платног биланса.

Интересантно је напоменути да је, према извјештајима Међународног монетарног фонда (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2015, 2016 и 2017*), монетрана власт Чешке, током 2015-2017. године, фактички примјењивала тзв. стабилизациони аранжман тј. режим девизног курса који подразумијева да девизни курс има улогу номиналног „сидра“. Са графичког приказа број 119 (црвена линија) може се уочити да је курс чешке круне у односу на евро, од јуна 2015. до марта 2017. године, крећући се у јако уском интервалу од 27,02 круна за евро до 27,10 круна за евро, остао готово непромијењен. То указује да је монетарна власт Чешке направила одређени заокрет у монетарној политици тако што је таргетирању стопе инфлације додала још једно номинално „сидро“ у виду девизног курса.

Графички приказ број 119: Номинални девизни курс чешке круне према евру

Извор: Обрада аутора на основу података CNB (2019).

Само по себи, то не значи прихватање политике фиксног девизног курса, већ неког од облика управљаног флуктуирања девизног курса који не дозвољава флуктуације девизног курса уколико нису конзинстентне са таргетираном стопом инфлације. На тај начин, Чешка је девизне резерве ставила у функцију остваривања пројектованог нивоа стопе инфлације.

3.2.2.4. Србија

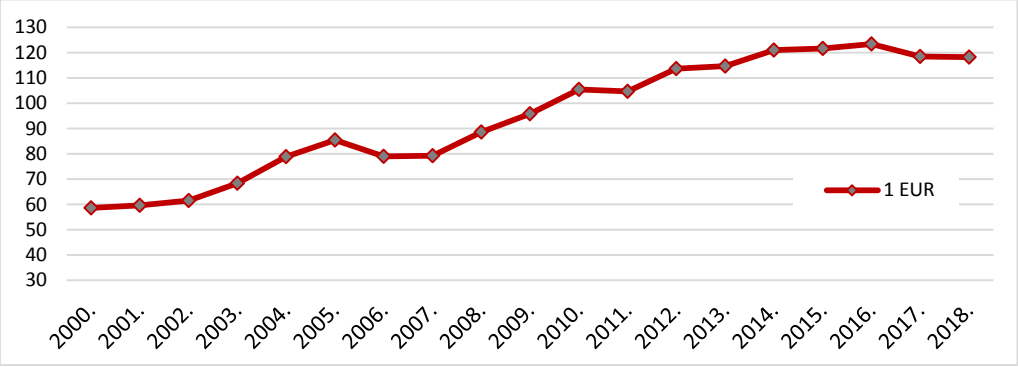
За разлику од многих земаља у којима је транзиција започела почетком 90-их година XX вијека, српска привреда је са закашњењем од готово једне деценије ушла у транзициони процес. Непосредно након ратног разарања и снажног пада реалног БДП-а од -12% 1999. године, у околностима у којима је општи ниво цијена убрзано растао, избор режима девизног курса представљао је важан дио почетне стратегије стабилизације, као неопходног корака у функцији отварања процеса структурних реформи. У том контексту, крајем 2000. године монетарна власт Србије званично се опредијелила за примјену режима управљаног флуктуирања девизног курса[35]. Међутим, суочена са проблемима као што су висока инфлација и снажна инфлациона очекивања, неповјерењем у домаћу валуту и монетарну политику, као и великом зависношћу од увоза те неопходношћу спровођења либерализације цијена и трговине Србија је све до краја 2002. године практично примјењивала режим фиксног девизног курса у конвенционалном облику. То значи да је фиксни девизни курс, у почетној фази транзиције, коришћен као номинално „сидро“ за дјеловање макроекономске политике на снижење стопе инфлације и инфлационих очекивања. Фактички, монетарна власт Србије је наставила да примјењује режим фиксног девизног курса који је, у оквиру СР Југославије, био у употреби током 90-тих година XX вијека, када је динар био везан за њемачку марку. Ипак, у периоду од 1994. до краја 2000. године, усљед експанзивне монетарне и фискалне политике, динар је у односу на њемачку марку неколико пута девалвирао. Прва девалавције и то од 70% била је новембра 1995. године, када је курс динара са 1 повећан на 3,3 динара за 1 њемачку марку. Потом, априла 1998. године извршена је девалвација динара од 45%, утврђујући нови однос динара према њемачкој марки и то 6:1. Посљедња снажнија девалвација била је децембра 2000. године када је динар у односу на њемачку марку девалвиран за 80%. На тај начин, Србија је фактички озваничила незванични курс динара који је на „црном“ тржишту износио 30 динара за 1 њемачку марку. Увођењем евра, курс динара је преиначен у 60 динара за 1 евро.

Са графичког приказа број 120 може се уочити да је курс динара у односу на евро, након почетне девалвације, од краја 2000. до децембра 2002. године, крећући се у интервалу од 58,7 динара за евро до 61,5 динара за евро, остао готово непромијењен. Кретање номиналног девизног курса динара потврђује да је монетарна власт Србије

[35]У публикацији Економског прегледа из априла 2001. године, јасно је назначено да Народна банка Југославије прелази са фиксног на флексибилни режим девизног курса у децембру 2000. године (преузето из Бекер Пуцар, 2010)

све до краја 2002. године практично примјењивала режим фиксног девизног курса у конвенционалном облику. У изградњи окружења са ниском инфлацијом и враћању повјерења у домаћу валуту, Србија као мала, отворена и евроизована[36] привреда, готово да другачије и није могла поступити.

Графички приказ број 120: Номинални девизни курс динара према евру, крај периода



Извор: Обрада аутора на основу података НБС (2019).

Већ почетком 2001. године Србија је почела да добија значајну спољну финансијску помоћ и подршку од међународних институција, укључујући подршку ЕУ од 650 милиона евра и САД од 115 милиона долара. Бекер Пуцар (2010) наводи да је само током 2000. и 2001. године прилив девиза путем званичне помоћи био скоро милијарду USD. Захваљујући појачаним девизним приливима, монетарна власт је током 2001-2002. године успјела да очува стабилност номиналног курса динара према евру, што је у одређеној мјери вратило повјерење у домаћу валуту.

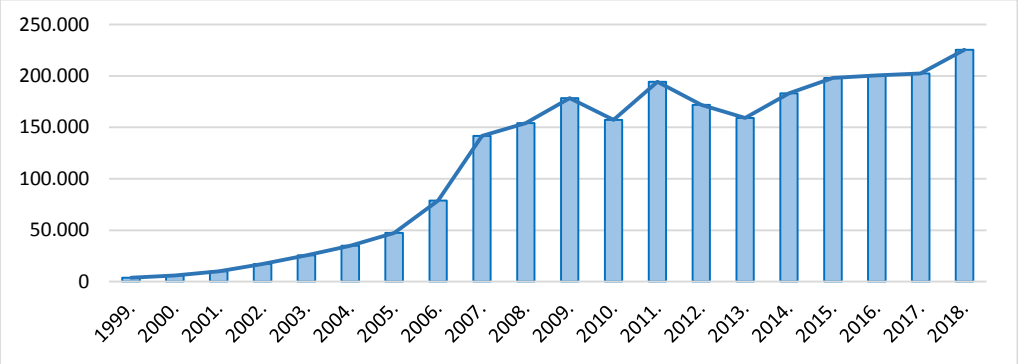
Са графичког приказа број 121, који илуструје кретање орочених динарских депозита, евидентно је да је стабилност курса динара праћена растом повјерења становништва у домаћу валуту и банкарски сектор, што је довело до раста динарске штедње. На тенденцију јачања повјерења у динар указују подаци према којима су орочени динарски депозити у износу од свега 3,9 милијарди 1999. године порасли на 17 милијарди 2002. године.

Добијање спољне финансијске помоћи, у многим случајевима, било је условљено прилагођавањем текуће економске политике реформском моделу који је подразумијевао напредовање у процесу структурних реформи заснованих на приватизацији државних предузећа, либерализацији цијена и трговине. Истовремено започетим процесом либерализације цијена (крајем 2000) и приватизације

[36]Драгутиновић (2008) утврђује да степен евроизације, мјерен учешћем девизних депозита у укупним депозитима, односно учешћем у М3 износи 80% и 75% респективно; мјерен учешћем девизних и индексираних кредита у укупним кредитима недржавног сектора је испод 70%; мјерен учешћем јавног дуга у девизном знаку у укупном јавном дугу је 95% .

друштвених предузећа (јуна 2001), као кључне карике у процесу спровођења транзиције, економске власти у Србији доносе низ стимулативних мјера у циљу привлачења иностраног капитала да би се и на тај начин обезбиједила подршка за економски прогрес земље.

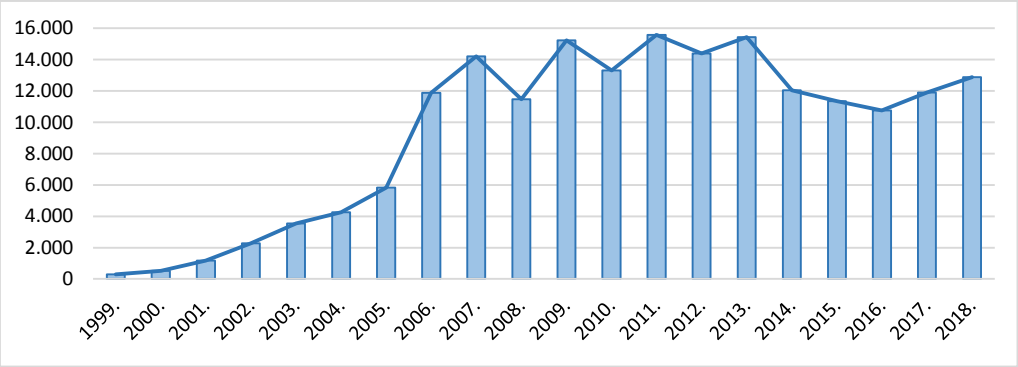
Графички приказ број 121: Орочени динарски депозити, у мил. динара



Извор: Обрада аутора на основу података НБС (2019).

Такође, позитивно дејство на прилив иностраног капитала, посебно у облику страних директних инвестиција, имало је и увођење пуне конвертибилности за текуће трансакције са иностранством маја 2002. године, у комбинацији са либерализацијом девизног тржишта. У цјелини посматрано, започете структурне реформе, праћене приливом иностраног капитала, и девизним приливима у цјелини, кроз стабилан раст девизних резерви које су са 0,5 милијарди USD на крају 2000. године порасле на 2,3 милијарде USD на крају 2002. године, позитивно су се одразиле на монетарни сектор (графички приказ број 122).

Графички приказ број 122: Девизне резерве (укључујући злато) у Србији, мил. USD

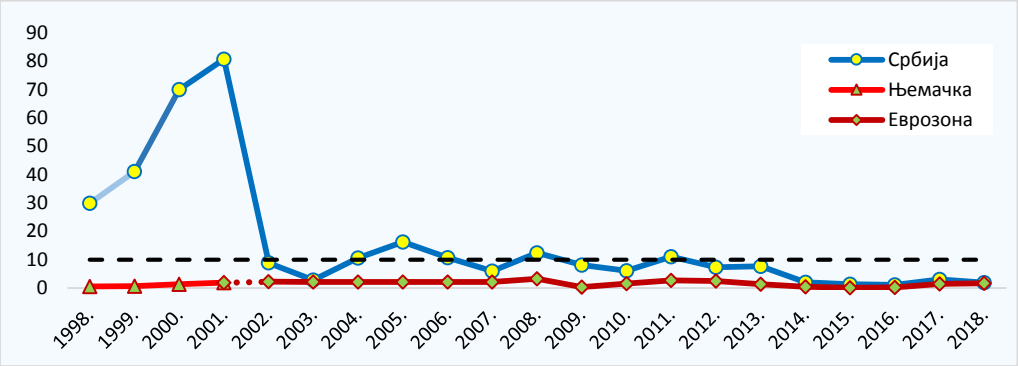


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Међутим, започети процес либерализације цијена те релативно снажан девизни приливи, упркос стабилности номиналног девизног курса, били су иницијатори појачаног инфлационог притиска, па је стопа инфлације са већ високих 70% 2000. године скочила на 81% 2001. године (графички приказ број 123). Другим ријечима, у околностима у којима монетарна власт, у циљу очувања стабилности девизног курса,

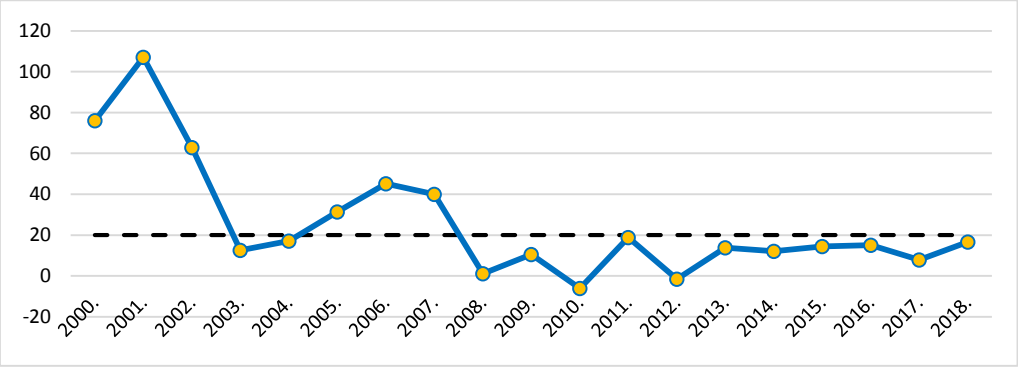
емисију домаћег новца углавном врши на основу девизног покрића, девизни прилив, заједно са либерализацијом цијена, стварао је снажан инфлациони притисак. На то указују високе стопе раста новчане масе (М2) која је 2001. и 2002. године била 107%, односно 65%, респективно, што је имало негативно дејство на убрзање инфлације (графички приказ број 124).

Графички приказ број 123: Годишња стопа инфлације у Србији, Њемачкој и еврозони



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Графички приказ број 124: Стопа раста новчане масе М2 у Србији



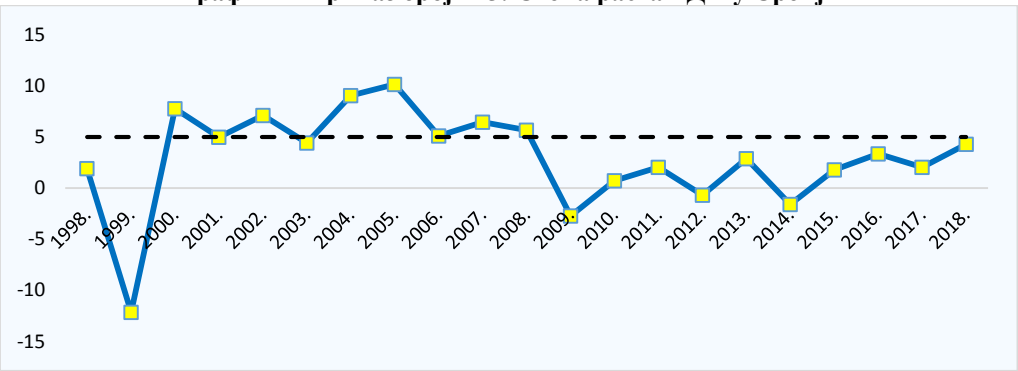
Извор: Обрада аутора на основу података НБС (2019).

Ипак, имајући у виду традиционално висок ниво трансмисије промјена девизног курса на цијене у српској привреди, режим конвенционално фиксног девизног курса, кроз релативно стабилан номинални курс динара, прије свега формирањем инфлационих очекивања, утицао је на смиривање инфлације па је стопа инфлације 2002. године сведена на ниво од 9%.

За нешто више од двије године примјене режима фиксног девизног курса у конвенционалном облику, Србија је имала једноцифрену стопу инфлације, релативно стабилан курс динара, раст кредибилитета монетарне власти и нивоа девизних резерви. Стабилизацијом монетарног сектора те прилагођавањем текуће економске политике реформским захтјевима стварани су услови за опоравак српске привреде. На реалном сектору економије, након значајног пада привредне активности 1999. године,

реални BDP је показивао високе стопе раста које су се, у периоду 2000-2002. године, кретале између 5% и 8% (графички приказ број 125) .

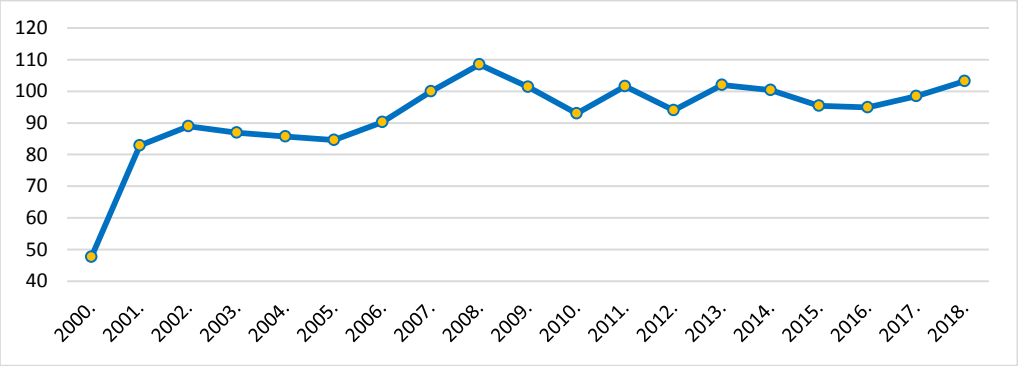
Графички приказ број 125: Стопа раста БДП у Србији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Без сумње, инсистирање на стабилности номиналног девизног курса, ефектима на смањење стопе инфлације и макроекономског ризика, стимулисало је пораст међународне трговине и инвестиција те посљедично опоравак привреде. Међутим, снажан девизни прилив, у околностима очувања стабилности девизног курса, стварањем инфлационог притиска, водио је апресијацији реалног курса динара и погоршању спољне конкурентности српске привреде. Кретање индекса реалног ефективног девизног курса динара, илустровано на графичком приказу број 126, потврђује да је током 2000-2001. године, усљед бржег раста инфлације у Србији у односу на инфлацију у земљама најважнијим спољнотрговинским партнерима, дошло до снажне апресијације реалног девизног курса динара.

Графички приказ број 126: Индекс реалног ефективног девизног курса динара, (2007=100)

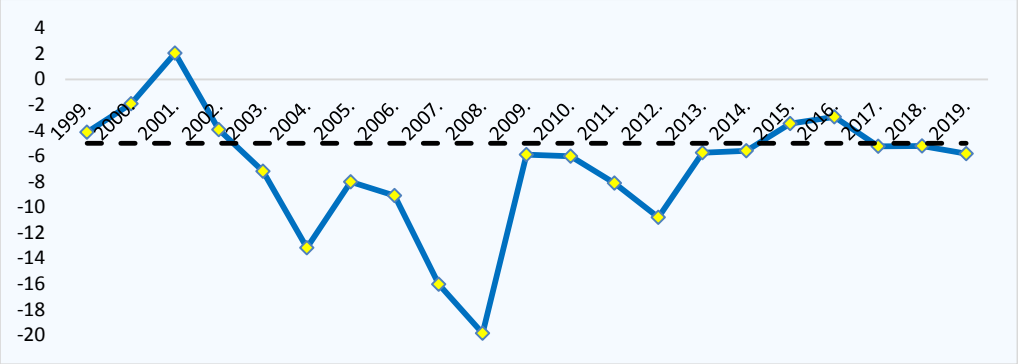


Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Истовремено, раст зарада у динарима, у околностима стабилног девизног курса, значио је и раст зарада изражених у страној валути - еврима (просјечна нето зарада са 100 евра 2001. је порасла на 155 евра 2002. године). То је, у околностима растуће либерализације спољнотрговинског режима и експанзије домаће тражње, додатно

подстицало увоз и раст дефицита текућег рачуна, па је већ 2002. године био скоро 4% БДП-а (графички приказ број 127).

Графички приказ број 127: Салдо текућег рачуна у Србији, % БДП

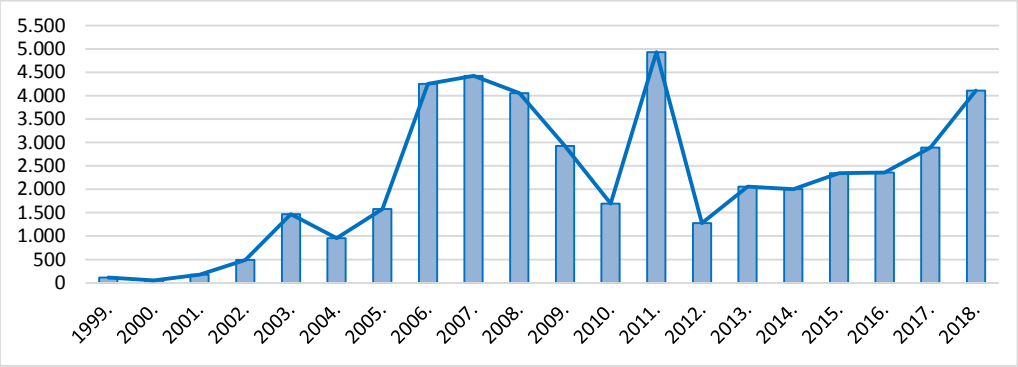


Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Политика стабилног, али прецијењеног курса динара, имала је негативно дејство на цјеновну конкурентност извозног сектора привреде, а тиме и на салдо текућег рачуна. С обзиром на то да је стопа инфлације још увијек била висока, али ипак једноцифрена, те имајући у виду да постојање високог и дуготрајног инфлационог диференцијала може имати снажне негативне ефекте на конкурентост српске привреде и њен темпо раста, постојала је потреба преласка на флексибилнији режим девизног курса. Међутим, у свом раду Миљковић и Вучковић (2006) истичу да је значајна финансијска евроизација (настала усљед кредитне експанзије и одобравања кредита са девизном клаузулом) усложила проблем депресијације девизног курса, јер би велики пад вриједности домаће валуте могао да изазове проблеме у отплати кредита, са ризиком настанка финансијске кризе. Ипак, Бекер Пуцар (2010) констатује да је јануара 2003. године конвенционално фиксни паритет замијењен режимом покретног паритета. Прелазак на покретни паритет, који је био у примјени до августа 2006. године, практично је значило да девизни курс задржава улогу номиналног „сидра“.

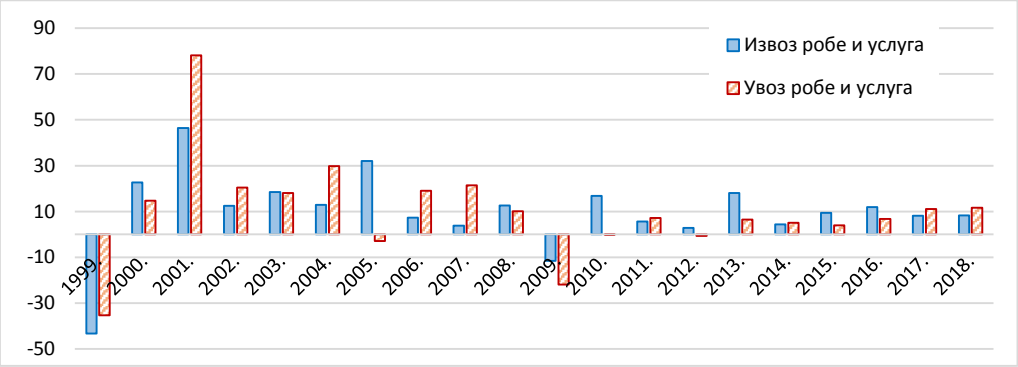
Преласком на нови флексибилнији режим девизног курса, прилив страних директних инвестиција, као и резултат спроведених структурних реформи и стимулативних мјера, добио је узлазни тренд па је током 2003-2006. године остварен у кумулативном износу од 8,3 милијарди USD (графички приказ број 128). Процјењује се да је у истом периоду прилив девиза по основу дознака из иностранства остварен у износу од 22 милијарде USD. Појачан прилив страних директних инвестиција, као показатељ напредовања Србије у процесу структурних реформи, усљед повољних спољних околности, позитивним ефектима на ефикасност пословања, праћен је експанзијом извозне активности која је током 2003-2006. године расла по стопи од 17%, просјечно годишње (графички приказ број 129).

Графички приказ број 128: Стране директне инвестиције у Србији (нето прилив), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

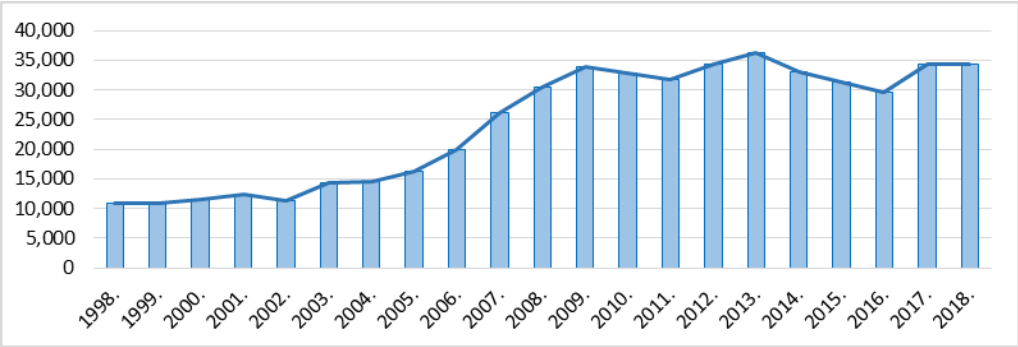
Графички приказ број 129: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Србији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

У исто вријеме, спољна задуженост Србије, као значајан покретач привредног раста, добија узлазни тренд па је спољни дуг са 11 милијарди USD 2002. године порастао на 20 милијарди USD на крају 2006. године (графички приказ број 130).

Графички приказ број 130: Стање спољног дуга Србије, мил. USD

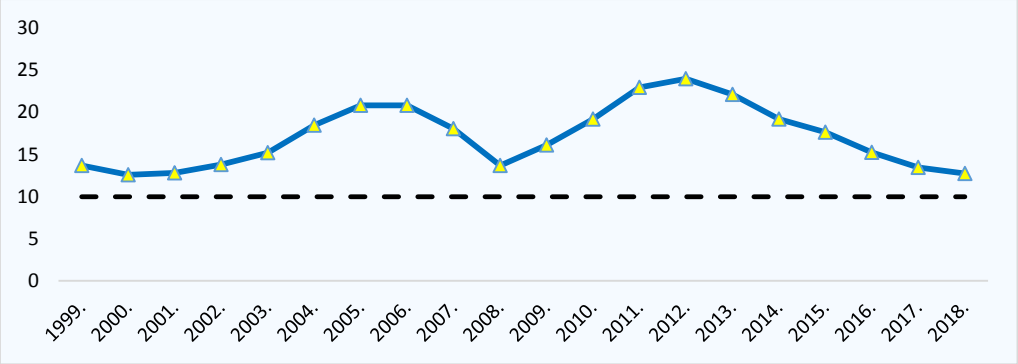


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Висока домаћа тражња, подржана приливом иностраног капитала, заснована на фискалној и кредитној експанзији те у одређеној мјери, расту извоза, генерисала је динамичну привредну активност која је, мјерена реалним БДП, у периоду од 2003. до 2006. године, просјечно годишње расла по стопи од 7% (графички приказ број 125). Ипак, стопа незапослености остала је на високом нивоу. Економске реформе и процес приватизације и реструктурирања резултирали су смањењем броја запослених па је

стопа незапослености са 13% на почетку транзиције порасла на готово 21% у 2005. и 2006. години (графички приказ број 131).

Графички приказ број 131: Стопа незапослености у Србији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Фактички, нови режим девизног курса, попраћен значајном и континуираном депресијацијом номиналног девизног курса динара и растом (убрзањем) инфлације, није у потпуности испунио очекивања. Barisitz (2008) утврђује да је у периоду примјене режима покретног паритета, девизни курс динара номинално депресирао око 40% у односу на евро. Растући прилив иностраног капитала, и девизних прилива у цјелини, вршио је притисак на повећање домаће понуде новца па је од 2004. године показивала растуће стопе. Стопа раста новчане масе М2 је са 13% 2003. године порасла на 45% 2006. године, што је доприносило расту номиналног девизног курса динара. Номинална депресијација динара, у комбинацији са растом нето зарада[37], имала је негативне ефекте на цијене. Другим ријечима, постепена депресијација динара оживјела је инфлациона очекивања и прекинула је процес дезинфлације, што је, у комбинацији са осталим факторима (административна дерегулација цијена, увођење ПДВ, снажан раст агрегатне тражње те раст цијена нафте на свјетском тржишту), произвело високу инфлацију. Стопа инфлације која је 2003. године достигла свој минимум од 3%, већ се током 2004-2006. године кретала између 11% и 16%. Практично, депресијација динара, у комбинацији са осталим факторима, може се означити као иницијатор новог инфлационог притиска и уласка Србије у период двоцифрене стопе раста цијена. При томе, имајући у виду да је Србија високо увозно зависна земља, инфлација је посљедица, али дијелом и узрочник депресијације динара, повратно је утицала на девизни курс.

Истовремено, континуирана номинална депресијација динара доприносила је заустављању апресијације реалног девизног курса динара. На графичком приказу број

[37]Према подацима НБС, нето зараде које су 2001. године износиле око 6.000 динара, 2008. године су порасле на готово 33.000 динара или 5,5 пута.

126 запажа се да је, током 2003-2006. године, вриједност индекса реалног ефективног девизног курса динара готово непромијењена. Прецизније речено, у наведеном периоду забиљежена је тендеција благог пада индекса реалног ефективног курса динара, што указује на то да је прецијењеност динара смањена, али не и значајно. Тако, већом флексибилношћу курса динара и његовим континуираним номиналним депресијацијама, супротно очекивањима, није се много постигло по питању смањења спољне неравнотеже. Напротив, дефицит текућег рачуна је наставио да расте па је 2004. године био 13% БДП-а те је 2005. и 2006. године био између 8 и 9% БДП-а, што упућује на закључак да је динар и даље био прецијењен. Јанковић и Станишић (2012) сматрају да спољноекономска неравнотежа и психолошки фактори стварају константни депресијацијски притисак који доводи до инфлационог притиска, усљед снажног преноса пораста девизног курса на инфлацију. Раст општег нивоа цијена је кључни фактор који је онемогућио реализацију позитивних ефеката депресијације динара на спољнотрговинске токове тј. на побољшање стања у платном билансу кроз пораст извоза и смањење увоза. Уз претпостављену прецијењеност динара, у околностима растуће либерализације спољнотрговинских токова и високе увозне зависности, високом дефициту текућег рачуна доприносила је и динамична привредна активност, индукована експанзијом домаће тражње која се значајним дијелом задовољавала из увоза (учешће увоза у БДП-у је износило око 50%). Тако, са динамичним привредним растом, у амбијенту оживљавања инфлације и високе стопе незапослености, привреда Србије постаје оптерећена још једном макроекономском неравнотежом која се огледала у високом дефициту текућег рачуна који је 2005. године био 13% БДП-а.

У цјелини посматрано, може се закључити да је употреба режима фиксног девизног курса као номиналног „сидра“, допринијела рјешавању проблема релативно високе инфлације, али само привремено, јер у даљем току примјене режима фиксног курса долази до активирања инфлације. Такође, иако је курс номинално депресирао, ни спољна неравнотежа није показивала знакове посебног побољшања. Растући трошкови примјене режима фиксног девизног курса (инфлациона инертност, дефицит текућег рачуна платног биланса), у околностима појачаног прилива капитала, наметнули су потребу увођења још већег степена флуктуирања девизног курса. У августу 2006. године пријеђено је на режим управљаног флуктуирања девизног курса који је и данас у примјени. Народна банка Србије (2006), како је наведено у Бекер Пуцар (2010), Меморандумом о новом оквиру монетарне политике је озваничила преокрет ка новој монетарној стратегији – инфлационом таргетирању и новом режиму

девизног курса – управљаном флуктуирању. Истина, у питању је објављивање припрема за прихватање новог режима монетарне политике у форми инфлационог таргетирања које је званично уведен јануара 2009. године. Другим ријечима, монетарна власт одлучила је да промијени стратегије постизања цјеновне стабилности, па је од јануара 2009. године званично у примјени инфлационо таргетирање. Ради одржавања стопе инфлације у оквиру пројектованог инфлационог коридора, Централна банка користи референтну каматну стопу, као основни инструмент у вођењу монетарне политике, с тим да је задржала могућност да интервенише на девизном тржишту, ако сматра да је то потребно да би се постигао циљ инфлације (НБС).

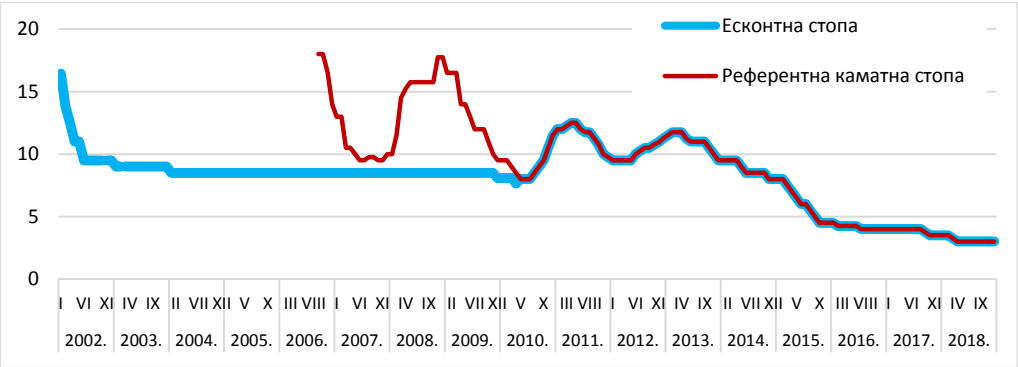
Почетак примјене новог режима девизног курса обиљежила је апресијација номиналног курса динара према евру (са 87,2 на 78,8 динара за евро), настала углавом под притиском прилива страних директних инвестиција. На графичком приказу број 128 запажа се да је 2006. године дошло до новог скока у приливу страних директних инвестиција које су са 1,6 милијарди USD 2005. године, порасле на 4,3 милијарде USD. То је стварало апресијацијске притиске на номинални девизни курс динара па је просјечан годишњи курс са 85,5 динара за евро смањен на 79,4 динара за евро, с тим да се на том нивоу задржао и 2007. године. Апресијација номиналног курса динара у односу на евро од 8% имала је позитивно дејство на стабилизацију цијена па је стопа инфлације 2007. године поново била једноцифрена и износила је 6%. Међутим, спољни шокови (незаустављив раст цијене нафте), али и нестабилна кретања на девизном тржишту узрокована свјетском кризом, кроз заустављање пада и покретање раста номиналног курса динара, подстакла су инфлациона очекивања па је већ наредне године инфлације била 12%.

У околностима релативно високе стопе инфлације, која је током 2006-2008. године била између 6% и 12%, упркос успостављању тенденције раста курса динара у односу на евро, настављени су апресијацијски притисци на реални девизни курс, започети увођењем флуктуирајућег девизног курса, са негативним дејством на конкурентност извозног сектора српске привреде. На графичком приказу број 129 може се запазити да је раст извозне активности Србије успорен током 2006-2008. године, са просјечном годишњом стопом раста нешто мањом од 8%. У исто вријеме, стопа раста увоза од 17% значајно је надмашила стопу раста извоза. Фактички, примјена флуктуирајућег режима девизног курса праћена, не само растом инфлације, већ и растом дефицита текућег рачуна, значајним дијелом финансираним приливом страних директних

инвестиција. Снажан прилив иностраног капитала у облику страних директних инвестиција настављен је и током 2007-2008. године, са кумулативним износом од 8,5 милијарди USD, што је доприносило наставку динамичног привредног раста, започетог 2000. године, и остваривању релативно високих стопа раста реалног БДП-а од око 6% током 2007-2008. године. Уз прилив страних директних инвестиција, повећање спољног дуга је такође било значајан фактор који је, након увођења режима флуктуирајућег девизног курса, доприносио динамичном привредном расту. Као резултат растућег задужења, спољни дуг је на крају 2009. године био скоро 34 милијарде USD. Прилив иностраног капитала подржавао је раст домаће потрошње која се, усљед високе увозне зависности, значајним дијелом задовољавала из увоза, што је довело до снажног раста дефицита у текућем рачуну. Учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у је са већ високих 9% 2006. године повећано на 20% у 2008. години, што упућује на закључак да је спољна неравнотежа расла независно од примијењеног режима девизног курса. Динамичан привредни раст, праћен је високим дефицитом у текућем рачуну платног биланса, али је, први пут од почетка процеса транзиције, водио успостављању тенденције постепеног опадања стопе незапослености па је 2008. године била 14%.

Растући дефицит вршио је притисак на депресијацију номиналног девизног курса динара па је са 79 динара за евро 2007. године порастао на 88,6 динара за евро 2008. године. Имајући у виду да се раст девизног курса, традиционално, брзо преносио на ниво цијена, монетарна власт је била принуђена да путем постепеног повећања референтне каматне стопе, али и употребом девизних резерви ограничи флуктуације курса тј. да се успори његов раст. То је изазвало топљење девизних резерви па су са нивоа од 14,2 милијарде USD колико су биле на крају 2007. године, опале на ниво од 11,5 милијарди USD на крају 2008. године (графички приказ број 122).

Графички приказ број 132: Каматне стопе Народне банке Србије, годишњи %



Извор: Обрада аутора на основу података НБС (2019).

Истовремено, високе стопе раста реалног БДП-а, праћене релативно високим стопама инфлације, приморала су монетарну власт да, у намјери да охлади „прегријану“ привреду, спроводи политику монетарног стезања, путем повећања референтне каматне стопе. У циљу обуздавања инфлације Народна банка Србије крајем 2007. године прави заокрет ка постепеном повећању референтне каматне стопе па је са 9,5%, колико је била новембра 2007. године, повећана на 18,75% децембра 2008. године (графички приказ број 132). Повећањем референтне каматне стопе, дејством на редукцију новчане масе, покушало се утицати на смањење агрегатне тражње.

Појавом свјетске економске и финансијске кризе, која се на Србију прелила 2009. године, дошло је до пада домаће тражње (смањење јавне и личне потрошње и смањење кредита), као и до успоравања извоза усљед смањења увозне тражње у ЕУ и свијету. Под притиском глобалне кризе, у настојању да утицајем на инвестиције и потрошњу сачува стабилан привредни раст, монетарна власт је вршила честе редукције референтне каматне стопе која је, у релативно кратком року, са 17,75%, колико је била децембра 2008. године, већ маја 2010. године снижена на 8% (графички приказ број 132). Истовремено, дозвољен је наставак дјелимично контролисаног[38] слабљења динара у односу на евро па је са 88,6 динара за евро децембра 2008. године порастао на 107,4 динара за евро октобра 2010. године. Наиме, паралелно падом девизних прилива, под утицајем глобалне кризе, која је унијела нестабилност и додатну нервозу на тржишта, убрзаним ослобађањем вишка динара од стране становништва и привреде, усљед страха да ће изгубити на вриједности, дошло је до раста девизног курса. Дакле, Србија је као и многе друге земље са флуктуирајућим девизним курсом, уз политику монетарног попуштања, користила и политику смањења вриједности динара. Филиповић (2010) закључује да је свјетска економска криза само убрзала слабљење вриједности динара, а узроци посрнулости српске валуте леже у основи саме привреде.

Упркос политици усмјереној на подстицање агрегатне тражње, путем смањења каматне стопе и раста девизног курса, под утицајем глобалне кризе, Србија се суочила са контракцијом привредне активности од -2,7%. Истовремено, свјетска економска криза изазвала је снажне поремећаје на тржишту рада па је стопа незапослености добила узлазну путању па је 2012. године достигла врх од готово 25%. Хрустић (2011) истиче да је Србија оштро погођена свјетском економском кризом па је у условима

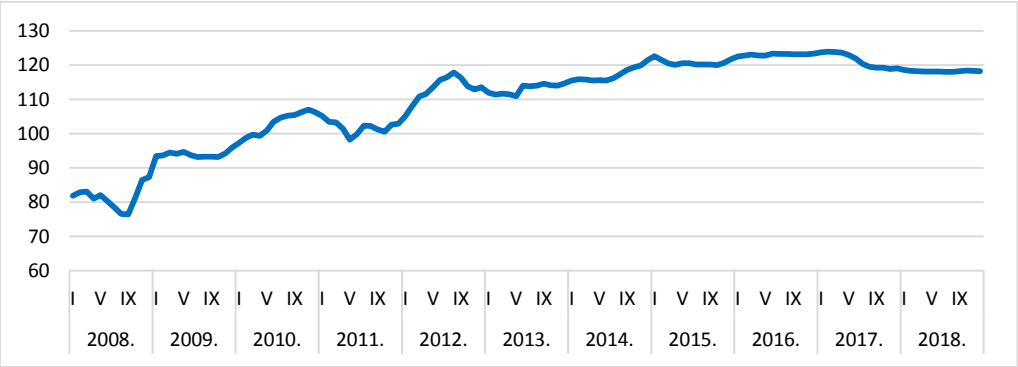
[38]На контролисано кретање девизног курса указује и то што је од 2010. до августа 2012. године за одбрану курса потрошено 3,7 милијарди евра девизних резерви. Преузето 12.3.2020. са https://www.rts.rs/page/stories/sr/story/13/ekonomija/

пада привредне активности, те пада прилива страних директних инвестиција и дознака грађана из иностранства дошло до проблема у сервисирању спољног дуга. Зато је била принуђена да почетком 2009. године договори *standby* аранжман са Међународним монетарним фондом, за јачање девизних резерви и подршку структурним реформама.

Специфичност на плану макроекономских кретања у Србији, како у кризном тако и у посткризном периоду, огледала се у релативно високим стопама инфлације. Упркос периодичним пооштравањима монетарне политике, порастом нивоа референтне каматне стопе, те чињеници да је новчана маса М2 показивала опадајућу стопу раста па је са 22% 2009. године сведене на мање од 5% 2013. године, стопа инфлације се кретала у распону од 6% до 11% или просјечно годишње око 8% током 2009-2013. године. Депресијација динара може се означити као главни иницијатор инфлационог притиска. Тек успоравањем (2013-2014), а потом и заустављањем раста курса динара, почетком 2015. године, значајно је успорен раст цијена.

Са графичког приказа број 133 може се уочити да је курс динара у односу на евро, у периоду од 2015. до 2018. године, крећући се у уском интервалу од 118 динара за евро до 123,9 динара за евро, био релативно стабилан, уз благи апресијацијски притисак.

Графички приказ број 133: Номинални девизни курс динара према евру



Извор: Обрада аутора на основу података NBC (2019).

Постизање и очување релативне стабилности курса динара праћено је смањењем нивоа девизних резерви земље које су са 15,4 милијарде USD на крају 2013. године, и упркос значајних девизних прилива из иностранства, највише по основу страних директних инвестиција и дознака, опале на ниво који се током 2014-2018. године кретао у распону између 10,3 и 12,9 милијарди USD.

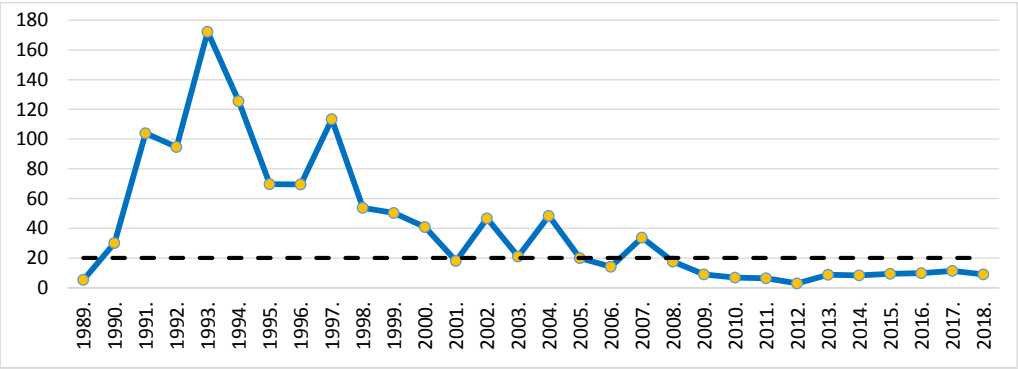
Релативно стабилан девизни курс динара, у околностима успореног опоравка свјетске те готово пригушеног раста српске привреде, са просјечном стопом раста реалног БДП-а мањом од 1%, имао је позитивно дејство на смиривање инфлације која се у периоду 2014-2018. године кретала између 1% и 3%. Стопа незапослености је од 2013.

године постепено опадала па је на крају посматраног периода била 13%. Истовремено, дефицит текућег биланса сведен је на ниво од око 5% БДП-а.

3.2.2.5. Румунија

Као у многим транзиционим земљама и у Румунији су 1990-те године обиљежиле промјене у економском систему. С обзиром на то да је истовремено са либерализацијом трговине започета и либерализација цијена, у настојању да обезбиједи контролу инфлационог процеса, као предуслов за одржив економски раст, монетарна власт је јануара 1990. године утврдила циљани ниво девизног курса леја (leŭ) према америчком долару у односу 21:1, комбинујући га са директним циљањем монетарног агрегата М2. Међутим, покушај фиксирања девизног курса у настојању да се ограничи инфлациони процес доживио је неуспјех, јер није довео до стабилизације цијена и јачања повјерења становништва и привредних субјеката у политику девизног курса, генерално у монетарну политику, коју је промовисала монетарна власт. Осим започетог процеса либерализације административно контролисаних цијена, један од основних разлога је тај што није обезбијеђен потребан степен монетарне дисциплине. На то указује кретање новчане масе М3 која је према подацима Свјетске банке, током 1991-1993. године, просјечно годишње расла по стопи од 121%, а само двије године раније (1989), новчана маса М3 је расла по стопи од 5% (графички приказ број 134).

Графички приказ број 134: Стопа раста новчане масе М3 у Румунији



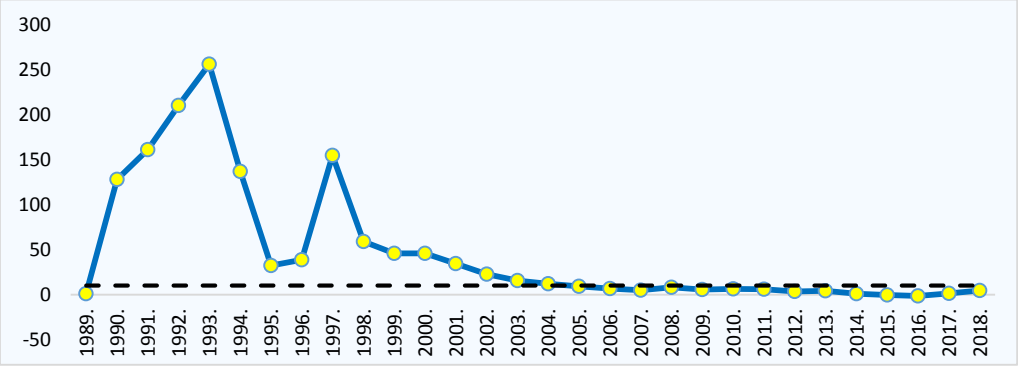
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Висока стопа раста М3 значила је убрзан раст ликвидности, што је, у околностима нестабилности и неизвијесности, подстицало раст инфлационих очекивања и убрзавање раста стопе инфлације па је са већ високих 128% 1990. године, скочила на 161% 1991. године. Раст инфлације настављен је и током 1992-1993. године, када се кретала од 210 до 256%, годишње (графички приказ број 135).

Истовремено, убрзање инфлације праћено је падом повјерења у националну валуту. У околностима снажне монетизације привреде било је готово немогуће обезбиједити

стабилност девизног курса. Усљед агресивног раста новчане масе, у амбијенту изражене неизвијесности, кроз убрзано ослобађање вишка леја, због настојања становништва и привреде да се заштите од губитка вриједности домаће валуте, дошло је до пораста тражње за девизама и континуираног притиска на раст девизног курса.

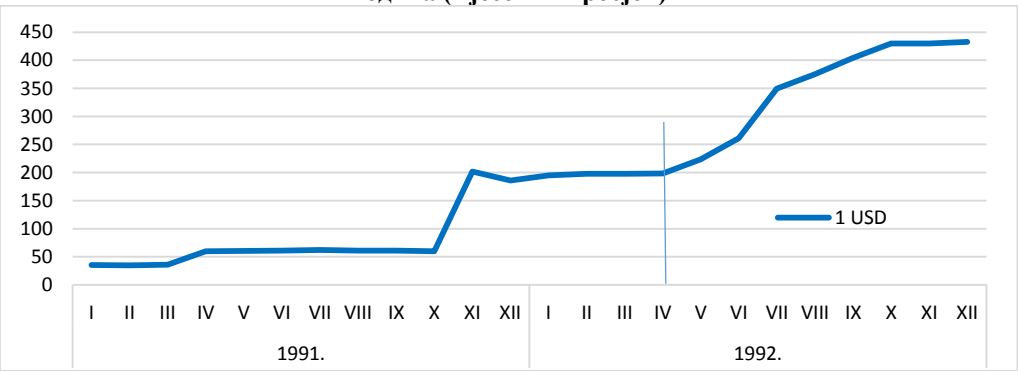
Графички приказ број 135: Просјечна годишња стопа инфлације у Румунији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

У условима ниског нивоа девизних резерви те растућег дефицита у текућем рачуну платног биланса, девалвације леја су биле неминовне, са негативним дејством на инфлацију. Већ крајем 1990. године, упркос покушајима монетарне власти да обезбиједи његову стабилност, курс је био око 35 леја за долар. Фактички, у релативно кратком року, румунски леј ослабио је у односу на долар за 40%. У исто вријеме, дошло је до развоја незваничног девизног тржишта на којем је амерички долар коштао више од 80 леја, што је јасно указивало да је званични курс леја иницијално био значајно прецијењен. Под притиском кретања на „црном“ девизном тржишту, већ априла 1991. године, циљни ниво девизног курса повећан је на 60 леја за долар те се на том нивоу, уз мање осцилације, задржао до краја октобра, да би новембра 1991. године курс скочио на 202 леја за долар (графички приказ број 136).

Графички приказ број 136: Номинални девизни курс леја према америчком долару, 1991-1996. година (мјесечни просјек)



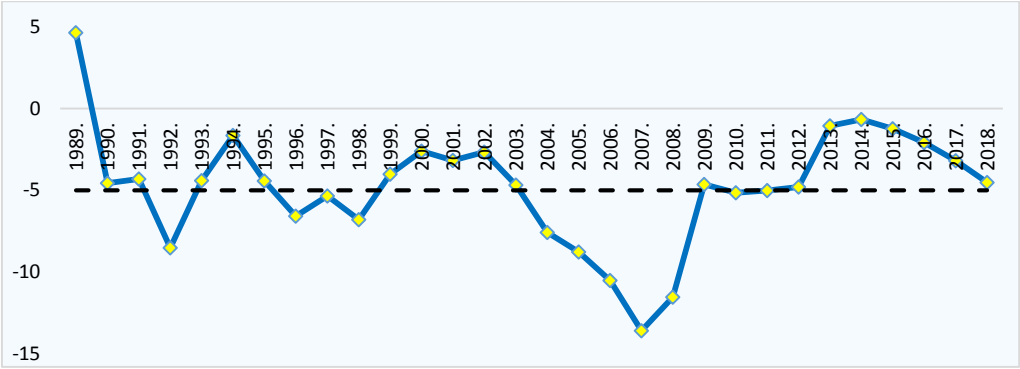
Извор: Обрада аутора на основу података NBR (2019).

Слабљење леја, током 1991-1992. године водило је поскупљењу увозних производа, што је био још један фактор који је значајно допринесио расту стопе инфлације.

Степенасто кретање номиналног курса леја у односу на амерички долар, илустровано на графичком приказу број 136, које показује да је у одређеним временским тренуцима долазило до наглог пораста девизног курса, након чега би курс извјесно вријеме био релативно стабилан, сугерише да је Румунија до половине 1992. године примјењивала режим прилагодљивог паритета.

Интервенцијама на девизном тржишту монетарна власт је успјела да обезбиједи одређени степен стабилности девизног курса, али само до априла 1992. године, када добија снажан узлазни тренд. Успоравање раста девизног курса, у околностима напуштања механизама који регулишу спољну трговину, генерисало је погоршање салда текућег рачуна и трошење девизних резерви. Пред почетак транзиционог процеса Румунија је захваљујући, прије свега, примјени значајних увозних ограничења, имала релативно повољну спољну позицију на шта указује податак о оствареном суфициту у текућем рачуну од 4,6% БДП-а 1989. године (графички приказ број 137). Иницијална апресијација курса леја, у комбинацији са губитком спољног тржишта, дестимулисала је румунску производњу и извоз па је већ 1990. године забиљежен дефицит у текућем рачуну од 4,5% БДП-а.

Графички приказ број 137: Салдо текућег рачуна у Румунији, % БДП

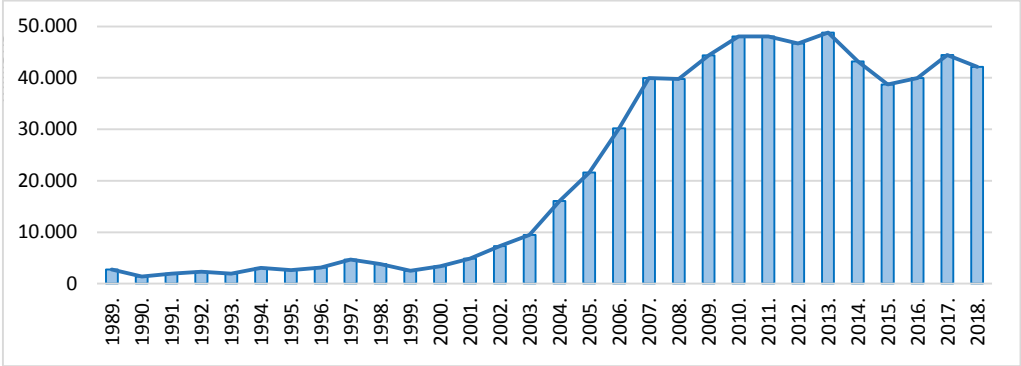


Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Упркос повременим и значајним депресијацијама номиналног курса леја, и на тај начин настојањима да се ублажи апресијација реалног девизног курса, неповољна кретања на спољном плану настављена су и током 1992. године па је дефицит у текућем рачуну порастао на 8,5% БДП-а. Под притиском растућег дефицита, покушаји вјештачког одржавања девизног курса на релативно стабилном нивоу, током краћих интервала, довели су до трошења девизних резерви па су са 2,7 милијарди USD 1989. опале на 1,4 милијарде USD на крају 1990. године те су се испод нивоа оствареног 1989. године задржале и током 1991-1993. године (графички приказ број 138). Управо, јако низак ниво девизних резерви један је од разлога појачаног убризгавања новца од стране Народне банке Румуније, са циљем да се, куповином девиза из примарне

емисије новца, обезбиједи њихова стабилизација (Gerghinisecu & Gergehincu, 2008). У околностима ниског нивоа девизних резерви, под притиском експанзије понуде новца, монетарна власт је била принуђена да, већ од половине 1992. године, поново дозволи значајније депресијације девизног курса па је курс леја, октобра 1993. године, био 984,6 леја за долар (графички приказ број 136).

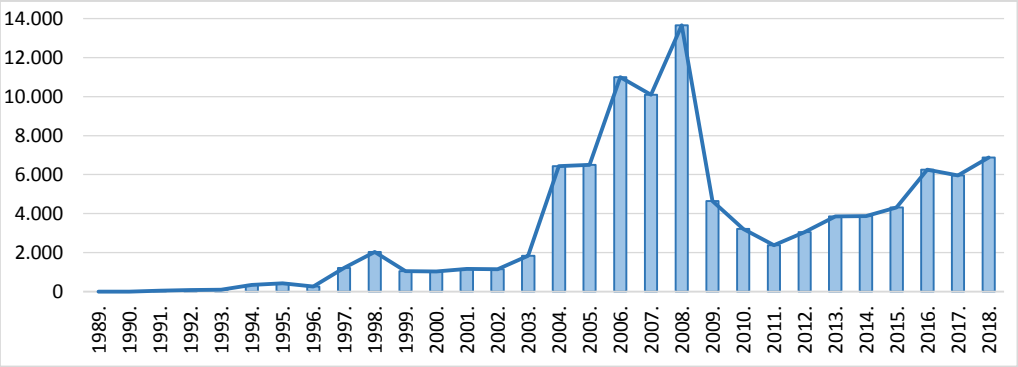
Графички приказ број 138: Девизне резерве (укључујући и злато) у Румунији, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

У цјелини посматрано, покушај фиксирања девизног курса тј. коришћења девизног курса као антиинфлационог „сидра“, у настојању да се ограничи инфлациони процес, доживио је неуспјех јер није довео до стабилизације цијена и јачања повјерења становништва и привредних субјеката у политику девизног курса коју је промовисала монетарна власт. Једноставно речено, монетарна власт није обезбиједила потребан степен монетарне дисциплине, односно монетарну експанзију није ускладила са стварним потенцијалом раста привреде.

Графички приказ број 139: Стране директне инвестиције у Румунији, мил. USD



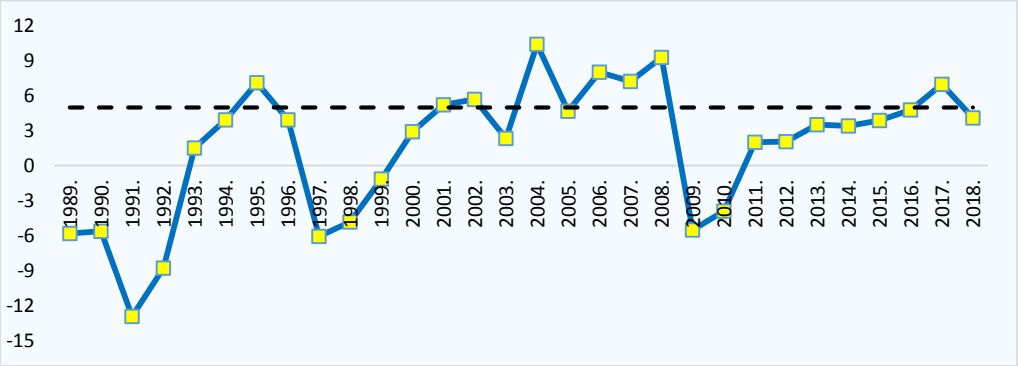
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Снажан раст инфлационих очекивања и наглашена нестабилност девизног курса, значајно отежаним прогнозирањем његовог кретања, проузроковало је неповјерење инвеститора, што је довело до одлагања како домаћих тако и иностраних инвестиционих подухвата, нарочито оних дугорочнијих и крупнијих. Једноставније речено, изражена нестабилност девизног курса и цијена кључни су разлози због којих

је, у почетној фази транзиције румунске привреде, изостао иоле значајнији прилив страних директних инвестиција, као кључног фактора у оживљавању привреде и њеном стабилном расту. Према подацима Свјетске банке (2019), кумулативни прилив страних директних инвестиција, током 1990-1993. године, био је свега 211 милиона USD или око 53 милиона USD просјечно годишње (графички приказ број 139).

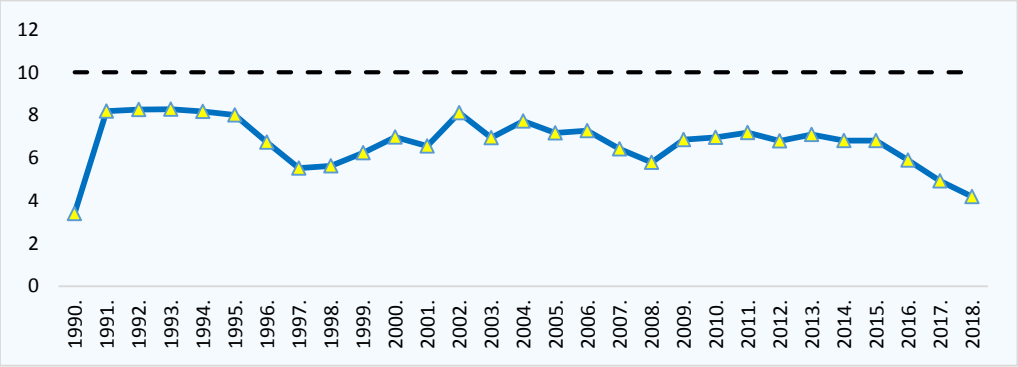
У амбијенту монетарне нестабилности и повећаног макроекономског ризика те неповољног спољног окружења, забиљежен је значајан пад реалног БДП-а који је, у периоду 1989-1992. године, кумулативно био око 30% (графички приказ број 140). Пад привредне активности праћен је губитком радних мјеста. Стопа незапослености је убрзано расла, па је са 3,5% 1990. године порасла на 8% 1991. године, али се на том нивоу задржала и наредне четири године. То уједно представља њен највећи износ забиљежен у процесу транзиције (графички приказ број 141).

Графички приказ број 140: Стопа раста БДП у Румунији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Графички приказ број 141: Стопа незапослености у Румунији

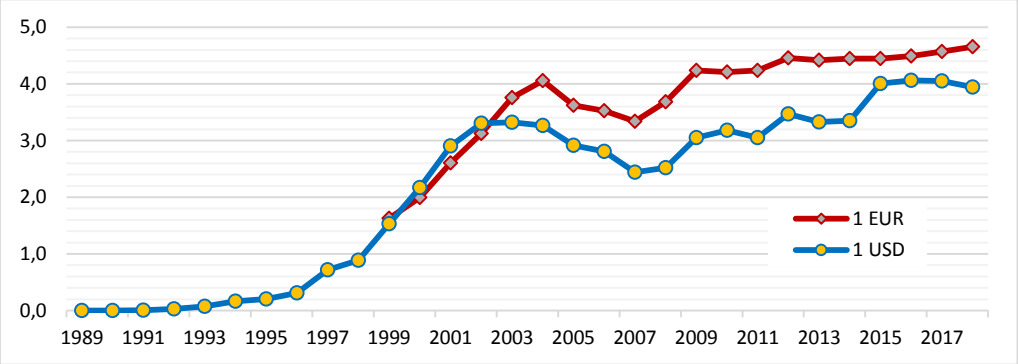


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

У неповољним макроекономским околностима, октобра 1993. године Румунија усваја нови пакет мјера макроекономске стабилизације. Иако није успостављена стабилност цијена, као предуслов за одржив привредни раст, мјере монетарне политике конкретизоване су тако да су дозвољавале да девизни курс нађе своју равнотежу на нивоу који одређује тржиште. Таква политика резултирала је снажном депресијацијом

девизног курса која је трајала до половине 1994. године, након чега је, све до краја 1996. године, услиједио период релативно стабилног курса или прецизније речено, његовог успореног раста (графички приказ број 142).

Графички приказ број 142: Номинални девизни курс леја према евру и америчком долару, просјечне годишње вриједности



Извор: Обрада аутора на основу података NBR (2019).

Заправо, због недовољних девизних резерви, које су на крају 1993. године биле 1,9 милијарди USD и отежаног приступа страним изворима финансирања, програм стабилизације подразумијевао је примјену режима управљано флуктуирајућег девизног курса. Примјену овог режима девизног курса, све до августа 2005. године, пратило је одсуство стратегије цјеновне стабилности која би се манифестовала у довољно јасном номиналном „сидру“, као што је таргетирање девизног курса или инфлације. Заправо, нова монетарна стратегија је, уз управљано флуктуирајући девизни курс, важну улогу у процесу дезинфлације дала монетарним агрегатима M0 и M2.

Како је то наведено у раду Gerghinisecu & Gergehincu (2008), од друге половине 1993. године, након што је створила потребне услове за индиректну контролу над понудом новца, Централна банка, контролу над новчаном масом M2, обезбјеђивала је примарним новцем (монетарне основе), као оперативног циља монетарне политике. Другачије речено, стратегија монетарног таргетирања, од половине 1993. године, заснивала се на монетарном агрегату M0 као оперативном циљу и монетарном агрегату M2 као посредном циљу монетарне политике. При томе, Popa et al. (2002) истичу да се антиинфлациони оквир монетраног таргетирања није примјењивао у чистом облику, јер је понекад, у циљу заустављања апресијације леја, комбинован с неким елементима управљања девизним курсом.

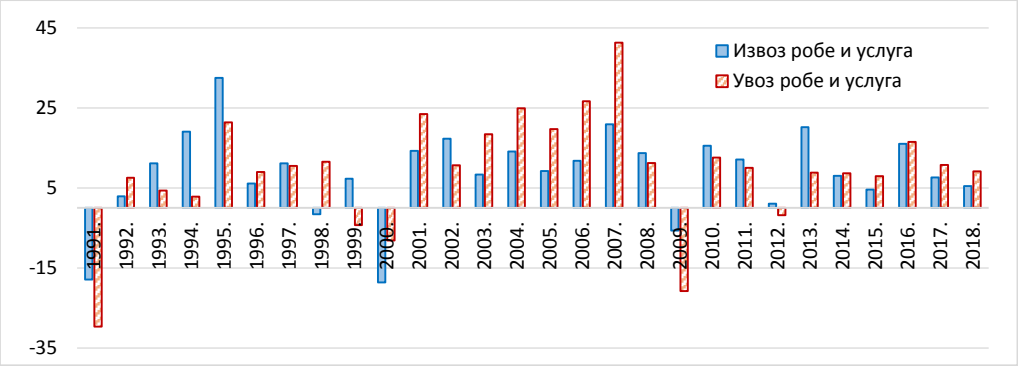
Период до 1996. године био је у знаку стабилизације девизног курса. Стратегија монетарног таргетирања, која је током 1995-1996. године довела до обарања стопе раста новчане масе M2 са 125% 1994. године на 70% 1995. и 1996. године, имала је

позитивно дејство на кретање тј. стабилизацију девизног курса. Успорен и у одређеној мјери контролисан раст девизног курса, који је трајао током 1994-1995. године, у комбинацији са смањењем раста новца, имао је позитивно дејство на покретање процеса дезинфлације. Стопа инфлације прво је, са врло високог нивоа од 256% 1993. године, смањена на 137% 1994. године, а затим је 1995. године сведена на ниво од 32%. Стабилизација цијена и девизни приливи (укључујући прилив по основу раста спољног задуживања које је са 3,3 милијарде USD 1992. порасло на 8,5 милијарди USD 1996. године) смањили су потребу за учесталим интервенцијама на девизном тржишту, што је позитивно утицало на раст девизних резерви које су на крају 1996. године износиле 3,1 милијарду USD.

На реалном сектору економије, упркос још увијек релативно високим стопама инфлације и континуираној депресијацији номиналног девизног курса, реални БДП, послије четворогодишњег пада у великој мјери изазваног либерализацијом спољне трговине и цијена те прекидом трговинских веза са земљама бившег СЕВ-а, од 1993. године показивао је растуће стопе које су се током 1993-1996. године кретале од 2 до 7% (графички приказ број 140). Стопа незапослености, током 1995-1996. године, добила је силазни тренд па је 1997. године износила 5,5%.

Један од покретачких фактора релативно високих стопа раста привреде била је појачана извозна активност. Реална депресијација девизног курса, забиљежена током 1995-1996. године, подстакнута опадањем стопе инфлације и веома снажном номиналном депресијацијом леја, имала је позитивно дејство на побољшање конкурентности румунске извозне привреде (графички приказ број 143).

Графички приказ број 143: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Румунији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Вриједност извоза исказана у америчким доларима, у периоду од 1993. до 1996. године, кумулативно је порасла за 86%. Истовремено, раст извоза значајно је надмашио раст увоза који је кумулативно био око 42%. Тако, реална депресијација

девизног курса, у комбинацији са ниским нивоом приватне, али и инвестиционе потрошње, што је значило и ниску потрошњу увозних производа, позитивно се одражавало на салдо текућег рачуна платног биланса па је дефицит у текућем рачуну, током 1993-1995. године, са износима мањим од 5% БДП-а, био у зони прихватљивог.

Чинило се да се нестабилна економска ситуација са почетка процеса транзиције ипак мијења у макороекономски стабилну. Међутим, позитивне макроекономске тенденције биле су привременог карактера. Наставак политике либерализације девизног курса и административно контролисаних цијена, у комбинацији са поново веома снажним процесом монетизације привреде (стопа раста новчане масе M2 са 70% 1996. скочила је на 105% 1997. године), 1997. године довели су до наглог пораста курса леја према долару па је са 3.734 леја колико је био на крају 1996. порастао више од 7.960 леја за долар на крају 1997. године (графички приказ број 142). Сљедећа и још наглашенија превирања на девизном тржишту, у неповољном спољном окружењу (руска валутна криза 1998. и почетак рата у Југославији), почињу крајем 1998. и трају до краја 2001. године, када је курс био око 31.555 леја за долар. Да би ублажила депресијацију номиналног курса леја монетарна власт је интервенисала на девизном тржишту што је резултирало топљењем девизних резерви 1998. и 1999. године. Ниво девизних резерви са 4,7 милијарди USD крајем 1997. године оборен је на 2,5 милијарди USD на крају 1999. године. Racaru et al. (2006) уочавају да су након тога услиједиле промјене у начину управљања девизним курсом у смислу преласка на политику мање честих интервенција.

Значајна и континуирана депресијација номиналног девизног курса, која је услиједила крајем 1996. године, негативно је дјеловала на кретање инфлације. Фактички, нова снажна депресијација леја, иницирана оснажавањем процеса монетизације привреде, и наставак либерализације цијена, подстицањем инфлационих очекивања, три године након увођења новог програма стабилизације, привремено су прекинули дезинфлациони процес. Стопа инфлације је са 39% 1996. године порасла на 155% 1997. године, након чега је поново услиједила тенденција њеног постепеног опадања. Gerghinisecu & Gergehincu (2008) наводе да је, у макроекономски и финансијски нестабилном окружењу, убризгавање ликвидности у банкарски систем, под утицајем административних одлука, убрзало инфлацију и умањило повјерење у националну валуту. Осим куповине девиза од стране Централне банке у циљу стабилизације девизних резерви, главне дестинације, односно главни канали убризгавања примарног новца били су државни кредити, као значајан канал којим је убризгавана ликвидност

за покриће буџетског дефицита, и невладини кредити одобрени банкама које се суочавају са проблемима или су у фази реструктурирања. Фактички, основни принципи режима монетарног таргетирања нису строго поштовани. Radulescu (1999) сматра да либерализација цијена која је трајала више од осам година, дугорочно изазивајући инфлациона очекивања и спречавајући ефикасност дезинфлационих напора монетарних власти, значила је вишегодишњи сукоб између либерализације и стабилизације.

Снажан инфлациони процес и даље је био велики проблем за монетарану власт. Важан разлог цјеновне нестабилности лежи у кашњењу у реализацији оних елемената транзиционог процеса који се односе на власничку трансформацију и убрзање процеса либерализације цијена и токова капитала. Такође, прилив страних директних инвестиција, као индикатор напретка у спровођењу структурних реформи, током 1991-1996. године био је готово безначајан, око 0,6% БДП-а, просјечно годишње (графички приказ број 139). Управо у кашњењу у реализацији власничке трансформације и реструктуирању предузећа, може се наћи објашњење за релативно ниску стопу незапослености.

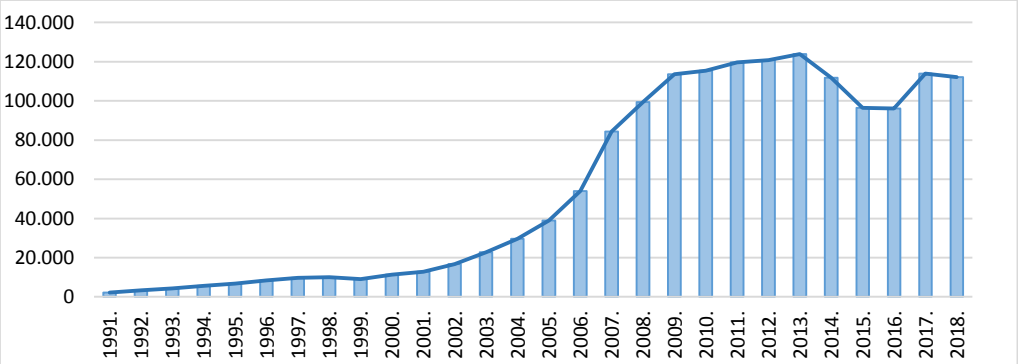
Спорост у провођењу структурних реформи, оживљавање инфлационих очекивања и неповољно спољно окружење имали су негативно дејство на привредну активност. Румунска привреда је 1997. године поново ушла у фазу трогодишње рецесије са негативним стопама раста реалног БДП-а које су се кретале од -1 до -6%. На плану спољне равнотеже, дефицит текућег рачуна је, након привременог побољшања, испољавао тенденцију раста па је 1998. године био 7% БДП-а.

Са графичких приказа број 135 и 142 може се запазити да је од 1998. године дошло до слабљења међузависности између кретања девизног курса и инфлације. Док је девизни курс леја према долару настављао да расте све до 2002. године, стопа инфлације постепено се смањивала и стабилизовала. Наиме, стратегија монетарног таргетирања, коју је спроводила монетарна власт Румуније, паралелно са смањењем стопе раста новца, довела је до постепеног процеса дезинфлације па је стопа инфлације, са изузетно високог нивоа, опала на релативно умјерен ниво од 34% 2001. године. Ипак, овај стабилизујући учинак далеко заостаје за резултатима које су забиљежиле остале земље централне и источне Европе, чије годишње стопе инфлације имају тенденцију одржавања на једноцифреним износима.

У околностима постепене стабилизације цијена, Румунија од 2000. године убрзава процес структурних реформи, подстакнутих жељом за чланством у ЕУ, што је

означило почетак периода макроекономске стабилности који је трајао све до појаве свјетске економске кризе. Јачањем процеса интеграција у ЕУ олакшан је приступ спољним изворима финансирања, што је довело до пораста спољне задужености Румуније. Спољни дуг је од 2001. године добио снажан узлазни тренд па је са 11 милијарди USD 2000. године скочио на 114 милијарди USD 2009. године, односно на 124 милијарде USD 2013. године (графички приказ број 144).

Графички приказ број 144: Стање спољног дуга Румуније, мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

У истом периоду, кумулативни прилив страних директних инвестиција, као показатељ напретка у транзиционом процесу био је 56,5 милијарди USD. Прилив иностраног капитала, у цјелини, дјеловао је на заустављање раста девизног курса леја према долару и његово задржавање на готово непромијењеном нивоу током 2002-2004. године. Прелазак на евро као референтну валуту, 2003. године, довео је до значајног смањења волатилности леја и према евру. Након тога, веома снажан прилив иностраног капитала, забиљежен током 2004-2008. године, проузроковао је апресијацију леја у односу на евро, која је имала позитивне ефекте на смањење инфлације, подржавајући наставак процеса дезинфлација, започетог 1998. године. Румунија је први пут 2005. године, 15 година након покретања процеса транзиције, успјела да обезбиједи једноцифрену стопу инфлације, као кључни индикатор макроекономске стабилности. У циљу подршке стабилности цијена, у околностима релативно ниских инфлационих очекивања, Румунија је од августа 2005. године, прво у комбинацији са режимом слабо управљаног флуктуирања девизног курса у односу на евро, а потом и слободно флуктуирајућег девизног курса, прешла на нови режим монетарне политике - директно инфлационо таргетирање. Претходно, јула 2005. године, извршена је деноминација[39] леја (1:10000). Без чврстих ограничења за монетарну политику и мјера које би биле у функцији смањења ризика за иностране

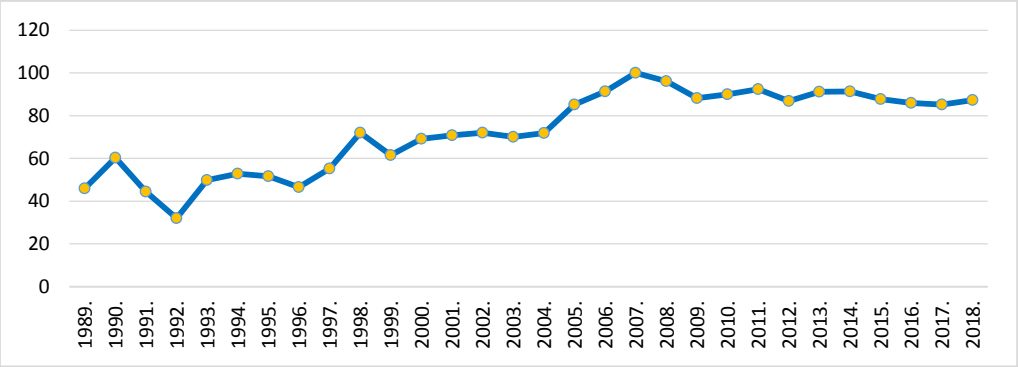
[39]Због високе стопе инфлације лej је неколико пута реформисан, а посљедња деноминација је била у јулу 2005. Тада је уведен нови лев у замјену за стари по курсу 1:10000.

улагаче, фактички није било могуће обезбиједити монетарну стабилност као предуслов одрживог привредног раста.

Истовремено, прилив иностраног капитала подстицао је раст домаће тражње, што је довело до оживљавања привреде и генерисања високих стопа раста реалног БДП-а, око 8%, просјечно годишње, током 2004-2008. године. Стопа незапослености је била релативно ниска и 2008. године је била око 6%.

Континуирано кумулирање девизних резерви које су на крају 2008. године достигле ниво од скоро 40 милијарди USD, такође представља један од показатеља макроекономске стабилности. Међутим, позитивна макроекономска кретања на унутрашњем плану, праћена су тенденцијом погоршања дефицита текућег рачуна и његовим значајним удаљавањем од равнотежног нивоа, па је 2007. и 2008. године био 14%, односно 12% БДП-а.

Графички приказ број 145: Индекс реалног ефективног девизног курса леја, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Како се ради о малој, отвореној и увозно зависној привреди, снажан раст домаће тражње, подстакнут приливом иностраног капитала, у околностима номиналне и поготово реалне апресијацију леја, имајући у виду знатно већу стопу инфлације у Румунији у односу на инфлацију у еврозони и САД, значио је раст робе из увоза, што је водило погоршању дефицита текућег рачуна. Са графичког приказа број 145 на којем је илустровано кретање индекса реалног ефективног девизног курса леја може се јасно уочити да је, управо у периоду од 2004. до 2007. године, дошло до његовог убрзаног раста, што указује на губитак конкурентности привреде на међународном тржишту.

Свјетска економска и финансијска криза, која се на Румунију прелила 2009. године, кроз контракцију извозне активности од 6% и смањење прилива капитала, изазвала је двогодишњу рецесију са кумулативном негативном стопом раста реалног БДП-а од -9,2%. Под утицајем кризе дошло је до значајног смањења нето прилива страних

директних инвестиција у односу на предкризни период, па су са 13,7 милијарди 2008. године опале на 4,7 милијарди USD 2009. године, али су се током 2010-2018. године задржале на просјечном годишњем приливу од 4,4 милијарде USD. Смањење прилива иностраног капитала, у околностима повећане неизвијесности, дјеловало је на кретање девизног курса леја који је већ од половине 2007. године добио узлазни тренд. Просјечан годишњи курс леја је са 3,6 леја за евро 2007. године, уз мање осцилације, скочио на 4,2 леја за евро 2009. године, али је уз благи темпо раста достигао износ од 4,7 леја за евро 2018. године. Фактички, период од 2009. до 2018. године може се означити као период благе депресијације номиналног девизног курса током којег је леј у односу на евро изгубио око 9% своје вриједности. Спречавање већих осцилација девизног курса од нивоа усклађеним са таргетираном стопом инфлације водило је трошењу девизних резерви. Након што су достигле врх од 49 милијарди USD 2013, девизне резерве су се кретале између 39 и 44 милијарде USD, током 2014-2018. године.

Истовремено, смањење прилива иностраног капитала значио је пад притиска на повећање домаће понуде новца, па је, паралелно са смањењем нивоа девизних резерви, стопа раста понуде новца значајно редукована. Наиме, новчана маса M2 током 2009-2018. године, расла је по стопи око 8%, просјечно годишње. Редукција стопе раста понуде новца те релативно стабилан девизни курс производили су позитивно дејство на стабилизацију општег нивоа цијена па је стопа инфлације од 2012. године била испод 5%, уз повремене дефлационе периоде (2015-2016).

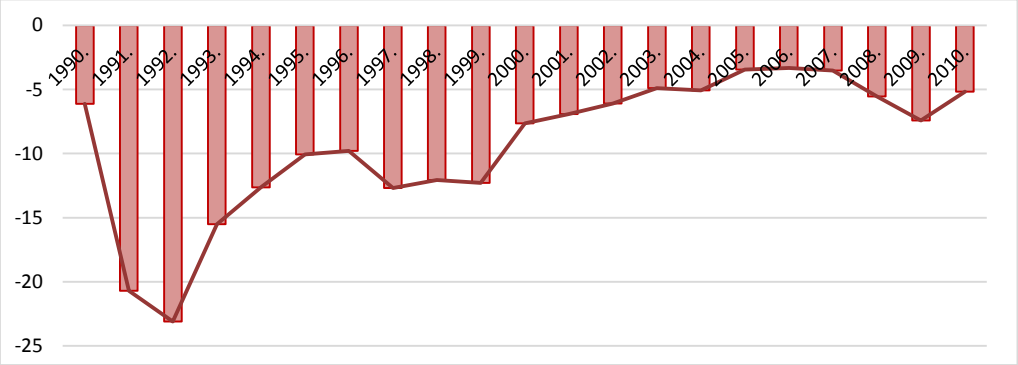
Пад стопе инфлације у посткризном периоду и њена конвергенција инфлацији у еврозони, у комбинацији са благом депресијацијом номиналног девизног курса, водило је смањењу апресијације реалног курса леја и побољшању конкурентности извозног сектора румунске привреде, са позитивним ефектом на стање текућег рачуна платног биланса. Дефицит текућег рачуна, од 2009. године, готово да није прелазио границу од 5% БДП-а. Реални БДП је, послије привременог пада проузрокованог глобалном кризом, од 2011. године постепено растао, па је стопа раста реалног БДП са 2%, колико је забиљежено 2011. године, скочила на 7% 2017. године. Динамична привредна активност свој одраз је имала у смањењу стопе незапослености која је 2018. године била око 4%.

3.2.2.6. Албанија

Покренуте економске реформе, у амбијенту политичке нестабилност и социјалних немира крајем 1990. и почетком 1991. године, проузроковали су значајне економске поремећаје у Албанији. На озбиљност поремећаја на унутрашњем плану указују

подаци о паду реалног БДП-а од -28% 1991. и -7% 1992. године, док је стопа незапослености 1992. године била 27%. Стопа инфлације је са 36% 1991. године скочила на 226% 1992. године, углавном као резултат либерализације цијена, реформе пореског система и монетарне (кредитне) експанзије, укључујући и финансирање буџетске потрошње из примарне емисије новца. Буџетски дефицит, посматран учешћем у БДП-у, у околностима снажног пада реалног БДП-а, имао је тренд раста па је 1992. године достигао износ од 23% БДП% (графички приказ број 146). Дефицит текућег рачуна, као показатељ нарушене спољне равнотеже, 1991. и 1992. године био је 12%, односно 8% БДП-а, респективно.

Графички приказ број 146: Биланс опште државе, % БДП



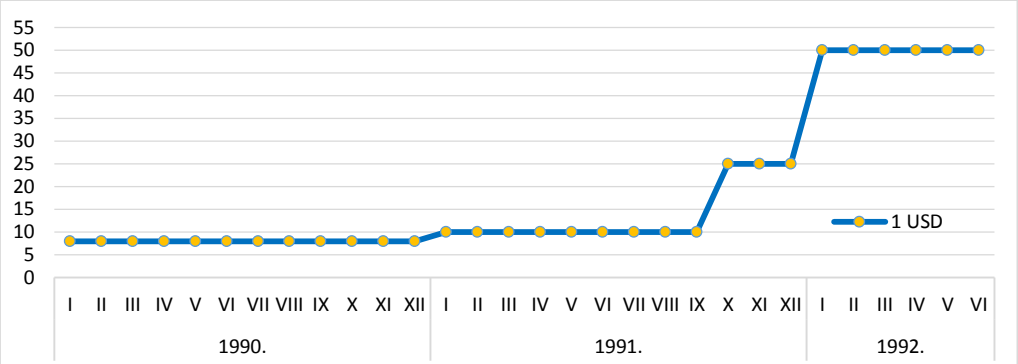
Извор: Обрада аутора на основу података ЕБРД (2011).

Званични валутни режим заснивао се на фиксном девизном курсу лека према америчком долару. Међутим, агресиван раст цијена, у комбинацији са падом иностране тражње и девизног прилива, проузроковали су поремећај валутног система, што се, поред осталог, огледало у сталном притиску на раст девизног курса. Курс албанског лека је са 10 лека за долар, колико је био у периоду од јануара до септембра 1991. године, скочио на 25 лека за долар октобра 1991. године, али се на том нивоу задржао свега три мјесеца. Већ почетком 1992. године курс лека био је 50 лека за долар. Трговина девизама на девизном тржишту, по том нивоу девизног курса, одвијала се до јуна 1992. године (графички приказ број 147). Усљед ниског прилива финансијских средстава из иностранства, недовољних за финансирање растућег дефицита текућег рачуна, покушаји одржавања девизног курса на одређеном нивоу, у релативно кратким временским интервалима, генерисали су трошење девизних резерви. Девизне резерве (без злата), које су под притиском на девалвацију лека потпуно исцрпљене, према подацима Transition Report (1999), 1992. године биле су свега 72 милиона USD.

Честе и релативно снажне промјене номиналног девизног курса лека у односу на долар, као одговор на промјене основних макроекономских варијабли, путем утицаја

на инфлациона очекивања и поскупљење увозних производа, производиле су негативно дејство на инфлацију и пад повјерења у домаћу валуту. У исто вријеме, висока инфлација и опадање куповне моћи албанског лека (смањења реалног дохотка становништва) довели су до нагле и значајне доларизације економије. Bello et al. (2012) наводе да се, мјерено учешћем девизне штедње у укупним депозитима, финансијска доларизација кретала од 25 до 35%.

Графички приказ број 147: Девизни курс албанског лека према долару, 1990 – 1992. година



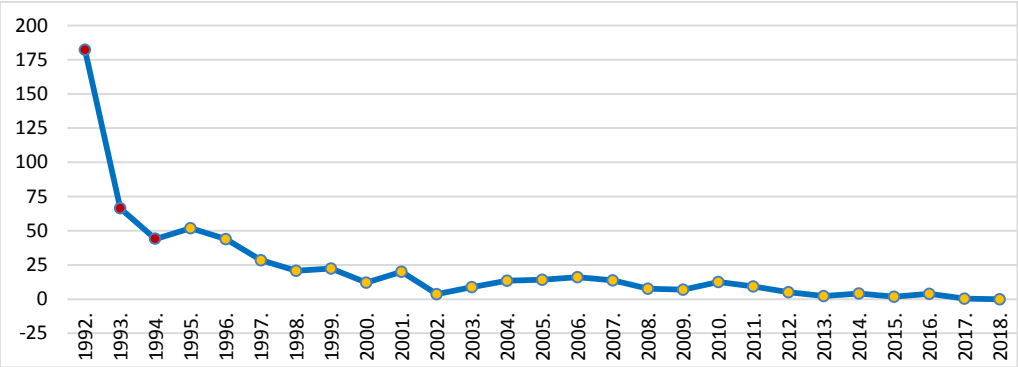
Извор: Обрада аутора на основу података Bank of Albania (2019).

Наставак процеса економских реформи, тржишно оријентисаних, које би доприносиле стварању услова за оживљавање привреде и раст запослености, захтијевао је, прије свега, обуздавање инфлације и обезбјеђење цјеновне стабилности. У том контексту, Албанија, августа 1992. године, уводи програм макроекономске стабилизације са акцентом на мјерама монетарне и фискалне политике. Muço et al. (2004) истичу да су се монетарне власти опредијелиле за контролу раста новчане масе као номинално „сидро“ програма, које је требало да буде подржано рестриктивном фискалном и чврстом кредитном политиком.

Монетарна стратегија стабилизације цијена, заснована на контроли новчане масе, проводила се уз примјену флуктуирајућег режима девизног курса. Избор флуктуирајућег режима девизног курса је био диктиран недостатком девизних резерви потребних да се подржи фиксни девизни курс, али и погоршањем текућег рачуна платног биланса. С обзиром на то да се ради о малој, отвореној и увозно зависној привреди са израженом неформалном финансијском доларизацијом, гдје је девизни курс битна одредница инфлације, флуктуације девизног курса су ипак биле праћене умјереном контролом од стране монетарних власти. Tanku et al. (2007) наглашавају да је интервенциона политика била осмишљена да заштити девизно тржиште од шпекулативних и/или изненадних краткорочних флуктуација посебно због сезонских кретања у вези са приливом дознака и да изгради потребан ниво девизних резерви, али не и да утиче на тренд девизног курса.

У намјери да двоструки дефицит - буџетски и платнобилансни, као значајне узрочнике инфлације, смањи на прихватљив ниво, Албанија се фактички опредијелила за ортодоксни програм стабилизације који, осим заустављања монетизације буџетског дефицита (престанак његовог финансирања кредитирањем државе од стране централне банке), путем рестриктивне монетарне политике, увођењем режима флуктуирајућег девизног курса, омогућава аутоматске промјене тржишног девизног курса тј. депресијацију националне валуте у циљу побољшања спољне позиције земље. Програм је веома брзо дао релативно добре резултате на плану стабилизације монетарног сектора, али и укупних макроекономских кретања. Монетарна политика заснована на директним инструментима монетарне контроле (каматне стопе), довела је до значајног пада стопе раста новчане масе М3 па је са 182% 1992. године опала на 66% 1993. године. Силазни тренд стопе раста новчане масе, уз мања колебања, настављен је све до 2002. године, када је сведена на ниво од 4% (графички приказ број 148). Чвршћа контрола емисије новца, заједно са снажним опоравком привреде, доприносила је постепеном паду буџетског дефицита па је са 23% БДП-а 1992. оборен на 10% БДП-а 1996. године.

Графички приказ број 148: Стопа раста новчане масе М3 у Албанији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

На плану девизног курса, прелазак на режим флуктуирајућег девизног курса омогућио је готово тренутну и снажну депресијацију номиналног курса лека. Под дејством тржишних снага, курс лека је скочио са 50 на 112,6 лека за долар, након чега је услиједио период релативно стабилног девизног курса који је трајао до краја 1996. године. Стабилности девизног курса доприносиле су повремене интервенције монетарних власти на девизном тржишту, па је просјечан годишњи курс лека 1993. године био 102,1 лека за долар, али је, уз одређене осцилације, достигао вриједност од 104,5 лека за долар 1996. године (графички приказ број 149). Haderi et al. (1999) сматрају да се релативна стабилност девизног курса у великој мјери, уз рестриктивну монетарну политику и повремене интервенције монетарне власти, приписује

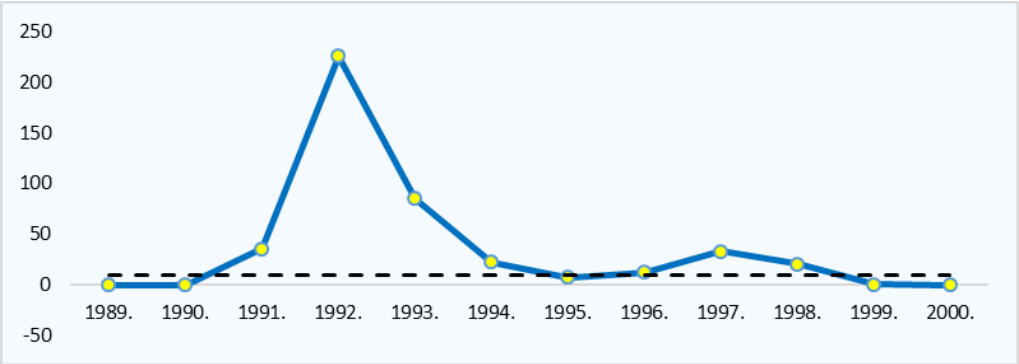
значајном приливу дознака из иностранства. Korovilas (1998) у свом раду годишњи девизни прилив по основу дознака из иностранства, током 1991-1996. године, процјењује у износу од око 700 милиона USD.

Графички приказ број 149: Номинални девизни курс лека према америчком долару, 1990 – 1998. године, мјесечни просјек

Извор: Обрада аутора на основу података Bank of Albania (2019).

Оштар пад стопе раста новчане масе, праћен смањењем буџетског дефицита, те релативно стабилан девизни курс, имали су позитивно дејство на смањење стопе инфлације. Инфлација је са 226% 1992. године, већ 1995. године смањена на ниво испод 8% (графички приказ број 150).

Графички приказ број 150: Просјечна годишња стопа инфлације у Албанији



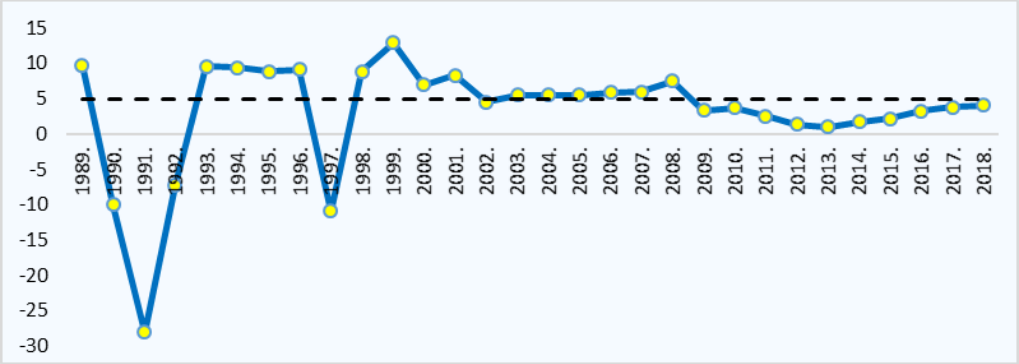
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Иако је монетарни индикатор изабран да помогне у успостављању и одржавању ниске инфлације, кретање девизног курса се сматра главним фактором у објашњавању инфлационих кретања у Албанији. С обзиром на постојање значајне везе између инфлације и девизног курса, Muço et al. (2004) закључују да је стабилност курса одиграла кључну улогу у одржавању ниске инфлације током транзиције, а нарочито током 1993-1996. и 1998-2000. године.

Као резултат спроведених мјера стабилизације, али и убрзаног темпа структурних реформи (приватизација предузећа и финансијских институција, либерализација трговине), Албанија веома брзо доживљава позитивна макроекономска кретања и на

реалном сектору економије. Реални БДП је, послије трогодишњег пада, показивао изразито високе стопе раста које су се у периоду од 1993. до 1996. године кретале око 9%, просјечно годишње (графички приказ број 151).

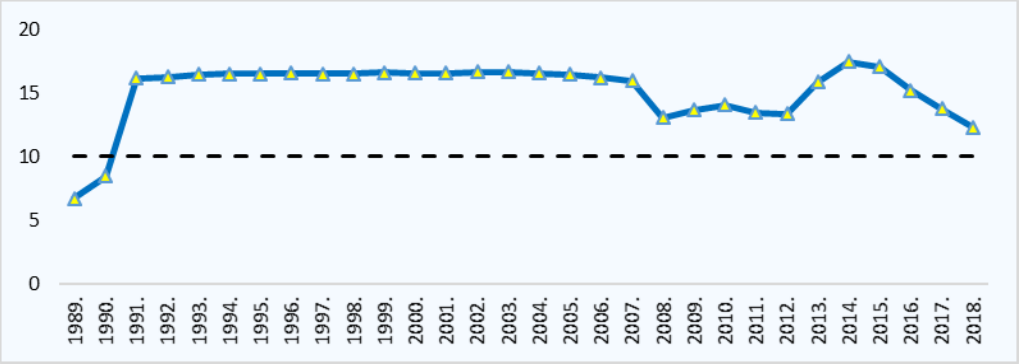
Графички приказ број 151: Стопа раста БДП у Албанији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Korovilas (1998) сматра да су значајну улогу у стабилизацији и подстицању динамичног раста албанске привреде одиграле дознаке из иностранства. Процјењује се да је током 1990-их огроман дио радне снаге Албаније, око 400.000 радника, радило у Грчкој и Италији те су значајан дио својих зарада доносили у земљу. Међутим, према подацима Свјетске банке (2019), стопа незапослености, након почетног скока на ниво од 16% 1991. године, као иницијални ефекат започетог процеса либерализације и дерегулације, није реаговала на растућу привредну активност, па је и 1996. године била 16,5% (графички приказ број 152).

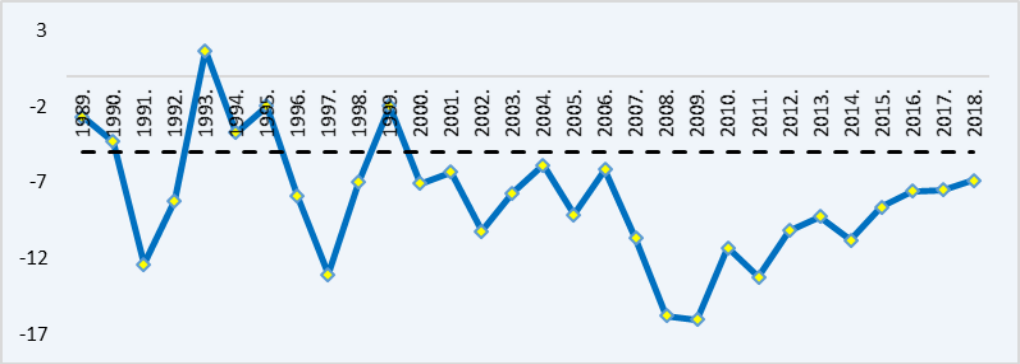
Графички приказ број 152: Стопа незапослености у Албанији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Позитивне тенденције на унутрашњем плану, забиљежене у четворогодишњем периоду након увођења програма стабилизације, у прво вријеме праћене су позитивним кретањима на плану спољне равнотеже. Снажна депресијација номиналног девизног курса, путем утицаја на повећање извозне конкурентности, имала је позитивно дејство на салдо трговинског дефицита, а тиме и на салдо текућег рачуна сводећи га на прихватљив ниво (графички приказ број 153).

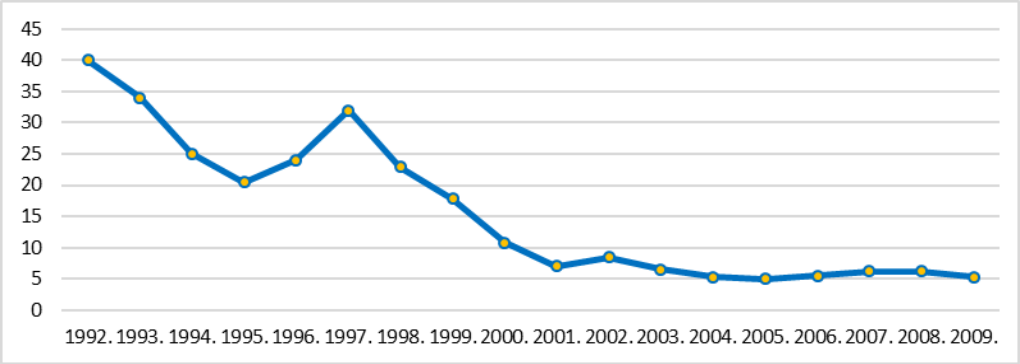
Графички приказ број 153: Салдо текућег рачуна у Албанији, % БДП-а



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Салдо текућег рачуна платног биланса је већ 1993. године био позитиван и био је око 2% БДП-а. Међутим, током 1994-1995. године, под притиском високих стопа привредног раста, заснованог на расту домаће потрошње која се дијелом задовољавала из увоза, у околностима благих апресијацијских притисака на номинални курс лека, дошло је до погоршања салда текућег рачуна и његовог преласка у дефицит, са вриједностима мањим од 4% БДП-а. Одговор монетарне власти на значајно захуктавање привреде, која је почела давати знакове „прегријаности“, огледао се у постепеном снижавању каматних стопа. Стопа рефинансирања је, увођењем програма стабилизације, добила постепени силазни тренд па је са 40% 1992. године сведена на 20,5% 1995. године (графички приказ број 154).

Графички приказ број 154: Стопа рефинансирања централне банке Албаније



Извор: Обрада аутора на основу података ЕБРД (2011).

У околностима снажног раста домаће тражње, свако оштрије смањење каматне стопе утицало би на даље „загријавање“ привреде, што би се, подстицањем домаће потрошње, у околностима растуће спољнотрговинске либерализације, могло неповољно одразити на текући рачун платног биланса.

Примјер Албаније показује да монетарна политика, заснована на контроли новчане масе, уколико је координисана са структурним реформама, може дати задовољавајуће резултате. Међутим, дешавања 1997. године откривају да је макроекономска

стабилност била релативно осјетљива. Слом пирамидалних шема[40] (које су биле повезане са приливом дознака из иностранства), праћен хаосом и губитком повјерења у економске власти, током 1997. године генерисао је монетарну нестабилност. У околностима пада девизних прилива и повећане тражње за иностраним валутама, услиједила је оштра депресијација лека па је са 111 лека јануара 1997. године скочио на 179 лека за долар јуна исте године. Депресијација албанског лека, с обзиром на постојање значајне повезаности између инфлације и девизног курса, била је иницијатор новог инфлационог притиска, па је стопа инфлације 1997. и 1998. године била око 33%, односно 21%, респективно.

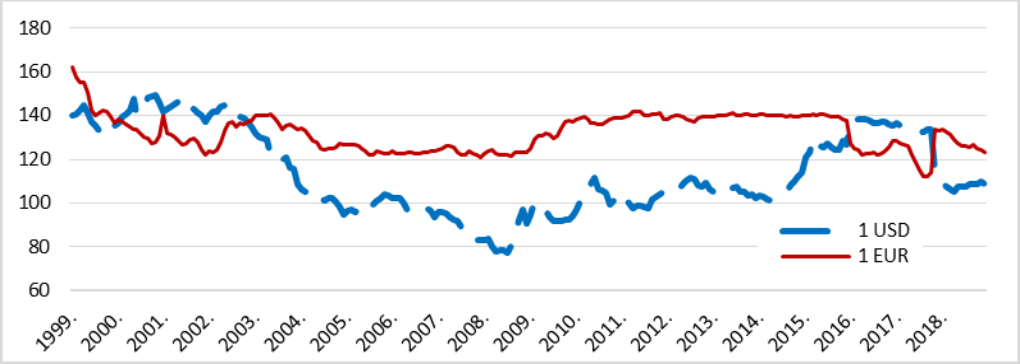
Истовремено, слом пирамидалних шема, нарушавањем монетарних услова за стабилан привредни раст те смањен девизни прилив, посебно по основу дознака, као значајног извора финансирања домаће потрошње, у комбинацији са падом извозне тражње од 18%, произвео је негативну стопу раста реалног БДП-а од -10%. Интересантно је да, према подацима Свјетске банке, снажна контракција привредне активности није праћена поремећајима на тржишту рада, имајући у виду да је стопа незапослености и даље износила око 16%. На спољном плану, дефицит текућег рачуна је, 1997. године, порастао на високих 13% БДП-а.

Албанска економија се веома брзо поново нашла на путу привредног опоравка. Већ 1998. године стопа раста реалног БДП-а је била 9%. Са аспекта стабилизације цијена, као предуслова за одржив привредни раст, Muço et al. (2004) наглашавају да је, у настојању да инфлацију стави под контролу, монетарна власт од 1998. године неформално примјењивала инфлационо таргетирање, кроз таргетирање раста новца, а од септембра 2000. године, са директних прешла на употребу индиректних инструмената монетарне политике, циљајући стопу инфлације од око 3%. Да би постигла и одржала стабилност цијена, процењујући да ће на тај начин дати допринос напретку привреде, монетарна власт је наставила са политиком чврсте контроле понуде новца. На то указује кретање стопе раста новчане масе M2 која је током 2000-2007. године износила нешто мање од 13%, просјечно годишње. Тако конципирана монетарана политика доприносила је успостављању тенденције благе апресијације номиналног девизног курса која је трајала до 2008. године. Почетком 1999. године

[40]1997. године, неколико великих пирамидалних шема, у којима је већи дио становништва ставио своју штедњу, доживјело је слом. Каматне стопе на неформалном тржишту биле су толико високе да су потпуно елиминисале улогу монетарне политике.

курс лека је износио 162,2 лека за евро, али је уз извјесна колебања опао на износ од 123,2 лека за евро крајем 2008. године (графички приказ број 155).

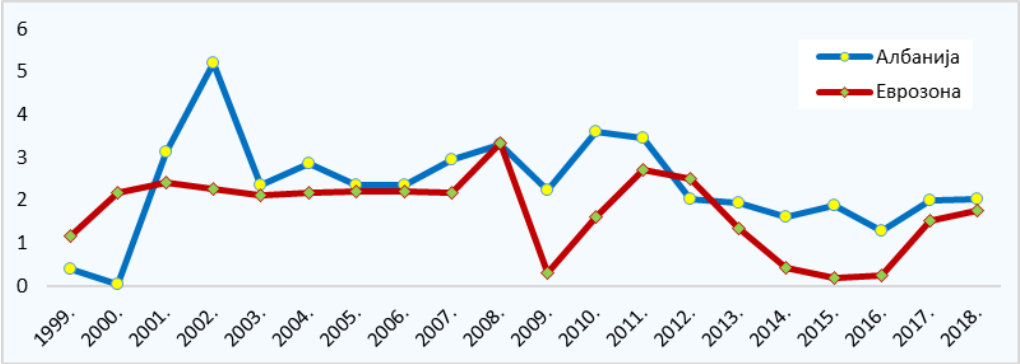
Графички приказ број 155: Номинални курса лека према евру и америчком долару, мјесечни просјек



Извор: Обрада аутора на основу података Bank of Albania (2019).

Апресијација лека, уз дјеловање чврсте монетарне политике, била је проузрокована и приливом иностраног капитала. Имајући у виду већ наглашено постојање значајне везе између инфлације и девизног курса, номинална апресијација лека, кроз стварање дезинфлационих притисака, имало је значајну улогу у одржавању ниске инфлације у одмаклим фазама транзиције, а нарочито током 1999-2000. године када је инфлација у потпуности пригушена. Након раста инфлационих притисака током 1996-1998. године, изазваних крахом пирамидалних шема, инфлација је 1999. године поново смањена и то испод 1% те је током 2000-2018. године просјечно годишње била око 2,5%. Њен највећи износ од 5% забиљежен је 2002. године (графички приказ број 156).

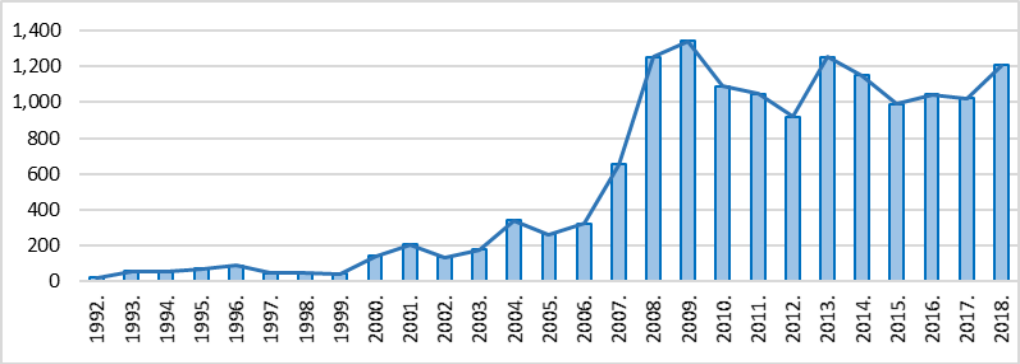
Графички приказ број 156: Просјечна годишња стопа инфлације у Албанији и еврозони



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Монетарном стабилизацијом и унапређењем структурних реформи, олакшан је приступ спољним изворима финансирања, укључујући и прилив иностраног капитала у облику страних директних инвестиција. На графичком приказу број 157 може се запазити да је од 2000. године услиједио појачан прилив страних директних инвестиција у Албанију па је, у периоду од 2000. до 2008. године, забиљежен њихов осам пута већи износ у односу на прилив остварен током 1992-1999. године.

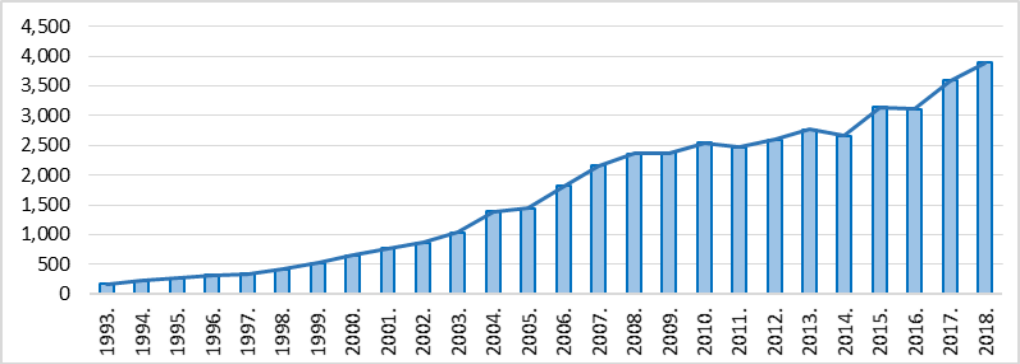
Графички приказ број 157: Стране директне инвестиције у Албанији (нето прилив), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Истовремено, прилив иностраног капитала, и девизни приливи у цјелини, подстакнути стабилизацијом цијена, али и растом повјерења у програм стабилизације и националну валуту, праћен је убрзаним растом девизних резерви (укључујући злато) које су са скромних 0,5 милијарди USD 1999. године порасле на 2,4 милијарде USD на крају 2008. године (графички приказ број 158).

Графички приказ број 158: Девизне резерве (укључујући злато) у Албанији, мил. USD

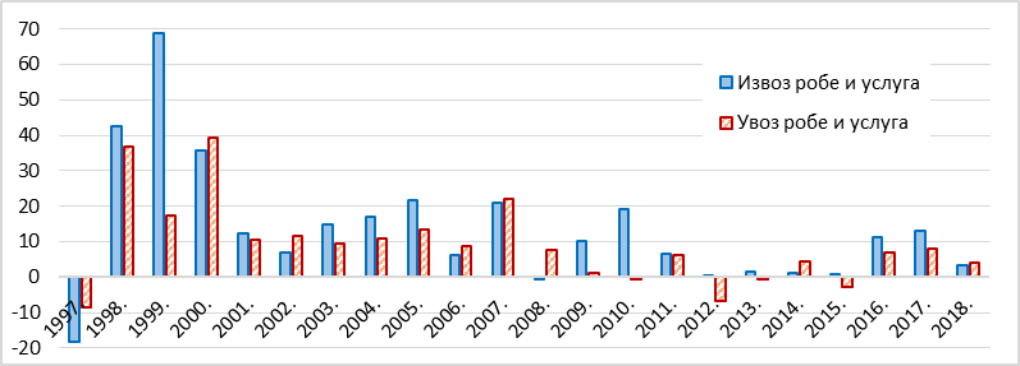


Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Реални БДП је, послије једногодишњег пада у вези са крахом пирамидалних шема, већ од 1998. па до 2008. године растао по стопама које су се кретале између 5 и 13%. Фактички, са просјечном годишњом стопом раста од 7%, Албанија је успјела да за десетак година удвостручи ниво реалног БДП-а. Уз то, ријетка је транзициона земља која је у континуитету од 11 година остваривала стопе раста реалног БДП-а не мање од 5%. У прво вријеме након хипотекарне кризе, значајан генератор високих стопа раста реалног БДП-а била је експанзија албанске извозне активности која је током 1998-2001. године расла по стопи од 49%, просјечно годишње. Извозна активност наставила је да расте и током 2002-2007. године, али по значајно нижим стопама раста па је просјечна годишња стопа била око 14% (графички приказ број 159). Од 2000. године, раст извозне активности праћен је експанзијом инвестиционе активности која је према подацима Међународног монетарног фонда (2019) са 20% БДП-а 1999.

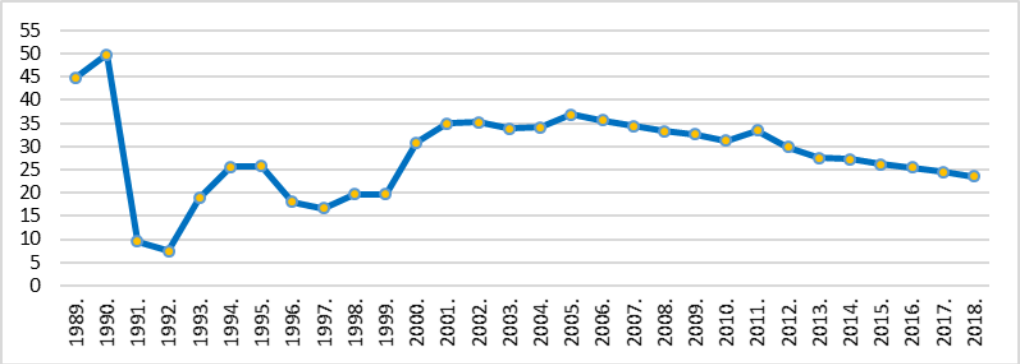
године скочила на 31% БДП-а 2000. године, али се на нивоу од око 35% БДП-а, уз мања колебања, задржала све до 2008. године (графички приказ број 160).

Графички приказ број 159: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Албанији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Графички приказ број 160: Укупне инвестиције у Албанији, % БДП-а



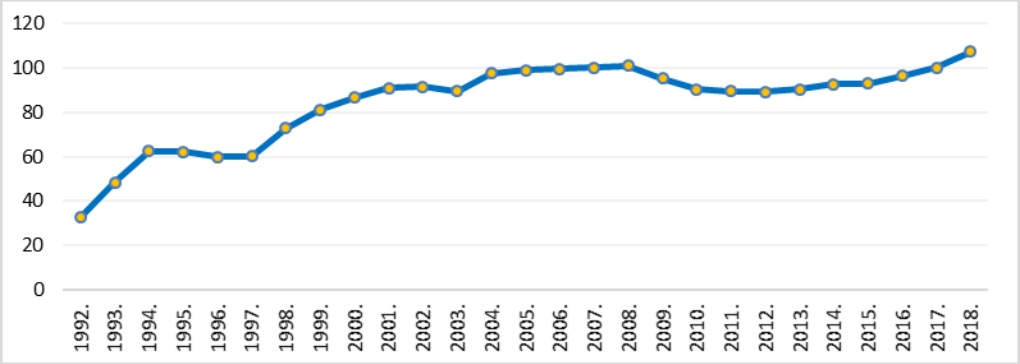
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Међутим, и упркос високих стопа раста привредне активности, стопа незапослености је споро опадала, па је 2008. године била око 13% и на том нивоу задржала се и у наредне четири године. Осим релативно високе стопе незапослености, други и још већи проблем у албанској транзицији био је висок дефицит у текућем платном билансу. Истовремено, са вишегодишњим растом, албанска привреда постајала је оптерећена дефицитом текућег рачуна који је већ 2000. године пробио границу од 5% БДП те је, уз изражену годишњу промјенљивост, достигао врх од 16% БДП-а 2008. године. Снажна домаћа тражња, подржана приливом иностраног капитала, била је важан покретач динамичног привредног раста албанске привреде, али у околностима либерализације спољнотрговинског режима, условила је раст увоза, што је довело до погоршања дефицита текућег рачуна. Високом дефициту у текућем рачуну платног биланса доприносила је и апресијација номиналног курса лека.

У околностима у којима је стопа инфлације релативно ниска, али ипак на нешто већем нивоу у односу на инфлацију у еврозони, номинална апресијација лека представљала је и његову реалну апресијацију. На графичком приказу број 161, на којем је

илустровано кретање индекса реалног ефективног девизног курса албанског лека, уочава се да је од 1998. до 2008. године имао претежно узлазни тренд, што указује на смањење конкурентности албанске привреде.

Графички приказ број 161: Индекс реалног ефективног девизног курса лека, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Потребно је нагласити да Албанија у околностима свјетске економске и финансијске кризе из 2007. године, није забиљежила негативну стопу привредног раста. Прецизније речено, под утицајем глобалне кризе, а потом и спорог опоравка свјетске привреде, дошло је до смањења стопа раста реалног БДП-а које су се у периоду од 2009. до 2018. године кретале између 1% и 4%. На тај начин, као земља која у посљедњих 21 годину није забиљежила рецесиону фазу, Албанија представља добар примјер континуираног привредног раста. Стопа незапослености је, након забиљежених поремећаја на тржишту рада током 2013-2015. године, постепено опадала тако да је на крају посматраног периода била на свом најнижем нивоу од 1992. године и износила је 12%.

Снажан прилив страних директних инвестиција је био значајан фактор стабилног привредног раста како у периоду кризе тако и у посткризном периоду. Инсистирање на наставку структурних реформи (приватизације предузећа и банака), уз фокусираност монетарне политике на одржавање стабилности цијена, имало је за посљедицу снажан прилив иностраног капитала, прије свега у форми страних директних инвестиција, које су дале свој допринос привредном расту и стабилности Албаније. Кумулативни прилив страних директних инвестиција током 2008-2018. године остварен је у износу од 12,3 милијарде USD (графички приказ број 157). Истовремено, појачан прилив иностраног капитала, и девизни приливи у цјелини, доприносили су наставку кумулирања девизних резерви Централне банке па су крајем 2018. године биле 3,9 милијарде USD.

Са графичког приказа број 155, на којем је илустровано кретање номиналног курса лека према евру, може се запазити да је током 2009-2010. године, под утицајем

глобалне кризе, услиједила номинална депресијација па је курс лека са 121.4 лек за евро августа 2008. године порастао на 142 лека за евро јуна 2011. године, али се на нивоу од око 140 лека за евро, уз мања колебања, задржао до краја 2015. године. Пад вриједности лека производио је позитивно дејство на салдо текућег рачуна па је од 2010. године дефицит показивао опадајуће учешће у БДП-у да би на крају посматраног периода био око 7%.

Интересантно је напоменути да је Албанија једна од ријетких земаља која у току транзиције није пуно експериментисала са изабраним режимом девизног курса. Према истраживањима која су урадили Reinhart & Rogoff (2002) Албанија је у процес транзиције званично ушла са режимом фиксног девизног курса у конвенционалном облику који је био у примјени до средине 1992. године. Након тога прелази на режим флуктуирајућег девизног курса који је успјела одржати до данас, с тим да је током времена мијењала режим монетарне политике.

У цјелини посматрано, може се рећи да је Албанија током транзиције, осим 1997. године, када су због колапса пирамидалних шема привремено прекинута позитивна макроекономска кретања, уз примјену режима флуктуирајућих девизних курсева, релативно успјешно успоставила и одржавала макроекономску стабилност.

4. ЕФЕКТИ ПОЛИТИКЕ ДЕВИЗНОГ КУРСА НА УНУТРАШЊУ И СПОЉНУ РАВНОТЕЖУ ТРАНЗИЦИОНИХ ЗЕМАЉА

4.1. Досадашња емпиријска истраживања ефеката примјене режима девизног курса

У циљу проналажења везе и оцјене утицаја политике девизног курса, посматране кроз примијењени режим девизног курса, на основне макроекономске варијабле и индикаторе унутрашње и спољне равнотеже националне привреде, имајући у виду да ниво девизног курса утиче на многе макроекономске варијабле, извршена су бројна истраживања, која су посебно интезивирана развојем све модернијих статистичко-економетријских техника.

Многа емпиријска истраживања проналазе повезаност између режима фиксног девизног курса и ниске инфлације. Једно такво је и истраживање које су Ghosh et al. (1996) спровели на узорку од 145 земаља разврстаних на основу званичног режима девизног курса, примјењиваног током 1960–1990. године, у три групе (фиксни, средњи и флуктуирајући). Просјечна годишња стопа инфлације у земљама које су примјењивале режиме фиксног девизног курса је била 8%, у земљама које су имале средње режиме 14% те 16% у земљама са режимима флуктуирајућег девизног курса. Разлике у стопама инфлације су још више изражене у групи земаља са ниским *per capita* дохотком, гдје је разлика између фиксног и флуктуирајућег режима готово 10 процентних поена. Аутори истичу да режими фиксног девизног курса, повећавајући повјерење у монетарне власти и националну валуту, могу изазвати већу потражњу за домаћом валутом (жеља да се новац држи, а не да се троши), што ће се одразити не само на мању брзину обрта новца, већ и бржи пад каматних стопа.

Истраживања истраживача Међународног монетарног фонда (IMF, 1997), којим су обухваћене земље у развоју у периоду 1975-1996. године, разврстане на основу званичног режима девизног курса у двије основне групе режима (фиксни и флуктуирајући), показало је да је у земљама које су примјењивале режиме фиксног девизног курса просјечна стопа инфлације мања 5 до 6 п.п, него у земљама са флуктуирајућим режимима девизног курса, уз запажање да, посебно током 1990-их, ове стопе инфлације међусобно конвергирају.

Levy-Yeyati & Sturzenegger (2001), на узорку од 154 земље (22 индустријске и 132 неиндустријске), чије су макроекономске варијабле (инфлација, раст новчане масе, каматне стопе, БДП) посматране у периоду након слома бретонвудског монетарног система, долазе до резултата који такође указују на повезаност фиксног девизног

курса и ниске инфлације, али само уколико режим фиксног девизног курса траје пет и више година. Земље које примјењују режиме фиксног девизног курса, у трајању од пет и више година, имају ниже стопе инфлације, али по цијену споријег привредног раста. Насупрот томе, земље које примјењују режиме фиксног девизног курса, у трајању мањем од пет година, у односу на земље које примјењују флуктуирајуће девизне курсеве, остварују ниже стопе привредног раста, без позитивних ефекта на страни инфлације.

Проучавајући везу између режима девизног курса и инфлације, на узорку од 153 земље, у периоду 1946-2001. године, које су, користећи „природну класификацију“ земаља према *de facto* режиму девизног курса, сврстане у једну од пет категорија тзв. „природне шеме“: фиксни, ограничено флуктуирајући, руковођено флуктуирајући, слободно флуктуирајући и слободно падајући (годишња инфлација већа од 40%), Rogoff et al. (2003) су дошли до закључка да се предност фиксног курса над осталим режимима односи углавном на земље у развоју са релативно ниским дохотком. У групи земаља са тржиштима у настајању, резултати истраживања су показали одсуство снажније повезаности инфлације и режима девизног курса. У групи развијених земаља резултати указују да су флуктуирајући режими повезани са нешто нижом инфлацијом, него код земаља исте групе које имају фиксни девизни курс.

Предност фиксног над флуктуирајућим девизним курсом у остваривању цјеновне стабилности доказана је и у новијој студији Ghosh et al. (2011) у којој је обухваћено 145 земаља (земље са тржиштима у настајању и земље у развоју - EMDCs), разврстаних у три групе *de facto* режима (фиксни, средњи и флуктуирајући) у периоду 1980-2010. године. Установљено је да је просјечна стопа инфлације у земљама са фиксним девизним курсом била 5,8%, са флуктуирајућим 9,4% и са средњим режимима 11,2%. У истраживању се дошло до закључка да је нижа стопа инфлације посљедица монетарне дисциплине коју намеће режим фиксног девизног курса (ограничења кредитне експанзије централне банке „ефекат дисциплине“ - што подразумијева нижу стопу раста новчане масе). Раст новчане масе, усљед „ефекта дисциплине“, при фиксним режимима девизног курса у просјеку је нижи око 9 процентних поена годишње, него при другим режимима девизног курса. Осим „ефекта дисциплине“, други разлог ниже инфлације је "ефекат повјерења" - веће повјерење које ствара режим фиксног девизног курса смањује инфлацију за дату стопу раста новца.

У не толико обимној литератури о повезаности режима девизних курсева са привредним растом, као што је то случај са инфлацијом, уочавају се разлике у емпиријским закључцима. У већ наведеној студији Ghosh et al. (1996) утврђено је да је највећа стопа раста БДП-а *per capita* од 2,1% остварена у средњим режимима, затим у режимима флуктуирајућег курса од 1,7%, док је код примјене режима фиксног курса забиљежена најнижа стопа раста од 1,4%. Разлике у стопама економског раста, аутори објашњавају разликама у стопама инвестиција и расту продуктивности. Наиме, аутори наводе да стопе инвестиција имају опадајући тренд од фиксног - преко средњег - ка флуктуирајућем режиму девизних курсева. Међутим, режими фиксног девизног курса, су повезани већим инвестицијама, али истовремено су у корелацији са споријим растом продуктивности, у односу на земље са флуктуирајућим режимима. Даље, истраживање на нивоу подузорака је довело до различитих закључака о привредном расту. У групи индустријски развијених земаља и земаља са високим дохотком, највиша стопа раста дохотка *per capita* је остварена у земљама са режимима фиксног девизног курса. У групи коју чине земље са средње ниским и ниским дохотком највиша стопа раста је остварена у земљама са режимима флуктуирајућег курса. Разлика у стопама раста између земаља које користе режим фиксног и земаља које користе флуктуирајући девизни курс није значајна.

У истраживању истраживача Међународног монетарног фонда (IMF, 1997) дошло се до закључка да не постоји јасна веза између режима девизног курса и раста производње. Студија је показала да је просјечна стопа реалног раста била већа у земљама са флуктуирајућим у поређењу са земљама са режимима фиксног девизног курса. То је дјелимично посљедица укључивања брзо растуће азијске привреде у групу земаља са флуктуирајућим курсом. Када се искључе ове земље, перформансе раста између ове двије групе режима се значајно не разликују.

Levy-Yeyati & Sturzenegger (2001), користећи ММФ-ову класификацију режима девизног курса, утврдили су да су највеће просјечне стопе раста дохотка *per capita*, у периоду 1974-1999. године, остариле земље са средњим режимима и то у износу од 2%, затим земље са фиксним од 1,2%, а најниже стопе су остариле земље са флуктуирајућим режимима од 1%. Међутим, према Levy-Yeyati & Sturzenegger (LYS) класификацији режима, највећу просјечну стопу раста дохотка *per capita* остариле су земље са флуктуирајућим режимима од 1,9%.

Rogoff et al. (2003) уочавају да у оквиру земаља у развоју, привредни раст опада са повећаном флексибилношћу режима, иако ефекат није статистички значајан. Самим

тим, тврдња да је нижа инфлација повезана са већом ригидношћу девизног курса, како аутори наводе, изгледа да нема свој трошак у виду смањења раста. За тржишта у убрзаном развоју, веза између раста и режима девизног курса је исто тако неодређена. Насупрот овоме, развијене тржишне привреде при флуктуирајућим режимима остварују више стопе привредног раста од оних које примјењују фиксни девизни курс, без генерисања инфлације. Заправо, резултати сугеришу да је за развијене привреде ригидност девизног курса праћена споријим растом.

Истраживања која су спровели De Vita and Kyaw (2011), анализирајући 70 земаља у развоју, у периоду од 1981- 2004. године, нису утврдила значајну везу између избора режима девизног курса и економског раста.

У емпиријском истраживању утицаја режима девизног курса на привредни раст, рађеном за период прве деценије XXI вијека за земље Централне и Источне Европе, Ihnatov & Capraru (2012) закључују да су земље које су примијењивале флексибилније режиме имале боље показатеље раста у односу на земље са фиксним режимима, којима је била неопходна финансијске помоћ међународних институција да би се одржао паритет валуте у периоду финансијске кризе.

Новија анализа, којом су Sosvilla-Riveroa & Ramos-Herrera (2014) обухватили 123 земље, открива да најбоље перформансе, са аспекта економског раста, имају земље са средњим режимима девизног курса, а најслабије земље са флуктуирајућим режимима. Разлике у утицају примијењеног режима девизног курса су израженије у земљама са нижим нивоом дохотка *per capita*.

Rodrik (2007) у истраживању везе између промјена реалног девизног курса и привредног раста (или стопе раста запослености), спроведеном на узорку од 184 земље, у периоду од 1950. до 2004. године, проналази снажне доказе у прилог тезе да депресирани реални девизни курс подстиче привредни раст. Наиме, аутор регресионом анализом утврђује релацију између потцијењености реалног девизног курса и стопе раста, доказујући да потцијењеност реалног девизног курса има позитивно дејство на стопе привредног раста.

Многа емпиријска истраживања проналазе повезаност између режима фиксног девизног курса и билатералне трговине, потврђујући његове позитивне ефекте на обим спољнотрговинских токова. Истражујући утицај режима девизног курса на обим трговине између транзиционих земаља Gligorov & Sundstroem (1997) су утврдили да ове земље у правилу имају високе дефиците трговинског и текућег биланса. Резултати анализе сугеришу да су дефицити у текућем билансу посљедица дугорочних

неравнотежа основних макроекономских индикатора, а не избора режима девизног курса.

У истраживању заснованом на гравитационом моделу, у којем Rose & Wincoop (2001) анализирају утицај валутне уније на међународну трговину, у периоду 1970-1995. године, закључују да елиминисање националног новца као значајне препреке за међународну трговину, кроз валутну унију, смањује трговинске баријере и на тај начин доводи до значајног пораста трговине. Даље, аутори процјењују да ЕМУ може довести до повећања трговине еврозоне за више од 50%.

Christopher & Cobham (2005) анализирајући ефекте различитих *de facto* режима девизног курса (према класификацији Reinhart & Rogoff, 2004) на билатералну трговину, током 1973-1998. године, дошли су до резултата који указују на то да и неки други режими фиксног девизног курса, не само валутна унија, такође могу бити значајно наклоњенији трговини у поређењу са флуктуирајућим девизним курсевима, јер смањују трошкове несигурности и трансакције.

Док, поједине студије потврђују позитиван ефекат режима фиксног девизног курса на билатералну трговину, бројна истраживања проналазе емпиријске доказе који иду у прилог ставу да флексибилнији режими девизног курса олакшавају уравнотежење текућег рачуна. Domac et. al (2001), на основу резултата дескриптивне анализе који су засновани на узорку од 24 транзиционе земље, подијељене у три групе режима девизног курса (фиксни, средње флексибилни и независно флуктуирајући), током 1991-1998. године, запажају да су земље са фиксним девизним курсом забиљежиле већу просјечну вриједност дефицита текућег рачуна (-5,2% БДП) у поређењу са земљама које су примијењивале средишње (-4,7% БДП) и флуктуирајуће режиме (-3,9% БДП). Анализа је показала да учешће дефицита текућег биланса у БДП-у има опадајући тренд од фиксних - преко средишњих - ка флуктуирајућим режимима девизних курсева.

Herrmann (2009) истражујући однос између режима девизног курса и брзине прилагођавања текућег рачуна, на узорку од 11 земаља из централне, источне и југоисточне Европе, у периоду од 1994. до 2007. године, долази до емпиријских резултата који потврђују да постоји значајна веза између режима девизног курса и брзине прилагођавања текућег рачуна платног биланса. Аутор закључује да, ако је режим девизног курса више флексибилан, креатори политике, бар на кратко, могу очекивати повећање динамике процеса прилагођавања текућег рачуна.

Драгутиновић (2008), на примјеру Србије, на основу збира дугорочних коефицијената еластичности тражње за увозом и извозом од 0,72 (0,24+0,48), који показује да Marshall-Lerner услов није задовољен, закључује да промјене номиналног девизног курса нису моћно средство у борби са дефицитом спољно-трговинског биланса. Стога се може закључити да режим девизног курса нема утицај на спољну равнотежу.

Бекер Пуцар (2010) такође на примјеру Србије, која се у периоду 2000-2009. године кретала у правцу веће флексибилности режима девизног курса (према ставу аутора: конвенционално фиксни паритет – покретни паритет – управљано флуктуирајући режим девизног курса), закључује да спољна неравнотежа, посматрана путем салда текућег рачуна, расте независно од примијењеног режима девизног курса и монетарне политике, указујући на чињеницу да је иста структурни проблем, рјешив финализирањем реструктурирања и приватизације, приливом СДИ (јачање извозног и увозно-супституитивног сектора), уз знатно рестриктивнију фискалну политику.

Tippkötter (2010) у раду у којем истражује утицај флексибилности режима девизног курса на процес прилагођавања текућег рачуна, обухватајући 171 земљу, у периоду од 1970. до 2008. године, проналази емпиријске доказе који иду у прилог преовлађујућег става по којем флуктуирајући режими девизног курса, односно режими веће флексибилности, олакшавају прилагођавање текућег рачуна. Аутор је утврдио да постоји снажна и значајна веза између флексибилности режима девизног курса и брзине прилагођавања текућег рачуна, што указује на бржу конвергенцију текућег рачуна при флексибилнијим режимима.

Истраживање које су Chinn & Wei (2013) спровели на узорку којим је, у периоду 1971-2005. године, обухваћено више од 170 земаља, открива да не постоји јака, значајна или једнозначна веза између режима девизног курса и брзине промјене текућег рачуна. Утврђено је одсуство било какве значајне повезаности између *de facto* номиналног режима девизног курса и брзине прилагођавања текућег рачуна.

Истраживање које је провела респектабилна група истраживача на челу са Artish Ghos (2014), потврдила је тврдњу Милтона Фридмана из средине 20. вијека да флексибилни режими олакшавају прилагођавање спољне равнотеже. Анализирајући утицај примјене режима девизног курса на спољну равнотежу, на узорку од 181 земље, за период 1980-2011. година, аутори су утврдили стастистички и емпиријски значајну везу између флексибилности девизног курса који се у земљи примијењује и брзине прилагођавања спољне равнотеже.

Новије истраживање у којем је Eguren-Martín (2015) одвојено анализирао индустријске и неиндустријске земље, показало је да су у неиндустријским земљама, ригиднији режими девизног курса повезани са већим и истрајнијим спољним дебалансима, док се текући биланс у индустријским земљама није значајније разликовао у зависности од изабраног режима девизног курса. Разлог бржег успостављања равнотеже при флексибилнијим режимима је механизам редистрибуције односно скретања издатака од увозних ка домаћим производима у условима, када се потрошачи суочавају са промјеном релативних цијена.

У истраживању које је посвећено утицају примијењеног режима девизног курса на спољну равнотежу европских транзиционих земаља, посматрану кроз стање текућег рачуна платног биланса, у периоду 2000-2014. године, Вујанић, Жарковић и Глигорић (2017а) закључују да се ефекти примјене флуктуирајућих режима девизног курса разликују у зависности од нивоа развијености земаља. Утврђено је да флуктуирајући режими, у дугом року, доводе до значајно мањег дефицита текућег биланса у поређењу са фиксним режимима девизног курса, код развијенијих, али не и код мање развијених европских транзиционих земаља. Анализирајући кретање учешћа дефицита текућег рачуна у БДП аутори наглашавају да постојање релативно високог дефицита у дужем периоду код мање развијених транзиционих земаља са флуктуирајућим режимом, указује да механизам прилагођавања путем флуктуирајућег девизног курса није функционисао на задовољавајући начин. Резултати сугеришу да мање развијеним транзиционим земљама више одговара примјена фиксног режима девизног курса.

Вујанић, Жарковић и Глигорић (2017б), истражујући утицај примијењеног режима девизног курса на основне показатеље унутрашње равнотеже европских транзиционих земаља, након периода макроекономске стабилизације, на узорку од 10 земаља, долазе до резултата који указују на оправданост примјене режима флуктуирајућих девизних курсева у развијенијим, али не и у мање развијеним европским транзиционим земљама. На основу резултата истраживања аутори закључују да је примјена флуктуирајућих режима девизног курса, у развијенијим европским транзиционим земљама, уз статистички занемарљиве разлике у просјечним стопама привредног раста, повезана са нижом стопом незапослености, те цјеновном стабилношћу, која је на приближно истом нивоу коју, у дугом року, обезбјеђују фиксни режими девизних курсева. Међутим, примјена флуктуирајућих режима у мање развијеним транзиционим земљама, у дугом року, повезана је са знатно вишом

просјечном стопом инфлације у поређењу са фиксним режимима девизног курса. Аутори сматрају да се то може објаснити већом увозном зависности мање развијених земаља и посљедично преношењу депресијације на раст цијена.

На основу прегледа емпиријских истраживања ефеката примјене режима девизног курса, може се закључити да се досадашњи фокус истраживања кретао у правцу истраживања утицаја примјене различитих политика (режима) девизног курса, првенствено, на стање у економијама земаља у развоју, укључујући и транзиционе земље, на начин да су узимане у обзир или све земље у развоју или је репрезентативни узорак формиран од земаља у развоју из различитих региона свијета. Други аспект истраживања је ишао у правцу сагледавања утицаја примјене одређеног режима и политике девизног курса на макроекономске перформансе земаља у зависности од нивоа њихове развијености.

Релативно мали број радова је анализирао политику и ефекте девизног курса на макроекономска кретања, искључиво европских транзиционих земаља, посебно након периода макроекономске стабилизације. Такође, нису доступна истраживања која би, у зависности од обима спроведених структурних реформи, идентификовањем утицаја појединих (независних) варијабли на основне индикаторе унутрашње и спољне равнотеже, сагледавала ефекте политике девизног курса на макроекономску стабилност транзиционих земаља. То упућује на закључак о недовољној истражености утицаја политике девизног курса на стање у економијама европских транзиционих земаља које имају међусобне сличности, али и своје специфичности у односу на остале транзиционе земље и земље у развоју у цјелини.

4.2. Одређивање истраживачког узорка

Циљ истраживања у овом раду је да се, путем одговарајуће статистичке процедуре, засноване на узорку, оцјене ефекти политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља. У сврху доказивања хипотеза, у складу са Транзиционим извјештајем (Transition Report, 2003, 2005, 2008) који на годишњем нивоу публикује ЕБРД, истраживањем су обухваћене европске транзиционе земље које су постале чланице или су кандидати за чланство у ЕУ. У том контексту, анализом је обухваћено дванаест европских транзиционих земаља које су, у зависности од примијењене политике девизног курса у периоду од 2000. до 2018. године, подијељене у двије групе (табела број 3). Прву групу чине земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса: Босна и Херцеговина (BIH), Бугарска (BGR),

Естонија (EST), Летонија (LVA), Литванија (LTU) и Сјеверна Македонија (MKD). Другу групу чине земље опредијељене за политику веће флексибилности девизног курса: Чешка (CZE), Мађарска (HUN), Пољска (POL), Румунија (ROU), Албанија (ALB) и Србија (SRB).

Табела број 3*:* Узорак европских транзиционих земаља које су постале чланице ЕУ или се налазе на путу ка ЕУ са политиком фиксног и политиком веће флексибилности девизног курса

Земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса				**Земље са политиком веће флексибилности девизног курса**			
	Просјечна вриједност индекса напретка				Просјечна вриједност индекса напретка		
	1995.	**2003.**	**2013.**		**1995.**	**2003.**	**2013.**
Естонија	3,5	3,8	4,1	Чешка	3,5	3,9	n/a
Литванија	3,0	3,8	3,9	Мађарска	3,5	3,9	3,9
Летонија	2,8	3,7	4,0	Пољска	3,3	3,8	3,9
Бугарска	2,7	3,5	3,7	Румунија	2,5	3,2	3,7
Сјеверна Македонија	2,7	3,3	3,6	Албанија	2,7	3,1	3,5
Босна и Херцеговина	1,2	2,7	3,1	Србија	1,6	2,6	3,2

Извор: Аутор на основу Tranzition Report 1995, 2003 и 2013.

Иако је данас шеснаест европских транзиционих земаља које се налазе на путу ка ЕУ или су постале њене чланице, из анализе су искључене четири земље, и то: Словенија, Словачка, Хрватска и Црна Гора. Словенија и Словачка су земље које су се након практиковања политике веће флексибилности девизног курса, прво прихватањем ERM II механизма (режим коридора), а затим и јединствене валуте – евра, поново вратиле на фиксни режим девизног курса, праћен губитком монетарне аутономије. Хрватска због недовољно јасне путање монетарне и политике девизног курса није узета у анализу. За Црну Гору, која од осамостаљивања користи евро као званично средство плаћања, нису доступни подаци о изабраним макроекономским варијаблама за значајан дио посматраног периода.

На основу спроведене анализе искустава неколико репрезентативних европских транзиционих земаља у процесу прибилижавања стандардима класичне тржишне економије, као и у Ковачевић (2002), може се констатовати да су структурне реформе, путем олакшавања раста приватног сектора, представљале кључни фактор оживљавања привреде и њеног одрживог раста. Наиме, спроведено истраживање је показало да неопходност успостављања и одржавања цјеновне стабилности није био

циљ сам по себи, већ средство којим су транзиционе земље, у околностима недостатка домаће штедње, путем смањења нивоа макроекономског ризика за инвеститоре те стварањем услова за унапређење структурних реформи, покушале стимулисати прилив иностраног капитала и тиме подстицати стабилан привредни раст. Међутим, анализа кретања кључних макроекономских варијабли открива да је макроекономска стабилизација, најчешће презентована стабилизацијом цијена, праћена различитим темпом спровођења структурних реформи. Поједностављено речено, иако су инфлацију ставиле под контролу, као неопходан предуслов за наставак процеса транзиције, појединне земље су испољавале спорост у спровођењу структурних реформи, како због насљеђених привредних структура и спољног окружења, тако и због административних потешкоћа и унутрашњих политичких блокада, укључујући ратове и оружане сукобе. Уз то, изостанак очекиваних позитивних резултата на макроекомском плану, заснованих на иницијалном програму стабилизације, утицао је код појединих земаља на почетно успоравање транзиционог процеса.

Fischer and Sahay (2000) праве разлику између земаља које су већ у раној фази транзиције спроводиле свеобухватне програме стабилизације и структурних реформи, тзв. рани реформатори (*Early Reformers*) – Хрватска, Чешка, Мађарска, Пољска, Словачка и Словенија, и оних земаља које су касниле са примјеном структурних реформи, тзв. касни реформатори (*Late Reformers*) – Албанија, Бугарска, Македонија и Румунија. Естонија, Летонија и Литванија, иако су са одређеним закашњењем, у односу на земље Централне Европе, ушле у процес транзиције, спроводиле су свеобухватне реформе. Аутори констатују да су, у првих десетак година транзиције, најбоље економске перформансе остварилe земље које су биле довољно досљедне у примјени програма економских реформи, уз наглашавање важности приватизације као кључног елемента у процесу реформи.

Босна и Херцеговина и Србија су земље у којима је процес транзиције, прекинут усљед изражене политичке нестабилности и ратних дешавања, настављен са закашњењем од готово једне деценије. Уз то, недовољна унутрашња политичка стабилност и сложен систем одлучивања успоравали су реализацију захтјеваних структурних реформи.

Kračun (2005) сматра да улазак транзиционе земље у ЕУ, бар у формалном смислу, представља и крај транзиције за ту земљу. Она прихвата правила ЕУ која тиме постају и саставни дио њеног економског система. Ипак, аутор истиче да је пуна интеграција земље и њене привреде у ЕУ процес који траје и послије формалног акта њеног уласка

у ЕУ. При томе, не посматрају се све новопримљене земље у ЕУ као земље које су релативно успјешно завршиле процес транзиције.

Транзициони индикатори представљени у извјештајима о напретку у транзицији[41], које на годишњем нивоу публикује ЕБРД-а, сугеришу да су највећи прогрес у погледу обима и брзине спровођења структурних реформи остварили земље Балтика (Естонија, Летонија и Литванија) и Централне Европе (Чешка, Мађарска и Пољска). У земљама Југоисточне Европе - Бугарска, Румунија, Сјеверна Македонија, Албанија, Србија, Босна и Херцеговина, процес преласка на тржишни начин привређивања одвијао се споро и/или је касно започео.

На основу просјечних вриједности индикатора транзиционог напретка европских транзиционих земаља, приказаних у табели број 3, у којој је дат њихов пресјек у три момента који на одређени начин указују на динамику приближавања европских транзиционих земаља стандардима класичне тржишне привреде, може се јасно уочити да су у погледу обима и брзине спровођења структурних реформи, унутар групе земаља са *политиком трајнијег фиксног девизног курса*, балтичке земље - Естонија, Летонија, Литванија, остварили већи прогрес у односу на земље Југоисточне Европе - Бугарска, Сјеверна Македонија, Босна и Херцеговина. Другим ријечима, просјечна вриједност индикатора напретка показује да су се, у групи транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, Естонија, Летонија и Литванија брже приближавале стандардима и перформансама типичне индустријализоване тржишне економије, него Босна и Херцеговина, Бугарска и Сјеверна Македонија. Унутар групе земаља са *политиком веће флексибилности девизног курса*, запажа се да су земље Централне Европе - Чешка, Мађарска, Пољска, остварили већи напредак у односу на земље Југоисточне Европе - Румунија, Албанија, Србија.

У цјелини посматрано, највећи транзициони прогрес остварили су земље које су, у релативно стабилним политичким условима, у процес економске трансформације ушле раније и које су досљедно спроводиле програме реформи, а то су: Чешка, Мађарска, Пољска, као земље које су се опредијелиле за политику веће (растуће) флексибилности девизног курса, одгађајући (вољно или невољно) чланство у ЕМУ, те

[41]Транзициони индикатори напретка, у области приватизација, управљања и реструктурирања предузећа, либерализације цијена, трговине и девизног режима, политика конкуренције, крећу се од 1 до 4+, при чему 1 представља малу или никакву промјену у односу на чврсту централно-планску економију, а 4+ представља стандарде и перформансе типичне индустријализоване тржишне економије. За детаљан приказ сваке области реформи погледати и методолошке напомене у Извештају о транзицији за 2003. годину, стр. 17. За потребе анализе у овом раду, знак „+“ је замијењен нумеричком вриједношћу од 0,3, а знак „-“ нумеричком вриједношћу од -0,3 која се додаје, односно одузима од броја којем знак припада.

Естонија, Летонија и Литванија, као земље које су на путу ка ЕУ и ЕМУ практиковале политику трајнијег фиксног девизног курса.

Претходно описане разлике у динамици и обиму спроведених структурних реформи међу европским транзиционим земљама праћене су израженим неједнакостима у висини БДП-а по становнику[42] тј. у нивоу продуктивности транзиционих земаља (табела број 4). Према подацима Свјетске банке (2019) највећу вриједност БДП-а по становнику забиљежиле су оне транзиционе земље које су се најбрже приближавале стандардима и перформансама типичне индустријализоване тржишне економије.

Такође, како је то наведено у Бекер Пуцар (2010), на основу резултата истраживања неформалне евроизације у Централној, Источној и Југоисточној Европи, које су Dvorsky, Scheiber & Stix (2008) спровели на узорку од 11 земаља (Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарска, Чешка, Мађарска, Пољска, Румунија, Сјеверна Македонија, Словачка и Србија), може се закључити да су разлике у темпу спровођења структурних реформи неријетко праћене и разликама у степену неформалне финансијске евроизације. Аутори закључују да у посматраним земљама евро има доминантну улогу у имовини деноминованој у страној валути (готовини и депозитима). Ипак, ситуација је значајно различита уколико се посматрају земље које су чланице ЕУ и земље које имају статус кандидата или потенцијалног кандитата за чланство у ЕУ, као и земље које су приступиле ЕУ 2004. односно 2007. године. Најнижи ниво готовине у еврима, са 100 евра по резиденту, забиљежен је у Мађарској, а највиши ниво са више од 650 евра *per capita* у Србији. Генерално, ниво готовине у еврима *per capita* је нижи у тзв. старијим чланицама ЕУ (Пољска, Чешка, Словачка и Мађарска), него у новијим чланицама ЕУ (Бугарска и Румунија), а највиши је у транзиционим земљама које се налазе на путу ка ЕУ, у просјеку око 400 евра *per capita* и више. Што се тиче штедних депозита у еврима *per capita*, највиши ниво је забиљежен у Србији са скоро 3500 евра *per capita*, затим у Албанији са 3000 евра *per capita*, док од садашњих чланица ЕУ Румунија биљежи најнижи ниво са око 400 евра, а Чешка, Бугарска, Словачка, Пољска не више од 1600 евра *per capita*.

Приказани резултати истраживања указују на то да унутар групе европских транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса постоје значајне разлике у степену неформалне евроизације - ниво готовине у еврима *per capita* нижи је у напреднијим земљама (Пољска, Чешка, и Мађарска), него у земљама

[42]Бруто домаћи производ по становнику мјерен је на основу паритета куповне моћи, у сталним међународним доларима, 2017.

које касне у спровођењу структурних реформи (Албанија и Србија), уз изузетак Румуније. Ако се томе дода и релативно висок степен неформалне евроизације у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији, као земљама које такође касне у транзиционом процесу, може се констатовати да је спорост у спровођењу структурних реформи, уз нижи ниво развијености привреде, праћена нижим кредибилитетом монетарне власти и мањим повјерењем у домаћу валуту, што посљедично ограничава дејство монетарне политике и отежава успјешно вођење политике девизног курса.

Претходно описане разлике у динамици и обиму спроведених структурних реформи међу европским транзиционим земљама, праћене израженим разликама у висини БДП-а по становнику и неформалној финансијској евроизацији, нарушавају претпоставку о хомогености земаља у узорку, што не само да значајно отежава сагледавање ефеката политике девизног курса на унутрашњу и спољну равнотежу, већ емпиријска истраживања, заснована на анализи података са одређеним бројем земаља у узорку, чини недовољно поузданим. У циљу обезбјеђивања задовољавајућег степена хомогености земаља у узорку, унутар дефинисаних група европских транзиционих земаља, уз уважавање одређених правила узорковања, формирана су по два довољно репрезентативна и хомогна узорка (табела број 4).

Табела број 4: Структура узорка европских транзиционих земаља које су постале чланице ЕУ или се налазе на путу ка ЕУ

Остварен значајнији напредак у спровођењу структурних реформи – развијеније европске транзиционе земље							
Политика трајнијег фиксног девизног курса				**Политика веће флексибилности девизног курса**			
	БДП по становнику				БДП по становник		
	1995.	**2003.**	**2013.**		**1995.**	**2003.**	**2013.**
Естонија	12.760	22.099	29.696	Чешка	22.773	27.306	33.539
Литванија	10.671	17.908	28.644	Мађарска	16.731	22.357	25.325
Летонија	9.492	16.426	24.732	Пољска	12.441	17.379	25.934

Заостајање у спровођењу структурних реформи – мање развијене европске транзиционе земље							
Политика трајнијег фиксног девизног курса				**Политика веће флексибилности девизног курса**			
	БДП по становнику				БДП по становнику		
	1995.	**2003.**	**2013.**		**1995.**	**2003.**	**2013.**
Бугарска	9.615	12.215	18.145	Румунија	12.128	14.351	22.191
Сјеверна Македонија	9.044	10.168	14.056	Албанија	4.584	7.334	11.646
Босна и Херцеговина	2.089	8.251	11.923	Србија	7.979	10.168	15.401

Извор: Аутор на основу Tranzition Report 1995, 2003 и 2013 и World Bank (2019).

Уз то, потребно је нагласити да узорак напреднијих транзиционих земаља чине земље које су чланице ЕУ и локацијски су ближе западној Европи, тј. тржиштима развијенијих европских земаља у односу на транзиционе земље које „каскају“ у спровођењу структурних реформи. Moreno & Trehan (1997), како је наведено у Ковачевић (2002), сматрају да је локација важна детерминанта раста за тржишне привреде. Земље ЦИЕ и Балтика су имале користи од близине западних тржишта као јак подстицај да се прихвати институционални оквир ЕУ, због перспектива чланства у ЕУ. С друге стране, узорци европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи садрже по двије земље које се, са статусом кандидата или потенцијалног кандидата за чланство у ЕУ, налазе на путу ка ЕУ и по једну земљу чланица ЕУ. На тај начин омогућена је боља упоредивост резултата истраживања и њиховог уопштавања.

Прије него што се приступи компаративној анализи и оцјени ефеката политике девизног курса на стање у економији транзиционих земаља, заснованој на статистичким процедурама, од значаја је да се сагледају сличности, али и разлике у макроекономским перформансама међу земљама, груписаних како са аспекта политике девизног курса, тако и оствареног напретка у структурним реформама. То омогућава реалније сагледавање трошкова и користи примјене одређене политике девизног курса, у зависности од нивоа привредне развијености, а тиме и лакше доношење коначних закључака.

4.3. Компаративна анализа макроекономских кретања унутар дефинисаних узорака

Представници двије суштински различите политике девизног курса, који су остварили значајнији напредак у спровођењу структурних реформи и локацијски су ближи тржиштима развијенијих европских земаља су Естонија, Летонија и Литванија - земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса, односно Чешка, Мађарска и Пољска - земље опријеђјене за политику веће флаксибилности девизног курса. Транзиционе земље које се спорије приближавају стандардима тржишне економије и географски су удаљеније од развијенијих европских земаља, али практикују различите политике девизног курса су Босна и Херцеговина, Бугарска и Сјеверна Македонија, опредјеђене за политику трајнијег фиксног девизног курса, наспрам Албаније, Румуније и Србије, репрезенти политике флексибилнијег девизног курса (табела број 4).

4.3.1. Европске транзиционе земље које су остариле значајан напредак у спровођењу структурних реформи

На основу кретања просјечних вриједности индикатора транзиционог напретка, наведених у табели број 3, јасно се уочава да су се Естонија, Летонија, Литванија – представници *политике трајнијег фиксног девизног курса*, по обиму и дубини спроведених структурних реформи, са пресјеком 2003. године, готово изједначиле, а 2013. године биле и нешто ближе стандардима и перформансама типичне индустријализоване тржишне економије, него Чешка, Мађарска, Пољска – представници *политика веће флексибилности девизног курса*. У цјелини посматрано, иако су се ове двије подгрупе земаља, уз практиковање потпуно различитих политика девизног курса, различитом динамиком приближавале стандардима тржишне економије, може се констатовати да су, са пресјеком 2013. године, реализовале готово идентичан обим структурних реформи, са просјечном вриједношћу индикатора напретка која се кретала између 3,9 и 4,1, у зависности од земље. Уз чињеницу да су локацијски најближе развијеним земљама западне Европе, довољно заједничка карактеристика ових шест земаља огледа се и у томе да су процес економске трансформације започела и спроводиле у релативно стабилном политичком окружењу.

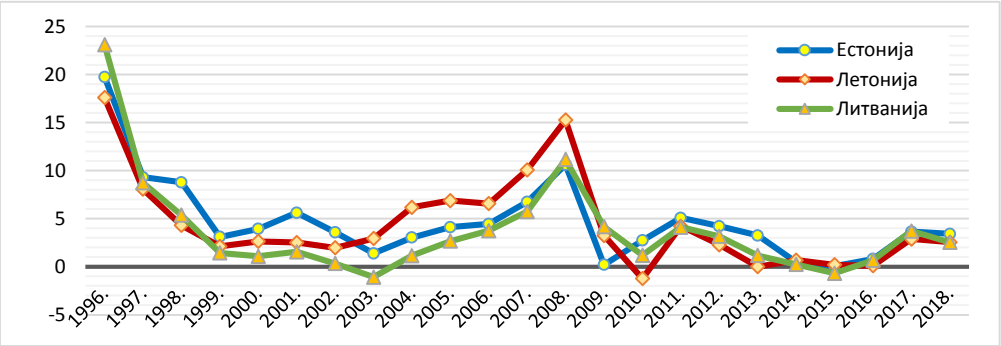
4.3.1.1.Земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса: Естонија, Летонија и Литванија

Естонија, Летонија и Литванија чине подгрупу (узорак) земаља са сличним карактеристикама услова под којима је монетарна, али и укупна економска политика функционисала. Стога и не чуди то што између ове три земље, на њиховом путу ка ЕУ и еврозони, готово да не постоји значајнија разлика по питању режима девизног курса и монетарног оквира, осим у раној фази транзиције, када су Литванија и Летонија процес транзиције започеле примјеном флуктуирајућег девизног курса. Наиме, за разлику од Естоније која је већ на почетку транзиционог процеса (1992. године), уз асистенцију ММФ-а, увела валутни одбор, Литванија и Летонија, као новоформиране државе, у вријеме, када су извршиле прву монетарну реформу нису имале довољно девизних резерви, због чега готово да нису имале никакве алтернативе, осим да остваре контролу над понудом новца, а режим флуктуирајућег девизног курса инкорпорирају у програм стабилизације. Међутим, након релативно кратког периода, Литванија и Летонија, пошто нису остариле очекивани напредак на плану сузбијања инфлације и њеног стављања под контролу, биле су принуђене да изврше монетарну реформу те су, такође уз подршку ММФ-а, 1994. године, прешле на режим фиксног

девизног курса у ригидном или конвенционалном облику, дајући девизном курсу улогу номиналног „сидра“. Литванија, као и Естонија, уводи валутни одбор, а Летонија се опредијелила за мање ригидан режим девизног курса, односно за конвенционално фиксни паритет. Од тада па све до уласка у еврозону, ове земље, чак и током партиципирања у ERM II таргет зони, нису мијењале режим девизног курса. Дакле, Естонија, Литванија и Летонија су земље које су, у складу са макроекономским перформансама и постављеним циљевима, након иницијалне макроекономске стабилизације наставиле са примјеном политике фиксног девизног курса. Фактички, ради се о отвореним привредама са релативно малим економским потенцијалом (мјереним БДП-ом), које су се опредијелиле за чвршћу повезаност домаће и иностране привреде. Поређења ради, збирни економски потенцијал ове три земље, остварен 2000. године, чинио је око 40% БДП-а Чешке, а свега 15% БДП-а Пољске, исказаног у текућим USD (World Bank, 2019). Генерално посматрано, може се рећи да су се ове земље, као отворене, мале привреде, по традиционалној концепцији, опредијелиле за политику фиксног девизног курса у дугом року, не само због увјерења да гарантовано стабилан курс према доминантној валути олакшава трговинску размјену, већ и због тога што би иоле значајније флуктуације девизног курса, усљед важности спољнотрговинских активности за стање и функционисање привреде, могле да је дестабилизују.

Искуство балтичких земаља је показало да је релативно брзо након увођења фиксног девизног курса инфлација стављена под контролу и већ у року од три до четири године сведена на ниво испод 10%. Прецизније речено, све три посматране земље су, 1997. године, забиљежиле једноцифрену стопу инфлације. Процес дезинфлације је настављен све до 2003. године, односно до уласка посматраних земаља у ЕУ, када су забиљежиле вриједност инфлације мању од 3% (графички приказ број 162).

Графички приказ број 162: Стопа инфлације у Естонији, Летонији и Литванији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Раст домаће тражње која је у значајној мјери финансирана приливима иностраног капитала и наставак процеса дерегулације административних цијена и усклађивања пореског законодавства са законодавством ЕУ, те раст цијена нафте на свјетском тржишту, од 2004. године, доприносили су оживљавању инфлационих очекивања и умјереном расту инфлације која је 2008. године пробила границу од 10%. Тако су Естонија, Летонија и Литванија први пут након једне деценије, забиљежиле двоцифрену стопу раста цијена од 11%, 15% и 11%, респективно.

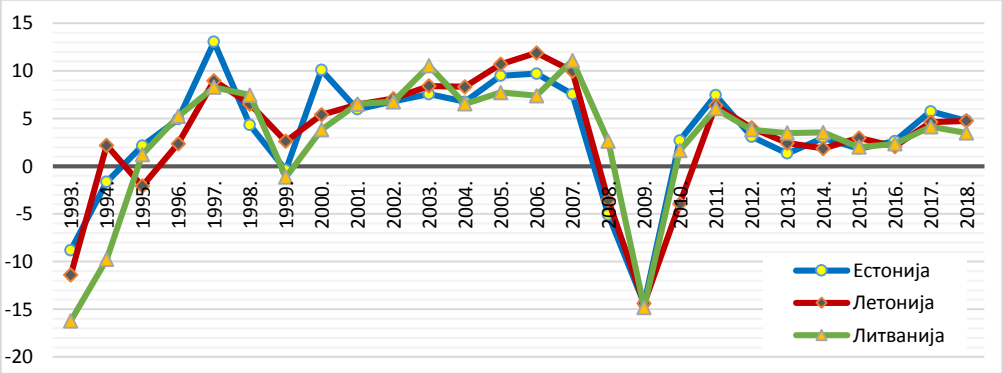
Под утицајем свјетске економске и финансијске кризе, усљед смањења домаће и извозне тражње и значајног одлива капитала, очување стабилности девизног курса је за посљедицу имало трошење девизних резерви и смањење количине новца у оптицају, што је, кроз смањење ликвидности, доприносило стварању дефлационих притисака током 2009-2010. године, у све три балтичке земље. Након привременог убрзавања инфлације, иницираног снажним растом домаће тражње, дијелом финансиране појачаним приливом капитала из иностранства, и достизања нивоа од 4 до 5% 2011. године, под утицајем другог таласа кризе, у амбијенту стабилног, али не и толико диманичног привредног раста те релативно повољног кретања цијене нафте на свјетском тржишту, слабећи притисак на раст стопе инфлације, услиједило је значајно успоравање раста општег нивоа цијена тако да током 2013-2016. године стопа инфлације готово да није прелазила 1%. Тек на крају посматраног периода, током 2017-2018. године, растућа привредна активност, генерисана растом домаће и извозне тражње, праћена је благим растом цијена.

У графичком приказу број 162 може се уочити да између балтичких земаља постоји висок степен сличности у кретању стопа инфлације током анализираног периода. Ипак, посматрано у дугом року, Литванија је забиљежила нешто спорији раст цијена, у односу на Естонију и Летонију, и то 3% према 4%, просјечно годишње.

Стабилизационе политике које су доприносиле смањењу инфлационих очекивања и инфлације, као и њеном одржавању на релативно ниском нивоу, те спроведене структурне реформе, уз повољно спољно, али и унутрашње окружење, резултирале су оживљавањем привреде и њеним динамичним растом (графички приказ број 163). Почетни знаци оживљавања привреде су били видљиви већ једну до двије године након увођења програма макроекономске стабилизације, када су ове земље први пут од почетка транзиције остварили позитиван раст реалног БДП од 1% до 2%. Након периода четворогодишњег динамичног привредног раста, током којег су остварили просјечну годишњу стопу раста реалног БДП-а од 6%, усљед поремећаја у спољном

окружењу 1998. године, изазваних руском валутном кризом, балтичке земље 1999. године поново пролазиле кроз једногодишњу рецесиону (Естонија и Летонија), односно фазу успореног привредног раста (Литванија).

Графички приказ број 163: Стопа раста реалног БДП-а у Естонији, Летонији и Литванији

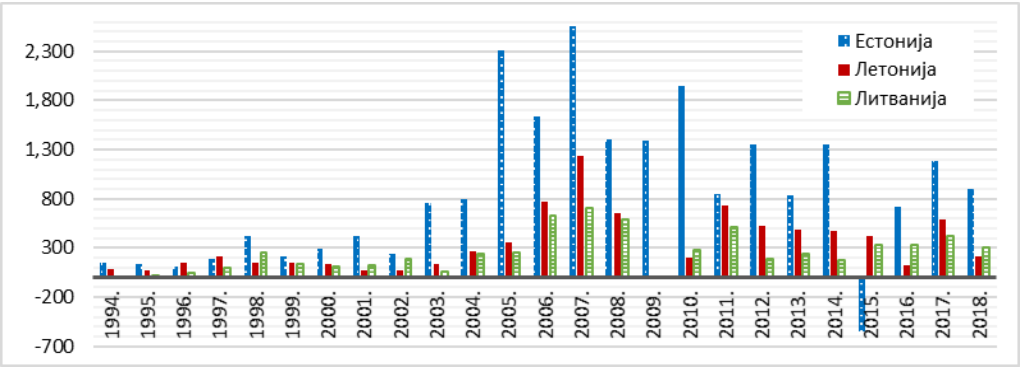


Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Чврста опредијељеност балтичких земаља за политику фиксног девизног курса која је доприносила стабилности цијена тј. њиховом благом до умјереном расту, у координацији са убрзањем структурних реформи, мотивисано чланством у ЕУ, уз повољно спољно окружење, резултирало је приливом капитала из иностранства и експанзијом извозне активности, као главним генераторима динамичне привредне активности. У периоду од 2000. године до појаве глобалне кризе, реални БДП је показивао високе стопе раста које су се кретале од 7% до 9%, просјечно годишње, у зависности од земље, што се може оцијенити као висока перформанса.

Осим спроведених реформи које су имале за циљ да обезбиједе дугорочну стабилност за улагање капитала, динамичном привредном расту, доприносио је процес приближавања, а затим и улазак ових земаља у ЕУ. Јер, то је додатно стимулисало прилив страних директних инвестиција и развој приватног сектора, као носиоца убрзаног привредног раста (графички приказ број 164).

Графички приказ број 164: Стране директне инвестиције у Естонији, Летонији и Литванији (нето прилив по становнику), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

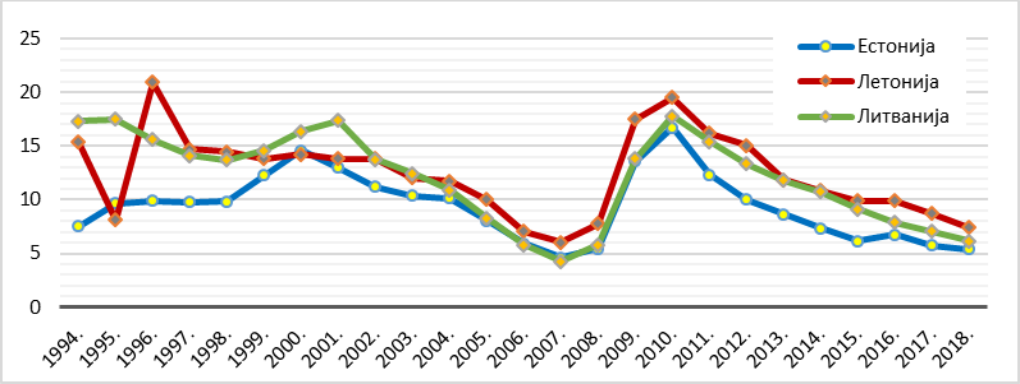
Јачање процеса интеграције у ЕУ, које је подразумијевало приврженост реформама и усаглашавање правних прописа са прописима ЕУ, али и несметан приступ тржишту развијених земаља, у релативно стабилном макроекономском и политичком окружењу, за резултат је имало снажан прилив страних директних инвестиција, као један од индикатора успјешности транзиционог процеса. Нето прилив страних директних инвестиција, у периоду од 2004. до 2018. године, остварен је у обиму који је 4 до 6 пута већи него током 1993-2003. године, у зависности од земље. Посматрано по становнику, кумулативни нето прилив страних директних инвестиција кретао се у распону од 5.200 USD у Литванији до 7.000 USD Летонији и скоро 18.700 USD у Естонији, током 2004-2018. године. Може се претпоставити да је њихов снажан прилив, поред осталог, посљедица перцепције сигурности и повјерења коју ствара ЕУ.

Релативно високе перформансе привреде, нарочито у предкризном периоду, мјерене БДП-ом, праћене су релативно ниским стопама незапослености. Након почетног раста проузрокованог започетим реформама и поремећајима у спољном окружењу 1998. године, стопе незапослености од 2000. године имају тенденцију снажног и континуираног пада па су 2008. године сведене на 5% у Естонији, 6% у Литванији и нешто мање од 8% у Летонији (графички приказ број 165). Другим ријечима, динамичан привредни раст праћен је стабилизацијом тржишта рада. Естонија, Летонија и Литванија су у периоду прије избијања свјетске економске кризе, уз стабилан привредни раст, у окружењу које је карактерисала релативно ниска инфлација, дакле, успјеле да остваре једноцифрене стопе незапослености.

Свјетска економска криза, смањењем прилива капитала, али и његовим повлачењем и падом извозне тражње, зауставила је позитивне тенденције на реалном сектору економије и већ 2008. у Естонији и Летонији, односно 2009. године у Литванији довела до негативних стопа раста реалног БДП-а од -5%, -4% и -15%, респективно. За разлику од Литваније која је доживјела једногодишњи пад реалног БДП-а, Естонија је ушла у период двогодишње, а Летонија трогодишње рецесије која је у ове двије земље резултирала кумулативним падом реалног БДП-а од око 20%, односно 22%, што их је сврстало у земље са најдубљим привредним падом. Пад извозне тражње, праћен падом домаће тражње (смањење јавне и личне, али и инвестиционе потрошње), проузрокован глобалном кризом, значио је раст стопе незапослености која је од 2009. године добила узлазну путању па је већ 2010. године достигла врх од 17%, 18% и 19%, што уједно представља и највећу или једну од највећих регистрованих стопа незапослености посматрано од почетка осамостаљивања Естоније, Литваније и

Летоније, респективно. У поређењу са Чешком, Мађарском и Пољском, као напреднијим транзиционим земљама са политиком веће флексибилности девизног курса, код којих је криза, уз благу једногодишњу рецесију, зауставила тенденцију опадања незапослености, али без изазивања значајнијих поремећаја на тржишту рада, код балтичких земаља, уз дубок пад привредне активности, криза је произвела и снажан раст стопе незапослености.

Графички приказ број 165: Стопа незапослености у Естонији, Летонији и Литванији



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Наглашени поремећаји на тржишту рада те снажни дефлациони притисци, сугеришу да су балтичке земље, у околностима непромијењеног номиналног девизног курса, у циљу очувања међународне конкурентности, спроводиле интерну девалвацију. Заправо, може се претпоставити да су снажни поремећаји производње и запослености, између осталог, посљедица губитка флексибилности у монетарној политици и немогућности да се девалвирањем валута подстиче цјеновна конкурентност привреде.

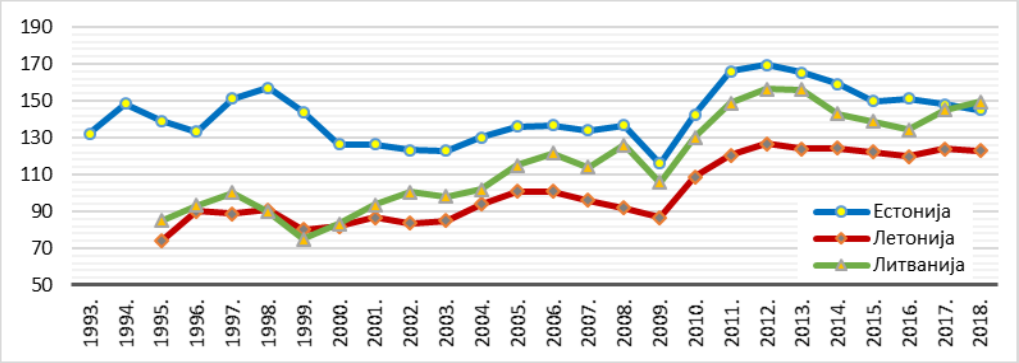
Неповољна кретања на реалном сектору економије показала су да је одбрана девизног курса имала сувише високу цијену, доводећи у питање оправданост политика трајнијег фиксног девизног курса за земље у развоју које свој раст и развој базирају на извозу као једном од кључних покретача економског развоја.

Заокрет смјера кретања страних директних инвестиција, до којег је дошло 2008. године, открива велику осјетљивост и рањивост балтичких привреда на негативне спољне шокове, као што је био пад БДП-а у развијеним земљама 2007. године. Усљед велике зависности од иностраног капитала, ове земље су се веома брзо нашле на удару свјетске економске и финансијске кризе. Криза је проузроковала значајно смањење прилива, али и повлачења иностраног капитала на домаћа финансијска тржишта, тако да је већ 2009. године, у односу на 2007. годину, Естонија забиљежила за 45% мањи нето прилив, а Летонија и Литваније или јако скроман прилив, свега неколико милиона USD или нето одлив страних директних инвестиција. Смањење прилива

капитала праћено је смањењем увоза, али и падом укупне потрошње, што је довело до значајног пада БДП-а и запослености.

Уз политику фиксног девизног курса, разлоге због којих су се негативне промјене у свјетској привреди знатно брже и у пуно већој мјери одражавале на ове три земље, треба тражити и у прихватању извоза као једног од главних генератора привредног раста и развоја. Наиме, истраживање је показало да су балтичке земље свој раст и развој у значајној мјери заснивале на извозу. Стопа отворености привреде, као својеврсни индикатор укључености земље у међународну подјелу рада и њене зависности од спољне трговине[43], мјерена учешћем извоза и увоза у БДП-у, открива да су ове земље глобалну кризу „дочекале“ са високим степеном зависности од привреда других земаља (графички приказ број 166).

Графички приказ број 166: Стопа отворености привреда Естоније, Летоније и Литваније (обим спољне трговине/БДП, %)



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Након вишегодишње тенденције раста, ниво отворености привреде је достигао врх 2008. године и кретао се у распону од 92% до 136%, у зависности од земље. Узрок значајне осјетљивости балтичких земаља на поремећаје у свјетској привреди, који су повезани са падом БДП-а у развијеним земљама, прије свега, произилази из релативно високе стопе извозне зависности (мјерена учешћем извоза у БДП-у), која је према подацима Свјетске банке (2019), у предкризном периоду, просјечно износила око 41% у Летонији, 55% у Литванији и 70% БДП-а у Естонији.

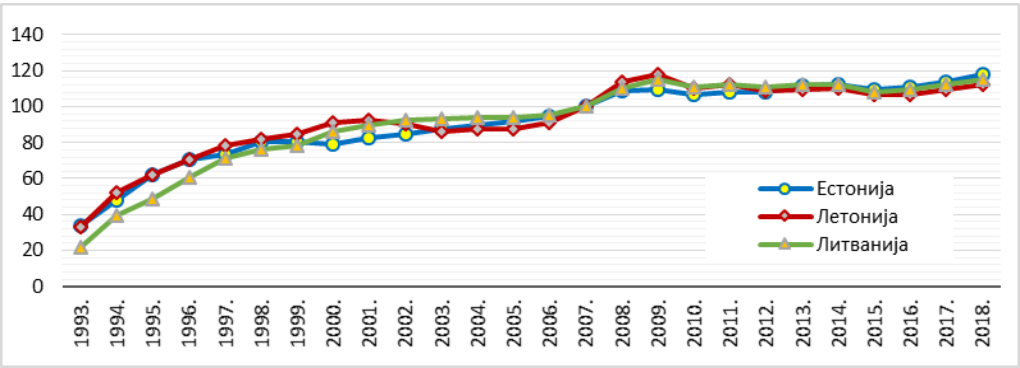
Опоравак најзначајнијих спољнотрговинских партнера значио је и оживљавање привреда ове три земље. Међутим, поновни улазак развијенијих европских земаља у рецесију, 2011. и 2012. године, након привременог опоравка и убрзања, успорило је раст привредне активности и у посматраним земљама па се просјечна годишња стопа раста реалног БДП-а, током 2012-2016. године, кретала између 2% и 3%, у зависности

[43]Крајишник и Томаш (2014) наглашавају да повољна привредна структура и виша развијеност привреде смањују зависност земље од увоза, а повећавају зависност од извоза.

од земље. Уз раст извозне активности, релативно висок прилив страних директних инвестиција, били су главни фактори опоравка и стабилног раста привреда ових земаља. Посљедично, релативно спор раст привредне активности праћен је успостављањем тенденције постепеног пада стопа незапослености које су на крају посматраног периода, у све три земље, сведене на ниво на којем су биле непосредно пред избијање глобалне кризе, између 5 и 7%. Као и у случају кретања стопе инфлације, али, у одређеној мјери, и кретања реалног БДП-а, у графичком приказу број 165 може се јасно уочити да између балтичких земаља, током 2000-2018. године, постоји и висок степен сличности у кретању стопа незапослености, са не толико значајним разликама у њиховим годишњим вриједностима.

Позитивна кретања на реалном сектору економије (сталан привредни раст, опадајуће стопе незапослености), иницирана увођењем фиксног девизног курса, остварена су уз висок дефицит текућег рачуна платног биланса, који је у предрецесионом периоду имао снажну тенденцију погоршања и удаљавања од равнотежног нивоа. Убрзање процеса структурних реформи, праћено релативно високим стопама привредног раста, подстакнутим снажним растом домаће тражње, у околностима растуће отворености националне привреде, подразумијевало је и већу потребу за увозом, што је за резултат имало успостављање тенденције раста дефицита текућег рачуна и његово удаљавање од равнотежног нивоа. Истовремено, снажан прилив капитала, посебно након уласка у ЕУ, растом домаће тражње, вршио је притисак на раст цијена, што је водило апресијацији реалног курса националних валута са негативним дејством на цјеновну конкурентност извоза. Кретање индекса реалног ефективног девизног курса, илустровано на графичком приказу број 167, указује на тенденцију готово перманентног смањења конкурентности привреда балтичких земаља, у периоду од увођења програма стабилизације до појаве свјетске економске кризе.

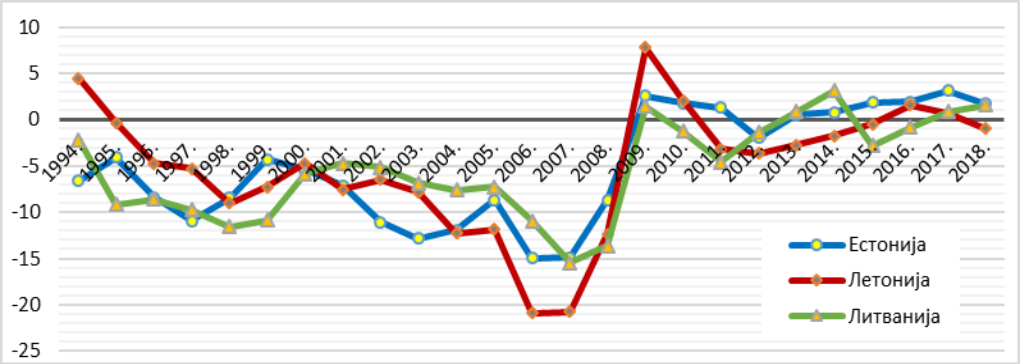
Графички приказ број 167: Индекс реалног ефективног девизног курса естонске круне, летонског лата и литванског литаса, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Погоршање конкурентности извозног сектора, у комбинацији са растом домаће тражње, подржане приливом капитала и кредитним активностима, водило је повећању дефицита текућег рачуна тако да је, уз извјесне флуктуације, 2007. године достигао врх од 15% у Естонији и Литванији и чак 21% БДП-а у Летонији (графички приказ број 168).

Графички приказ број 168: Салдо текућег рачуна као % БДП у Естонији, Летонији и Литванији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Претходна разматрања показују да су посматране земље, у предрецесионом периоду, биле суочене са растућим трошковима примјене политике фиксног девизног курса који су се огледали у повећању разлике између нивоа цијена у земљи и еврозони те удаљавању дефицита текућег рачуна од равнотежног нивоа. Иако, упркос растућим трошковима Естонија, Летонија и Литванија остале су досљедне у примјени политике трајнијег фиксног девизног курса.

Под утицајем свјетске економске и финансијске кризе, пад привредне активности, а потом и њен успорен раст, праћено растом незапослености, али и дефлационим притисцима и ниским стопама инфлације имало је позитиван ефекат на смањење дефицита текућег рачуна. Све три земље су, у пострецесионом периоду, забиљежиле значајна побољшања салда текућег рачуна, тако да су 2018. године Естонија и Литванија остварилe скроман суфицит од око 2% БДП, а Летонија прихватљив ниво дефицита од 1% БДП. Међутим, стопе незапослености изнад нивоа на којем су биле у предкризном периоду су цијена побољшања спољне равнотеже, остварене кроз смањење инфлације.

У цјелини посматрано, перформансе привреда балтичких земаља, које су се на крају посматраног периода, уз повољну ситуацију на спољном плану, огледале у лаганом расту цијена, опадајућој и ниској стопи незапослености те привредном расту који се кретао између 4 и 5%, биле су релативно задовољавајуће.

4.3.1.2. Земље са политиком веће флексибилности девизног курса: Чешка, Мађарска и Пољска

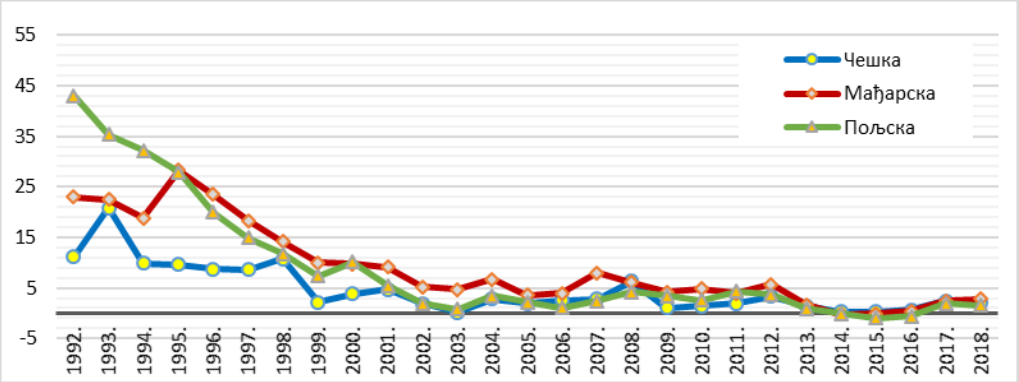
Чешка, Мађарска и Пољска су земље које су међу првим, у релативно стабилном политичком окружењу, покренуле процес транзиције из планске у тржишну привреду. С обзиром на то да се рачунало с тим да ће процес транзиције, са тако значајним промјенама у економском и политичком систему, изазвати негативне економске ефекте, монетарне власти ове три земље, готово истовремено са започетом економском трансформацијом, у циљу контроле иницијалних инфлационих ефеката либерализације цијена и трговине, одлучиле су да програм стабилизације заснују на примјени режима фиксног девизног курса са веома уским маргинама флуктуација. Режим фиксног девизног курса, „сидрењем“ укупних макроекономских кретања, допринио је да ове земље успјешно управљају процесом дезинфлације. Међутим, претходно спроведена истраживања су показала да је стратегија ових земаља у вођењу политике девизног курса, фиксни девизни курс, као мјеру антиинфлационе политике, укључивала само на почетку процеса транзиције тј. у фази иницијалне макроекономске стабилизације. Након иницијалне макроекономске стабилизације, све већа неуједначеност између кретања номиналног и реалног курса националних валута, подстакнута приливом иностраног капитала, угрожавала је цјеновну конкурентност извозног сектора те је негативно дјеловала на салдо текућег рачуна.

Напредовањем процеса транзиције, у околностима све веће отворености према иностраном капиталу и либерализације спољнотрговинског режима, под притиском растуће апресијације реалног девизног курса, монетарне власти ових земаља доносиле су одлуке које су значиле постепено увођење мјера којима се повећавала флексибилност режима девизног курса. Фактички, монетарне власти Чешке, Пољске и Мађарске напуштају таргетирање девизног курса (конвенционални, прилагодљиви и покретни паритет) и прихватају прелазне (средишње) режиме да би, усљед наглашене спољне неравнотеже, у околностима релативно ниских стопа инфлације и инфлационих очекивања, коначно прешле на примјену режима флуктуирајућих девизних курсева, и то: Чешка 1997, Пољска 2000. и Мађарска 2008. године. Режими флуктуирајућих девизних курсева комбиновани су са инфлационим таргетирањем, као стратегијом очувања стабилности цијена. На тај начин, ове три земље су девизни курс ставиле у функцију подстицања конкурентности привреде и њене заштите од негативних посљедица спољних шокова. Потребно је напоменути да је Мађарска 2001. године прешла на режим валутног коридора са маргинама дозвољених флуктуација девизног курса од ±15%, који је комбинован са експлицитним

таргетирањем инфлације. Ове три земље, иако су чланице ЕУ од 2004. године, још увијек нису приступиле, односно вољно или невољно, одлажу приступање ERM II таргет зони, тренутно примијењујући режим управљаног/слободног флуктуирања девизног курса.

Као што је већ наглашено, режим фиксног девизног курса, „сидрењем“ укупних макроекономских кретања, допринио је обуздавању инфлације и успостављању процеса дезинфлације. Међутим, за разлику од транзиционих земаља које су се опредијелиле за политику трајнијег фиксног девизног курса, које су у релативно кратком року, најчешће од једне до три године након увођења програма стабилизације, успјеле да оборе стопу инфлације на једноцифрене износе, у ове три земље, стопе инфлације су показивале тенденцију пада, али је тај пад био успорен. Другим ријечима, инфлације је, након заустављања њеног раста, дужи временски период била релативно висока и доста упорна, па је тек од 1999. у Чешкој, 2000. у Мађарској и од 2001. године у Пољској дугорочно стављена под контролу, са годишњим стопама раста цијена које до краја посматраног периода нису прелазиле 6% у Чешкој и Пољској, односно 8% у Мађарској (графички приказ број 169).

Графички приказ број 169: Стопа инфлације у Чешкој, Мађарској и Пољској



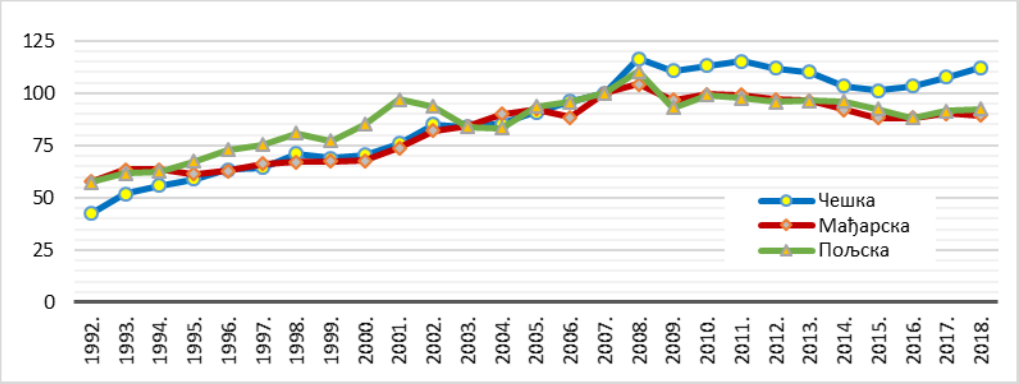
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Готово континуиране депресијације номиналног девизног курса, које је омогућавала примјена политике растуће флексибилности режима девизног курса, вршиле су притисак у правцу генерисања инфлације, што је успоравало процес дезинфлације. Прецизније речено, политика постепених девалвација националне валуте, праћена тенденцијом ширења маргина дозвољених флуктуација тржишног девизног курса, у координацији са политиком унапређења структурних реформи, што је подстицало прилив иностраног капитала, имало је неповољно дејство на процес дезинфлације.

Анализа кретања девизног курса, извршена у претходном поглављу, показала је да су све три земље, у периоду до преласка на режим флуктуирајућег девизног курса у

Чешкој и Пољској те режима коридора са маргинама флуктуације девизног курса од ±15% у Мађарској, забиљежиле готово континуиране номиналне депресијације курса националних валута. Номиналне депресијације девизног курса су доприносиле смањењу прецијењености националних валута посматраних земаља, али не и њеној елиминацији. На то указује кретање индекса реалног ефективног девизног курса, приказано на графичком приказу број 170. Тренд постепеног раста индекса реалног ефективног девизног курса, све до 2008. године, значи да су посматране земље биле изложене губитку међународне конкурентности.

Графички приказ број 170: Индекс реалног ефективног девизног курса чешке круне, мађарске форинте и пољског злота, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Снажан прилив иностраног капитала, посебно у облику страних директних инвестиција, који је услиједио након уласка посматраних земаља у ЕУ, у околностима флуктуирајућих девизних курсева, доприносио је тенденцији јачања номиналних девизних курсева што је, имало позитивне ефекте на кретање стопе инфлације (успоравање раста цијена) и њено дугорочно одржавање на једноцифреном износу.

Међутим, снажан прилив капитала из иностранства, у периоду прије појаве свјетске економске и финансијске кризе, подстицањем раста домаће тражње, упркос расту продуктивности, у околностима раста цијене нафте на свјетском тржишту, истовремено је стварао инфлационе притиске, успоравајући приближавање стопе инфлације у посматраним земљама инфлацији у земљама доминантних валута. У цјелини посматрано, може се закључити да су негативни ефекти прилива капитала на кретање цијена били јачи од позитивних ефеката номиналне апресијације курса и раста продуктивности па је стопа инфлација, непосредно пред избијање глобалне кризе, добила узлазну путању тако да је у Мађарској 2007. године достигла износ од 8%, односно износ од 6% и 4% у Чешкој у Пољској 2008. године, респективно. Ипак, стопе инфлација су била значајно мање у односу на стопе инфлације које су

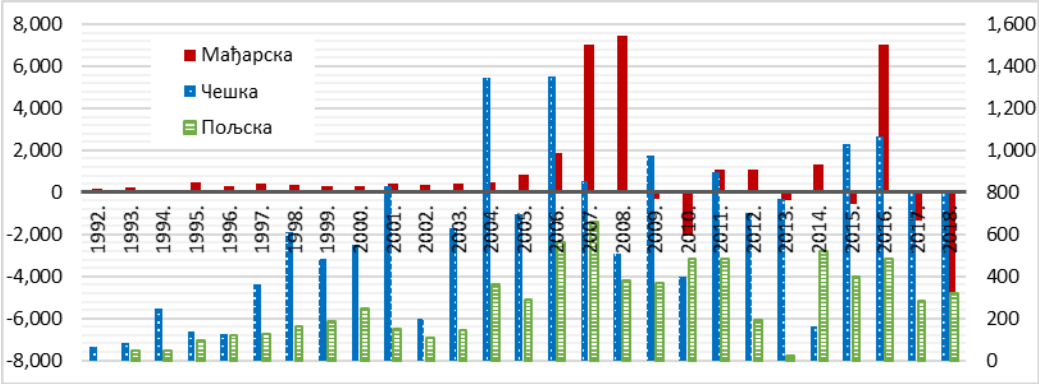
забиљежиле напредније транзиционе земље са политиком фиксног девизног курса (Естонија, Летонија и Литванија).

Интересантно је споменути и то да су монетарне власти све три земље, под оправдањем спречавања рецесије, а у циљу подстицања извоза, користиле механизам обезврјеђивања валуте дозвољавајући значајну номиналну депресијацију националних валута. Међутим, пад вриједности валута, упркос релативно високим стопама отворености националних привреда, посебно Чешке и Мађарске, није се значајније преносио на ниво цијена. Вујанић и други (2019) сматрају да конкуренција на робном тржишту спријечава да се номинална депресијација значајније пренесе на цијене јер увозници и домаћи произвођачи постају спремни да се, у околностима пада тражње, одрекну дијела профита како би опстали на тржишту. Тако, у околностима глобане кризе, а потом и успореног раста свјетске привреде, јављају се дефлациони притисци који су, уз висок степен сличности у путањама кретања, резултирали ниским стопама инфлације у све три посматране земље, нарочито у периоду 2013-2018. година током којег нису прелазиле ниво од 3% (графички приказ број 169).

У цјелини посматрано, може се рећи да су процеси дезинфлације у овим земљама, након 2000. године, били повезани са јачањем номиналних курсева националних валута. Али, исто тако, глобална економска криза и спор опоравак свјетске привреде (посебно привреде земаља чланица ЕУ), утицали су на кретање цијена у овим земљама, стварајући дефлационе притиске и доприносећи одржавању инфлације на ниском нивоу. Стварањем окружења које карактерише процес дезинфлације доприносило је унапређењу инвестиционе климе и побољшању конкурентности привреда посматраних транзиционих земаља у привлачењу иностраног капитала. Наиме, паралелно са обезбјеђивањем процеса дезинфлације настављен је и процес структурних реформи, што је мотивисало прилив капитала из иностранства, посебно у облику страних директних инвестиција, неопходаног за ревитализацију привреде и увођење нових технологија. Уз стабилност цијена, напредовање у процесу структурних реформи, искуство Чешке, Пољске и Мађарске, такође, показало је да је приступ тржишту ЕУ био значајан фактор привлачења страних директних инвестиција (графички приказ број 171). Генерално посматрано, свођење инфлације на једноцифрене износе и њено одржавање на ниском нивоу, смањењем нивоа макроекономског ризика, у комбинацији са унапређењем процеса интеграције у ЕУ, које је подразумијевало убрзано спровођење структурних реформи, укључујући и приступ тржишту ЕУ, у релативно стабилном политичком окружењу, као и у случају

балтичких земаља, резултирало је нето приливом страних директних инвестиција у обиму који је у периоду 2004-2018. године био од 3 до 4 пута већи него током 1992-2003. године, у зависности од земље. Нето прилив страних директних инвестиција по становнику који се, у кумулативном износу, кретао у распону од 5.800 USD у Пољској и 12.300 USD у Чешкој (лијева - доња скала) и 16.000 USD у Мађарској (десна - горња скала), током 2004-2018. године, указује на то да је ова група земаља била привлачна за иностране улагаче.

Графички приказ број 171: Стране директне инвестиције у Чешкој, Мађарској и Пољској (нето прилив по становнику), мил. USD



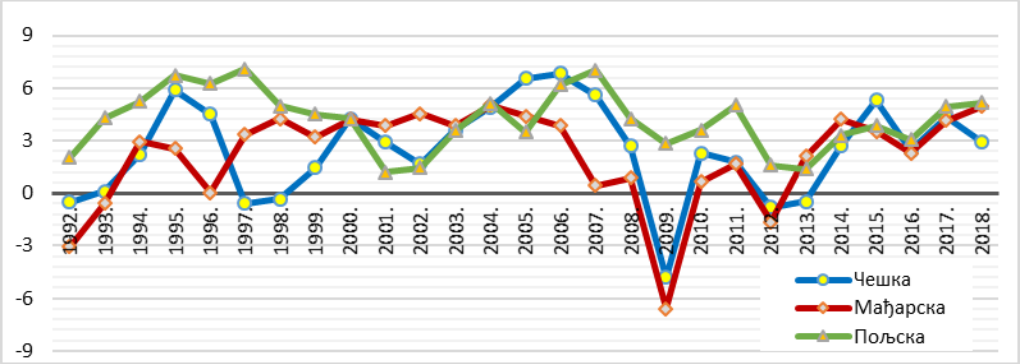
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Али, исто тако, искуство ових земаља је показало различиту осјетљивост страних директних инвестиција на поремећаје у спољном окружењу. Пољска је све до 2011. године задржала висок ниво прилива страних директних инвестиција. Прецизније речено, тек током 2012-2013. године, због проблема земаља еврозоне које су погођене новим, другим таласом кризе која је захватила европски финансијски систем, дошло је до привременог смањења прилива иностраног капитала, укључујући и прилив по основу страних директних инвестиција. Чешка је под утицајем свјетске економске и финансијске кризе забиљежила пад нето прилива страних директних инвестиција, али је прилив ипак био релативно задовољавајући. Њихов нето прилив по становнику, са просјечног годишњег износа од 955 USD оствареног током 2004-2009. године, опао је на 736 USD током 2010-2018. године. Ипак, највећу осјетљивост на спољне поремећаје показала је Мађарска која се веома брзо нашла на удару свјетске кризе па је већ током 2009-2010. године дошло до снажног преокрета у приливу капитала из иностранства. Од нето увознице, Мађарска је постала нето извозница капитала. Генерално, у посљедњих десетак година стране директне инвестиције у Мађарској се могу описати као релативно снажни и веома промјенљиви токови капитала.

Као транзиционе земље које су забиљежиле најмањи пад привредне активности, проузрокован започетим процесом либерализације цијена и трговине, у кумулативном

износу од -13 до -19% БДП-а, већ једну до двије године након увођења програма макроекономске стабилизације остварили су позитиван раст реалног БДП од 1% до 3%, у зависности од земље (графички приказ број 172).

Графички приказ број 172: Стопа раста реалног БДП-а у Чешкој, Мађарској и Пољској



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Међутим, након релативно кратког периода успона, прво у Мађарској, а затим и у Чешкој, привредни раст је поново заустављен, што сугерише да је макроекономска стабилност, постигнута након поремећаја изазваних започетим процесима економске трансформације, била релативно осјетљива. Прецизније речено, 1996. године Мађарска је забиљежила стагнацију привредне активности, док је Чешка, током 1997-1998. године, усљед валутне кризе, али и поремећаја у спољном окружењу 1998. године који су произилазили из неповољног развоја економске ситуације у Русији, те изостанка значајнијег учешћа страних инвеститора у приватизацији предузећа, други пут доживјела транзициону рецесију која је резултирала кумулативним падом реалног БДП-а од 1%. Ипак, и мађарска и чешка економија су се веома брзо поново нашле на путу привредног опоравка те су већ 1997. године, односно 1999. године ушле у десетогодишњи период континуираног привредног раста. За разлику од Мађарске која је током десетогодишњег периода остварила готово уједначене годишње стопе раста реалног БДП-а које су се кретале између 4% и 5%, Чешка је забиљежила доста неуједначене годишње стопе раста раелног БДП-а које су се кретале у распону 1% и 7%. Посебно високе стопе раста реалног БДП-а, генерисане снажним приливом иностраног капитала, али и експанзијом извозне активности, које су се кретале од 5 до 7%, Чешка је остварила након уласка у ЕУ.

За разлику од Мађарске и Чешке, посматрано у периоду до појаве глобалне кризе, Пољска, након двогодишњег пада привредне активности, узрокованог промјенама у економском и политичком систему и изласка из транзиционе рецесије (1992), није прекидала низ позитивних годишњих стопа раста реалног БДП-а, али је током 2001-2002. године пролазила кроз фазу нешто успоренијег привредног раста, са стопама

раста реалног БДП-а од 1,5%. Не задуго, уласком Пољске у ЕУ подстакнут је снажан прилив страних директних инвестиција, што је изазвало убрзавање привредног раста и остваривање високих стопа раста реалног БДП-а које су се и током 2004-2008. године кретале у интервалу од 4% до 7%.

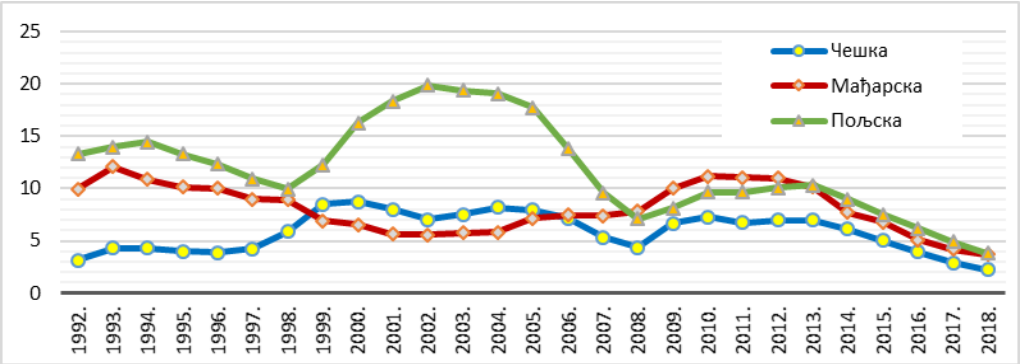
Тенденција вишегодишњег стабилног привредног раста, праћена је релативно ниском стопом незапослености у случају Мађарске и Чешке, која се кретала у уском распону од 6% до 8% те њеном силазном путањом у случају Пољске па је са 20% 2002. године оборена на 7% 2008. године (графички приказ број 172).

Искуство Пољске је показало да се ова земља успјешно борила са свјетском економском и финансијском кризом. Наиме, пољска привреда је једна од ријетких која је избјегла рецесију. Свјетска економска и финансијска криза је, смањењем нето прилива капитала и извозне тражње, успорила, али не и зауставила привредни раст па се стопа раста реалног БДП током 2008-2011. године кретала између 3% и 5%. Економска криза, која је довела до погоршања општег економског стања, произвела је једногодишње негативне стопе раста реалног БДП-а од -4,8% у Чешкој и -6,6% у Мађарској. Интересантно је напоменути да је Мађарска 2007. и 2008. године тј. у годинама рекордног прилива страних директних инвестиција, пролазила кроз фазу јако успореног привредног раста, са стопама раста реалног БДП-а од 0,4 до 0,9%, респективно. То указује на то да се мађарска привреда, као извозно оријентисана земља (са учешћем извоза у БДП-у од 80%), прије свега кроз успоравање раста извозне тражње, нашла на удару свјетске економске и финансијске кризе већ на њеном самом почетку.

Пад привредне активности узрокован свјетском кризом, а затим и њен успорен раст, праћен је поремећајима на тржишту рада па је стопа незапослености, у све три земље, порасла за 3 до 4 процентна поена у односу на период непосредно прије кризе. Другим ријечима, криза је зауставила тенденцију опадања незапослености у тренутку када је достигла ниво који се кретао између 4% и 7%, али без изазивања значајнијих поремећаја на тржишту рада, у смислу погоршања, па стопа незапослености није прелазила 8% у Чешкој и 11, односно 12% у Пољској и Мађарској, респективно (графички приказ број 173). Током 2012-2013. године, ове три земље поново су се суочиле са потешкоћама и неизвијесношћу. Усљед новог таласа кризе, дошло је до успоравања извоза, смањења кредитне активности, па је привреда ових земаља, након двије године опоравка, поново успорила раст. Ипак, током посљедњих пет година посматраног периода (2014-2018) све три земље, уз јако сличне путање кретања стопа

раста реалног БДП-а остварили су раст привредне активности око 4%, просјечно годишње. На графичком приказу број 173, јасно се уочава да је од 2014. године успостављена тенденција опадања стопа незапослености и њиховог међусобног конвергирања, па је на крају посматраног периода износила око 2 % у Чешкој те нешто мање од 4% у Мађарској и Пољској, што ове три земље сврстава у ред земаља са ниском стопом незапослености.

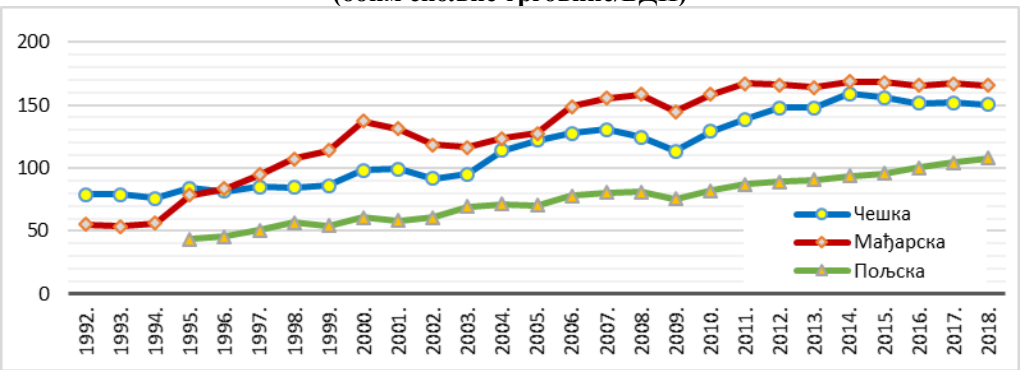
Графички приказ број 173: Стопа незапослености у Чешкој, Мађарској и Пољској



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Ипак, негативне посљедице глобалне кризе на реални сектор економија посматраних земаља, у односу на поремећаје које су под утицајем криза забиљежиле напредније транзиционе земље са политиком фиксног девизног курса (Естонија, Летонија и Литванија), биле су значајно мање. Уз то, интересантно је напоменути да су Чешка, Пољска и Мађарска, непосредно пред избијање кризе, са већим учешћем извоза у БДП-у у односу на учешће увоза, забиљежиле високу, али и нешто већу стопу отворености привреде у односу на балтичке земље, која се кретала од 81% у Пољској до 124% у Чешкој и 158% у Мађарској (графички приказ број 174).

Графички приказ број 174: Стопа отворености привреде Чешке, Мађарске и Пољске (обим спољне трговине/БДП)



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

То упућује на закључак да је, упркос већој, прије свега извозној зависности привреда ове три земље од привреда других земаља, механизам дјеловања флуктуирајућег

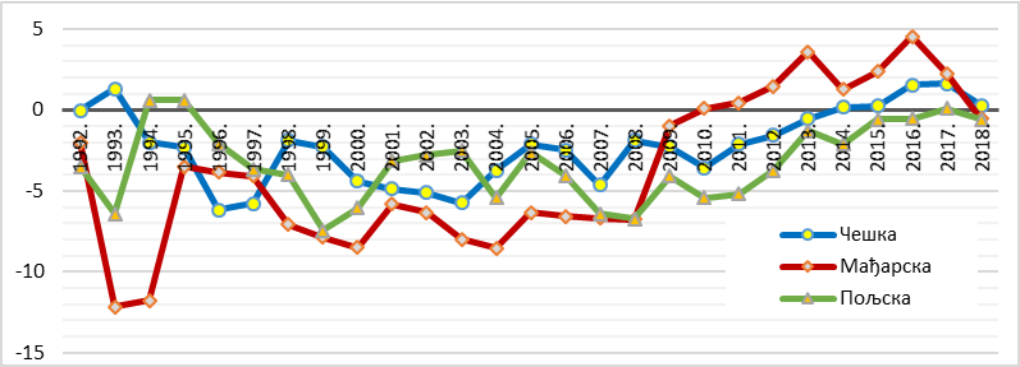
девизног курса, омогућавајући депресијацију номиналног девизног курса у околностима смањеног прилива и појачаног одлива капитала, проузрокованог глобалном кризом, подстицањем цјеновне конкурентности извозног сектора, допринио ублажавању негативних посљедица спољних шокова (пада БДП у развијеним земљама) на националне привреде, спречавајући веће осцилације привредне активности и запослености. У том контексту, може се рећи да је глобална криза показала да је одлагање ових земаља да приступе ERM II механизму, вољно или невољно, у одређеној мјери било од користи.

Приказане анализе стања у економијама ових земаља су показале да је дефицит текућег рачуна достигао врх непосредно пред прелазак на режим флуктуирајућег курса. Нешто снажније депресијације номиналног курса националних валута, које су услиједиле непосредно након увођења режима флуктуирајућег девизног курса, произвеле су позитиван ефекат на побољшање стања текућег рачуна, па је већ у року од једне до двије године дефицит значајно смањен. Јачање процеса интеграције у ЕУ, које је подразумијевао спровођење дубоких структурних реформи, као по правилу, значило је растући прилив капитала из иностранства. Прилив иностраног капитала подстицао је раст домаће потрошње која се, у околностима растуће отворености националних привреда, дијелом ослањала на увозну робу, што је доприносило одржавању дефицита у текућем рачуну платног биланса на нивоу између 5% и 7% БДП-а, у зависности од земље.

На графичком приказу број 175 може се уочити да је под утицајем глобалне кризе, а потом и успореног привредног раста, уз ријетка повремена погоршања, успостављена јасна тенденција смањења дефицита у текућем рачуну платног биланса и привременог преласка у суфицит, да би на крају посматраног периода, све три земље имале готово уравнотежен текући рачун платног биланса. Ипак, у нивоу оствареног дефицита, посебно у предрецесионом периоду, могу се уочити значајне разлике између Чешке, Мађарске и Пољске, с једне стране, и балтичких земаља, с друге стране. У предрецесионом периоду дефицит остварен на нивоу балтичких земаља имао је снажну тенденцију погоршања и удаљавања од равнотежног нивоа, па су 2007. године, непосредно пред избијање глобалне кризе, забиљежене екстремне вриједности и то од 15% у Естонији и Литванији и чак 21% БДП-а у Летонији. Пад домаће тражње, усљед пада приватне и јавне потрошње те инвестиционе активности, што је значило и пад увоза, проузрокован свјетском економском кризом, али и спор опоравак свјетске привреде, водио је смањењу дефицита текућег рачуна у обе групе земаља. Већи пад

тражње у балтичким земљама посљедично је значио и брже смањење дефицита и његов прелазак у суфицит.

Графички приказ број 175: Салдо текућег рачуна као % БДП у Чешкој, Мађарској и Пољској



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Значајно мање учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у, у посматраним напреднијим транзиционим земљама са флуктуирајућим курсом у односу на напредније транзиционе земље са фиксним девизним курсом, показује да механизам прилагођавања платног биланса уз помоћ флуктуирајућег девизног курса, упркос одређеним ограничењима, функционише на релативно задовољавајући начин. У цјелини посматрано, режим флуктуирајућег девизног курса, путем стимулисања цјеновне конкурентности привреде те јачања монетарне политике и ограничавање шпекулативних капиталних токова, уз повољно спољне окружење, допринос је стварању повољних услова за одржавање ниске стопе инфлације и наставак реалног привредног раста, без значајнијег продубљивања спољне неравнотеже.

4.3.2. Европске транзиционе земље које заостају у спровођењу структурних реформи

На основу просјечних вриједности индикатора транзиционог напретка, приказаних у табели број 3, посматраних на нивоу узорака формираних од земаља Југоисточне Европе које се, у цјелини посматрано, спорије приближавају стандардима типичне тржишне привреде, него земље Балтика и Централне Евопе, може се запазити да, са пресјеком 2013. године, између узорка земаља са *политком трајнијег фиксног девизног курса* и узорка земаља са *политиком веће флексибилности девизног курса,* не постоје значајније разлике у погледу укупног обима спроведених реформи. Исто тако, на основу просјечних вриједности индикатора транзиционог напретка, уочава се да међу овим земљама, без обзира на политику девизног курса, унутар формираних узорака, постоји значајно већа неуједначеност достигнутог степена спроведених структурних реформи, него унутар узорака формираних од напреднијих транзиционих земаља. Политички нестабилни услови у којима су земље Југоисточне

Европе започеле и спроводиле структурне реформе један је од фактора који је допринесио разликама у току и темпу спровођења реформи, како међу овим земљама, тако и у односу на земље Балтика и Централне Евопе.

4.3.2.1. Земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса: Босна и Херцеговина, Бугарска и Сјеверна Македонија

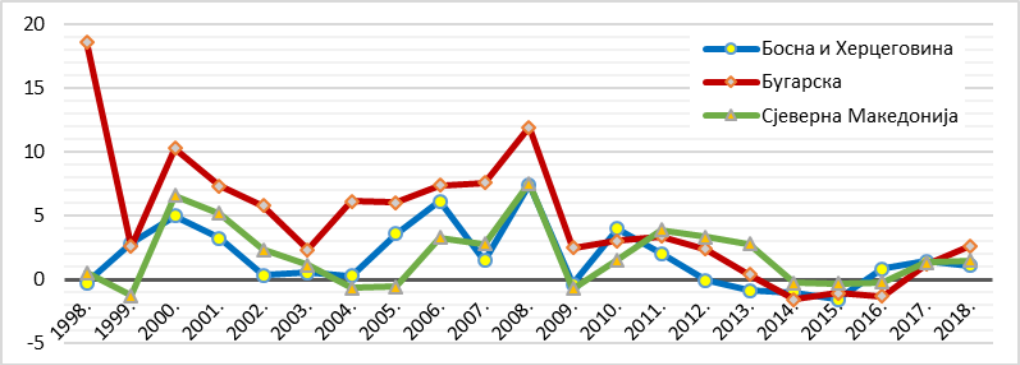
Босна и Херцеговина, Бугарска и Сјеверна Македонија су транзиционе земље које, на путу ка ЕУ и ЕМУ, имају сличну путању монетарне и политике девизног курса као и балтичке земаља. То значи да су и ове три земље, у складу са макроекономским перформансама и постављеним циљевима, након иницијалне макроекономске стабилизације наставиле са примјеном политике фиксног девизног курса. Такође, значајна карактеристика већине земаља из овог узорка огледала се у томе да су процес транзиције започеле примјеном флуктуирајућег девизног курса. Бугарска и Сјеверна Македонија су, као Литванија и Летонија, усљед недостатка девизних резерви за одбрану фиксног курса, процес транзиције започеле са примјеном флуктуирајућег девизног курса. Међутим, вишегодишње негативне стопе привредног раста и неопходност брзог заустављања врло високе инфлације, као предуслова за оживљавање привреде и постизање одрживог привредног раста, приморала их је на избор режима фиксног девизног курса, у ригидном, односно конвенционалном облику. Другим ријечима, ове двије земље су биле принуђене да изврше монетарну реформу засновану на девизном курсу као номиналном „сидру“. Уз подршку ММФ-а, Сјеверна Македонија 1994. године уводи конвенционално фиксни паритет тј. везујући денар за њемачку марку прелази на класичан облик фиксног режима уз могућност прилагођавања паритета, а Бугарска 1997. године уводи валутни одбор. Исте године, Босна и Хецеговина наставља транзициони процес, ратом прекинут, такође увођењем валутног одбора, уз подршку ММФ-а. Од тада ове три релативно мале земље, са отвореном привредом, нису мијењале режим девизног курса.

Међутим, у односу на балтичке земље, услови у којима се спроводила монетарна и укупна економска политика, у ове три земље, били су значајно неповољнији. Изражена политичка нестабилност у све три земље, укључујући грађански рат у Босни и Херцеговини (1992-1995) који је значио одгађање економске трансформације, те и оружани сукоб 2001. године у Сјеверној Македонији, значајно су успоравали постизање консензуса о циљевима економске реформе, и тиме утицали на спорост у спровођењу реформи, посебно на реалном сектору економије. Једноставније речено, наведени разлози неповољно су утицали на ток и темпо приближавања ових земаља

стандардима тржишне економије, са негативним дејством на резултате транзиције. Фактички, кашњење и спорост у спровођењу струкрурних реформи значило је спорије остваривање позитивног заокрета у оживљавању привреде.

Конвенционално фиксни девизни курс у Сјеверној Македонији те аранжман валутног одбора у Босни и Херцеговини и Бугарској, путем ефеката на повећање финансијске дисциплине и кредибилитета програма стабилизације, допринијели су да се у релативно кратком периоду оствари снажан стабилизујући ефекат. Искуство ових земаља је показало да је веома брзо након увођења фиксног девизног курса дошло до снажног обарања инфлација па је већ у року од двије године сведена на ниво од 2% до 3%. Заједничка карактеристика Сјеверне Македоније и Босне и Херцеговине огледа се у томе што у периоду након иницијалне стабилизације цијена, постигнуте 1996, односно 1997. године, респективно, за разлику од осталих транзиционих земаља са политиком фиксног девизног курса, ове двије земље нису забиљежиле њихову двоцифрену стопу раста (графички приказу број 176).

Графички приказ број 176: Стопа инфлације у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Раст домаће тражње која је у значајној мјери финансирана приливима иностраног капитала (укључујући прилив по основу дознака и задужења у иностранству) те наставак процеса дерегулације административних цијена, у околностима раста цијене нафте на свјетском тржишту и високе увозне зависности, од 2005, односно 2006. године, доприносили су оживљавању инфлационих очекивања те умјереном расту инфлације у Босни и Херцеговини и Сјеверној Македонији, односно њеном нешто убрзанијем расту у Бугарској, додатно изазваним растом понуде домаћег новца усљед снажног приливом иностраног капитала. Ипак, за разлику од Бугарске која је 2008. године забиљежила двоцифрену стопу раста цијена и то од 12%, у Босни и Херцеговини и Сјеверној Македонији, исте године, инфлација је забиљежила свој највећи, али ипак једноцифрени износ од 7,5%. Разлике у стопама инфлације међу

посматраним земљама, у предрецесионом периоду, посљедица су, прије свега, разлика у приливу иностраног капитала, које су значиле и различите инфлационе притиске.

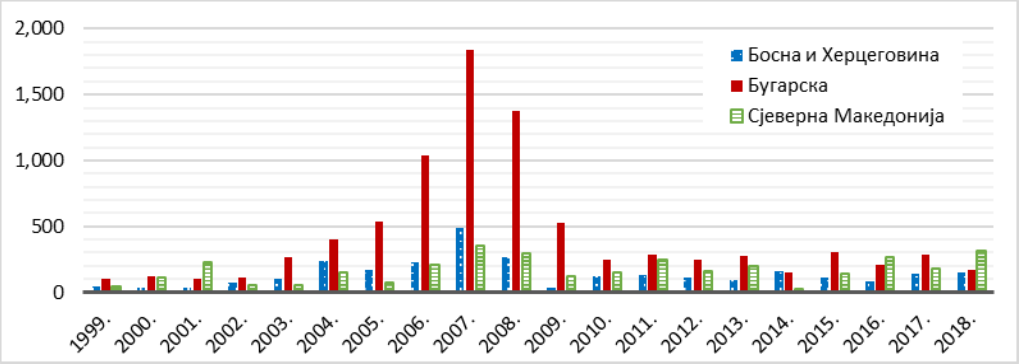
Смањење новчаних прилива из иностранства, проузроковано глобалном кризом, у околностима очувања стабилности номиналног девизног курса, значило је смањење понуде домаћег новца у пострецесионом периоду. То је вршило притисак на успоравање стопе инфлације и њен прелазак у благу дефлацију која је трајала од три до четири године, у зависности од земље. У графичком приказу број 176 може се уочити да током 2010-2018. године постоји висок степен сличности у кретању стопа инфлације између посматраних земаља. Такође, јако ниске просјечне годишње стопе инфлације, са оствареним вриједностим између 0,6% и 1,3%, показују да су инфлациони притисци, у ове три земље, снажно пригушени.

У цјелини посматрано, графички приказ број 176 показује да су Босна и Херцеговина и Сјеверна Македонија, са јако сличним путањама кретања инфлације, успјеле да успоставе и одрже релативно стабилну и ниску стопу инфлације током нешто више од двије деценије па је општи ниво цијена, укључујући релативно честе периоде дефлације, растао по стопи мањој од 2%, просјечно годишње. Бугарска је, у посљедње двије деценије, усљед појачаног прилива капитала који је, нарочито у предрецесионом периоду, снажније подстицао раст домаће тражње, забиљежила нешто већу просјечну годишњу стопу инфлације која је износила око 4%.

Паралелно са растом кредибилитета макроекономске политике, заснованог на монетарној и фискалној дисциплини, у комбинацији са јачањем процеса интеграције у ЕУ и унапређењем структурних реформи (процеса приватизације), Бугарска је све више и у значајно већој мјери него Босна и Херцеговина и Сјеверна Македонија постајала привлачна за иностране улагаче. Посебно снажан прилив страних директних инвестиција остварен је током 2006-2008. године, што је, и у случају Бугарске, потврдило да приступ тржишту ЕУ представља значајан фактор привлачења овог облика иностраног капитала (графички приказ број 177). Посматрано у периоду од 1999. до 2009. године Бугарска је, у кумулативном износу, остварила скоро 4 пута већи нето прилив страних директних инвестиција по становнику, него Босна и Херцеговина и Сјеверна Македонија, и то 6.400 USD према 1.700 USD. Релативно низак прилив страних директних инвестиција у Босну и Херцеговину и Сјеверну Македонију, посматран као индикатор достигнутог степена структурних реформи, указује на спорост у њиховом спровођењу, посебно у реалном сектору привреде. У графичком приказу број 177 може се запазити да је, у пострецесионом периоду, дошло не само до

смањења нето прилива страних директних инвестиција по становнику, већ и до смањења разлика у њиховом приливу између анализираних земаља, па се током посљедње деценије кретао у распону од 1.100 до 2.200 USD, кумулативно.

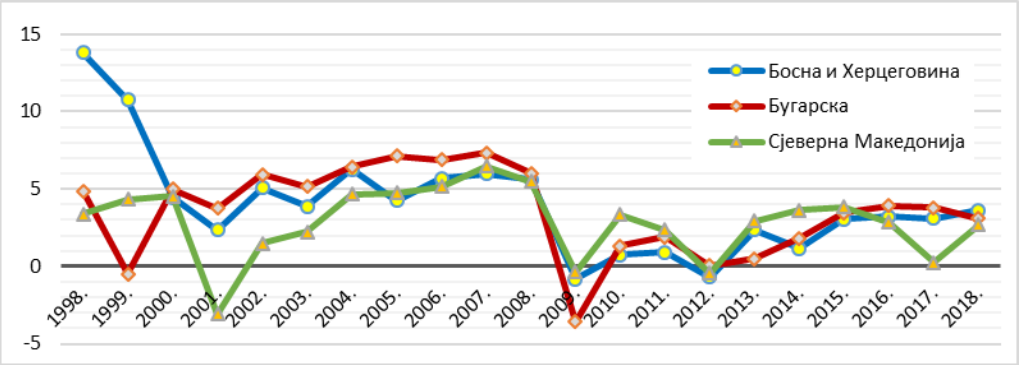
Графички приказ број 177: Стране директне инвестиције у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији (нето прилив по становнику), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Тенденција стабилности у монетарној области, која је услиједила након увођења режима фиксног девизног курса, те спроведене структурне реформе, уз повољно спољно окружење, резултирали су вишегодишњим позитивним стопама привредног раста. У периоду од увођења програма макроекономске стабилизације, заснованог на режиму фиксног девизног курса, па до избијања свјетске економске и финансијске кризе која је ове земље погодила 2009. године, просјечне стопе раста реалног БДП-а биле су око 6% у Босни и Херцеговини, 5% у Бугарској и најмање у Сјеверној Македонији око 3%, годишње (графички приказ број 178). Уз напомену да је Бугарска већ 1999. године, под утицајем руске валутне кризе, а Сјеверна Македоније 2001. године, усљед избијања оружаног сукоба и дубоке политичке кризе, пролазила кроз једногодишњу рецесију.

Графички приказ број 178: Стопа раста реалног БДП-а у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Такође, ради добијања реалније слике о динамици привредних кретања, при тумачењу стопе раста реалног БДП-а у Босни и Херцеговини потребно је имати у виду статистички ефекат ниске основе - за основну годину узимала се година у којој је остварен низак ниво привредне активности. Посебно жива привредна активност, у све три земље, забиљежена је у предрецесионом периоду, тј. у периоду од 2004. до 2008. године, током којег је реални БДП, на нивоу сваке од посматраних земаља, показивао релативно високе и доста уједначене годишње стопе раста које су се кретале између 5% и 6% у Босни и Херцеговини и Сјеверној Македонији те између 6% и 7% у Бугарској.

Главни покретачки фактор привредног раста била је домаћа потрошња, подржана кредитном и фискалном експанзијом, али и раст извозне тражње. Осим спроведених реформи које су имале за циљ да обезбиједе дугорочну стабилност за улагање капитала, динамичном привредном расту, доприносио је процес приближавања, а у случају Бугарске и улазак у ЕУ. То је додатно стимулисало прилив страних директних инвестиција и развој приватног сектора, као носиоца нешто убрзанијег привредног раста. Уз појачан прилив страних директних инвестиција те раст извозне активности, повећање спољне задужености је, такође, био значајан покретач привредног раста. Фактички, напредовање на путу ка ЕУ олакшавало је приступ спољним изворима финансирања, укључујући и задуживање на међународном финансијском тржишту.

Међутим, привредни раст није праћен значајнијом стабилизацијом тржишта рада, осим у случају Бугарске (графички приказ број 179). За разлику од Бугарске која је, у окружењу које је карактерисала релативно ниска инфлација и сталан привредни раст, успјела да у предрецесионом периоду оствари једноцифрену стопу незапослености, то није био случај са Босном и Херцеговином и Сјеверном Македонијом.

Графички приказ број 179: Стопа незапослености у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији

Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Претходно урађена анализа је показала да су ове двије транзиционе земље имале најниже просјечне стопе инфлације, али и далеко највеће стопе незапослености чији је најнижи ниво, у предрецесионом периоду од 23%, односно 32%, респективно, регистрован 2008. године. Наиме, од увођења програма стабилизације, иако већ висока, стопа незапослености у Босни и Херцеговини имала је узлазни тренд па је 2006. године достигла врх од 31%. Готово у исто вријеме, стопа незапослености у Сјеверној Македонији кретала се између 34 и 37%. Очигледно да обим спроведених структурних реформи није довео до значајнијег улагања капитала у производњу и јачање конкурентности приватног сектора, а тиме ни до значајнијег пораста запослености у том сектору.

Свјетска економска криза зауставила је позитивне тенденције на реалном сектору економије и већ 2009. године у све три посматране земље, довела до једногодишње рецесије, са негативним стопама раста реалног БДП-а од -0,8% у Босни и Херцеговини, -3,6% Бугарској и -0,4% у Сјеверној Македонији.

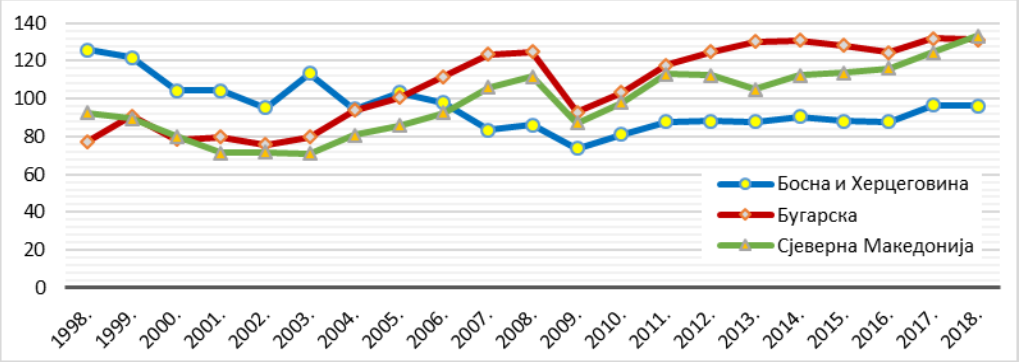
Један од разлога значајно мањег пада привредне активности у ове три земље, посебно у односу на Естонију, Летонију и Литванију, као земље које су такође примијењивале фиксни девизни курс, може бити и тај што, усљед спорог провођења структурних реформи, а код Босне и Херцеговине и Сјеверне Македоније још увијек незавршеног процеса транзиције, нису створиле довољно снажан и конкурентан извозни сектор, па ни пад привредне активности у развијенијим земљама, путем смањења тражње са тих тржишта, није имао значајан ефекат на БДП-а. Истраживање је показало да је свјетска криза произвела веће поремећаје у оним земљама које су раст и развој у већој мјери заснивале на извозу[44].

Кретање стопе отворености привреда Сјеверне Македоније и Бугарске, мјерене учешћем спољне трговине (извоза и увоза) у БДП, показује да је након вишегодишње тенденције раста, ниво отворености 2008. године достигао износ од 112% и 125%, респективно. Међутим према подацима Свјетске банке (2019), растућа отвореност привреда ове двије земље, посљедица је, прије свега, бржег раста увозне у односу на извозну зависност. Другим ријечима, вишегодишњи спорији раст извозне у односу на увозну зависност један је од разлога мање осјетљивости ових земаља на поремећаје у свјетској привреди. На графичком приказу број 180 уочава се да, у анализираном периоду, између Бугарске и Сјеверне Македоније постоји висок степен сличности у

[44]Према подацима Свјетске банке 2008. године у БиХ учешће извоза у БДП-у износило око 27%, а у Естонији, Летонији и Бугарској око 66%, 40% и 52%, респективно.

кретању стопа отворености привреде, уз запажање да су 2018. године забиљежиле исти, релативно висок ниво зависности привреде од спољне трговине, 133%.

Графички приказ број 180: Стопа отворености привреде Босне и Херцеговине, Бугарске и Сјеверне Македоније (обим спољне трговине/БДП)



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

За разлику од Бугарске и Сјеверне Македоније, на графичком приказу број 180 уочава се да је у предкризном периоду стопа отворености привреде Босне и Херцеговине имала тенденцију опадања па је ниво отворености од 85%, остварен 2008. године, знатно нижи у поређењу са многим транзиционим земљама. Управо, ниска просјечна стопа извоза која је, према подацима Свјетске банке, била 27% и која је нешто више од два пута нижа од стопе увоза, може у одређеној мјери дати објашњење ниске осјетљивости привреде Босне и Херцеговине на пад БДП у развијенијим земљама.

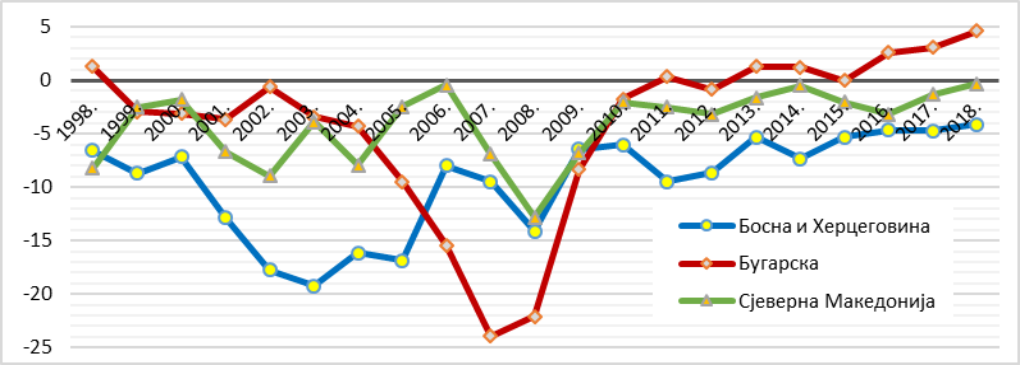
Значајно мањи прилив капитала из иностранства, посебно у облику страних директних инвестиција, један је од разлога успореног привредног раста у пострецесионом периоду. Уз то, поновни улазак развијенијих европских земаља у рецесију, 2011. и 2012. године, након благог опоравка, успорило је привредне активности и у посматраним земљама па је просјечна годишња стопа раста реалног БДП-а, током 2012-2018. године била 3%, у све три земље. Ипак, у посљедњих двадесетак година, Бугарска је, уз бржи просјечан годишњи раст цијена, остварила динамичнији привредни раст у односу на Босну и Херцеговину и Сјеверну Македонију, као посљедица, прије свега, нешто бржег приближавања стандардима тржишне привреде, праћеног већим износима прилива иностраног капитала.

Глобална криза је имала снажно негативно дејство на тржиште рада, посебно у Бугарској, па је стопа незапослености, уз већ традиционално високе стопе у Босни и Херцеговини и Сјеверној Македонији, приближавајући се стопама регистрованим у почетној фази транзиције, и у Бугарској поново имала двоцифрени износ (са нешто мање од 6%, колико је регистровано 2008. године, скочила је на 13% 2013. године). Опоравак свјетске привреде, посљедично и привреда посматраних земаља, иако

значајно спорији у односу на предкризни период, резултирао је успостављањем тенденције благог опадања стопе незапослености у све три посматране земље, тако да је 2018. године износила око 5% у Бугарској, 18% у Босни и Херцеговини и највише у Сјеверној Македонији 21%.

На спољном плану, опоравак привреде и вишегодишње позитивне стопе раста реалног БДП-а постигнуте су уз растући дефицит текућег рачуна платног биланса посматраних земаља. Прилив иностраног капитала, и девизни приливи у цјелини, прије појаве глобалне кризе, подстицао је раст домаће тражње, која се значајно ослањала на увозну робу. То је, у околностима либерализације спољне трговине, водило погоршању дефицита текућег рачуна платног биланса и његовом удаљавању од равнотежног нивоа, посебно у Босни и Херцеговини и Бугарској (графички приказ број 181).

Графички приказ број 181: Салдо текућег рачуна као % БДП у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији

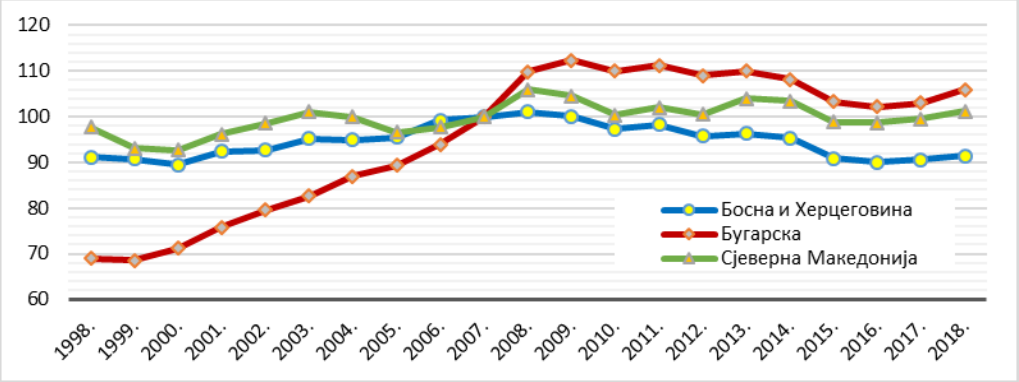


Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Истовремено, прилив иностраног капитала, путем подстицања раста домаће тражње, вршио је притисак на раст цијена, што је успоравало приближавање стопе инфлације у посматраним земљама инфлацији у развијенијим земљама. То је у околностима непромијењеног нивоа номиналног девизног курса, у предрецесионом периоду, нарочито у Бугарској, водило апресијацији реалног девизног курса са негативним дејством на цјеновну конкурентност извозног сектора. На то указује кретање индекса реалног ефективног девизног курса илустровано на графичком приказу број 182, на којем се јасно уочава да је тек под утицајем глобалне кризе заустављена тенденција раста овог индекса, односно погоршања конкурентности посматраних привреда. Ипак, на графикону се уочава да је губитак конкурентности, у предкризном периоду, био значајно већи у Бугарској, него у Сјеверној Македонији и Босни и Херцеговини, које су забиљежиле благу апресијацију националних валута. Перманентно погоршање конкурентности националних привреда на међународном тржишту, у комбинацији са

снажним растом домаће тражње која се дијелом задовољавала из увоза, водило је повећању дефицита текућег рачуна па је у години која је претходила рецесији достигао врх од 13% у Сјеверној Македонији, 14% у Босни и Херцеговини и највише у Бугарској од 22% БДП-а.

Графички приказ број 182: Индекс реалног ефективног девизног курса конвертибилне марке, бугарског лева и македонског денара, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Успорен привредни раст током 2009-2018. године, путем пада домаће потрошње, праћен дефлационим притисцима имао је позитиван ефекат на салдо текућег рачуна у све три земље, па је 2018. године Бугарска остварила суфицит од 5% БДП, Сјеверна Македонија готово елиминисала дефицит, а Босна и Херцеговина, колико толико, прихватљив ниво дефицита од 4% БДП.

Упркос сличним режимима девизног курса, спроведена компаративна анализа кретања основних макроекономских индикатора је показала да се транзиционо искуство међу земљама које чине овај узорак значајно разликује у погледу остварених резултата. Разлике између перформанси бугарске привреде, с једне стране и перфоманси привреда Босне и Херцеговине и Сјеверне Македоније, с друге стране, у одређеној мјери, рефлексија су разлика у брзини спровођења структурних реформи. Уочене разлике, у одређеној мјери, отежавају сагледавање ефеката политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже ових земаља, а самим тим и оцјену адекватности изабране политике девизног курса у дугом року.

4.3.2.2. Земље са политиком веће флексибилности девизног курса: Албанија, Румунија и Србија

Претходно спроведена истраживања су показала да се Србија, у вођењу политике девизног курса, кретала у правцу растуће флексибилности режима девизног курса, слично као Чешка, Мађарска и Пољска. Монетарна власт Србије, иако се на почетку процеса транзиције званично опредијелила за режим управљано флуктуирајућег

девизног курса, програм макроекономске стабилизације заснивала је на девизном курсу као номиналном „сидру“, практикујући фиксни девизни курс прво у конвенционалном, а потом и у облику покретног паритета, с тим да није постојала унапријед објављена путања девизног курса, а тиме ни формална обавеза централне банке да брани одређени ниво девизног курса. Наиме, напредовањем процеса транзиције појавили су се стандардни проблеми програма стабилизације заснованог на фиксном девизном курсу, као што су апресијација реалног девизног курса и погоршање конкурентности привреде. То је довело до одлуке о напуштању конвенционално фиксног девизног курса и преласку на флексибилније режиме девизног курса, прво у форми покретног паритета, а од 2006. године и управљаног флуктуирања девизног курса који је и данас у примјени. Од 2009. године, режим управљаног флуктуирања девизног курса Србија, званично, комбинује са инфлационим таргетирањем, као стратегијом постизања цјеновне стабилности. За разлику од Србије која је само формално у процес транзиције ушла са режимом управљано флуктуирајућег девизног курса, Албанија и Румунија су, како у фази макроекономске стабилизације, усљед недостатка девизних резерви потребних за одбрану фиксног курса, али и отежаног приступа страним изворима финансирања, тако и у наредним фазама процеса транзиције, биле усмјерене на избор и практичну примјену режима флуктуирајућег девизног курса и/или неки од облика тзв. меког везивања девизног курса (најчешће у облику покретног коридора), с тим да девизни курс није имао улогу номиналног „сидра“. Другим ријечима, Албанија и Румунија су биле принуђене да у циљу стабилизације цијена таргетирају одређени монетарни агрегат, често недовољно транспарентно, док је девизни курс базично детерминисан тржишним снагама. Албанија 1992. године уводи режим флуктуирајућег девизног курса који је успјела одржати до данас, с тим да је током времена мијењала режим монетарне политике. Румунија је примијењивала различите форме средишњих режима девизног курса, без експлицитне и транспарентне монетарне стратегије све до 2004. године, након чега режим управљаног флуктуирања комбинује са таргетирањем инфлације.

Ипак, у односу на Чешку, Мађарску и Пољску, као земаља које су у циљу избјегавања значајније апресијације реалног девизног курса, такође примјењивале политику веће флексибилности девизног курса, политичко и макроекономско, укључујући и спољно окружење, у којем су Албанија, Румунија и Србија спроводиле монетарну и политику девизног курса било је значајно неповољније. Изражена, прије свега, политичка нестабилност, као и у случају Бугарске, Сјеверне Македоније и Босне и Херцеговине,

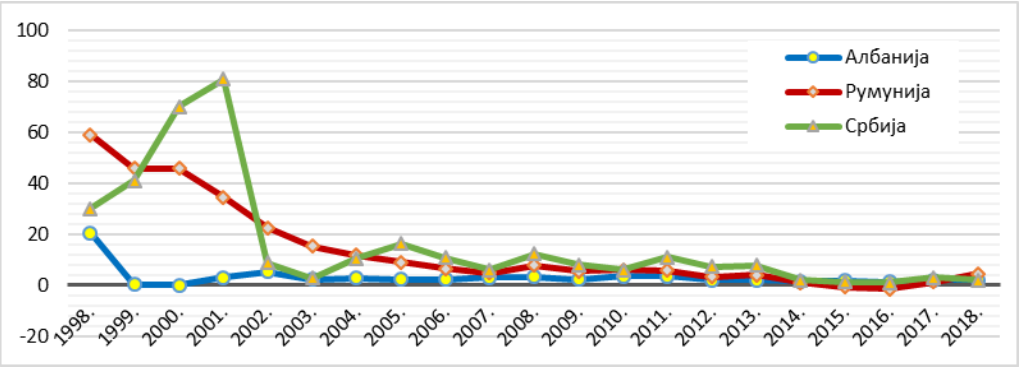
утицала је на спорост у постизању консензуса о циљевима економске реформе, а тиме и на спорост у спровођењу структурних реформи. Уз то, српска привреда је, за разлику од многих земаља у којима је транзиција започела почетком 90-их година XX вијека, са закашњењем од готово једне деценије ушла у транзициони процес. Другим ријечима, кашњење у спровођењу структурних реформи неповољно су утицали на ток и темпо приближавања ових земаља стандардима тржишне економије, а тиме и на ефекте макроекономских политика и привредна кретања.

Анализа кретања инфлације показала је да је дезинфлационом процесу, у све три посматране земље које чине овај узорак, недостајао континуитет. Након што је 1995. године забиљежила једноцифрену стопу инфлације од 8%, слом пирамидалних шема, праћен хаосом и губитком повјерења у економске власти, током 1997. године, генерисао је оштру депресијацију албанског лека која је била главни иницијатор новог инфлационог притиска, па је Албанија тек осам година након покретања процеса транзиције, успјела да стопу инфлације дугорочно одржава испод нивоа од 10%. Прецизније речено, у периоду од 1999. до 2002. године, стопа инфлације се кретала у интервалу од готово 0 до 5%, да би током 2003-2018. године тренд стопе раста инфлације био приближно константан, око 2-3% годишње (графички приказ број 183). По интензитету приближно уједначена годишња стопа инфлације била је испод стопа инфлације остварених у осталим транзиционим земљама. Значајан утицај на стабилност цијена у Албанији имала је релативна стабилност номиналног курса албанског лека, остварена у оквиру режима флуктуирајућег девизног курса и инфлационог таргетирања.

Дезинфлациони процес у Румунији прекинут је такође 1997. године и то усљед наглог пораста курса леја према долару, изазваног наставком политике либерализације девизног курса и административно контролисаних цијена, али и веома снажним процесом монетизације привреде. Послије дуго времена Румунија је, ипак, успјела да обезбиједи вишегодишњи процес дезинфлације, започет 1998. године. Од тада стопа инфлације показивала је перманентну тенденцију постепеног пада, али је тек 2005. године, односно 15 година након покретања процеса транзиције, стопа инфлације први пут сведена на ниво испод 10% (графички приказ број 183). Овакав учинак Румуније на плану стабилности цијена далеко је заостајао за резултатима које су забиљежиле многе европске транзиционе земље. Искуство Румуније је показало да је спорост у спровођењу кључних структурних реформи по правилу било праћено већом

и дуготрајнијом инфлацијом. Тенденција опадања стопе инфлације настављена је под утицајем свјетске економске кризе.

Графички приказ број 183: Стопа инфлације у Албанији, Румунији и Србији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

За нешто више од двије године након започетог процеса економске трансформације и примјене режима фиксног девизног курса у конвенционалном облику, Србија је имала једноцифрену стопу инфлације. Међутим, депресијација номиналног курса динара, која је услиједила након преласка на режим покретног паритета, у комбинацији са наставком процеса дерегулације цијена и снажним растом нето зарада, генерисала је снажне инфлационе притиске који су 2004. године довели до прекида процеса дезинфлације. Наиме, након експлозије инфлације током 2000-2001. године, услиједило је њено постепено опадање па је 2003. године, када је достигла свој минимум од 3%, била стављена под контролу. Ипак, већ 2004. године долази до преокрета у кретању стопе инфлације па тренд инфлације иде узлазном путањом. Инфлација у Србији је поново почела да убрзава тако да је 2004. године пробила границу од 10% да би 2005. године достигла ниво од 16%. Снажан раст агрегатне тражње, подржан фискалном и кредитном експанзијом те приливом иностраног капитала оствареног, прије свега, по основу раста задужења у иностранству и прилива страних директних инвестиција, у амбијенту раста цијене нафте на свјетском тржишту, главни су фактори убрзаног раста инфлације. Апресијација номиналног курса динара током 2006-2007. године те рестриктивнија монетарна политика, кроз повлачење вишка ликвидности из банкарског сектора доприносили су успоравању инфлације током 2006-2007. године и њеном свођењу на 6%. Међутим, показало се да је то била само „пауза“ у кретању инфлације коју је монетарна власт искористила за прелазак на режим флуктуирајућег девизног курса. Већ, 2008. године Србија је поново забиљежила двоцифрену стопу раста цијена у износу од 12%. Тек под утицајем свјетске економске кризе и значајних мјера штедње, Србија је успјела да обезбиједи одрживу једноцифрену стопу инфлације, са изузетком 2011. године, када је поново

забиљежена двоцифрена стопа инфлације од 11%. У посљедњих неколико година, у амбијенту успореног привредног раста, у којем је монетарна власт инсистирала на стабилности курса динара, Србија је успјела да стопу инфлације одржи на нивоу до 3% годишње.

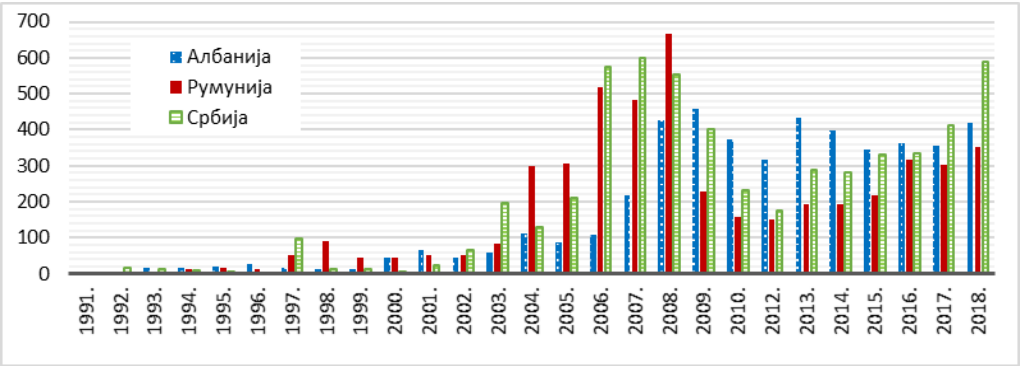
Док је Румунија уз готово континуирани пад стопе инфлације, током 1998-2018. године, остварила просјечну стопу инфлације од 12,8%, а Албанија по интензитету приближно уједначене годишње стопе инфлације које су са износима који су се најчешће кретали између 2% и 3%, биле испод стопа инфлације остварених у осталим транзиционим земљама, Србија је током транзиционог периода забиљежила по интензитету значајно неуједначену годишњу и релативно високу просјечну стопу инфлације која је била 12,5%. Значајно мања просјечна стопа инфлације у Албанији у односу на Румунију и Србију може бити посљедица одлуке њене монетарне власти да, у настојању да инфлацију стави под контролу, много раније, него Румуније и Србије, пријеђе на инфлационо таргетирање, као стратегију стабилизације цијена.

Кретање инфлације, илустровано на графичком приказу број 183, показује да је, у посткризном периоду, разлика у годишњим стопама инфлације између Албаније и Румуније у значајној мјери смањена па је током 2012-2018. године, у обе земље, општи ниво цијена растао по стопи од 1,8%, просјечно годишње. Такође, графички приказ открива да кретање инфлације у Србији, за разлику од Албаније која има доста уједначене и ниске годишње стопе инфлације те Румуније која је забиљежила вишегодишњи, готово перманентан пад стопа инфлације, карактерише осциловање годишњих стопа инфлације око силазног тренда, тј. уз повремена повећања, ниво инфлације се и у Србији током времена ипак смањивао. На графикону се може уочити да се током времена разлика у стопама инфлације међу земљама које чине овај узорак постепено смањивала па се под утицајем свјетске економске и финансијске кризе и стопа инфлације стабилизовала на врло ниском нивоу.

Почетни проблеми у обезбјеђивању процеса дезинфлације, којем је недостајао континуитет, те спорост у спровођењу кључних структурних реформи, утицали су на одлагања иоле значајнијег прилива иностраног капитала у ове земље, посебно у облику страних директних инвестиција. Дуготрајна и релативно висока инфлација, проузрокована, између осталог, нестабилношћу девизног курса, значила је релативно висок ниво ризика за иностране улагаче. Истовремено, недовољној заинтересованости иностраних улагача доприносила је и политичка нестабилност која је утицала на спорост у постизању консензуса о циљевима економске реформе, а тиме и на спорост

у спровођењу реформи на реалном сектору економије, које би у околностима отварања националног тржишта, развојем приватног сектора, водиле јачању конкурентности националне привреде. На графичком приказу број 184 може се запазити да је од почетка транзиционог процеса па до 2002. године у случају Србије, односно до 2003. године у случају Албаније и Румуније, нето прилив страних директних инвестиција, као индикатор достигнутог нивоа структурних реформи, био јако скроман, па је кумулативно био око 100, односно 460 и 780 USD по становнику, респективно. Другим ријечима, ове земље су, у неизвијесним и нестабилним макроекономским и политичким околностима, тешко успијевале да привуку значајнији квантум иностраног капитала, неопходног за оживљавање привреде и њену модернизацију. Тек када је правац транзиционих реформи био довољно јасан и упадљив, а процес дезинфлације обезбијеђен, услиједио је његов појачан прилив. Процес дезинфлације, праћен падом нивоа ризика, у координацији са јачањем процеса интеграције у ЕУ, које је подразумијевао убрзано спровођење структурних реформи, уз олакшан приступ иностраним изворима финансирања, стимулисали су прилив иностраног капитала, како у облику страних директних инвестиција, тако и у облику задужења у иностранству.

Графички приказ број 184: Стране директне инвестиције у Албанији, Румунији и Србији (нето прилив по становнику), мил. USD



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

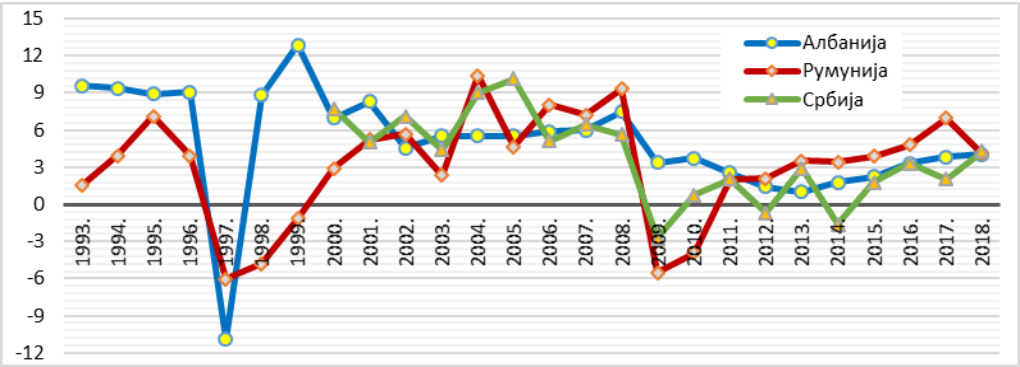
У цјелини посматрано, током 1992-2018. године, Албанија је остварила око 5.100, а Румунија 5.000 USD нето прилива страних директних инвестиција по становнику, кумулативно. Међутим, на графичком приказу број 184 јасно се уочава да су ове двије земље, у другој половини транзиционог процеса, забиљежиле значајно веће годишње износе страних директних инвестиција по становнику него у његовој првој половини. Прецизније речено, током 2004-2018. године Албаније је остварила 13 пута, а Румунија 9 пута већи нето прилив страних директних инвестиција по становнику него током 1992-2003. године.

Иако је са великим закашњењем ушла у процес транзиције, ипак, највећи кумулативни нето прилив страних директних инвестиција по становнику, током транзиционог периода од деветнаест година (2000-2018), као резултат убрзаних структурних реформи и стимулативних мјера, привукла је Србија и то у износу од 6.080 USD. Поређења ради, у периоду 2004-2018. година Србија је забиљежила око 5.800, Албанија 4.800 и најмање Румунија око 4.500 USD нето прилива страних директних инвестиција по становнику. Посебно снажан прилив страних директних инвестиција у све три земље забиљежен је у предрецесионом периоду.

Кретање страних директних инвестиција, током анализираног периода, открива њихову значајну осјетљивост на поремећаје у свјетској привреди. Не дуго након почетка свјетске економске и финансијске кризе, настале у САД током 2007. године, која се убрзано са најразвијенијих земаља проширила на читав свијет, нето прилив страних директних инвестиција добија силазну путању у све три земље. Континуирани трогодишњи силазни тренд резултирао је њиховим падом од 82% у Румунији, 70% у Србији и у Албанији од 31%. Благи опоравак свјетске привреде и постепено смањење неизвијесности и ризика доприносило је поновном успостављању тендеције раста прилива страних директних инвестиција у Србију и Румунију, односно њиховом задржавању на релативно високом нивоу у Алабанији.

Учвршћивање правца структурних реформи, праћено растућом отворености националних привреда и процесом дезинфлације те олакшаним приступом иностраним изворима финансирања, симултано, доприносило је оживљавању привреде у све три земље. Реални БДП је, послије вишегодишњег пада, изазваног либерализацијом цијена и трговине, показивао релативно високе стопе раста које су се у периоду од 1993. до 1996. године кретале око 9% у Албанији и 4% у Румунији, просјечно годишње (графички приказ број 185).

Графички приказ број 185: Стопа раста реалног БДП-а у Албанији, Румунији и Србији

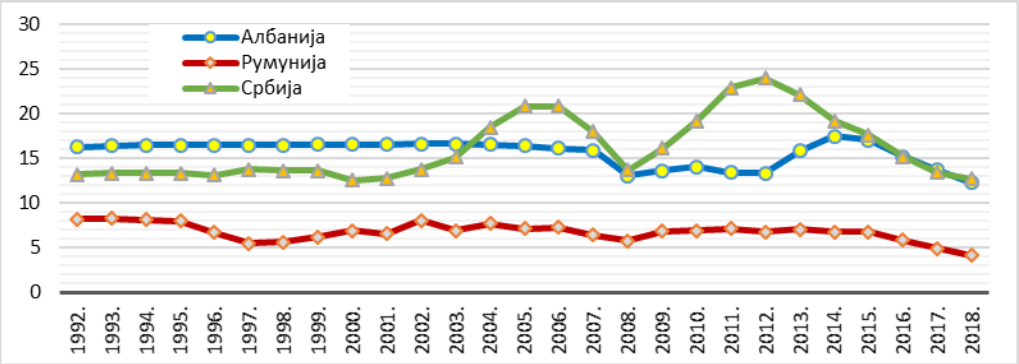


Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Међутим, након четворогодишњег привредног раста, обе земље поново доживљавају рецесију која у Албанији траје једну, а у Румунији три године. Реални БДП у Албанији је, послије једногодишњег пада 1997. године од 11%, изазваног сломом пирамидалних шема (које су биле повезане са приливом дознака из иностранства), тј. од 1998. године па до 2008. године наставио да расте по релативно високим стопама које су се кретале између 5% и 13%. Фактички, са просјечном годишњом стопом раста од 7%, Албаније је успјела да за десетак година удвостручи ниво реалног БДП-а. При томе, Албанија је ријетка транзициона земља која је у континуитету од 11 година остваривала стопе раста реалног БДП не мање од 5%.

Раст извозне активности те снажна домаћа тражња и растућа инвестициона активност, подржана приливом иностраног капитала (укључујући и девизне приливе по основу дознака из иностранства), али и растом повјерења у програм стабилизације и националну валуту, у амбијенту цјеновне стабилности, били су главни покретачи високих стопа раста реалног БДП. Ипак, дугорочна стабилност цијена и континуиран привредни раст у Албанији нису праћени значајнијим побољшањем на тржишту рада (графички приказ број 186).

Графички приказ број 186: Стопа незапослености у Албанији, Румунији и Србији



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019) и World Bank (2019).

Румунска привреда је такође 1997. године, усљед спорости у провођењу структурних реформи те оживљавања инфлационих очекивања и неповољног спољног окружења, ушла у фазу трогодишње рецесије са негативним стопама раста реалног БДП-а које су се кретале од -1 до -6%. Управо у кашњењу у реализацији власничке трансформације и реструктуирању предузећа, може се наћи објашњење за релативно ниску стопу незапослености која током транзиционог периода није прелазила ниво од 10% (графички приказ број 186). Тек након убрзања процеса структурних реформи, подстакнутих жељом за чланством у ЕУ, услиједио је период макроекономске стабилности који је трајао све до појаве свјетске економске кризе. Реални БДП је, током 2000-2008. године показивао растуће стопе које су просјечно годишње биле око

6%. Ипак, у предрецесионом периоду Румунија је забиљежила доста неуједначене годишње стопа реалног раста БДП-а које су се кретале у интервалу од 2% до 10%. У околностима стабилизације цијена, брз раст домаће потрошње, финансиране највише приливом иностраног капитала по основу задужења у иностранству и страних директних инвестиција, нарочито у предрецесионом периоду, али и појачана извозна активност били су главни покретачки фактори привредног раста. Усљед диманичне привредне активности стопа незапослености, ионако релативно ниска, добила је силазни тренд па је 2008. године износила око 6%.

Стабилизацијом монетарног сектора те прилагођавањем текуће економске политике реформским захтјевима Србија је стварала услове за опоравак привреде. На реалном сектору економије, након значајног пада привредне активности 1999. године од -12%, реални БДП је од 2000. године показивао високе стопе раста па је у периоду до 2008. године растао по стопама између 5% и 10% или просјечно годишње по стопи нешто мањој од 7%. Релативно високе стопе привредног раста највише су резултат спроведених структурних промјена и високе домаће тражње (засноване на кредитној и фискалној експанзији и приливу дознака из иностранства) те у одређеној мјери, раста извоза усљед повољних спољних околности. Ипак, упркос динамичној привредној активности, стопа незапослености остала је на високом нивоу. Економске реформе и процес приватизације и реструктурирања резултирали су смањењем броја запослених па је стопа незапослености са 13% на почетку транзиције порасла на готово 21% у 2005. и 2006. години (World Bank, 2019). Тек под притиском снажног привредног раста, оствареног током 2006-2007. године, успостављена је тенденција постепеног опадања стопа незапослености па је 2008. године износила 14%.

У цјелини посматрано, прилив иностраног капитала, у периоду прије избијања глобалне кризе, подржавао је раст домаће потрошње која је генерисала релативно високе стопе привредног раста у посматраним земљама. Упркос значајним разликама у оствареним просјечним годишњим стопама инфлације, све три земље су, у периоду од 2000. до 2008. године, уз сличан интервал варијација, остариле идентичне просјечне стопе раста реалног БДП-а од око 6%. Међутим, анализа кретања стопе незапослености показује да је динамична привредна активност једино у Румунији праћена једноциферним стопама незапослености.

Свјетска економска и финансијска криза имала је различит утицај на привреде ове три земаље. Албанија је успјела да у вријеме и након кризе, усљед значајног прилива страних директних инвестиција, оствари раст привредне активности. Током 2009-

2013. године албанска привреда је постепено успоравала па је стопа раста реалног БДП-а опала на 1% 2013. године. На графичком приказу број 185 може се уочити да од 2014. године ниво албанске привредне активности благо расте, са стопама раста реалног БДП-а које су се кретале у интервалу од 2% до 4%, годишње. Ипак, стопа незапослености је, упркос дугорочној стабилности цијена и сталном привредном расту, и даље била релативно висока па се у периоду од 2009. до 2018. године кретала у распону од 12% до 17%.

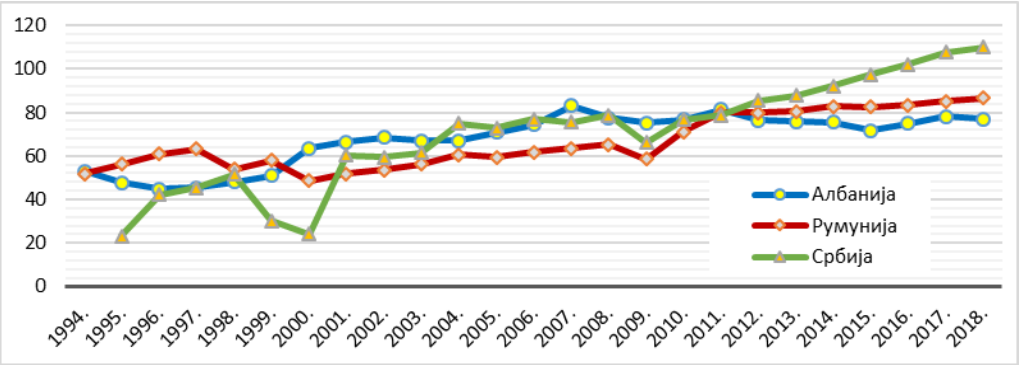
Свјетска криза је зауставила позитивне трендове у Румунији те је проузроковала двогодишњу рецесију током које су остварене негативне стопе раста реалног БДП-а од -5,5% 2009. године и -4% 2010. године. Спор опоравак привреда најважнијих спољнотрговинских партнера, укључујући и други талас кризе који је 2011. и 2012. године погодио земље ЕУ, значио је успорен раст румунске привреде са годишњим стопама раста око 2%. Ипак, у посљедњих шест година анализираног периода (2013-2018), под утицајем растућег прилива страних директних инвестиција, румунска привреда је просјечно годишње расла по стопи од 4,5%, што се може оцијенити као релативно задовољавајућа перформанса. Свјетска економска криза проузроковала је одређене поремећаје на тржишту рада, али не и значајне. Стопа незапослености порасла је на 7% 2012. године, да би на крају посматраног периода била на свом најнижем нивоу и то од 4%.

Достигнуће српске привреде на реалном сектору економије током 2000-2008. године, мјерена стопом реалног раста БДП која се кретала између 4% и 8%, такође, може се оцијенити као задовољавајуће. Међутим, тенденције на реалном сектору српске привреде, након свјетске економске кризе, разликују се у односу на Албанију и Румунију. Свјетска економска криза је зауставила динамичан привредни раст и већ 2009. године довела до једногодишње негативне стопе раста реалног БДП-а од -2,7%. Након благог опоравка током 2010-2011. године, Србија је још два пута забиљежила негативну стопу раста реалног БДП-а и то 2012. и 2014. године од -0,7%, односно -1,6%, респективно. Усљед спорог опоравка свјетске привреде, Србија пролази кроз фазу готово пригушеног привредног раста са просјечном годишњом стопом раста реалног БДП-а од свега 0,3%, током 2009-2015. године. Осим јако успореног привредног раста, у пострецесионом периоду, један од највећих проблема са којима се Србија суочава је изразито висока стопа незапослености. Свјетска криза, праћена падом потрошње, зауставила је позитивне и покренула неповољне тенденције и на тржишту рада па је стопа незапослености добила узлазну путању да би 2012. године

достигла врх од 24%. Ипак, на крају посматраног периода, стопа незапослености, нешто мања од 13%, изједначила се са стопом незапослености у Албанији.

У цјелини посматрано, имајући у виду да у околностима свјетске економске и финансијске кризе Албанија није забиљежила негативну стопу раста реалног БДП-а те да су Румунија и Србија остварили пад приведне активности од 5,5%, односно 2,7%, респективно, може се констатовати да је негативно дејство кризе на ову групу земаља, посебно у односу на напредније транзиционе земље, било значајно мањег интензитета. Један од разлога за то може бити и тај што су ове три земље у периоду прије избијања глобалне кризе, у односу на остале анализиране транзиционе земље, имале најнижи ниво отворености привреде, а тиме и најнижи степен зависности од иностраних привреда - спољне трговине (графички приказ број 187).

Графички приказ број 187: Стопа отворености привреде Албаније, Румуније и Србије (обим спољне трговине/БДП)



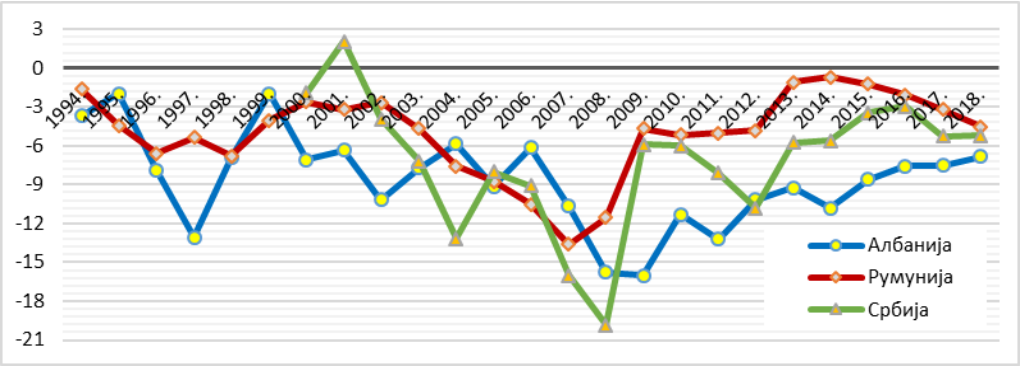
Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Иако стопа отворености привреда све три посматране земље има тенденције раста, ниво отворености 2008. године испод 80% је знатно нижи него код многих земаља са малим економским потенцијалом (мјерен БДП-ом). Узрок нижег нивоа отворености привреда ових земаља произилази, прије свега, из ниске стопе извоза која, у периоду прије избијања кризе, није прелазила 30% БДП-а и која је у случају Албаније и Србије око два пута нижа од просјечне стопе увоза.Као и у случају Сјеверне Македоније и Босне и Херцеговине може се закључити да, прије свега Србија и Албанија, као привреде са мањим економским потенцијалом, усљед још увијек незавршеног процеса транзиције, нису створиле довољно снажан и конкурентан извозни сектор, па ни пад извоза који је услиједио под утицајем кризе није имао значајан ефекат на ниво привредне активности у тим земљама. На графичком приказу број 187 запажа се да је код Румуније, а посебно Србије, у посткризном периоду, дошло до значајног повећања нивоа отворености привреда па су стопе отворености на крају посматраног периода биле око 86% у Румунији те око 110% у Србији, уз запажање да је расту стопе

отворености привреде највише допринио раст извозне зависности која се на крају посматраног периода, према подацима Свјетске банке (2019), значајно приближила стопи увозне зависности. Док је, дакле Румунија остварила благи, а Србија снажан раст отворености приведе, ниво отворености албанске привреде је, у пострецесионом периоду, остао готово непромијењен.

Спољна неравнотежа, нарочито током прве деценије XXI вијека, доминантна је карактеристика све три анализиране земље (графички приказ број 188). Као што је већ описано, стабилизација цијена и пад нивоа ризика за иностране улагаче, у координацији са унапређењем структурних реформи, стимулисали су прилив капитала из иностранства. Уз то, јачање процеса интеграције у ЕУ, значило је појачан прилив страних директних инвестиција, али и олакшан приступ иностраним изворима финасирања, а тиме и прилив капитала по основу задуживања у иностранству.

Графички приказ број 188: Салдо текућег рачуна као % БДП у Албанији, Румунији и Србији



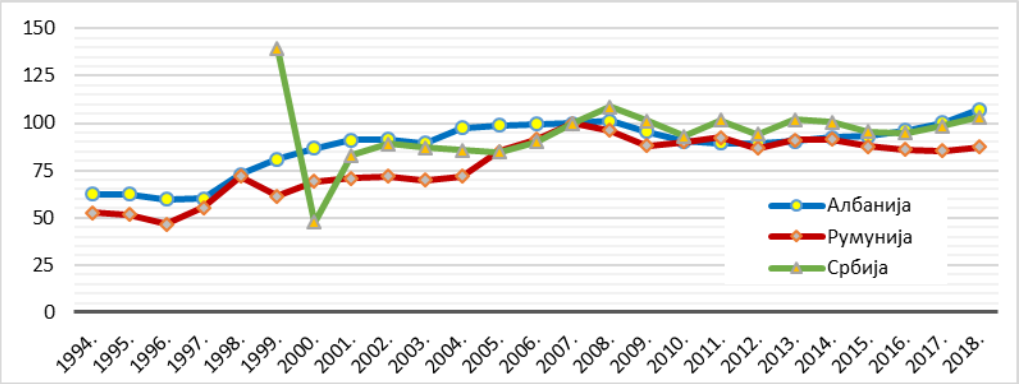
Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Прилив капитала те раст зарада, у периоду прије избијања глобалне кризе, подржавали су раст домаће тражње, која се, у околностима либерализације спољнотрговинског режима, значајним дијелом задовољавала из увоза. То је довело до ширења дефицита текућег рачуна у све три посматране земље. Другим ријечима, истовремено са привредним растом, подстакнутум приливом иностраног капитала, ове земље су постајала све више оптерећене дефицитом текућег рачуна који је 2008. године достигао врх од 12% у Румунији, 16% у Албанији и 20% БДП-а у Србији.

Осим снажне домаће тражње, високом дефициту у текућем рачуну платног биланса доприносила је реална апресијација националних валута. На то указује кретање индекса реалног ефективног девизног курса приказано на графичком приказу број 189. На графикону се јасно уочава да кретање овог индекс, све до појаве глобалне кризе, у све три земље, карактерише узлазни тренд, што подразумијева готово континуирани гибитак међународне конкурентности посматраних привреда.

Релативно висок дефицит у текућем рачуну платног биланса, супротно очекивањима заснованим на примијењеној политици девизног курса, а у поређењу са његовим вриједностима оствареним на нивоу напреднијих транзиционих земаља, такође, са политиком веће флексибилности девизног курса, које су се кретале између 5 и 7% БДП-а, сугеришу да механизам прилагођавања платног биланса уз помоћ флуктуирајућег девизног курса, код транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, не функционише на задовољавајући начин.

Графички приказ број 189: Индекс реалног ефективног девизног курса албанског лека, румунског леја и српског динара, (2007=100)



Извор: Обрада аутора на основу Bruegel базе података (2019).

Ипак, остварени салдо текућег биланса показује да је проблем спољне неравнотеже много мање изражен у Румунији, него у Албанији и Србији. Унутар посматраног периода Румунија је само током 2004-2008. године имала дефицит текућег рачуна чија је годишња вриједност била већа од 5% БДП-а, тј. кретала се у интервалу од 8% до 14% БДП. Под утицајем кризе, услиједила је тенденција смањења дефицита па до краја анализираног периода није прелазио ниво од 5% БДП-а. У исто вријеме, најлошије резултате са просјечном годишњом вриједношћу дефицита од 10% БДП-а остварила је Албанија. Занимљиво је да је током 2007-2014. године, када су у околностима глобалне кризе и успореног опоравка свјетске привреде многе земље забиљежиле смањење дефицита текућег рачуна, у Албанији је дошло до његовог значајног погоршања и кретао се у интервалу од 10% до 16% БДП-а. Тек од 2015. дефицит текућег рачуна показивао је постепено смањење учешћа у БДП-а па је 2018. године био око 7%. Нешто боље стање текућег рачуна у односу на Албанију, али не и задовољавајуће, остварила је Србија са просјечном вриједношћу дефицита од 10% БДП-а током 2002-2012. године. Упркос постепеним промјенама режима девизног курса у правцу веће флексибилности које су требале да подстичу цјеновну конкурентност извозног сектора, изражена спољна неравнотежа, уз високу стопу незапослености, представљала је главни проблем привреде Србије. Наглашенији раст

цијена у Србији, у односу на друге транзиционе земље, кључни је фактор који је онемогућио реализацију позитивних ефеката депресијације динара на стања у текућем рачуну. Током 2013-2018. године, у околностима успореног раста српске привреде, уз повремена приближавања нивоу од 3%, дефицит у текућем рачуну најчешће се кретао око 5% БДП-а.

4.4. Економетријска интерпретација ефеката политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља

Већ је наглашено да политика вођења девизног курса, кроз изабрани режим девизног курса, може у одређеној мјери да утиче на стабилност цијена, економски раст, запосленост, конкурентност и стање текућег рачуна платног биланса, али и на обим иностраних инвестиција у производни сектор. Ипак, у цјелини посматрано, због значаја који реални девизни курс има за домаћу привреду (утицај на алокацију ресурса, инвестиција, запослености), политика девизног курса, кроз изабрани режим девизног курса, прије свега, треба да спријечи његово значајније и континуирано одступање од равнотежног нивоа, нарочито дуготрајнију прецијењеност домаће валуте. Јер, трајнија апресијација реалног девизног курса, уз повећан ризик од шпекулативног удара, може да има негативо дејство на салдо текућег биланса и да доведе до раста спољне задужености те пада продуктивности, инвестиција и економског раста. У том контексту, један од често наглашаваних аргумената у корист политике веће флексибилности девизног курса јесте да ова политика, дозвољавајући (релативно) честе промјене номиналног нивоа девизног курса, омогућава лакше избјегавање апресијације реалног девизног курса и побољшање конкурентског положаја националне привреде на међународном тржишту.

У овом дијелу рада, примјеном економетријских метода заснованих на статистичким техникама за поређење узорака и статистичкој регресионој анализи, провјерена је истрајност претпоставке о доминацији политике веће флексибилности девизног курса при успостављању унутрашње и спољне равнотеже у транзиционим земљама.

4.4.1. Опис примијењених статистичких техника анализе података

Сагледавање ефеката примијењених политика девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља, у овом раду, засновано је на примјени статистичке методе истраживања, прије свега графичке и дескриптивне статистичке анализе те инференцијалне статистике, као њених кључних компоненти. Прво је употребом *(не)параметарских статистичких техника за поређење узорака*

испитано да ли је у транзиционим земљама, у периоду од 2000. до 2018. године, политика веће флексибилности номиналног девизног курса, као политика која омогућава лакше избјегавање значајнијег и континуираног одступања реалног девизног курса од равнотежног нивоа, праћена бољим стањем унутрашње и спољне равнотеже, у односу на политику трајнијег фиксног девизног курса. Подјелом европских транзиционих земаља према напретку оствареном у транзиционом процесу, односно нивоу привредне развијености, укључујући географску локацију и степен евроизације као релевантна својстава, обезбијеђена је већа валидност закључака заснованих на резулататима (не)параметарских тестова за поређење узорака, тј. тестова разлике аритметичких средина/медијана.

Како се ради о варијаблама, показатељима унутрашње и спољне равнотеже - економски раст, незапосленост, стабилност цијена и стање текућег рачуна платног биланса, на које, различитим интензитетом и смјером, утиче велики број других варијабли, које при томе имају међусобно испреплетене утицаје, примјеном (не)параметарске статистичке технике за поређење узорака, иако погодне за компаративну анализу, тешко је занемарити утицај многих фактора који, као и политика девизног курса, могу имати слично дејство на успостављање унутрашње и спољне равнотеже. То значи да разлика у примијењеним политикама девизног курса, међу транзиционим земљама, може бити само један од могућих узрока уочених разлика у основним показатељима унутрашње и спољне равнотеже. Из тог разлога, у другој фази економетријског истраживања, у циљу утврђивања постојања дугорочног утицаја политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже, примијењена је методологија која је, уз претпоставку да линеарни однос представља добру апроксимацију стварног односа између макроекономских варијабли, заснована на статистичкој регресионој анализи.

4.4.1.1. Анализа података примјеном статистичких техника за поређење узорака

У овом дијелу статистичке анализе, политика девизног курса, на основу које су транзиционе земље подијељене на земље са политиком веће флексибилности и земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса, представља независну варијаблу. Подјелом земаља према напретку оствареном у транзиционом процесу, тј. нивоу развијености економије, укључујући географску локацију, омогућена је контрола њиховог утицаја на унутрашњу и спољну равнотежу транзиционих земаља, што им даје карактер, такође, независних варијабли. Подаци о режимима девизног курса, као

основе за идентификовање политике девизног курса, преузети су из публикације Међународног монетарног фонда, а подаци о напретку оствареном у структурним реформама из публикације Европске банке за обнову и развој.

Основни индикатори унутрашње и спољне равнотеже – економски раст, (не)запосленост, инфлација и салдо текућег рачуна платног биланса представљају зависне варијабле. *Економски раст* исказан је стопом раста реалног бруто домаћег производа, мјерене као процентна промјена нивоа бруто домаћег производа у посматраном временском периоду у односу на претходни временски период, у сталним цијенама. *Незапосленост,* посматрана као учешће броја незапослених у укупној радној снази, исказана је стопом незапослености. *Инфлација* мјерена као процентна промјена нивоа просјечних потрошачких цијена у посматраном временском периоду у односу на претходни временски период. *Салдо текућег рачуна платног биланса* исказан је као проценат БДП-а. Подаци о стопама раста реалног БДП-а (*Gross domestic product, constant prices, percent change*), просјечним потрошачким цијенама (*Inflation, average consumer prices, percent*) и учешћу салда текућег биланса у БДП-у (*Current account balance, in percent of GDP*), годишње фреквентности, преузети су са Међународног монетарног фонда (*World Economic Outlook Database*). Подаци о стопи незапослености (*Unemployment, total, % of total labor force, modeled ILO estimate*) преузети су из статистике Свјетске банке – Свјетски развојни индикатори (*World Bank - World Development Indicators*).

Компаративна анализа и оцјена ефеката примијењених политика девизног курса на економски раст, незапосленост, стабилност цијена и стање текућег рачуна платног биланса, у периоду од 2000. до 2018. године, урађена је графичким упоређивањем кретања њихових просјечних годишњих вриједности и упоређивањем нумеричког описа серија података помоћу мјера централне тенденције (узорачка аритметичка средина и медијана) и мјера варијабилности (узорачки интервал варијације, стандардна девијација и интерквартилни распон) и то између европских транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса и земаља са политиком веће флексибилности девизног курса. Испитивање статистичке значајности уочених разлика у добијеним аритметичким срединама изабраних зависних варијабли, извршено је употребом параметарског двосмјерног т-теста за тестирање једнакости аритметичких средина два основна скупа на основу два независна узорка, непознате или различите варијансе[45], за ниво значајности од 5% ($\alpha = 0,05$). Параметрски т-тест

[45]Велики узорци се најчешће сматрају они са 30 и више испитаника (Bubić, n.d., str. 53).

за независне узорке (eng. *independent samples t-test*), познат под називом Студентов тест, коришћен је за испитивање да ли између два независна узорка постоји статистички значајна разлика у просјечним вриједностима изабраних зависних варијабли. Резултат теста је т-скор, односно т-статистик чије високе вриједности указују на већу разлику између узорака, односно што је мањи т-скор, то су групе сличније (Gros-Sampson, 2019).

Anonymous (n.d.) објашњава да у статистичким истраживањима поступак постављања и тестирања статистичких хипотеза полази од двије међусобно искључиве претпоставке о исходу испитивања: нулте (H_0) и алтернативне (Ha) хипотезе. *Нулта хипотеза* (H_0), као хипотеза у којој се тврди супротно од истраживачке хипотезе, дефинише се: - Између аритметичких средина (средњих вриједности) два узорка добијена из два основна скупа не постоји (статистички) значајна разлика. Ако разлика и постоји она је случајног карактера, односно настала је под дејством случајних фактора и узорци се понашају као да припадају истом основном скупу. *Алтернативна хипотеза* (Ha) тврди супротно: - Између аритметичких средина (средњих вриједности) два узорка постоји (статистички) значајна разлика и она није случајног карактера, већ је настала под дејством системских или експерименталних фактора. Одлука о прихватању или одбацивању нулте хипотезе заснива се на реализованој вриједности теста p и одређеном нивоу значајности теста, α или *alpha*[46]. Ако је добијена вриједност теста $p < \alpha$, вриједности из узорака се статистички значајно разликују и нулта хипотеза се одбацује, аутоматски се прихвата алтернативна хипотеза. Ако је добијена вриједност теста $p \geq \alpha$, вриједности из узорака се не разликују значајно и прихвата се нулта хипотеза. Употреба т-теста условљена је испуњеношћу претпоставки о нормалности расподјеле[47] зависне варијабле и одсуством екстремних вриједности, аутлајера[48] (eng. outliers). Gros-Sampson (2019) истиче да постојање значајнијих аутлајера смањује валидност резултата добијених примјеном т-теста. Претпоставка о нормалности расподјеле података тестирана је

[46]Вјероватноћа да ће се одбацити истинита нулта хипотеза. Заправо, полазећи од нивоа значајности од 5%, прихвата се ризик да ће се у 5% случајева одбацити H_0 иако је она истинита, тј. ако се изабере један од 5% нерепрезентативних узорака који по својим карактеристикама значајно одступају од карактеристика скупа.

[47]Нормална је она расподјела која има највећу густину у средини и која је симетрична у односу на просјек (Gros-Sampson, 2019).

[48]Екстремне вриједности (изнимци, штрчци) представљају податке који се налазе далеко ван оквира који формирају сви остали подаци. Кутијасти дијаграм представља једноставан начин да се овакви подаци детектују, при чему се као екстремне вриједности третирају оне које одступају 1,5 интерквартилних распона од горњег, тј. трећег (75% +1,5*IQR) или доњег, тј. првог (25% +1,5*IQR) квартила (Gros-Sampson, 2019).

употребом Колмогоров-Смирнофљевог (*Kolmogorov-Smirnof*) теста, а идентификовање екстремних вриједности међу подацима, вршено је помоћу кутијастог дијаграма (*box plot*).

Неријетко израчунате просјечне годишње вриједности одређене зависне варијабле, добијене на нивоу узорка, нису довољно репрезентативно понашање посматране варијабле на нивоу сваке земље из узорка. Из тог разлога, статистичким техникама за поређење узорака обухваћене су све појединачне годишње вриједности зависне варијабле које су, у периоду од 2000. до 2018. године, остварене на нивоу појединачних земаља које чине узорак (укупан број мјерења је 3x19, односно 57 опсервација). На тај начин, уз доступност комплетних серија података о зависним варијаблама, обезбијеђени су довољно велики и узорци исте величине, као додатни услови за примјену т-теста.

Norman (2010) тврди да т-тест пружа основу за поуздане и валидне закључке чак и када услови у погледу величине узорка, нормалности расподјеле и једнакости одступања нису испуњени. Другим ријечима, аутор сматра да се параметарски тестови могу користити и када наведени услови нису испуњени, без страха да ће доћи до погрешног закључка. Ипак, стабилност претпоставке о доминацији политике веће флексибилности девизног курса у транзиционим земљама, у случајевима у којима је нарушена претпоставка о нормалности расподјеле зависне варијабле и/или је карактерише одређени број екстремних вриједности, испитана је употребом непараметарског Ман-Витнијевог (*Mann-Whitney*) теста, као алтернативе т-тесту. Дакле, уколико зависна варијабла не прати (приближно) нормалну расподјелу (мале девијације у односу на нормалност су прихватљиве) и/или има неколико екстремних резултата који значајно одступају од већине измјерених вриједности унутар једног скупа података, статистички уџбеници препоручују употребу непараметарског Ман-Витнијевог теста[49]. За разлику од т-теста који упоређује средње вриједности (аритметичке средине) два независна узорака, исте зависне промјенљиве, Ман-Витнијев тест пореди њихове медијане, као мјеру централне тенденције на коју не утиче вриједност појединачних резултата, већ њихов број. Додатно, за тестирање разлика у варијабилитету годишњих стопа инфлације коришћен је Левенов тест (*Levene's test*), који је најмање осјетљив на претпоставку о

[49]Непараметарски, у односу на параметарске тестове, имају мању снагу дефинисану као вјероватноћу одбацивања нулте хипотезе, односно мању способности да открију неку разлику, ако та разлика заиста постоји. Другим ријечима, ако између двије популације постоји разлика, она ће се обично прецизније и успјешније установити помоћу параметарских него непараметарских тестова.

нормалности расподјеле тј. робустан у условима у којима није испуњена претпоставка о нормалности расподјеле података зависне варијабле.

Све калкулације и сви статистички тестови разлике обрађени су помоћу статистичког програма *XLSTAT 2020*.

4.4.1.2. Регресиона анализа панел података – АРДЛ моделирање

Имајући у виду да резултати (не)параметарских статистичких тестова, у основи, само сугеришу која политика девизног курса би могла више допринијети лакшем успостављању унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља, учвршћујући или слабећи полазне претпоставке, у другом дијелу емпиријског истраживања специфициран је економетријски модел којим је, у циљу јаснијег сагледавања ефеката политике девизног курса, „контролисан“ утицај одређеног броја макроекономских варијабли за које је у многим истраживачким студијама доказана њихова јака повезаност са изабраним индикаторима унутрашње и спољне равнотеже. Другим ријечима, специфициран је економетријски модел којим су реални економски раст, незапосленост и салдо текућег рачуна платног биланса представљени као функција реалног ефективног девизног курса, главне независне варијабле чије кретање довољно коректно одражава примијењену политику девизног курса, и сета контролних варијабли. Односно, за потребе оцјене ефеката политике девизног курса на стабилност цијена, специфициран је модел у којем су девизне резерве централне банке главна објашњавајућа варијабла.

Преглед доступне литературе и сагледавање истраживачких студија које се баве истраживањима заснованим на узорцима са одређеним бројем земаља упућује на то да узорку од три европске транзиционе земље и истраживачком периоду од 19 година, што даје 57 опсервација, највише одговара примјена економетријских техника истраживања из области регресионих панел анализа, тј. коинтеграционе анализе панел података, као података који садрже временску и просторну димензију посматране варијабле. Драгутиновић Митровић (2002) сматра да је ова техника веома корисна у истраживањима у којима је дужина временске серије недовољна за примјену класичних техника оцјењивања модела временских серија. Аутор даље наглашава да панел анализа података, употребом и просторне и временске димензије, обогаћује емпиријску анализу, јер коришћењем серија панал података значајно се повећава величина узорка и омогућава анализа која није изводљива при појединачном коришћењу временске серије или упоредних података. Другим ријечима, примјеном панел анализе податка, као технике која омогућава да се истовремено анализира и

временска и просторна компонента неке појаве, повећава се број опсервација, а тиме и број расположивих информација. На тај начин се обезбјеђује већа ефикасност економетријских оцјена параметара модела уз мање рестриктивне претпоставке. Aljinović i drugi (2012) истичу да панел подаци могу умањити ефекат пристрасности параметара која се појављује, нпр. због недостајућих података или нетипичних (нестандардних) вриједности. Уз то, панел модели претпостављају разноликост података и смањују корелацију међу варијаблама. Наиме, догоди ли се да су двије варијабле унутар једне јединице проматрања јако корелисане, али та корелација није изражена међу варијаблама других јединица проматрања, та корелација губи на значајности и не утиче много на резултате. Такође, панел подаци омогућавају боље истраживање динамике прилагођавања посматраних варијабли. Даље, Seetaram & Petit (2012) наводе да је контрола хетерогености у узорку једна од најважнијих предности панел анализе.

Подаци о изабраним макроекономским варијаблама организовани су у облику балансираних (комплетних) панел серија података[50]. Такав вид организивања података омогућава мултидимензионалну анализу, тј. анализу кроз вријеме и у оквиру различитих земаља.

Недостатак оваквог начина анализирања података огледа се у могућој пристрасној оцјени уколико нису испуњене претпоставке о хомогености земаља у узорку. Поједностављено речено, да би резултати истраживања били релевантни, овакав начин анализе података подразумијева формирање довољно великог узорка земаља задовољавајућег степена хомогености по релевантним својствима (Baltagi, 2005). При томе, инсистирањем на концепту балансираних панел података ризикује се да нека од релевантних варијабли, усљед недоступности комплетних података за све јединице посматрања, буде изостављена из анализе, што би могло довести до тога да модел лоше осликава реалност.

Спецификација регресионог модела панел података

Ефекти политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља, у дугом року, могу се представити општим обликом линеарног регресионог модела балансираних панел података, тј. регресионом једначином која

[50]Свака временска серија у моделу једнаке је дужине, односно на нивоу сваке јединице посматрања постоји исти број опсервација временских серија.

описује утицај објашњавајуће варијабле на основне индикаторе унутрашње и спољне равнотеже (економски раст, незапосленост, инфлацију и салдо текућег биланса):

$$Y_{it} = \beta + \beta_1 X_{it} + \beta_2 M_{it} + \varepsilon_{it}, \qquad i = 1, \ldots N, t = 1, \ldots T \qquad (4.1)$$

гдје Y_{it} представља зависну варијаблу (реални економски раст, инфлацију, незапосленост и салдо текућег рачуна платног биланса) у *i*-тој земљи у временском периоду *t*. *N* означава број јединица посматрања (земаља), а *T* број временских периода. Параметар β представља случајан учинак - константу која је иста за све јединице посматрања и не мијења се током времена. β_1 *и* β_2 су коефицијенти модела које треба оцијенити, односно параметри егзогених варијабли који означавају дугорочне везе. Вектор X_{it}, у *i*-тој земљи у временском периоду *t*, представља индекс реалног ефективног девизног курса, као главну објашњавајућа варијаблу у моделима у којима су реални економски раст, незапосленост и салдо текућег рачуна платног биланса зависне варијабле, односно девизне резерве централне банке, у моделима у којима је инфлација зависна варијабла. Вектор M_{it} обухвата контролне варијабле за које су претходна искуства показала да могу имати значајан утицај на дефинисане зависне варијабле. Задњи члан једначине, ε_{it} представља стохастички члан (случајну грешку).

У моделима у којима је стопа инфлације зависна варијабла реални ефективни девизни курс се не може користити као објашњавајућа варијабла, јер је индекс раста цијена већ инкорпориран у обрачун реалног ефективног девизног курса. Имајући у виду да је за сваки монетарни систем важно како промјене нивоа девизних резерви централне банке утичу на стање домаће новчане масе, а тиме на инфлацију у земљи, као и то да су могућности монетарних власти да неутралишу (стерилишу) утицај промјена нивоа девизних резерви на новчану масу у значајној мјери условљене изабраним режимом девизног курса, при оцјени ефеката политике девизног курса на цјеновну стабилност транзиционих земаља, као главна објашњавајућа варијабла, користе се девизне резерве централне банке.

Опис варијабли коришћених у регресионом панел моделу

Уважавајући одређене специфичности транзиционих земаља те доступност и дужину временских серија података о релевантним макроекономским варијаблама за све јединице посматрања, у периоду од 2000. до 2018. године, у табели број 5, уз зависне и главне објашњавајуће варијабле, приказан је и сет контролних варијабли које

репрезентују различите сегменте економске политике (фискалу, спољнотрговинску), укључујући и спољно окружење.

Табела број 5: Дефиниција и опис варијабли

Варијабла	Код варијабле	Начин мјерења	Извор података
Економски раст	БДП	Бруто домаћи производ, сталним цијенама, међугодишња промјена у %	International Monetary Fund, World Economic Outlook Database
Незапосленост	НеЗП	Стопе незапослености, % укупне радне снаге, према процјени ИЛО	World Bank, World Development Indicators
Инфлација	ИПЦ	Индекс просјечних потрошачких цијена (2000 = 100)	International Monetary Fund, World Economic Outlook Database
Текући рачун платног биланса	ТРПБ	Салдо текућег рачуна платног биланса, % БДП	International Monetary Fund, World Economic Outlook Database
Реални девизни курс	РЕДК	Индекс реалног ефективног девизног курса, заснован на индексу потрошачких цијена и корпи од 66 валута (2000 = 100)	Bruegel datasets
Девизне резерве	ДЕР	Индекс девизних резерви централне банке (2000 = 100)	World Bank, World Development Indicators
Потрошња опште државе	ФПД	Финална потрошња опште државе, % БДП	World Bank, World Development Indicators
Дуг опште државе	БДД	Бруто дуг опште државе, % БДП	International Monetary Fund, World Economic Outlook Database
Стране директне инвестиције	СДИ	Нето прилив страних директних инвестиција, % БДП	World Bank, World Development Indicators
Трговинска отвореност економије	ТОЕ	Степен спољнотрговинске отворености, (увоз + извоз)/БДП, %	World Bank, World Development Indicators

Извор: Аутор.

Зависне варијабле:

Реални бруто домаћи производ (БДП) мјерен као релативни однос између нивоа бруто домаћег производа у посматраном у односу на претходни временски период, у сталним цијенама, исказан у процентима. Подаци о стопама раста реалног БДП-а, под називом *Gross domestic product, constant prices, percent change*, преузети су из базе

Међународног монетарног фонда - International Monetary Fund, World Economic Outlook Database.

Инфлација (ИПЦ) мјерена као просјечне годишње потрошачке цијене, изражена у облику индекса. Подаци о просјечним годишњим потрошачким цијенама, у форми базних индекса[51], преузети су под називом *Inflation, average consumer prices index* из базе Међународног монетарног фонда - International Monetary Fund, World Economic Outlook Database. За потебе истраживања у овом раду, подаци су трансформисани у базни индекс са базном у 2000. години.

Незапосленост (НеЗП) мјерена као удио радне снаге која је без посла, али радно способна и тражи посао, у укупном обим радне снаге у одређеној земљи. Подаци о стопи незапослености, под насловом *Unemployment, total, % of total labor force, modeled ILO estimate*, преузети су из статистике Свјетске банке - World Bank, World Development Indicators.

Салдо текућег рачуна платног биланса (ТРПБ) исказан је као проценат БДП-а, а подаци под називом *Current account balance, in percent of GDP*, преузети су из базе Међународног монетарног фонда - International Monetary Fund, World Economic Outlook Database.

Бројне емпиријске студије сагледавале су однос између економског раста, (не)запослености, инфлације и салда текућег рачуна платног биланса. Снажна повезаност између инфлације и економског раста потврђена је у радовима Sarel (1995), Barro (1995), Gokal & Hanif (2004), Burdekin & Denzau (2000), Mishkin (2008). Повезаност између инфлације и незапослености доказана је у радовима Mocan (1995), Gyang, Anzaku & Iyakwari (2018), Lojanica i Obradović (2019), Škare i Caporale (2014). Значајна повезаности између економског раста и незапослености установљена је у радовима Karikari-Apau, Ellen & Wilson (2019), Neto & Silva (2013), Gyang, Anzaku & Iyakwari (2018), Levine (2013), Özel, Sezgin, & Topkaya (2013), Hua-chu (2008), Lojanica i Obradović, (2019), Škare i Caporale (2014). Такође, у многим радовима емпиријски је истражена и потврђена снажна повезаност између бруто домаћег производа и салда текућег биланса (Chinn & Prasad, 2003; Aristovnik, 2008; Brzozowski & Prusty, 2011). Резултати истраживања која су спровели Rose (2007) и Sobrino (2010) указују на велику повезаност између инфлације и текућег платног биланса.

[51]Базна година: ALB 2015, BIH 2010, BGR 2015, CZE 2015, EST 2015, LVA 2015, LTU 2015, MKD 2010, POL 1998, ROU 2010. и SRB 2006. година.

Главне објашњавајуће варијабле

Главни предмет занимања у овом дијелу рада представља утицај реалног ефективног девизног курса (РЕДК), односно девизних резерви централне банке (ДЕР), као главних објашњавајућих варијабли, на изабране индикаторе унутрашње и спољне равнотеже. Међународни монетарни фонд реални ефективни девизни курс дефинише као индекс домаћих цијена подијељен с индексима иностраних цијена, мјереним у истој валути, тако да пад његове вриједности означава реалну депресијацију домаће валуте. Подаци о реалном ефективном девизном курсу, засновани на индексу потрошачких цијена и корпи од 66 валута земаља најзначајнијих спољнотрговинских партнера, у форми индекса са сталном базом у 2007. години, у систему индиректног нотирања, преузети су са Bruegel datasets, под називом *Real effective exchange rate, CPI-based, 66 the number of trading partners considered, 2007 = 100*. За потребе истраживања у овом раду подаци су трансформисани у индекс са сталном базом у 2000. години, као почетној години у односу на коју се прати промјена конкурентности привреда посматраних транзиционих земаља. Вриједност индекса реалног девизног курса већа од 100 указује на смањење потцијењеност или раст прецијењености домаће валуте и доводи до погоршања конкурентности националне привреде. Вриједност индекса реалног девизног курса мања од 100 значи смањење прецијењености или раст потцијењености домаће валуте, што доводи до побољшања конкурентности националне привреде. Бројна су истраживања која су потврдила постојање снажне везе између нивоа реалног девизног курса и стопе економског раста, а прије свега позитивно дејство потцијењености реалног девизног курса на стопу економског раста, укључујући стопу раста запослености у сектору размјењивих добара (Razin & Collins, 1997; Galindo, Izquierdo & Montero, 2006; Eichengreen, 2007; Rodrik, 2008). Такође, у многим емпиријским истраживањима је установљено да волатилност реалног девизног курса, путем негативног утицаја на обим спољнотрговинске размјене, утиче на успоравање привредног раста (Cushman 1983; Caballero & Corbo, 1989; Chit et al., 2008; Bahmani-Oskooee et al., 2012).

Већ је наглашено да се у моделу у којем је стопа раста цијена зависна варијабла, реални ефективни девизни курс не може користити као објашњавајућа варијабла, јер је индекс раста цијена већ инкорпориран у његов обрачун. Исто тако, наведено је да је за сваки монетарни систем важно како промјене нивоа девизних резерви утичу на инфлацију, односно ликвидност у земљи. Могућности монетарних власти да неутралишу (стерилишу) утицај промјена нивоа девизних резерви на новчану масу, а

тиме и на инфлацију у значајној мјери условљене су изабраним режимом, односно политиком девизног курса. Због тога, при оцјени ефеката политике девизног курса на цјеновну стабилност транзиционих земаља коришћене су промјене нивоа девизних резерви. Укупне девизне резерве централне банке (ДЕР) исказане су у форми основног индекса, са сталном основом у 2000. години. Подаци о укупним девизним резервама, у текућим америчким доларима, су под насловом *Foreign exchange reserves, index 2000=100,* преузети из статистике Свјетске банке - World Bank, World Development Indicators. За потребе моделирања, ови подаци су помоћу званичног девизног курса прерачунати у локалне валуте изабраних транзиционих земаља (коришћени су просјечни годишњи девизни курсеви за долар, преузети из статистике Свјетске банке). Након тога, укупне девизне резерве у домаћој валути, исказане су у форми базног индекса, са сталном базом у 2000. години. Радови Mei-Yin Lin, Jue-Shyan Wang, (2009), Chaudhry, Akhtar, Mahmood & Faridi (2011) и Li Zhou (2014), су само нека од бројних истраживања у којима је доказано постојање значајне повезаности између нивоа девизних резерви и инфлације. Резултати истраживања приказани у раду Polterovich & Popov (2002) сугеришу да акумулирање девизних резерви има значајан утицај и на економски раст.

Преостале контролне варијабле

Као што је речено, у овом раду се не анализира само утицај реалног ефективног девизног курса и девизних резерви централне банке на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља, већ се прате („контролишу“) и фактори који могу имати значајан утицај на изабране индикаторе унутрашње и спољне равнотеже. Наиме, у циљу јаснијег сагледавања ефеката политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља, регресионим моделом је изолован, тј. „контролисан“ утицај појединих макроекономских варијабли за које је у многим истраживачким студијама доказана њихова јака повезаност са изабраним индикаторима унутрашње и спољне равнотеже. Међутим, усљед чињенице да, из кредибилних база података, за одређене макроекономске варијабле, релевантне за добијање статистички валидних резултата, подаци нису доступни (расположиви) или нису доступни за све анализиране године или за сваку јединицу проматрања, у периоду од 2000. до 2018. године, сет контролних варијабли је значајно редукован, односно сведен на четири варијабле, и то на: нето прилив страних директних инвестиција, степен спољнотрговинске отворености националне економије, финалну потрошњу опште државе и бруто дуг опште државе.

Нето прилив страних директних инвестиција (СДИ), показатељ финансијске либерализације, али и спољнег окружења, исказан је као проценат БДП-а. Подаци о овој варијабли, под насловом *Foreign direct investment, net inflows, % of GDP*, преузети су из статистике Свјетске банке - World Bank, World Development Indicators. Теоријски посматрано, приливи страних директних инвестиција побољшавају расподјелу ресурса и тиме повећавају продуктивност рада и запослености у земљама домаћинима. У том контексту, велики је број макроекономских студија које су потврдиле јаку повезаност између страних директних инвестиција и економског раста (Cavesa, 1996; Borensztein et al., 1998; Levine & Carkovic, 2002; Alfaro,2003; Alfaro et al., 2004; Fratzcher & Bussiere 2004; Asteriou et al., 2005; Tintin, 2012; Apostolov, 2016; Kastratović, 2016; Gligoric et al., 2017). Значајна повезаност између страних директних инвестиција и (не)запослености потврђена је у истраживањима која су урадили Babić i drugi (2001), Palát (2011), Chen (2014) и Kastratović (2016). Радови Taylor (2001), Gupta (2005), Rashid & Husain (2010) су само нека од истраживања у којима је доказано постојање значајне повезаности између прилива иностраног капитала и инфлације. Значајни ефекти страних директних инвестиција на извоз, увоз и спољну трговину, потрвђени су у радовима Babić i drugi (2001), Kastratović (2016) и Mencinger (2003).

Степен спољнотрговинске отворености националне економије (ТОЕ), показатељ трговинске либерализације, мјерена удјелом спољне трговине (збира увоза и извоза) у БДП-у. Подаци под називом *Open economy, trade, % of GDP* преузети су из статистике Свјетске банке - World Bank, World Development Indicators. У емпиријским истраживањима не постоји јединствен закључак о доприносу трговинске либерализације привредном расту земље. Rodrìguez & Rodrik (2001); Yanikkaya (2003); Dowrick & Golley (2004), Bogdan (2009) и Николић и други (2010) су установили да је снажнији економски раст осигуран за земље које имају већи степен трговинске отворености. Међутим, резултати истраживања до којих су дошли Станишић и други (2017) говоре у прилог чињеници да је пораст степена трговинске отворености земље повезан са падом стопе економског раста. Јака повезаност степена спољнотрговинске отворености и текућег рачуна доказана је у радовима Calvo, Izquierdo & Mejia (2004) и Romelli, Terra & Vasconcelos (2015). Уважавајући досадашња емпиријска истраживања, иако већина иде у смјеру позитивног утицаја, може се закључити да није јасно утиче ли спољнотрговинска отвореност на економски раст позитивно или негативно.

Издаци за финалну потрошњу опште државе (ФПД), изражени као проценат БДП-а, под насловом *General government final consumption expenditure, % of GDP*, преузети су из статистике Свјетске банке - World Bank, World Development Indicators. Механизам дјеловања повећања државних издатака за финалну потрошњу на макроекономске перформансе националне привреде одвија се преко директног утицаја на раст агрегатне тражње. У многим истраживањима потврђена је значајна повезаност између повећања државне потрошње и економског раста (Barro, 1991; Folster & Henrekson, 2001; Linta, 2015). Међутим, уважавајући досадашњу економску литературу, слично као и у случају спољнотрговинске отворености, није јасно утиче ли државна потрошња на економски раст позитивно или негативно (Mitchell, 2005). Испитујући однос између инфлације и државне потрошње Han & Mulligan (2002), Ezirim et al. (2008), Magazzino (2011), Mehraraa, Soufianib & Rezaeic (2016) закључују да између ове двије варијабле постоји снажна повезаност. Abrams (1999) открива да је величина владе чврсто повезана са стопом незапослениости. Резултати истраживања до којих су дошли Horn et. al. (2010) указују на то да рестриктивна фискална политика доводи до повећања дугорочне незапослености. Јака повезаност између раста државних издатака и стања такућег биланса утврђена је у радовима Mansur (1989), Egwaikhide (1997), Chang, Tsai & Liu (1998) и Mohammadi (2004).

Бруто дуг опште државе (БДД), изражен је као проценат БДП-а, а подаци под називом *General government gros debt, percent of GDP*) преузети су из базе Међународног монетраног фонда - International Monetary Fund, World Economic Outlook Database. Велики је број истраживања чији је заједнички закључак да постоји ниво јавног дуга када његово даље повећање производи негативно дејство на економски раст (Aizenman, Kletzer i Pinto, 2007; Kumar i Woo, 2010; Reinhart i Rogoff, 2010; Dauda, Ahmad i Azman-Saini, 2013; Linta, 2015). Reinhart i Rogoff (2010) истражујући однос између висине јавног дуга и инфлације утврдили су да се у земљама у развоју висок ниво јавног дуга подудара са високом инфлацијом. Barquero & Loaiza (2017), за земље чији је јавни дуг већ висок, откривају да су његова даља повећања инфлациона. Tekin-Koru & Özemen (2003), Saleh & Harvie (2005) и Catão & Terrones (2005) закључују да се трајни фискални дефицит и његов одговарајући утицај на ниво јавног дуга сматрају узроком раста новчане масе, трајном инфлацијом и макроекономском нестабилности. Повезаност бруто дуга опште државе и трговинског биланса доказана је у раду Butkus & Seputiene (2018).

Карактеристике панел серија података и избор модела

Избор одговарајућег регресионог модела за анализу дугорочног утицаја политике девизног курса на макроекономске варијабле, индикаторе унутрашње и спољне равнотеже, двије групе транзиционих земаља, захтијева да се прво утврди да ли су индивидуалне серије података изабраних макроекономских варијабли, укључених у анализу, стационарне. Стационарност је својство временске серије чије се кретање током времена одвија по устаљеном обрасцу у смислу непромјенљивости средње вриједности и варијансе (Младеновић и Нојковић, 2008). Грубо речено, временска серија је стационарна, ако се њене статистичке особине не мијењају током времена. Међутим, уколико се за временску серију утврди да су њени параметри функција временског тренутка, тада се за такву временску серију каже да је нестационарна. Тестирање индивидуалних серија података на стационарност је неопходно из два разлога. Први разлог лежи у чињеници да ако на нестационарне серије података примијенимо метод најмањих квадрата (*OLS*) резултат ће бити тзв. ``лажна регресија`` (*eng. spurious regression*). Уколико су зависна и независне варијабле стационарне, тада је и њихова линеарна комбинација стационарна (Asteriou, et al. 2007). Уколико је линеарна комбинација зависних и независне варијабле стационарна, то значи да је и стохастички члан регресије такође стационаран. Даље, уколико је стохастички члан регресије стационаран, то значи да је стохастички члан регресије нормално распоређена случајна промјенљива, тј. éit: $N(0, \sigma^2)$. Дакле, уколико се примијени стандардни *OLS* на стационарне серије података, тада ће и резидуали бити стационарни, нормално распоређени, са константном варијансом и у просјеку једнаки нули. Испуњеност ових претпоставки је неопходна да би се могла примијенити Гаус-Марковљева теорема (*Gauss-Markov teorema*), према којој оцјене добијене примјеном класичног *OLS*-а представљају најбоље, непристрасне линеарне оцјене. Избор најбоље економетријске технике за анализу утицаја независних на зависне варијабле представља други значајан разлог за тестирање серија података на стационарност.

Дакле, у првој итерацији код тестирања дугорочног утицаја политике девизног курса на успостављање унутрашње и спољне равнотеже транзиционих земаља, подијељених у двије групе, извршено је тестирање индивидуалних серија података на стационарност. Тестирање индивидуалних серија података на стационарност се своди на тестирање јединичног корјена, тј. тестира се да ли индивидуалне серије података посједују јединични корјен или не. Стационарне серије не посједују јединични корјен, док се за нестационарне серије података каже да посједују јединични корјен.

У овом истраживању примијењен је *Im, Pesaran, and Shin* (*IPS*) тест јединичног корјена[52]. IPS тест као нулту хипотезу подразумијева постојање јединичног корјена, док алтернативна хипотеза подразумијева да је бар једна од индивидуалних компоненти стационарна. Овај, највише примјењиван тест напушта претпоставку о хомогености индивидуалних компоненти и дозвољава постојање аутокорелације. Pesaran, Shin i Smith (2001) указују да је овакав тест, без обзира да ли су промјенљиве стационарне у нивоу *I*(0) или у првим разликама *I*(1) или дијелом једне дијелом друге, довољан да се процијени да ли промјенљиве изражене у нивоу треба укључити у једначину.

Резултати тестирања индивидуалних серија података на стационарност, тј. присуства јединичног корјена у серијама панел података за изабране макроекономске варијабле, на нивоу дефинисаних узорака транзиционих земаља, приказани у табелама број 6, 7, 8 и 9, откривају да су анализиране серије података различитог реда интегрисања, али не већег од *I*(2). Детаљни прикази резултата тестова јединичног корјена налазе се у Прилогу 2.

Табела број 6: Резултати теста јединичног корјена - напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса

Variable	Level	1st difference	I(d)
БДПфл	Unit root	No unit root	I(1)
НеЗПфл	Unit root	No unit root	I(1)
ИПЦфл	No unit root		I(0)
ТРПБфл	Unit root	No unit root	I(1)
СДИфл	No unit root		I(0)
ТОЕфл	No unit root		I(0)
РЕДКфл	Unit root	No unit root	I(1)
БДДфл	Unit root	No unit root	I(1)
ДЕРфл	Unit root	No unit root	I(1)
ФПДфл	No unit root		I(0)

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

[52]Детаљније о тестовима јединичног коријена у анализи панел података видјети у Baltagi (2005), Levin, Lin i Chu (2002).

Табела број 7: Резултати теста јединичног корјена - напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

Variable	Level	1st difference	I(d)
БДПфи	No unit root		I(0)
НеЗПфи	Unit root	No unit root	I(1)
ИПЦфи	Unit root	No unit root	I(1)
ТРПБфи	Unit root	No unit root	I(1)
СДИфи	No unit root		I(0)
ТОЕфи	Unit root	No unit root	I(1)
РЕДКфи	Unit root	No unit root	I(1)
БДДфи	Unit root	No unit root	I(1)
ДЕРфи	Unit root	No unit root	I(1)
ФПДфи	No unit root		I(0)

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Табела број 8: Резултати теста јединичног корјена - транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Variable	Level	1st difference	I(d)
БДПфл	No unit root		I(0)
НеЗПфл	Unit root	No unit root	I(1)
ИПЦфл	No unit root		I(0)
ТРПБфл	Unit root	No unit root	I(1)
СДИфл	Unit root	No unit root	I(1)
ТОЕфл	No unit root		I(0)
РЕДКфл	Unit root	No unit root	I(1)
БДДфл	Unit root	No unit root	I(1)
ДЕРфл	Unit root	No unit root	I(1)
ФПДфл	Unit root	No unit root	I(1)

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Табела број 9: Резултати теста јединичног корјена - транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Variable	Level	1st difference	I(d)
БДПфи	Unit root	No unit root	I(1)
НеЗПфи	No unit root		I(0)
ИПЦфи	No unit root		I(0)
ТРПБфи	No unit root		I(0)
СДИфи	No unit root		I(0)
ТОЕфи	Unit root	No unit root	I(1)
РЕДКфи	Unit root	No unit root	I(1)
БДДфи	No unit root		I(0)
ДЕРфи	Unit root	No unit root	I(1)
ФПДфи	Unit root	No unit root	I(1)

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

У ситуацији у којој се ради о релативно малим узорцима, гдје су временске серије података различитог реда интегрисања, али не већег од *I*(2), економетријска теорија налаже примјену релативно новог ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (кашњењем) (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models* - АРДЛ), као модела који се користи за коинтеграциону анализу података. Модел су развили и предложили Pesaran, Shin & Smith (1997), Pesaran & Shin (1999) и Pesaran et al. (2001) због његових предности у односу на традиционалније моделе, а које се огледају у сљедећем:

- АРДЛ метода може се примијенити без обзира јесу ли варијабле интегрисане реда нула *I*(0) (стационарне у нивоима) или су интегрисане реда један *I*(1) (стационарне у првим разликама) или пак постоји комбинација *I*(0) и *I*(1) варијабли. Технички гледано, не постоји потреба за тестирањем реда интегрисаности варијабли. Ипак, уколико се жели бити сигурни да варијабле немају виши степен интеграције, нпр. *I*(2), пожељно је утврдити њихов степен интеграције. У супротном, критичне вриједности које се користе за утврђивање коинтеграције не би биле исправне. Дакле, није потребан исти степен интеграције, само је важно да није већи од *I*(1).

- АРДЛ метода допушта да варијабле имају различиту оптималну дужину временског помака, што није могуће код конвенционалних процедура за тестирање коинтеграције.
- Модел корекције грешке може се извести из АРДЛ-а путем једноставне линеарне трансформације која интегрише краткорочна прилагођавања са дугорочним равнотежним стањем без губитка важних дугорочних информација о међусобној динамици појава.
- АРДЛ метода за разлику од *Johansenove* методе статистички је сигнификантнија по питању утврђивања коинтеграције, када је ријеч о малим узорцима, као и у случају постојања структурних ломова.
- Код АРДЛ методе проблем ендогености у моделу мање је изражен с обзиром на то да не постоји корелација између резидуала.
- За процјену релација између економских појава АРДЛ приступ користи моделе дефинисане једном једначином док традиционалне процедуре за тестирање коинтеграције процјењују дугорочну повезаност између варијабли у контексту система једначина.

Због наведених предности, за тестирање дефинисаних хипотеза, дакле, коришћен је АРДЛ модел, као инструмент за испитивање присуства дугорочне везе између изабраних макроекономских варијабли, организованих у облику балансираних панел података са 57 (3x19) опсервација. Избор оптималне структуре модела која најбоље апроксимира стварно стање, односно одражава дугорочну везу између дефинисаних варијабли извршен је на основу *Log Likelihood* критеријума. Да би постојао дугорочан утицај независне на зависну варијаблу, вриједност коефицијента корекције грешке, која указује на брзину прилагођавања промјенљиве другорочној равнотежној путањи у сваком наредном кораку, треба да буде негативна, не мања од -2 и статистички значајна.

Добијање статистички валидних резултата, осим претпоставке нормалне распоређености стохастичког члана регресије, захтијевало је и провјеру постојања проблема мултиколинеарности. Прецизније речено, било је неопходно испунити претпоставку непостојања савршене линеарне корелације између објашњавајућих варијабли, чије испуњење значи одсуство савршене мултиколинеарности. Мултиколинеарност представља статистички феномен у којем су двије или више независних варијабли у вишеструкој регресији тијесно повезане. Висок ниво

корелације између двије независне варијабле, може да створи одређене проблеме у анализи регресионог панел модела, јер су добијене оцјене пристрасне и не могу се користити за доношење закључака. Уколико је зависна варијабла у вези са независним варијаблама, без обзира на јачину, она не представља мултиколинеарност (Brooks, 2008). Независне варијабле и треба да буду у јакој вези са зависном прије него што се уврсте у регресиони модел.

Проблем код испитивања присуства мултиколинеарности огледа су у дефинисању нивоа корелације између двије независне варијабле за који се може рећи да је довољно висок и да може створити проблем мултиколинеарности. Field (2005) сматра да корелације између промјенљивих која прелази 0,8 може произвести проблеме у истраживању. Слиједећи Gujaratijevu i Porterovu (2008) сугестију, озбиљан проблем мултиколинеарности постоји, ако неки од Пирсонових коефицијената корелације (*Pearson's Coefficient Correlation*) између двије независне варијабле у моделу прелази вриједност 0,8. Brooks (2008) наводи да веза између зависне и независне промјенљиве, без обзира на јачину, не може довести до мултиколинеарности. Ипак, већина истраживача се слаже да је вриједност коефицијента од 0,9 (-0,9) критична граница изнад које је веома вјероватно да ће се појавити проблем мултиколинеарности (Asteriou, et al, 2007). Најједноставнији начин за утврђивање присуства мултиколинеарности је помоћу корелационе матрице. Степен повезаности варијабли на нивоу Пирсонових коефицијената корелације приказан је у табели број 10, 11, 12 и 13. У табели број 10 може се видјети да је, у узорку напреднијих транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, степен спољнтрговинске отворености економије у снажној позитивној корелацији са реалним ефективним девизним курсом (0,71), а у умјереној позитивној корелацији са бруто дугом опште државе (0,59). У осталим случајевима, запажа се да између независних варијабли постоји незнатна до слаба корелација. С обзиром на то да ниједна од корелација није ни близу граничне вриједности од 0,9 (-0,9), може се закључити да на нивоу узрока напреднијих транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса не постоји проблем мултиколинеарности.

У табели број 11 може се уочити да и унутар узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса постоји снажна позитивна корелација између степена спољнотргвинске отворености економије и реалног ефективног девизног курса (0,76). Бруто дуг опште државе је у позитивној, умјереној корелацији са девизним резервама централне банке (0,61), али је у негативној,

умјереној корелацији са приливом страних директних инвестиција (-0,58). У осталим случајевима, између независних варијабли постоји незнатна до слаба корелација. Како ниједна од корелација не прелази вриједност од 0,8 (-0,8), може се закључити да на нивоу узрока напреднијих транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса не постоји проблем мултиколинеарности.

Табела број 10: Корелациона матрица - напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса

	БДПфл	ИПЦфл	НеЗПфл	ТРПБфл	РЕДКфл	ДЕРфл	СДИфл	ТОЕфл	БДДфл	ФПДфл
БДПфл	1									
ИПЦфл	-0,26	1								
НеЗПфл	-0,10	-0,29	1							
ТРПБфл	-0,22	0,69	-0,17	1						
РЕДКфл	-0,41	0,40	-0,46	0,33	1					
ДЕРфл	-0,10	0,54	-0,39	0,66	0,28	1				
СДИфл	-0,08	-0,07	-0,03	-0,19	0,10	-0,16	1			
ТОЕфл	-0,22	0,70	-0,60	0,49	0,71	0,40	0,10	1		
БДДфл	-0,22	0,76	-0,07	0,33	0,18	0,18	0,04	0,59	1	
ФПДфл	-0,25	0,05	-0,31	-0,26	0,41	-0,26	0,19	0,49	0,28	1

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Табела број 11: Корелациона матрица - напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

	БДПфи	ИПЦфи	НеЗПфи	ТРПБфи	РЕДКфи	ДЕРфи	СДИфи	ТОЕфи	БДДфи	ФПДфи
БДПфи	1									
ИПЦфи	-0,40	1								
НеЗПфи	-0,26	-0,17	1							
ТРПБфи	-0,56	0,57	0,32	1						
РЕДКфи	-0,51	0,71	-0,26	0,59	1					
ДЕРфи	-0,26	0,34	0,24	-0,01	-0,03	1				
СДИфи	0,31	-0,23	-0,22	-0,46	-0,05	-0,17	1			
ТОЕфи	-0,01	0,49	-0,34	0,39	0,76	-0,21	0,15	1		
БДДфи	-0,27	0,41	0,34	0,47	0,08	0,61	-0,58	-0,01	1	
ФПДфи	-0,25	-0,28	0,43	0,17	-0,16	-0,36	-0,23	-0,45	-0,27	1

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

На нивоу групе транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи, на основу резултата корелационе матрице приказаних у табели број 12 и табели број 13, такође, уочава се да ниједна од корелација не прелази граничну вриједност од 0,9 (-0,9) па се може закључити да у овој групи транзиционох земаља, како на нивоу узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, тако и узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, не постоји проблем мултиколинеарности.

Табела број 12: Корелациона матрица - транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

	БДПфл	ИПЦфл	НеЗПфл	ТРПБфл	РЕДКфл	ДЕРфл	СДИфл	ТОЕфл	БДДфл	ФПДфл
БДПфл	1									
ИПЦфл	-0,36	1								
НеЗПфл	-0,06	0,07	1							
ТРПБфл	-0,19	0,23	-0,32	1						
РЕДКфл	-0,17	0,77	0,45	-0,06	1					
ДЕРфл	-0,40	0,98	0,15	0,18	0,78	1				
СДИфл	0,10	-0,08	0,36	-0,65	0,14	-0,03	1			
ТОЕфл	-0,25	0,68	0,23	-0,06	0,47	0,65	0,23	1		
БДДфл	0,08	-0,21	0,36	0,18	-0,05	-0,21	-0,10	-0,19	1	
ФПДфл	0,24	-0,52	-0,10	-0,42	-0,56	-0,49	0,08	-0,08	-0,24	1

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Табела број 13: Корелациона матрица - транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

	БДПфи	ИПЦфи	НеЗПфи	ТРПБфи	РЕДКфи	ДЕРфи	СДИфи	ТОЕфи	БДДфи	ФПДфи
БДПфи	1									
ИПЦфи	-0,29	1								
НеЗПфи	-0,05	-0,74	1							
ТРПБфи	-0,31	0,37	-0,12	1						
РЕДКфи	-0,12	0,87	-0,80	0,15	1					
ДЕРфи	-0,20	0,38	-0,08	0,16	-0,03	1				
СДИфи	0,47	-0,03	-0,35	-0,56	0,24	-0,31	1			
ТОЕфи	0,07	0,67	-0,51	0,15	0,59	0,18	0,10	1		
БДДфи	-0,03	-0,52	0,27	0,19	-0,65	-0,09	-0,22	-0,55	1	
ФПДфи	-0,09	-0,51	0,36	-0,48	-0,52	0,08	-0,13	-0,54	0,31	1

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Осим коефицијента просте линеарне корелације, за утврђивање проблема мултиколинеарности коришћен је и ***V**ariance **I**nflation **F**actor* (***VIF***) тест. У случају савршене мултиколинеарности *VIF* тежи бесконачно. У табели број 14 приказан је однос између коефицијента просте линеарне корелације и *VIF*. Вриједности *VIF* теста које су изнад нивоа од 10 генерално се сматрају као доказ за присуство проблема мултиколинеарности (Asteriou, et al, 2007). Другачије речено, уколико је вриједност *VIF* већа од 10 значи да је присутна снажна мултиколинеарност међу независним промјенљивим. Резултати добијени примјеном наведеног теста, приказани у табели број 14, сугеришу да проблем мултиколинеарности постоји у случају, када је коефицијент просте линеарне корелације виши од 0,9. Имајући у виду да је анализа корелационе матрице и коефицијента просте линеарне корелације показала да је највећа вриједност коефицијента корелације мања од 0,8 (-0,8), а тиме и од критичне вриједности 0,9 (-0,9), може се закључити да је предуслов о непостојању савршене мултиколинеарности између варијабли укључених у анализу испуњен.

Табела број 14: Коефицијента просте линеарне корелације и *VIF*

R^2	VIF
0	1
0,5	2
0,8	5
0,9	10
0,95	20
0,975	40
0,99	100
0,995	200
0,999	1000

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Дескриптивна статистика за варијабле коришћене у овом дијелу истраживања, приказана на нивоу дефинисаних узорака транзиционих земаља, дата је у Прилогу 1. Све калкулације и сви статистички тестови у овом раду урађени су уз помоћ економетријског програма *Microsifr Excel*, *XLSTAT 20* и *STATA 15*.

4.4.2. Резултати статистичке анализе ефеката политике девизног курса

Подјела транзиционих земаља на оне које су се опредијелиле за политику трајнијег фиксног девизног курса, односно за политику веће флексибилности девизног курса, а потом, унутар тако дефинисаних група земаља, њихова подјела према оствареном напретку у транзиционом процесу резултирала је тиме да се емпиријска анализа ефеката примијењених политика девизног курса на унутрашњу и спољну равнотежу састоји из два дијела. Први дио емпиријске анализе обухвата земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса и земље са политиком веће флексибилности девизног курса које су остварилe значајнији напредак у транзиционом процесу, односно које припадају групи развијенијих европских транзиционих земаља. У другом дијелу, иста статистичка процедура истраживања спроведена је између земаља са политиком трајнијег фиксног и земаља са политиком веће флексибилности девизног курса које касне у спровођењу структурних реформи.

С обзирим на то да је утицај реалног ефективног девизног курса на економски раст, незапосленост и стање текућег рачуна платног биланса, као варијабле чије би кретање, у одређеној мјери, могло одражавати успјешност примијењене политике девизног курса, као и утицај промјена нивоа девизних резерви на стабилност цијена основни предмет занимања економетријског истраживања у овом раду, први корак у оквиру статистичке анализе ефеката политике девизног курса у транзиционим земљама представља приказ и објашњење дескриптивне статистике реалног ефективног девизног курса и девизних резерви централне банке, као главних објашњавајућих варијабли.

4.4.2.1. Транзиционе земље које су остварилe значајан напредак у спровођењу структурних реформи

а) ***Дескриптива статистика главних објашњавајућих варијабли***

На основу резулата дескриптивне анализе, наведених у табели број 15, уочава се да су све анализиране напреднијe транзиционе земље, током 2000-2018. године, без обзира на политику девизног курса, остварилe позитивну просјечну годишњу стопу раста реалног ефективног девизног курса (коефицијент међугодишњих промјена већи од 1 значи апресијацију). Нарочито снажна апресијација реалног ефективног девизног курса забиљежена је у периоду од 2000. године до појаве глобалне кризе. Под утицајем кризе, за разлику од напреднијих транзиционих земаља са политиком фиксног девизног курса које су, мање – више, успјеле само да зауставе апресијацију реалног курса, у напреднијим транзиционим земљама са политиком веће флексибилности

девизног курса, усљед депресијације номиналног девизног курса, реални ефективни девизни курс је осциловао око силазног тренда (реална депресијација).

Табела број 15: Дескриптивна статистика индекса реалног ефективног девизног курса - напредније транзиционе земље

Статистика	CZE	HUN	POL	Флексибилни девизни курс	EST	LVA	LTU	Фиксни девизни курс
Геометријска средина	2,59	1,50	0,94	1,67	2,04	1,47	2,05	1,86
Медијана	102,1	100,5	100,7	101,8	102,6	100,9	101,5	101,63
Минимална вриједност	94,12	92,85	84,13	84,13	97,24	93,53	95,97	93,53
Максимална вриједност	116,4	112,8	113,9	116,4	109,1	114,0	110,3	114,0
Стандардна девијација	5,57	5,39	7,59	6,18	2,93	4,93	3,69	3,87
Запажања	19	19	19	57	19	19	19	57

Извор: Израчун аутора.

У оквиру узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса највиша просјечна годишња стопа раста реалног ефективног девизног курса (геометријска средина) забиљежена је у Чешкој (2,6%), затим у Мађарској (1,5%) и Пољској (0,9%). Посматрано у односу на 2000. годину, као базну, реални ефективни девизни курс, 2018. године апресирао је за 59% у Чешкој, 32% у Мађарској и свега 8% у Пољској. Корелациона анализа кретања реалног ефективног и номиналног ефективног девизног курса, исказаних у форми ланчаног индекса, односно кретања реалног ефективног девизног курса и стопе инфлације, дала је резултат Пирсоновог коефицијента корелације (*Pearson's Coefficient Correlation*) од 0,94 и 0,46, респективно, што значи да је међузависност реалног и номиналног девизног курса на значајно већем нивоу него међузависност реалног девизног курса и инфлације. Добијене вриједности коефицијента корелације указују да је, у напреднијим транзиционим земљама са политиком веће флексибилности девизног курса, кретање реалног ефективног девизног курса у веома снажној позитивној повезаности са кретањем номиналног ефективног девизног курса, док је у слабој позитивној повезаности са кретањем инфлације. Другим ријечим, резултати корелационе анализе сугеришу да је, у анализираном периоду, кретање реалног ефективног девизног курса, у напреднијим транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, под већим утицајем номиналног девизног курса него инфлације.

У истом периоду, највишу просјечну годишњу стопу раста реалног ефективног девизног курса, унутар узорка напреднијих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, остварила је Литванија (2,1%), нешто мању стопу остварила је Естонија (2,0%), док је најнижу стопу забиљежила Летонија (1,45%). У оквиру овог узорка, реални ефективни девизни курса, на крају посматраног периода, у односу на 2000. годину, највише је апресирао у Естонији и то за 50%, затим нешто мање у Литванији за 33,5%, а најмање у Летонији, 23%. Корелациона анализа кретања реалног ефективног и номиналног ефективног девизног курса, односно кретања реалног ефективног девизног курса и стопе инфлације, дала је резултат Пирсоновог коефицијента корелације (*Pearson's Coefficient Correlation*) од 0,71 и 0,69, респективно, што значи да је међузависност реалног и номиналног девизног курса, односно реалног девизног курса и стопе инфлације на готово истом нивоу, умјерена позитивна повезаност. У поређењу са земљама са политиком веће флексибилности девизног курса, резултати корелационе анализе за земље са фиксним режимима девизног курса показују мањи степен међузавности реалног и номиналног девизног курса, а већи степен повезаноси реалног девизног курса и стопе инфлације.

Подаци о темпу раста реалног ефективног девизног курса показују да се просјечна годишња стопа раста, унутар узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса кретала између 0,9% и 2,6%, односно од 1,5% до 2,5%, унутар узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса. Посматрано на нивоу дефинисаних узорака, просјечне годишње стопе раста реалног ефективног девизног курса, добијене на основу свих података у панелу, прилично су уједначене, 1,7% на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима према 1,9% на нивоу узорка земаља са фиксним режимима девизног курса.

Даљи преглед дескриптивне статистике реалног ефективног девизног курса показује да су напредније земље са политиком веће флексибилности девизног курса, у односу на земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса, забиљежиле његову већу волатилност, мјерену стандардном девијацијом. Просјечно одступање од просјечне годишње стопе раста реалног ефективног девизног курса, код земаља са политиком веће флексибилности кретало се у интервалу од 5,4 до 7,6, док се код земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса кретало између 2,9 и 4,9, у зависности од земље. У цјелини посматрано, резултати дескриптивне статистике индекса реалног ефективног девизног курса откривају да су напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса, у просјеку, током анализираног

периода, забиљежиле мању стопу раста реалног ефективног девизног курса (реалну апресијацију), праћену његовом већом волатилношћу, мјерну стандардном девијацијом (6,2 према 3,9).

Дескриптивна статистика девизних резерви централне банке, за период од 2000. до 2018. године, приказана у табели број 16, показују да су напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса, у односу на земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса, уз повољније мјере варијабилности - ужи интервал варијација и мању стандардну девијацију, остварили већу просјечну годишњу стопу раста девизних резерви, тј. бржи темпо њиховог акумулирања, и то 8,2% према 4,6%.

Табела број 16: Дескриптивна статистика промјене нивоа девизних резерви (у домаћој валути) - напредније транзиционе земље

Статистика	CZE	HUN	POL	Флексибилни девизни курс	EST	LVA	LTU	Фиксни девизни курс
Геометријска средина	10,72	6,41	7,42	8,17	-1,19	8,50	6,62	4,56
Медијана	102,8	104,9	108,7	104,9	113,6	115,6	112,6	113,6
Минимална вриједност	87,86	78,57	82,35	78,57	7,68	40,87	23,28	7,68
Максимална вриједност	165,1	153,3	165,6	165,6	209,3	189,7	167,7	209,3
Стандардна девијација	21,23	16,81	17,87	18,51	39,29	29,95	30,75	33,00
Запажања	19	19	19	57	19	19	19	57

Извор: Израчун аутора.

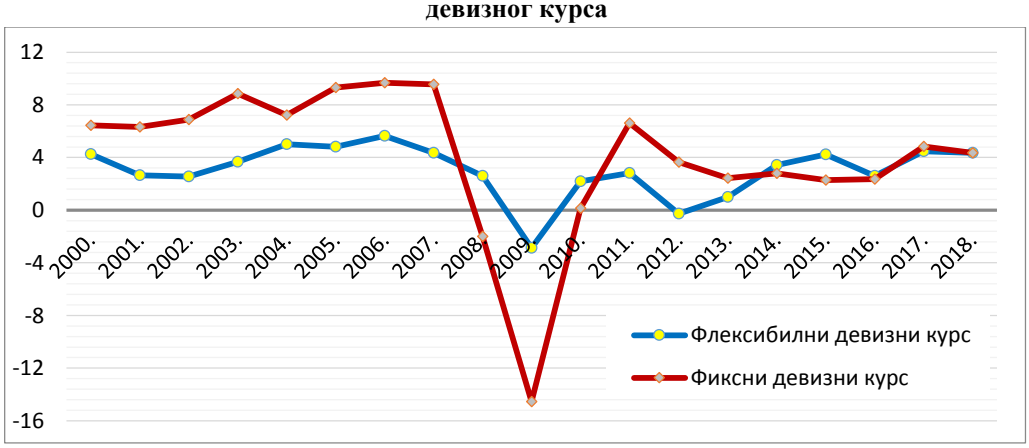
Могуће разлоге значајно веће волатилности нивоа девизних резерви напреднијих транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса треба тражити у чињеници да су земље из овог узорка, у анализираном периоду, постале чланице ЕУ, што је подразумијевало замјену домаће валуте за евро, посљедично топљење девизних резерви. Наиме, анализа кретања девизних резерви је показала да је, у периоду од 2000. године до уласка посматраних земаља у ЕМУ, просјечна годишња стопа раста девизних резерви, исказаних у домаћој валути, у Естонији, Летонији и Литванији била 8,3%, 15,6% и 10,6%, респективно, што је значајно изнад просјечних годишњих стопа раста остварених у периоду од 2000. до 2018. године (табела број 16). У наведеном периоду, унутар узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, Летонија је остварила највишу просјечну годишњу стопу раста девизних резерви

(8,5%), нешто мању стопу остварила је Литванија (6,6%), док је Естонија забиљежила негативну стопу раса девизних резерви (-1,2%). Подаци о темпу акумулирања девизних резерви, унутар узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, показују да се просјечна годишња стопа раста кретала од 6,4% у Мађарској до 10,7% у Чешкој.

б) Допринос политике девизног курса економском расту

Графичка анализа кретања просјечних годишњих стопа економског раста, остварених на ниву узорака које чине напредније транзиционе земље, показује да су, све до појаве рецесије изазване свјетском економском кризом, просјечне годишње стопе раста реалног БДП-а остварене на нивоу узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса биле веће у односу на узорак земаља са политиком веће флексибилности девизног курса (графички приказ број 190). Међутим, потребно је имати у виду да су балтичке земље, у односу на земље Централне Европе, током 1990-тих година, у околностима започетих транзиционих реформи и националног осамостаљивања, односно током 2008-2010. године, под утицајем глобалне кризе, забиљежиле значајно већи пад економске активности, што сугерише да се дио релативно високих стопа раста реалног БДП-а може приписати и статистичком ефекту ниске базе.

Графички приказ број 190: Просјечне непондерисане стопе раста реалног БДП-а у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Свјетска економска криза зауставила је позитивне тенденције и истовремено произвела негативне стопе раста реалног БДП-а у оба посматрана узорка, с тим да су земље са фиксним девизним курсом забиљежиле знатно већи пад економске активности. За разлику од земаља са режимима флексибилнијег девизног курса које су забиљежиле једногодишњу рецесију са просјечном негативном стопом раста

реалног БДП-а од -3%, земље које чине узорак са режимима фиксног девизног курса, у просјеку, забиљежиле су двогодишњу рецесију и кумулативни пад реалног БДП-а од -17%.

Истраживање је показало да су највеће поремећаје производње забиљежиле балтичке земље, као земље које су, након вишегодишње тенденције раста нивоа отворености националне економије, у комбинацији са политиком трајнијег фиксног девизног курса, глобалну кризу „дочекале“ са високим степеном, прије свега, извозне зависности од економске активности других земаља. Имајући у виду да су у исто вријеме значајно мањи пад привредне активности забиљежиле земље са политиком веће флексибилности девизног курса, са такође релативно високим учешћем извоза у БДП-а (Чешка и Мађарска), може се претпоставити да је знатно већи пад економске активности у земљама са режимима фиксног девизног курса, између осталог, посљедица губитка флексибилности у монетарној политици и немогућности да се девалвирањем валута подстиче цјеновна конкурентност привреде. Наиме, истраживање је показало да су монетарне власти напреднијих транзиционих земаља са флуктуирајућим девизним курсом, у циљу ублажавања посљедица рецесије, уз експанзивну монетарну политику, користиле и механизам обезврјеђивања националне валуте, дозвољавајући значајније номиналне депресијације курса. То сугерише да је, у околностима релативно високе извозне зависности, флуктуирајући девизни курс, путем доприноса цјеновној конкурентности националне привреда, али и ослобађајући монетарну политику за контрациклично дјеловање и пружање подстицаја привредној активности, дао већи допринос заштити домаће привреде од спољних поремећаја.

На графичком приказу број 190 може са уочити да пострецесиони период, на нивоу оба посматрана узорка, карактерише успорен привредни опоравак, уз запажање да су земље са фиксним девизним курсом остварилe нешто већу просјечну годишњу стопу раста реалног БДП-а, и то од 3,7%, према 2,8%.

Вриједности узорачке аритметичке средине, израчунате за период од 2000. до 2018. године, у групи напреднијих транзиционих земаља, показују да је политика трајнијег фиксног девизног курса, у односу на политику веће флексибилности девизног курса, праћена већом дугорочном просјечном стопом раста реалног БДП-а и то 4,1% према 3,0% (табела 17). Готово идентична разлика остварена је у погледу вриједности медијане која на нивоу узорка земаља са фиксним курсом износи 4,8% према 3,6% на нивоу узорка земаља са флексибилнијим девизним курсом. Ипак, упоређивањем кретања годишњих стопа раста реалног БДП-а помоћу мјера варијабилности, као што

су интервал варијације и стандардна девијација, приказаних у табели број 17, може се запазити да су њихове вриједности више распршене на нивоу узорка земаља са фиксним девизним курсом. Већа волатилност БДП-а, мјерена стандардном девијацијом, у анализираном периоду, забиљежена је на нивоу узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, гдје је просјечно одступање од просјечне стопе раста БДП-а било 5,7, према 2,5 колико је остварено на нивоу узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса.

Табела број 17: Разлика у дугорочним стопама раста БДП-а између узорка земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса - напредније транзиционе земље

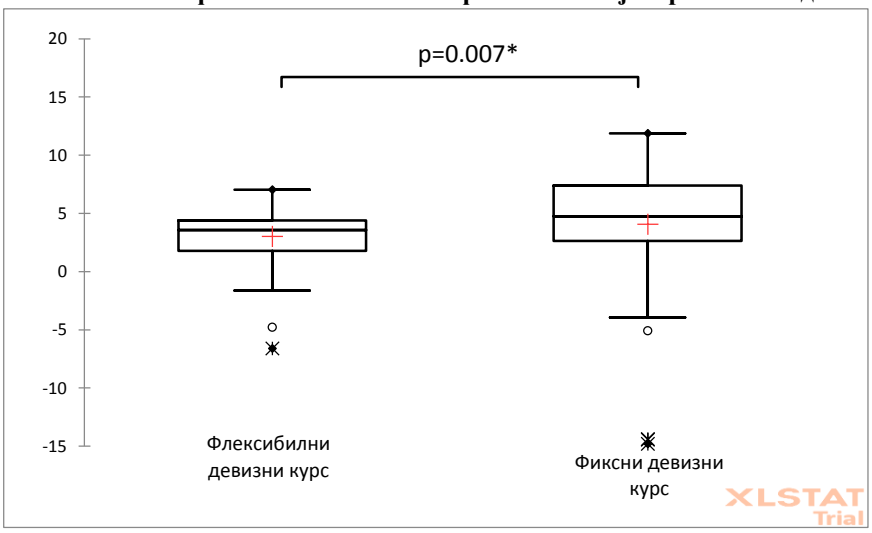
Преглед статистика:

Стопе раста реалног БДП	Запажања	Минимална вриједност	Максимална вриједност	Медијана	Средња вриједност	Стандардна девијација
Флексибилни девизни курс	57	-6.6	7.0	3.6	3.0	2.5
Фиксни девизни курс	57	-14.8	11.9	4.8	4.1	5.7

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

У настојању да се из постојећег скупа података о годишњим стопама раста реалног БДП-а „извуку“ додатне релевантне информације, анализа доприноса политике девизног курса економском расту напреднијих транзиционих земаља настављена је примјеном кутијастог дијаграма. На основу кутијастог (*box plot*) приказа годишњих стопа раста реалног БДП може се уочити да се 50% годишњих вриједности, концентрисаних око медијане, креће у значајно ужем распону код земаља са флексибилнијим, у односу на земље са фиксним девизним курсом (графички приказ број 191). Мањи варијабилитет годишњих вриједности стопа раста реалног БДП-а илустрован је тако што је дијаграм који се односи на узорак земаља са режимима флексибилнијег девизног курса значајно више компресован у односу на дијаграм којим је представљен узорак земаља са режимима фиксног девизног курса. Такође, поређењем по квартилима, запажа се да је варијабилност, у сва четири квартила, већа у случају земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса. Дакле, већа дугорочна просјечна стопа раста реалног БДП-а, на нивоу узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, остварена је уз веће међусобно разликовање његових годишњих вриједности.

Графички приказ број 191: Кутијасти приказ годишњих стопа раста БДП-а напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса



Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Значајно мање разликовање годишњих стопа раста реалног БДП-а, остварено на нивоу узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, указује на постојање већег степена контролисаног економског раста у односу на земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса. Може се претпоставити да су монетарне власти земаља које чине узорак са политиком веће флексибилности девизног курса полазиле од увјерења да би веће стопе раста реалног БДП-а, водиле „прегријавању“ привреде, што би генерисало снажније инфлационе притиске и неповољно се одразило на стање у текућем рачуну платног биланса, па су политику веће флексибилности девизног курса комбиновале са активном монетарном политиком (политиком каматних стопа). Дакле, на основу графичке и декриптивне анализе може се закључити да је, на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, нешто мања просјечна годишња стопа раста реалног БДП-а, праћена значајно мањом варијабилношћу. У економској литератури, волатилност БДП-а често се сматра мјером неизвијесности. Већа волатилност БДП-а значи већу неизвијесност (Dapena, 2006).

Статистички значај уочених разлика у добијеним вриједностима мјера централне тенденције годишњих стопа раста реалног БДП-а испитан је употребом (не)параметарских статистичких техника за поређење узорака. Неколико екстремних података који значајно одступају од већине измјерених вриједности, сугерише да је вриједност аритметичке средине, остарена на нивоу узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса мање репрезентативна у односу на вриједност медијане. С обзиром на то да су и резултати Колмогоров-Смирновљевог теста показали да подаци из узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса

не прате нормалну расподјелу (*p*-вриједност од 0,011 мања је од 0,05, као праг значајности, па је прихватљиво претпоставити да годишње стопе раста реалног БДП-а нису нормално расподијељене), могући већи допринос политике фиксног девизног курса економском расту, у односу на политику веће флексибилности девизног курса, у складу са сугестијама економетријске теорије[53], испитан је помоћу Ман-Витнијевог *U* теста. Резултати теста, приказани у табели број 18, сугеришу да је уочена разлика у медијанима од 1,2 процентна поена статистички значајна (U = 1144,5, p = 0,007<α). Фактички, резултати Ман-Витнијевог теста показују да, у групи напреднијих транзиционих земаља, земље са режимима фиксног девизног курса имају статистички значајно веће дугорочне стопе раста реалног БДП-а (Мдн=4,8%) у односу на земље са режимима флексибилнијег девизног курса (Мдн=3,6%).

Табела број 18: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између стопа раста реалног БДП-а напреднијих транзиционих земаља

Нормалност расподјеле

Kolmogorov-Smirnov test:

	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	0.119	0.210
p-value (Two-tailed)	**0.363**	**0.011**
alpha	0.05	0.05

Резултати Ман-Витнијевог теста за два независна узорка

Mann-Whitney test / Two-tailed test:

U	1144.500
U (standardized)	-2.717
Expected value	1624.500
Variance (U)	31136.124
p-value (Two-tailed)	**0.007**
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Дакле, резултати теста за поређење узорака сугеришу да би примјена фиксних режима девизног курса, у групи напреднијих европских транзиционих земаља, могла да доведе до веће дугорочне стопе економског раста у поређењу са примјеном флексибилнијих режима девизног курса.

Међутим, као што је већ објашњено, примјеном *(не)параметарске статистичке технике за поређење узорака* се не може занемарити (контролисати) утицај многих других фактора који, као и политика девизног курса, могу имати слично дејство на темпо дугорочног економског раста. То значи да разлика међу транзиционим земљама

[53]Довољно је да један од узорака показује значајна одступања од нормалности на зависној варијабли да би се користио непараметарски тест.

у примијењеним политикама девизног курса може бити само један од могућих узрока уочених разлика у стопама раста реалног БДП-а. Прецизније речено, резултати (не)параметарског теста за поређење узорака нису довољни да би се закључило у корист политике трајнијег фиксног девизног курса. Због тога, оцјена ефеката политике девизног курса на економски раст настављена је примјеном ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models*), за оба узорка напреднијих транзиционих земаља.

Из полазног скупа од шест макроекономских варијабли, за које се на основу сугестија економске теорије претпоставља и/или је на основу досадашњих истраживања утврђено да имају значајан утицај на економски раст [БДП = *f*(РЕДК, ДЕР, СДИ, ТОЕ, БДД, ФПД)], на основу *Log Likelihood* критеријума, у модел за економски раст, за оба узорка, изабране су три варијабле које најбоље објашњавају кретање стопе раста реалног БДП-а. Конкретно, регресиони панел модел за економски раст напреднијих транзиционих земаља, осим реалног ефективног девизног курса (РЕДК), садржи нето прилив страних директних инвестиција (СДИ) и спљнотрговинску отвореност привреде (ТОЕ), што се може приказати на сљедећи начин:

$$\text{БДП} = f(\text{РЕДК, СДИ, ТОЕ}).$$

На основу вриједности коефицијената за фактор корекције грешке од -0,46 у случају земаља са флексибилнијим режимима, односно од -0,69 у случају земаља са фиксним режимима девизног курса, које се налазе у интервалу (0,-1), статистички значајне на нивоу од 5%, закључује се да се варијабле укључене у модел за економски раст напреднијих транзиционих земаља, у оба посматрана узорка, налазе у дугорочној равнотежној вези (табела број 19 и табела број 20). То значи да се временске серије података о варијаблама укљученим у модел за економски раст слично понашају, у смислу да су скокови једних серија праћени скоковима других или њиховим падовима те да је свака већа промјена једних праћена помјенама других. Постоји, дакле, спољашњи утицај који не дозвољава варијаблама да се током времена превише „удаље“ једна од друге, тако да промјенљиве не одступају од путање одређене коинтеграцијом. Вриједност коефицијената прилагођавања од -0,63, односно од -0,69 указује да се у сваком наредном кораку (сваке године) врши додатно прилагођавање ка дугорочној равнотежној путањи, у износу од 63% у случају земаља са флексибилнијим режимима, односно у износу од 69% у случају земаља са фиксним режимима девизног курса.

Табела број 19: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на економски раст напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Зависна варијабла: **БДПфл**			
Дугорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
РЕДКфл	-0.2282252	0.03715	0.000
ТОЕфл	0.1113015	0.0239931	0.000
СДИфл	-0.1330532	0.0690274	0.052
Краткорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.4605531	.1315784	0.037
Δ РЕДКфл	0.2054275	0.00416	0.043
Δ ТОЕфл	0.1797906	0.093705	0.000
Δ СДИфл	0.1204517	0.2291524	0.518
Константа	4.0857204	1.410847	0.086
Log Likelihood	-88.92113		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Резултати регресионог панел модела, наведени у табели број 19 и табели број 20, показају да, у оба узрока напреднијих транзиционих земаља, реални ефективни девизни курс има дугорочан негативан и статистички значајан утицај на економски раст. Вриједност коефицијента уз варијаблу РЕДКфл од -0,23, односно уз варијаблу РЕДКфи од -0,58 значи да ће раст реалног ефективног девизног курса (реална апресијације) за 1%, у земљама са већом флексибилношћу девизног курса, довести до смањења реалног економског раста за 0,23%, односно за 0,58% у земљама са политиком трајнијег фиксног девизног курса. Такође, негативан предзнак коефијента уз варијаблу реалног ефективног девизног курса указује на то да реалне депресијације од 1% узрокује економски раст од 0,23% у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, односно од 0,58% у земљама са фиксним режимима девизног курса.

Ипак, на основу поређења вриједности коефицијената уз варијабле РЕДКфл и РЕДКфи може се констатовати да је, у групи напреднијих транзиционих земаља, политика веће флексибилности девизног курса, у периоду од 2000. до 2018. године, праћена слабијим ефектом промјена реалног девизног курса на кретање стопа раста

реалног БДП-а. Имајући у виду снажну повезаност између реалног ефективног и номиналнг ефективног девизног курса, мања просјечна осјетљивост нивоа економске активности на кретање реалног ефективног девизног курса дијелом је посљедица примјене комбинације режима инфлационог таргетирања и флексибилнијег режима девизног курса која је овим земљама омогућила да, посебно у околностима негативних спољних шокова, као што је био пад БДП у развијеним земљама 2007. године и други талас кризе еврозоне, у циљу побољшања макроекономских перформанси, реагују значајном, али ипак контролисаном депресијацијом националне валуте. Таква политика девизног курса резултирала је заустављањем апресијација и успостављањем тенденције опадања индекса реалног девизног курса (реалне депресијације).

Табела број 20: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на економски раст напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Зависна варијабла: **БДПфи**			
Дугорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
РЕДКфи	-0.5816216	0.07235	0.000
ТОЕфи	0.2336939	0.0378815	0.000
СДИфи	0.4891043	0.3442714	0.175
Краткорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.6913541	0.3335784	0.038
Δ РЕДКфи	-0.1079727	0.3139253	0.731
Δ ТОЕфи	0.1175328	0.0966808	0.224
Δ СДИфи	0.0580856	0.2421551	0.810
Константа	30.186834	13.96359	0.031
Log Likelihood	-137.51		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Спољнотрговинска отвореност привреде је показала дугорочан позитиван и статистички значајан утицај на економски раст, на нивоу значајности од 1%. Позитивна вриједност коефицијента уз варијаблу ТОЕфл од 0,11, односно уз варијаблу ТОЕфи од 0,23 значи да раст учешће обима узоза и извоза у БДП-а за 1 процентни поен узрокује раст реалне економске активности од 0,11% у земљама са

већом флексибилношћу девизног курса, а 0,23% у земљама са гарантованим фиксним девизним курсом. Дакле, на основу резултата регресионог модела, може се закључити да отвореност привреде, у групи напреднијих европских транзициних земаља, без обзира на политику девизног курса, подстиче економски раст те да повећање обима спољне трговине, у просјеку, има директне користи за економски раст. Добијени резултати у складу са резултатима истраживања Dowrick & Golley (2004), који су утврдили да се ефекти раста трговинске отворености најчешће исказују кроз раст стопе продуктивности, са незнатним утицајем кроз инвестициони канал.

Изненађење представљају резултати који се односе на утицај нето прилива страних директних инвестиција на економски раст имајући у виду да је компаративна анализа макроекономских кретања у европским транзиционим земљама показала да су највећи обим страних директних инвестиција по глави становника остварили напредније транзиционе земље, чланице ЕУ, које имају већи степен отворености и развијености привреде, политичку стабилност и уопште повољнији привредни амбијент. Резултати модела откривају да, у групи напреднијих транзиционих земаља, стране директне инвестиције, при нивоу значајности од 5%, имају дугорочан негативан и статистички значајан утицај на реалан економски раст земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, односно позитиван, али не и статистички значајан утицај у земљама са фиксним режимима девизног курса. У литератури се наглашава да је оваква ситуација могућа ако у земљи доминира неповољна структура инвестиција и/или ако се транзициони и приватизациони процеси не спроводе ефикасно. Mencinger (2003) је дошао до закључка да је корелација између страних директних инвестиција и економског раста у транзиционим земљама негативног предзнака. Аутор своје налазе објашњава чињеницом да су у анализираним транзиционим земљама доминантан облик страних директних инвестиција биле аквизиције које се не могу сматрати улагањем у реалну имовину јер приход од продаје може бити искоришћен у потрошњу или инвестиције, па се на тај начин стране директне инвестиције не би рефлектовале на економски раст. Слично, у извјештају Свјетске банке (World Bank, 2002) наводи се да процес приватизације не може имати позитивне ефекте на економски раст без институционалне инфраструктуре, па сходно томе већи прилив страних директних инвестиција, као посљедица приватизације, не мора имати позитиван утицај на економски раст. Позитиван, али не и статистички значајн утицај страних директних инвестиција на економски раст напреднијих транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса у складу је са налазима Levine i Carkovic (2002) који су установоли да стране директне инвестиције имају позитиван, али не и статистички

значајан утицај, када се за контролне варијабле узимају трговинска отвореност, премија црног тржишта или финансијски развој.

На основу резултата регресионог панел модела, уочава се да су земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса, са аспекта дугорочног економског раста, забиљежиле већу корист од растуће спољнотрговинске отворености привреде, али и прилива страних директних инвестиција (иако не и статистички значајно). Када је у питању допринос политике фиксног девизног курса економском расту, преовладујући став у литератури је да кроз мање осцилације и мањи ризик промјене девизног курса, те смањење трошкова и неизвијесности у међународној трговини режим фиксног девизног курса олакшава и стимулише међународну робну размјену и међународне инвестиције, подстичући тако бржи привредни раст и економску интеграцију земље (Dornbush, 1988, 2001). У том контексту, већи допринос спољнотрговинске отворености привреде, али и страних директних инвестиција реалном економском расту дијелом се може објаснити тиме што убрзан раст отворености привреде, стимулисан гарантованим фиксним девизним курсом, усљед немогућности да се девалвирањем валута подстиче цјеновна конкурентност привреде, врши додатни притисак на раст продуктивности, истовремено појачавајући позитиван ефекат прилива страних директних инвестиција у сектору размјењивих добара. То упућује на закључак да политика трајнијег фиксног девизног курса, подстицањем раста отворености домаће привреде (са растом извоза који се изједначио са растом увоза), усљед немогућности девалвирања националне валуте, ствара јаче позитивно дејство на повећање продуктивности рада, и тиме у већој мјери доприноси јачању конкурентности домаће приведе на међународном тржишту и дугорочном економском расту. Такође, позитиван, иако не и статистички значајан утицај нето прилива страних директних инвестиција на економски раст у земљама са режимима фиксног девизног курса према негативном и статистички значајном утицају на економски раст у земљама са режимима флексибилнијег девизног курса, сугерише да је политика трајнијег фиксног девизног курса, на вишем нивоу економске развијености, повезан са бржим растом продуктивности, него политика веће флексибилности девизног курса. Претходна разматрања фактички сугеришу да су режими фиксног девизног курса у корелацији са бржим растом продуктивности.

Мања просјечна дугорочна стопа реалног раста БДП-а, у напреднијим транзиционим земљама са режимима флексибилнијег девизног курса, бар дјелимично, може се објаснити већом волатилношћу реалног ефективног девизног курса, мјерену

стандардном девијацијом. У економској литератури се наглашава да волатилност реалног девизног курса обесхрабрује међународну трговинску и инвестициону активност, што доводи до успоравања економског раста. Наведени став потврђен је у истраживању Aghion et al. (2006). У околностима у којима су девизна тржишта релативно плитка, а хеџинг (*hedging*) тржишта још увијек недовољно развијена, привредним субјектима отежано је да сами заштите приход од наглих промјена номиналног девизног курса. У таквим околностима, волатилности девизног курса обесхрабрује, прије свега стране инвеститоре, отежава пословање и прављење дугорочних пословних калкулација, јер се само заштитом од ризика промјене девизног курса обезбјеђује стабилност прихода и пословања. У случају земаља са режимима фиксног девизног курса, ризик промјене девизног курса преузима монетарна власт, тј. спровођењем политике трајнијег фиксног девизног курса обезбјеђује привредне субјекте од валутног ризика.

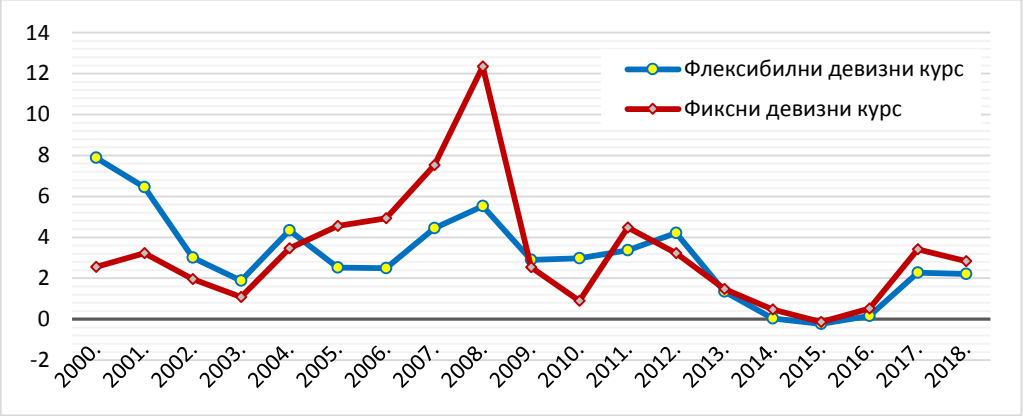
У цјелини посматрано, резултати регресионог панел модела откривају да су ефекти реалне депресијације и растуће спољнотрговинске отворености, у просјеку, јачи у напреднијим транзиционим земљама са режимима фиксног девизног курса. Наиме, намеће се закључак да интерна девалвација ствара веће позитивно дејство на дугорочан економски раста, него номинална депресијација националне валуте. Ако се претходним разматрањима дода позитиван, иако не и статистички значајан утицај прилива страних директних инвестиција на економски раст, може се закључити да примјена режима фиксног девизног курса, у групи напреднијих транзиционих земаља, обезбјеђује веће дугорочне реалне стопе економског раста. То значи да се, у овој групи транзиционих земаља, не може потврдити прва помоћна хипотеза по којој примјена флексибилнијих режима девизног курса обезбјеђује веће дугорочне реалне стопе економског раста у земљама у транзицији.

в) Допринос политике девизног курса стабилности цијена

На основу графичког приказивања временских серија података о просјечним годишњим стопа инфлације може се примијетити да је, у периоду до уласка у ЕУ, инфлација остварена на нивоу узорка земаља са режимима флексибилнијег девизног курса имала тенденцију постепеног опадања и приближавања стопама инфлације у земљама са режимима фиксног девизног курса, да би након уласка у ЕУ до појаве глобалне кризе, претежно била на нижем нивоу (графички приказ број 192). Кретање стопа инфлације, илустровано на графичком приказу број 192, упућује на закључак да су снажни приливи иностраног капитала, посебно у облику страних директних

инвестиција, које су напредније европске транзиционе земље остариле након уласка у ЕУ, те раст цијена нафте на свјетском тржишту, стварали значајно веће инфлационе притиске у групи земаља са фиксним у односу на групу земаља са флексибилнијим девизним курсом. Мањи инфлациони притисци на нивоу узорка транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса дијелом се могу објаснити појачаним апресијацијским притисцима на номинални девизни курс генерисани приливом иностраног капитала што је, путем утицаја на инфлациона очекивања и цијене увозних производа, имало позитивно дејство на успоравање раста општег нивоа цијена.

Графички приказ број 192: Просјечне годишње стопе инфлације у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Под утицајем пада укупне потрошње, изазваног глобалном кризом, а потом и успореног опоравка свјетске привреде јављају се дефлациони притисци који су резултирали благом инфлацијом и сличним путањама њеног кретања на нивоу оба узорка напреднијих транзиционих земаља. Посматрано у периоду од 2000 до 2018. године, графичко приказивање кретања просјечних годишњих стопа инфлације остварених на нивоу узорака напреднијих транзиционих земаља упућује на закључак да је примјена режима флексибилнијег девизног курса, у дугом року, праћена већим степеном цјеновне стабилности у поређењу са режимима фиксног девизног курса.

На слично запажање упућују и резултати дескриптивне анализе (табела 21). Мјере дисперзије, као што су интервал варијације и стандардна девијација, недвосмислено сугеришу да су, у посматраном периоду, вриједности годишњих стопа инфлације више распршене на нивоу узорка земаља са режимима фиксног девизног курса. Такође, већа волатилност годишњих стопа инфлације, мјерена стандардном девијацијом, током 2000-2018. године, забиљежена је на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, гдје је просјечно одступање од просјечне стопе инфлације било 3,1 према 2,5 остварено на

нивоу узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса. Уз веће међусобно разликовање и већу волатилност општег нивоа цијена, на нивоу овог узорка, остварена је и већа дугорочна просјечна вриједност стопе инфлације и то од 3,2% према 3,0% колико је остварено на нивоу узорка земаља са режимима флексибилнијег девизног курса.

Табела број 21: Разлика у стопама инфлације између узорка земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса - напредније транзиционе земље

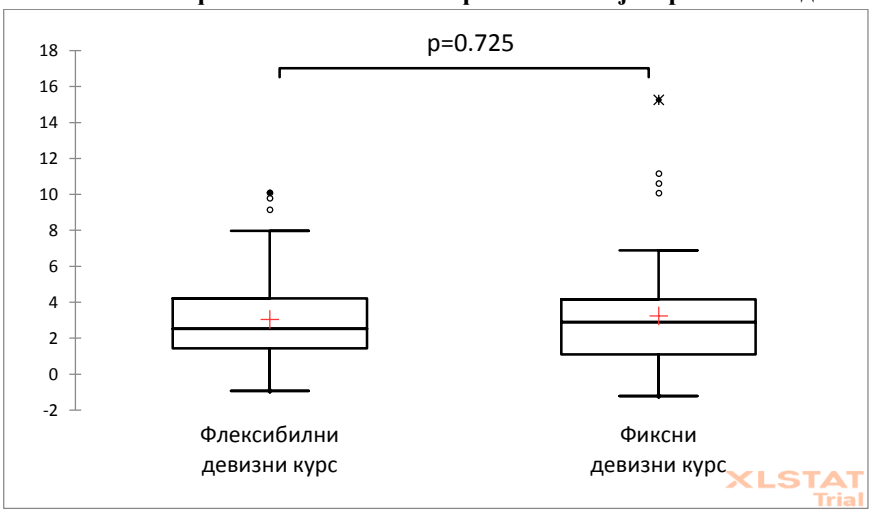
Преглед статистика:

Годишња стопа инфлације	Запажања	Минимална вриједност	Максимална вриједност	Медијана	Средња вриједност	Стандардна девијација
Флексибилни девизни курс	57	-0.9	10.1	2.5	3.0	2.5
Фиксни девизни курс	57	-1.2	15.3	2.9	3.2	3.1

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Нешто већа разлика остварена је када се посматра вриједност медијане, која на нивоу узорка земаља са фиксним девизним курсом износи 2,9% према 2,5% на нивоу узорка земаља са флексибилнијим девизним курсом. Посматрањем по квартилима, графичка анализа сугерише да земље са фиксним режимима имају већи варијабилитет годишњих стопа инфлације у другом и трећем, а земље са флексибилнијим режимима девизног курса у првом и четвртом квартилу (графичког приказа број 193). Такође, на основу кутијастог дијаграма запажа се да су земље које чине узорак са политиком трајнијег фиксног девизног курса забиљежиле већи број екстремних вриједности.

Графички приказ број 193: Кутијасти приказ годишњих стопа инфлације у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса



Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Без обзира на релативно малу разлику у дугорочним просјечним и позиционим вриједностима остварених на нивоу узорака, алгебарско резоновање још увијек није довољно да би се донио закључак о могућој предности политике веће флексибилности над политиком трајнијег фиксног девизног курса у остваривању стабилности цијена у дугом року. Испитивањем испуњености претпоставке о нормалности расподјеле, помоћу Колмогоров-Смирновљевог теста, утврђено је да обе серије података, са *p* - вриједностима од 0,510 и 0,082 које су веће од 0,05, што се узима као праг значајности, прате нормалну расподјелу (табела број 22).

Табела број 22: Нормалност расподјеле и резултати Студентовог теста разлике између стопа инфлације напреднијих транзиционих земаља

Нормалност расподјеле *Kolmogorov-Smirnov test:*		
	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	0.106	0.164
p-value (Two-tailed)	**0.510**	**0.082**
alpha	0.05	0.05

Резултати Студентовог теста за два независна узорка *t-test for two independent samples / Two-tailed test: test:*	
Difference	-0.188
t (Observed value)	-0.353
|t| (Critical value)	1.981
DF	112
p-value (Two-tailed)	**0.725**
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

За добијање релевантнијих података о доприносу режима флексибилнијег девизног курса дугорочној цјеновној стабилности у земљама у транзицији, испуњеност претпоставке о нормалности расподјеле упућује на примјену т-теста усмјереног на утврђивања статистичке значајности разлика у средњим вриједностима стопа инфлације. Резултат т-теста, уз ниво ризика од 5%, показује да разлика у дугорочним средњим вриједностима стопа инфлације није статистички значајна јер је израчуната вриједност t (t = -0,353, p = 0,725 > α) мања од критичне вриједности $|t|$ = 1,98 (табела број 22). Наиме, јако ниска вриједност t статистика сугерише да се посматрани узорци, са аспекта инфлације, свега 0,3 пута више разликују између себе него унутар себе, што указује на висок степен сличности међу узорцима.

Ипак, због постојања неколико вриједности које значајно одступају од већине измјерених резултата, у обе серије података, идентификованих на кутијастом дијаграму, допринос флексибилнијег девизног курса дугорочној цјеновној

стабилности додатно је провјерен примјеном Ман-Витнијевог теста, усмјереног на испитивање значајности разлике у медијанама једног и другог узорка земаља.

Уз ризик од 5%, на основу резултата Ман-Витнијевог теста (U = 1602, p = 0,901 > α), може се закључити да се и вриједности медијана посматраних узорака међусобно статистички не разликују значајно, односно да је цјеновна стабилност у напреднијим транзиционим земљама опредијељеним за политику веће флексибилности девизног курса на нивоу стабилности цијена коју обезбјеђује примјена политике фиксног девизног курса, у дугом року (табела број 23).

Табела број 23: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између стопа инфлације напреднијих транзиционих земаља

Нормалност расподјеле

Колмогоров-Смирнов теста

	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	0.106	0.164
p-value (Two-tailed)	**0.510**	**0.082**
alpha	0.05	0.05

Резултати Ман-Витнијевог теста за два независна узорка

Mann-Whitney test / Two-tailed test:

U	1602
U (standardized)	0.000
Expected value	1624.500
Variance (U)	31136.250
p-value (Two-tailed)	**0.901**
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

На готово идентичан закључак упућују и резултати употреба Левеновог теста (*Levene's testa*) усмјереног на тестирање разлика у варијабилитету просјечних годишњих стопа инфлације остварених на нивоу анализираних узорака, имајући у виду да је робустан у условима, када је нарушена претпоставка о нормалности расподјеле. Добијена p вриједност Левеновог теста, центрираног на аритметичкој средини, медијани, као и на медијани којој су уклоњене 5% највиших и 5% најнижих вриједности, је 0,56, 0,58 и 0,57, респективно. С обзиром на то да су p вриједности веће од 0,05, може се закључити да не постоји статистички значајна разлика између варијабилитета просјечних годишњих стопа раста цијена забиљеженог на нивоу узорка земаља са режимима фиксног и земаља са режимима флексибилнијег девизног курса.

Дакле, на основу резултата истраживања, заснованих на примјени (не)параметарских статистичких техника за поређење узорака, може се закључити да не постоји

статистички значајна разлика у оствареним дугорочним стопама инфлације и њеној варијабилности, мада је забиљежен њен мањи варијабилитет и нешто мањи износ на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса него на нивоу узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса. На тај начин, дугорочна просјечна стопа инфлације, забиљежена на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, по интензитету блага и истовремено мање волатилности у односу на просјечну дугорочну стопу инфлације остварену на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, иако не и статистички значајно, ипак ојачава полазну претпоставку по којој примјена флексибилнијих режима девизног курса доводи до дугорочне цјеновне стабилности у земљама у транзицији.

Међутим, примијењена статистичка анализа, заснована на техникама за поређење разлика међу узорцима, пружа само ограничене доказе о потенцијалном утицају политике девизног курса на кретање стопе инфлације, јер не може да елиминише ефекте других фактора који такође могу бити узрок добијених резултата. Ипак, ова анализа даје увид у то шта се може очекивати од резултата економетријске анализе која слиједи. У циљу јаснијег идентификовања ефеката политике девизног курса на цјеновну стабилност у транзиционим земљама анализа је настављена примјеном ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models*), за оба узорка напреднијих транзиционих земаља. Девизне резерве централне банке (ДЕР), стране директне инвестиције (СДИ), бруто дуг опште државе (БДД) и економски раст (БДП) су варијабле које су се, на основу *Log Likelihood* критеријума, показале као значајне при дефинисању оптималне структуре модела за инфлацију како у случају земаља са флексибилнијим режимима, тако и у случају земаља са фиксним режимима девизног курса. Прецизније речено, у регресионом панел моделу инфлација је приказана као функција наведених независних макроекономских варијабли, што се може представити на сљедећи начин:

$$\text{ИПЦ} = f(\text{ДЕР, СДИ, БДД, БДП}).$$

У табели број 24 и табели број 25 приказани су резултати економетријске процјене утицаја примијењених режима девизног курса на стопу раста цијена у групи напреднијих европских транзиционих земаља. Из табела, а на основу вриједности коефицијента корекције грешке, која се код оба посматрана узорка налази у интервалу (0,-1) и статистички је значајна на нивоу од 1%, може се закључити да се изабране

макроекономске варијабле, укључене у модел, налазе у дугорочном равнотежном односу. Другим ријечима, временске серије укључене у модел за инфлацију, у случаја оба узорка напреднијих транзиционих земаља, слично се понашају, у смислу да је промјена једних серија праћена промјенама других серија. Вриједност коефицијената корекције грешке од -0,15, на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, односно од -0,22, на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, сугерише да је брзина прилагођавања према путањи дугорочне равнотеже, у сваком наредном кораку, приближно 15%, односно 22%, респективно.

Табела број 24: Процјењени утицај флекибилнијих режима девизног курса на стабилност цијена напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Зависна варијабла: **ИПЦфл**			
Дугорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
БДДфл	1.4852684	0.8461693	0.000
ДЕРфл	-0.066868	0.0018877	0.000
СДИфл	0.1299117	0.4319817	0.025
БДПфл	1.132134	0.0194275	0.009
Краткорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.1528751	0.1898763	0.000
Δ БДДфл	-0 .5228822	0.182965	0.395
Δ ДЕРфл	-0.0085151	0.004777	0.204
Δ СДИфл	-0.0108752	0.0710207	0.614
Δ БДПфл	-0.3362375	0.0739706	0.169
Константа	5.960769	0.7858379	0.093
Log Likelihood	-98.28046		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Даље, из табеле број 24 се види да, при нивоу значајности од 1% и 5%, контролне варијабле у моделу за инфлацију напреднијих земаља са режимима флексибилнијег девизног курса - БДДфл, СДИфл и БДПфл имају дугорочан и статистички значајан утицај на стопу раста цијена те да њихови коефицијенти имају очекиване, позитивне

предзнаке. Прецизније речено, резултати наглашавају да је у дугом року, код узорка напреднијих транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, стабилност цијена позитивно осјетљива на бруто дуг опште државе, нето прилив страних директних инвестиција и реални економски раст и то на начин да ће се растом учешћа бруто дуг оппште државе и нето прилива страних директних инвестиција у БДП од 1 процентног поена, односно реалног БДП-а од 1% доћи до раста цијена од 1,48%, 0,12% и 1,13% респективно.

Табела број 25: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на стабилност цијена напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Зависна варијабла: **ИПЦфи**			
Дугорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
БДДфи	-0.85170884	0.0491143	0.000
ДЕРфи	1.8545187	0.96188778	0.999
СДИфи	0.2509117	0.22589817	0.004
БДПфи	-0.8514204	0.1262552	0.023
Краткорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.2228751	0.3598763	0.010
Δ БДДфи	-0.5202497	0.3833469	0.321
Δ ДЕРфи	0.2560074	0.0046323	0.387
Δ СДИфи	-0.2312932	0.2234266	0.154
Δ БДПфи	-0.8572688	0.1400787	0.206
Константа	-3.4420769	0.9158379	0.002
Log Likelihood	-97.28024		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Из табеле број 25, у којој су приказани резултати регресионе панел анализе за узорак напреднијих транзиционих земаља са режимима фиксног девизног курса, уочава се да варијабле БДДфи, СДИфи и БДПфи, при нивоу значајности од 1% и 5%, такође, имају дугорочан и статистички значајан утицај на стопу раста цијена, али са коефицијентима који, осим у случају страних директних инвестиције, имају негативан предзнак. Прецизније речено, резултати модела за инфлацију напреднијих транзиционих земаља

са режимима фиксног девизног курса сугеришу да је стабилност цијена у дугом року негативно осјетљива на бруто дуг опште државе и реални економски раст, а позитивно осјетљива на нето прилив страних директних инвестиција. Полазећи од предзнака и вриједности коефицијената уз варијабле БДДфи и БДПфи, може се очекивати да ће раст учешћа бруто дуга опште државе у БДП-у, односно раст реалног БДП-а од једног процентног поена/процента довести до пада цијена за 0,85%, у оба случаја. Позитивна вриједност коефицијента уз варијаблу СДИфи од 0,25 говори о томе да ће се са повећањем учешћа нето прилива страних директних инвестиција у БДП-у за 1 процентни поен стопа инфлације повећати за 0,25%.

На основу поређења резултата корелационе анализе, приказаних у табели број 10 и табели број 11, може се закључити да, у групи напреднијих транзиционих земаља, код узорка земаља се политиком веће флексибилности девизног курса постоји чвршћа повезаност између стопе раста цијена и бруто дуга опште државе, него код узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса. У исто вријеме, резултати дескриптивне статистичке анализе (дати у Прилогу 1) откривају да су земље се политиком веће флексибилности девизног курса, у просјеку, забиљежиле значајно већи ниво бруто дуга, мјерен учешћем у БДП-у, у односу на земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса, и то 57,6% према 21,2%.

Имајући у виду наведене резултате корелационе и дескриптивне статистичке анализе, може се рећи да су добијени резултати регресионог панел модела, који говоре о дугорочном и статистички значајаном утицају бруто дуга опште државе на инфлацију, у складу са емпиријским истраживањима као што су нпр. истраживања Reinhart & Rogoff (2010) и Barquero & Loaiza (2017), у којима аутори констатују да повећање нивоа јавног дуга постаје инфлационо само код земаља чији је јавни дуг већ висок. То имплицира да раст бруто дуга, при његовом реативно ниском нивоу, у дугом року, неће генерисати значајнији раст стопе инфлације. Висина опште стопе пореза на додату вриједност која се, 2017. године, код земаља које чине узорак са режимима фиксног девизног курса кретала у распону од 20% до 21%, односно код земаља са режимима флексибилнијег девизног курса у распону од 21% до 27%, иде у прилог наведеним објашњењима утицаја висине бруто дуга на инфлацију. Наиме, низак ниво бруто дуга опште државе, утицајм на нижи ниво пореза у будућности, у комбинацији са фиксним нивоом номиналног девизног курса, као главним цјеновним параметром, дијелом може објаснити резултате регресионог панел модела који сугеришу да, у случају напреднијих транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног

курса, нижи бруто дуг опште државе, у дугом року, смањује притисак на раст оштег нивоа цијена. С друге стране, повећање пореских стопа са циљем сервисирања акумулираног јавног дуга смањује међународну конкурентност земље и инвестиције те успорава привредни раст. У околностима успоравања привредног раста монетране власти земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, у циљу побољшања макроекономских перформанси, осим механизма монетарне експанзије, могу да користе и механизам обезврјеђивања националне валуте дозвољавајући номиналну депресијацију домаће валуте у циљу подстицања међународне конкурентности. Раст пореских стопа и депресијација номиналног девизног курса, у околностима релативно високог нивоа бруто дуга опште државе и успореног привредног раста, у дугом року, стварају симултани притисак на раст општег нивоа цијена. Описане закономјерности, дјелимично могу објаснити дугорочан позитиван и статистички значајан утицај реалног БДП-а на инфлацију у случају напреднијих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, односно негативан и статистички значајан утицај раста реалног БДП-а на инфлацију, у случају напреднијих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса.

Добијени резултати модела, код оба посматрана узорка, који говоре о позитивном и статистички значајном утицају страних директних инвестиција на инфлацију у складу су са резултатима емпиријских истраживања која су спровели Taylor (2001) и Rashid & Husain (2010). Међутим, вриједности коефицијената уз варијабле СДИфл и СДИфи од 0,13, односно 0,25, респектино, имплицирају да је инфлациони ефекат прилива страних директних инвестиција на стабилност цијена, у групи напреднијих транзиционих земаља, слабији код земаља које примјењују режиме флексибилнијег девизног курса. То може бити један од разлога ниже дугорочне просјечне стопа инфлације и њене мање волатилности на нивоу узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса. Другим ријечима, слабији ефекат прилива страних директних инвестиција на раст цијена, уз могуће повећање продуктивности домаће привреде, бар дјелимично, може се објаснити примјеном флексибилнијих режима девизног курса. Дајући више простора тржишним снагама у формирању девизног курса, флексибилнији режими омогућавају да апресијацијски притисци на номинални девизни курс, иницирани приливом капитала, утицајем на инфлациона очекивања и пад цијена увозних производа у домаћој валути, дјелују на обуздавање инфлације, успоравајући њен раст. Такође, усљег снажног прилива иностраног капитала у земљу, девизни курс домаће валуте апресира, не само номинално, већ и реално, што тежи да смањи даљни прилив капитала, јер се за исти износ стране валуте добија мања

количина домаћег новца. На тај начин, примјеном флексибилнијег девизног курса повећава се способност апсорпције и отпорност привреде на ризике повезане с приливом капитала, што доприноси остваривању задовољавајућих макроекомских перформанси националне привреде.

Имајући у виду да је за сваки монетарни систем, између осталог, важно како промјене нивоа девизних резерви утичу на инфлацију, односно ликвидност у земљи, те да су могућности монетарних власти да неутралишу (стерилишу) утицај промјена нивоа девизних резерви на новчану масу, а тиме и на инфлацију у значајној мјери условљене изабраним режимом девизног курса, главни предмет интересовања у овом дијелу истраживања јесте утицај девизних резерви централне банке (ДЕР) на инфлацију. Познато је да повећање девизних резерви доводи до повећања монетарне базе, што на крају, кроз процес мултипликације, утиче на стање, тј. повећање домаће понуде новца, а тиме и на инфлацију. Ипак, у групи напреднијих транзиционих земаља, резултати регресионог панел модела за инфлацију су показали да девизне резерве централне банке, у дугом року, у случају земаља са флексибилнијим режимима, за разлику од земаља са фиксним режимима девизног курса гдје је утврђен њихов позитиван, али не и статистички значајан утицај на стопу раста цијена, имају статистички значајан, али негативан утицај на инфлацију. Вриједност коефицијената уз варијаблу ДЕРфл од -0,06 значи да ће раст девизних резерви за 1% довести до смањења раста цијена за 0,06%. Емпиријски резултати који показују да пораст девизних резерви доводи до ниже стопе инфлације, иако се разликују од многих досадашњих студија које су утврдиле постојање позитивног односа између девизних резерви и инфлације, у складу су са истраживањима које су спровели Chaudhry et al. (2011).

У просјеку, висок степен отворености привреда развијенијих транзиционих земаља са режимима флексибилног девизног курса, у значајном мјери заснован на расту извоза, те позитивна корелација између отворености привреда и девизних резерви, сугеришу да је акумулација девизних резерви повезана са растом учешћа у међународној трговини. Растућа спољнотрговинска отвореност генерише одређене екстерналије које се огледају у већој специјализацији и продуктивности, што посљедично, путем смањења јединичних трошкова рада и стопе инфлације, додатно подстиче извозну активост и раст девизних прилива. При томе, не треба занемарити ни то да висок ниво девизних резерви доприноси јачању кредибилитета монетарне власти, што смањењем неизвијесности има позитивно дејство на стабилност цијена.

Изостанак статистичи значајног утицаја девизних резерви на инфлацију напреднијих транзиционих земаља са режимима фиксног девизног курса може се довести у везу са уласком посматраних земаља у ЕМУ. Замјена националне валуте за евро проузроковала је снажан пад девизних резерви централне банке, што је могло утицати на резултате модела за инфлацију.

Имајући у виду да је, у дугом року, раст девизних резерви праћен статистички значајним смањењем стопе инфлације и да је инфлациони притисак прилива иностраног капитала у земљама са флексибилнјим режимима девизног курса мањи него у земљама са фиксним режимима девизног курса, укључујући резултате дескриптивне анализе статистике и статистичких тестова за поређење разлика, у овом дијелу истраживања, може се потврдити задана помоћна хипотеза по којој примјена флексибилнијих режима девизног курса доводи до дугорочне цјеновне стабилности у земљама у транзицији.

г) *Допринос политике девизног курса смањењу незапослености*

Графичко поређење просјечних узорачких годишњих стопа незапослености открива да су у предрецесионом периоду, након уласка у ЕУ, стопе незапослености у обе групе транзиционих земаља имале тенденцију опадања, уз одређене разлике у брзини опадања у корист земаља са режимима фиксног девизног курса. Разлике у динамици опадања резултирале су тиме да је просјечна стопа незапослености 2007. године у земљама са фиксним режимима била на нивоу од 5%, а у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса 7% (графички приказ број 194).

Графички приказ број 194: Просјечне непондерисане стопе незапослености у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Нешто веће стопе незапослености на почетку анализираног периода у земљама са режимима фиксног девизног курса и њихов нижи ниво у предрецесионом периоду

него у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, указују на то да је привлив страних директних инвестиција (најчешће у форми аквизиције великих неефикасних друштвених предузећа) био праћен реструктурирањем и отпуштањем одређеног броја запослених што је водило расту стопе незапослености, док су након уласка у ЕУ стране директне инвестиције (посебно *greenfield* инвестиције) значиле креирање нових радних мјеста и пад стопе незапослености.

Међутим, ефекти свјетске кризе на тржиште рада били су значајно различити. На нивоу узорка земаља са флуктуирајућим режимима, криза је зауставила тенденцију опадања незапослености у тренутку када је достигла ниво од 6%, али без изазивања значајнијих поремећаја на тржишту рада, у смислу погоршања, тако да се стопа незапослености на нивоу од око 9% задржала и у периоду 2009-2013. године. У околностима негативног спољног шока, као што је био пад БДП-а у развијеним земљама, кретања привредне активности и (не)запослености у напреднијим транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, имајући у виду да су ове земље, у циљу ублажавања посљедица глобалне кризе, дозволиле значајнију депресијацију девизног курса, дијелом се може објаснити политиком веће флексибилности девизног курса.

У исто вријеме, на нивоу узорка са фиксним девизним курсом криза је произвела снажан раст стопе незапослености па је са најнижег нивоа од 5%, већ у року од три године достигла врх од 18%. Као и у случају кретања стопа раста реалног БДП-а, може се претпоставити да је значајно већи раст незапослености, у земљама са фиксним режимима девизног курса, између осталог, уско повезан са губитком флексибилности у монетарној и политици девизног курса коју подразумијева овај режим. Наиме, кретање стопе незапослености сугерише да су транзиционе земље са политиком фиксног девизног курса, у околностима пада тражње са иностраних тржишта и немогућности девалвирања валуте, у циљу спречавања губитка конкурентности домаће привреде на међународном тржишту, биле приморане да путем раста незапослености врше притисак на пад нивоа зарада и повећање продуктивности.

На графичком приказу број 194 може се запазити да је, у пострецесионом периоду, стопа незапослености, упркос успореном привредном расту, испољавала силазни тренд, тако да је на крају посматраног периода, на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса сведена на ниво од 6%, а узорка напреднијих транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса на ниво од 3%. У цјелини посматрано, на основу графичког приказа кретања

стопа незапослености уочава се да су напредније транзиционе земље са флексибилнијим режимима девизног курса, током 2000-2018. године, у поређењу са напреднијим транзиционим земљама са фиксним режимима девизног курса, забиљежиле претежно ниже стопе незапослености.

Резултати дескриптивне анализе, наведени у табели 26, показују да узорак земаља са флексибилнијим режимима, у односу на узорак са фиксним режимима девизног курса, има нешто неповољније мјере варијабилности, односно шири интервал варијације и већу стандардну девијацију, али боље параметре централне тенденције - мању средњу вриједност стопа незапосленост (8,4% према 10,6%) и мању вриједност медијане (7,4% према 10,2%).

Табела број 26: Разлика у стопама незапослености између групе напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

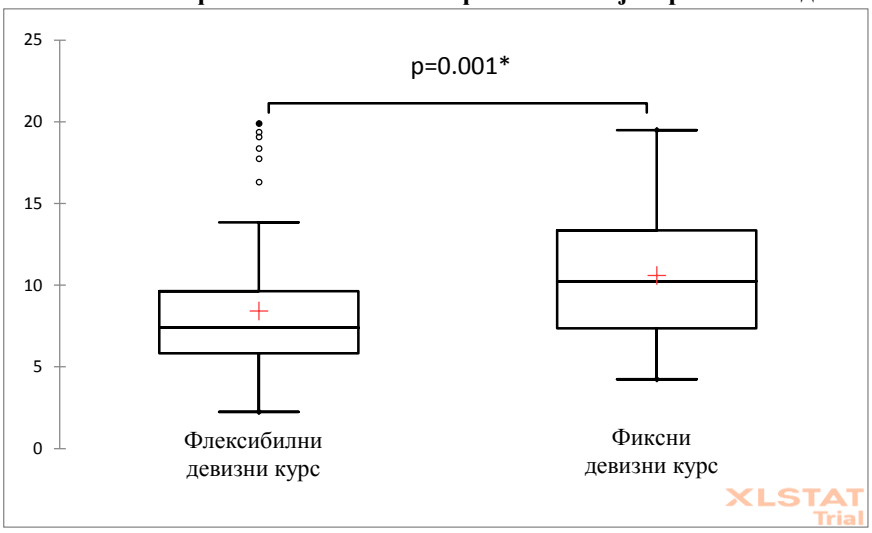
Преглед статистика:

Стопа незапослености	Запажања	Минимална вриједност	Максимална вриједност	Медијана	Средња вриједност	Стандардна девијација
Флексибилни девизни курс	57	2.2	19.9	7.4	8.4	4.1
Фиксни девизни курс	57	4.2	19.5	10.2	10.6	3.9

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

На осносву кутијастог графичког приказа уочава се да је неколико нестандардних опсервација (аутлајера) разлог нешто неповољнијих мјера варијабилности, односно ширег интервала варијације и веће стандардне девијације у земљама са флексибилнијим него у земљама са фиксним режимима девизног курса. На графичком приказу број 195 уочава се да се унутар узорка земаља са флексибилнијим девизним курсом појављује већи број екстремних опсервација које изазивају веће одступање дугорочне просјечне вриједности стопе незапосленопсти од вриједности њене медијане. Искључивањем екстремних вриједности из анализе, примјеном *box plot* графикона, долази се до запажања која сугеришу да је 50% годишњих стопа незапослености, окупљених око медијане, мање распршено на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса (интерквартилни распон 6% до 10%), у односу на узорак земаља са фиксним режимима девизног курса (интерквартилни распон од 7% до 13%).

Графички приказ број 195: Кутијасти приказ стопа незапослености групе напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса



Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Графичка и дескриптивна анализа, дакле, сугерише да је, у дугом року, примјена флексибилнијих режима девизног курса, у поређењу са фиксним, праћена мањом стопом незапослености. Испитивањем испуњености претпоставке о нормалности расподјеле података, помоћу Колмогоров-Смирновљевог теста, утврђено је да серија података о стопама незапослености на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, са вриједности $p = 0{,}032 > \alpha$, не прати нормалну расподјелу (табела број 27). Резултати теста нормалности расподјеле коришћених података, као и идентификоване екстремне вриједности стопа незапослености, сугеришу примјену Ман-Витнијевог теста као економетријске технике за утврђивање статистичке значајности уочених разлика између вриједности медијана стопа незапослености посматраних узорака напреднијих транзиционих земаља.

Резултати теста, приказани у табели број 27, сугеришу да је уочена разлика у медијанима од 2,8 процентних поена статистички значајна ($U = 1056$, $p = 0{,}001 < \alpha$). Фактички, резултати Ман-Витнијевог теста показују да, у групи напреднијих транзиционих земаља, земље са флексибилнијим девизним курсом имају статистички значајно мање стопе незапослености (Мдн = 7,4%) у односу на земље са фиксним девизним курсом (Мдн = 10,2%). Разултати истраживања, засновани на тестовима за поређења разлика међу узорцима сугеришу да, у групи напреднијих европских транзиционих земаља, у односу на фиксне режиме девизног курса, примјена флексибилнијих режима девизног курса, дајући више простора тржишним снагама у формирању номиналног девизног курса, доприноси цјеновној конкурентности и развоју индустрије размјењивих добара у извозном сектору, а тиме и порасту тражње за радном снагом и нижим стопама незапослености у дугом року.

Табела број 27: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између стопа незапослености у напреднијим транзиционим земљама

Нормалност расподјеле

Kolmogorov-Smirnov test:

	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	O.187	0.082
p-value (Two-tailed)	**0.032**	**0.805**
alpha	0.05	0.05

Резултати Ман-Витнијевог теста за два независна узорка

Mann-Whitney test / Two-tailed test:

U	1056
U (standardized)	0.000
Expected value	1624.500
Variance (U)	31136.250
p-value (Two-tailed)	0.001
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Могуће разлоге за статистички значајно веће дугорочне стопе незапослености у напреднијим транзиционим земљама са фиксним режимима девизног курса, током анализираног периода, треба тражити и у њеној већој стартној основи. Наиме, повећање спољнотрговинске отворености у почетним фазама транзиције, у већој мјери засновано на повећању увоза него извоза, указује да је либерализације увоза, кроз мање осцилације и мањи ризик промјене девизног курса, те смањење трошкова и неизвијесности у међународној трговини, у значајној мјери олакшана и стимулисана политиком фиксног девизног курса, умјесто јачања конкурентности на иностраном тржишту, за посљедицу имала јачање конкурентности иностране робе на домаћем тржишту. На тај начин се велики број домаћих предузећа нашао у проблему, што се посљедично неповољно одражавало на стање тржишта рада.

У циљу потпунијег сагледавања ефеката примијењеног режима девизног курса на стање тржишта рада напреднијих транзиционих земаља анализа је настављена примјеном ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models*). На основу *Log Likelihood* критеријума, за оба узорка напреднијих транзиционих земаља, индекс потрошачких цијена (ИПЦ), реални ефективни девизни курс (РЕДК) и степен спољнотрговинске отворености привреде (ТОЕ), показали су се као варијабле значајне у објашњавању дугорочног кретања стопе незапослености. Прецизније, у групи напреднијих транзиционих земаља, на основу *Log Likelihood* критеријума утврђена је оптимална структура регресионог панел модела у којем је, на нивоу оба посматрана узорка, незапосленост (НеЗП)

представљена као функција наведених промјенљивих, што се може записати на сљедећи начин:

$$\text{НеЗП} = f(\text{ИПЦ, РЕДК, ТОЕ}).$$

На основу вриједности коефицијента за фактор корекције грешке од -0,08, која се налази у интервалу (0,-1) и статистички је значајна на нивоу од 1% (p = 0,000 < 0,01), може се констатовати да се варијабле укључене у модел за незапосленост, у напреднијим транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, налазе у дугорочној равнотежној вези (табела број 28). На тај начин је потврђено постојање дугорочног утицаја независних варијабли у моделу на зависну варијаблу - стопу незапослености. Вриједност коефицијента корекције грешке од -0,08 указује да брзина прилагођавања дугорочној равнотежи, у сваком наредном кораку, износи приближно 8%.

Такође, и у моделу за незапосленост у напреднијим транзиционом земљама са фиксним режимима девизног курса, вриједности коефицијента за фактор корекције грешке од -0,199, која се налази у интервалу (0,-1) и статистички је значајна на нивоу од 1% (p = 0,000 < 0,01), сугерише да постојање дугорочног утицај независних варијабли, укључених у модел, на зависну варијаблу - стопу незапослености (табела број 29). Другим ријечима, коефицијент корекције грешке у износу од -0,199, статистички значајан, говори да између посматраних варијабли постоји дугорочна равнотежа, са брзином прилагођавања дугорочној равнотежној путањи у износу од 20%. Прецизније, висина коефицијента корекције показује да се 20% одступања од равнотежне путање коригује у првој години.

У табели број 28 и табели број 29, у којима су дате оцјене дугорочних параметара којима се мјери утицај изабраних независних варијабли на стопу незапослености у напреднијим транзиционим земљама са флексибилнијим, односно фиксним режимима девизног курса, јасно се запажа да, у дугом року, реални ефективни девизни курс и спољнотрговинска отвореност привреде, али не и инфлација, имају статистички значајан утицај на стопу незапослености, с тим да реални ефективни девизни курс има позитиван, а отвореност привреде негативан утицај. Другим ријечима, у оба посматрана узорка, реални ефективни девизни курс и спољнотрговинска отвореност привреде показали су се као статистички значајни фактори у објашњавању стопе незапослености.

Табела број 28: Процјењени утицај флекибилнијих режима девизног курса на стопу незапослености напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Зависна варијабла: НеЗПфл			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
ИПЦфл	0.1588389	0.1300816	0.222
РЕДКфл	0.4421065	0.2606855	0.000
ТОЕфл	-0.6789303	0.3726277	0.046
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.0825298	0.3654493	0.000
Δ ИПЦфл	0.1459614	0.9517104	0.004
Δ РЕДКфл	-0.0818978	0.5469988	0.000
Δ ТОЕфл	0.0004287	0.0199867	0.983
Константа	0.1880389	0.6533986	0.774
Log Likelihood	-77.6473		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Висина коефицијента уз варијаблу РЕДКфл од 0,44, односно уз варијаблу РЕДКфи од 1,47, позитивног предзнака, значи да ће раст реалног ефективног девизног курса (реална апресијације) за 1% довести до повећања стопе незапослености за 0,44 процентна поена у земљама са већом флексибилношћу девизног курса, односно за 1,47 процентних поена у земљама са фиксним девизним курсом. У цјелини посматрано, добијене оцјене утицаја реалног ефективног девизног курса указују да се реалном депресијацијом, у напреднијим транзиционим земљама, може утицати на смањење стопе незапослености, односно подстицати раст тражње за радном снагом.

Спољнотрговинска отвореност привреде је показала дугорочан негативан и статистчки значајан утицај на стопу незапослености, на нивоу значајности од 5%. Негативан предзнак коефицијента уз варијаблу ТОЕфл од -0,68 и варијаблу ТОЕфи од -0,66 указује на то да раст степена спољнотрговинске отворености за 1 процентни поен, у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, узрокује пад стопе незапослености од 0,68 процентних поена, док ће у земљама са фиксним режимима девизног курса узроковати пад стопе незапослености од 0,66 процентних поена.

Дакле, на основу резултата регресионог панел модела за незапосленост, може се закључити да растућа спољнотрговинска отвореност привреде, у групи напреднијих европских транзициних земаља, без обзира на политику девизног курса, уз подстицање економског раста, доприноси стабилизацији тржишта рада.

Табела број 29: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на стопу незапослености напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Зависна варијабла: НеЗПфи			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
ИПЦфи	-0.1748718	0.391214	0.150
РЕДКфи	1.466591	0.5534398	0.008
ТОЕфи	-0.6632069	0.3031388	0.029
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.1991386	0.0121639	0.000
Δ ИПЦфи	-0.1098968	0.126445	0.385
Δ РЕДКфи	-0.1413136	0.1142688	0.216
Δ ТОЕфи	0.0299344	0.010938	0.006
Константа	-11.50685	2.666934	0.000
Log Likelihood	-95.54496		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Међутим, резултати регресионог панел модела за незапосленост откривају значајно већу осјетљивост тржишта рада на кретање реалног ефективног девизног курса у земљама са фиксним режимима у односу на земље са флексибилнијим режимима девизног курса. У групи напреднијих транзиционих земаља, које су прихватиле стратешку улогу извоза као једног од главних покретача економског раста и развоја, прецијењеност домаће валуте, усљед смањења могућности продаје на иностраном тржишту и ограниченог продајног потенцијала на домаћем тржишту, са негативним ефектима на економију обима и профитабилност пословања, у већој мјери отежава (успорава) стабилизацију тржишта рада у режиму фиксног него у режиму флексибилнијег девизног курса. Могуће разлоге за то треба тражити и у чињеници да је, у групи напреднијих транзиционих земаља, економски потенцијал (мјерен укупним

БДП) земаља са фиксним режимима девизног курса значајно мањи него земаља са флексибилнијим режимима девизног курса.

Наглашени поремећаји на тржишту рада, праћени дефлационим притисцима, упућују на закључак да су напредније транзиционе земље са политиком фиксног девизног курса, у околностима негативних спољних шокова и изражене извозне зависности, у циљу очувања међународне конкурентности, спроводиле интерну девалвацију. Раст незапослености имао је негативно дејство на висину зарада, смањујући јединични трошак рада, што је доприносило конкурентности домаће привреде. Истовремено, падом домаће тражње, то је генерисало додатно неповољно дејство на ниво привредне активности. Другим ријечима, може се претпоставити да су снажни поремећаји производње и запослености проузроковани глобалном кризом, одређеним дијелом, посљедица губитка флексибилности у монетарној политици и немогућности да се промјеном номиналног девизног курса подстиче цјеновна конкурентност привреде. Наиме, резултати истраживања упућују на закључак да очување цјеновне конкурентности сектора размјењивих добара напреднијих транзиционих земаља са режимом фиксног девизног курса, смањењем јединичних трошкова рада (интерна девалвација), као алтернатива механизму обезврјеђивања националне валуте (раст девизног курса – екстерна девалвација), усљед мање заштите домаће економије од турбуленција у свјетској економији и њеног мањег економског потенцијала, у просјеку, за посљедицу има спорије опадања стопе незапослености као начина повећања конкурентности радне снаге у погледу цијене рада, него у режимима флексибилнијег девизног курса.

Већа просјечна стопа незапослености у земљама са фиксним режимима, у односу на земље са флексибилнијим режимима девизног курса дијелом се може објаснити и нешто мањим доприносом растуће спољнотрговинске отворености смањењу стопе незапослености овој групи земаља. Резултати регресионог панел модела за (не)запосленост, показали су да раст коефицијената спољнотрговинске отворености изазива нешто мањи пад стопе незапослености у режиму фиксног него у режиму флексибилног девизног курса. Дјелимично, то се може објаснити нешто неповољнијом структуром спољнотрговинске отворености (извоз и увоз појединачно стављени у однос са БДП-ом), земаља са фиксним режимима девизног курса, којој је доприносила политика трајнијег фиксног девизног курса. Спољнотрговинска либерализација, у значајној мјери олакшана и стимулисана политиком фиксног девизног курса, резултирала је тиме да је раст отворености привреде у већој мјери

базиран на повећању увоза него извоза, што је посљедично, путем јачања конкурентности иностране робе на домаћем тржишту, одржавало на спорији раст запослености.

На основу резултата спроведеног истраживања у овом дијелу рада, може се закључити да је, у напреднијим транзиционим земљама, статистички значајна разлика у просјечним дугорочним стопама незапослености између земаља са флексибилнијим и земаља са фиксним режимима девизног курса, повезана са разликама у примијењеним политикама девизног курса. Другим ријечима, добијени резултати истраживања, засновани на тестовима за поређење разлика и регресионој статистичкој анализи, упућују на закључак да, у дугом року, примјена флексибилнијих режима девизног курса обезбјеђује ниже стопе незапослености, односно више стопе запослености.

Резултати истраживања су открили да су негативни ефекти реалне апресијације на тржиште рада већи уколико се фиксни девизни курс примјењује у околностима веће спољнотрговинске отворености привреде.

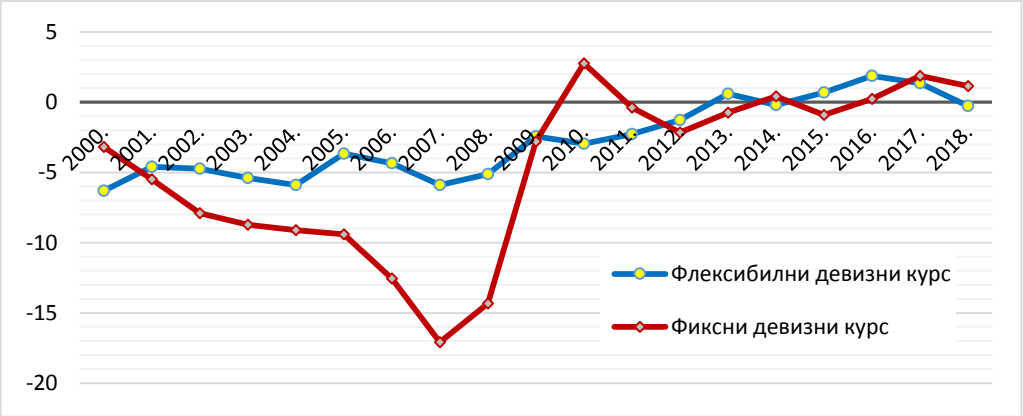
д) ***Допринос политике девизног курса равнотежи текућег биланса***

Графичко приказивање временских серија података о учешћу салда текућег рачуна платног биланса у БДП-у, оствареног на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са фиксним и узорка напреднијих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, открива да су разлике у путањама његовог кретања, у периоду до избијања свјетске економске и финансијске кризе, више него очигледне (графички приказ број 196). Дефицит остварен на нивоу узорка земаља са фиксним режимима девизног курса имао је снажну тенденцију погоршања и удаљавања од равнотежног нивоа па је 2007. године био 17% БДП-а. У исто вријеме, дефицит текућег рачуна платног биланса, остварено на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, претежно се кретало око 5%. Наиме, може се претпоставити да је раст тражње у земљама са фиксним режимима девизног курса, генерисан снажним приливом капитала из иностранства, нарочито након уласка у ЕУ, стварао јаче инфлационе притиске, него у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса. Посљедично, у околностима растуће отворености привреде и непромијењеног нивоа номиналног девизног курса, то је водило паду куповне моћи у земљи и продубљивању спољне неравнотеже.

У околностима снажног прилива иностраног капитала и растуће отворености привреде, значајно повољније стање салда текућег биланса у напреднијим

транзиционим земљама са флексибилнијим режимима, у односу на земље са фиксним режимима девизног курса, праћено ниским стопама инфлације, указује на то да механизам прилагођавања платног биланса уз помоћ флуктуирајућег девизног курса, упркос одређеним ограничењима, функционише на задовољавајући начин.

Графички приказ број 196: Просјечна непондерисана вриједност салда текућег биланса (% БДП) у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Пад домаће тражње, проузрокован свјетском економском кризом, на нивоу оба узорка, значио је смањење потрошње робе из увоза, што је водило елиминисању дефицита и преласку у суфицит у текућем рачуну платног биланса. На графичком приказу број 196 може се запазити да је у пострецесионом периоду, у околностима спорог опоравка свјетске привреде, салдо текућег биланса, на нивоу оба посматрана узорка, осциловао у уском распону око равнотежног нивоа.

Побољшање стања у текућем билансу напреднијих транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса, у периоду након појаве глобалне кризе, праћено поремећајима на тржишту рада и дефлационим притисцима, упућује на закључак да су ове земље, у околностима високе извозне зависности и смањене тражње са иностраних тржишта, у циљу спречавања већег губитка конкурентности домаће привреде на међународном тржишту, спроводиле интерну девалвацију. Раст незапослености вршио је притисак на смањење зарада, што је водило паду јединичних трошкова рада, доприносећи јачању конкурентности извозне индустрије размјенљивих добара. Истовремено, раст незапослености и пад домаће тражње, имали су додатно неповољно дејство на ниво привредне активности и тражње за увозним производима, што је стварало позитиван ефекат на стање текућег биланса.

Резултати дескриптивне анализе, у складу са графичком, указују на постојање разлика у оствареним репрезентативним вриједностима салда текућег биланса на нивоу

посматраних узорака (табела број 30). Упоређивањем статистика узорака уочава се да узорак земаља са фиксним режимима девизног курса има знатно већи интервал варијација и већу стандардну девијацију, али не и толико већу дугорочну просјечну вриједност дефицита текућег биланса која на нивоу овог узорка износи -4,7% БДП-а, према -2,7% БДП-а колико је остварено на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса.

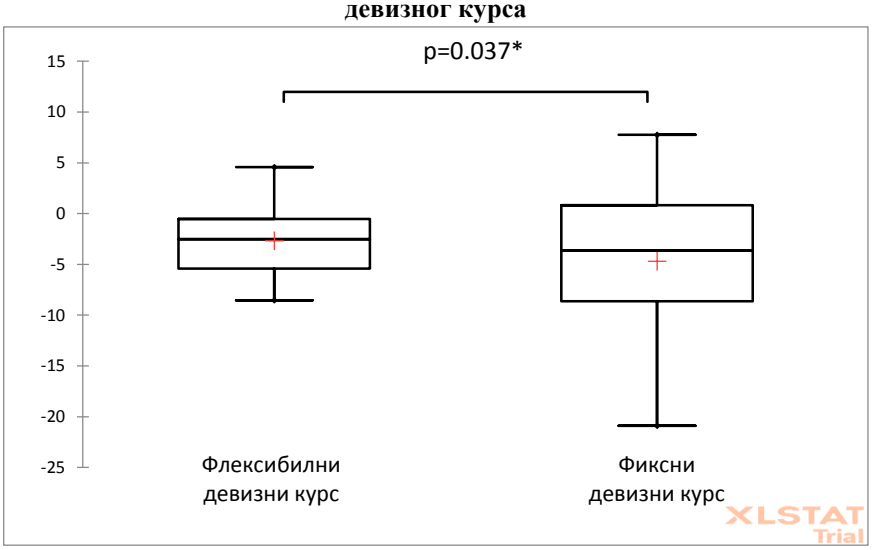
Табела број 30: Разлика у учешћу салда текућег рачуна платног биланса у БДП између групе напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Преглед статистика:

Салдо текућег биланса, % БДП	Запажања	Минимална вриједност	Максимална вриједност	Медијана	Средња вриједност	Стандардна девијација
Флексибилни девизни курс	57	-8.53	4.57	-2.52	-2.68	3.19
Фиксни девизни курс	57	-20.89	7.77	-3.63	-4.69	6.43

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Графички приказ број 197: Кутијасти приказ учешћа салда текућег биланса у БДП-у групе напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса



Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Графичко приказивање годишњих вриједности учешћа салда текућег рачуна у БДП-а помоћу кутијастог дијаграма открива да је њихов варијабилитет значајно већи, не само када се посматра разлика између минималне и максималне вриједности, већ и када се посматра по квартилима (графички приказ број 197). Такође, на кутијастом дијаграму, уочава се да приближно 25% годишњих вриједности дефицита текућег биланса (%

БДП), земаља са фиксним режимима девизног курса има већи износ од највеће вриједности дефицита текућег биланса земаља са флексибилнијим режимима девизног курса.

Колмогоров-Смирновљев тест, са добијеним вриједностима $p = 0{,}811 > \alpha$, у случају земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, односно $p = 0{,}477 > \alpha$, у случају земаља са фиксним режимима девизног курса, показује да обе серије података о учешћу салда текућег рачуна у БДП-у прате нормалну расподјелу (табела број 31). То у оквиру статистичке процедуре испитивања значајности разлике у просјечном учешћу салда текућег биланса у БДП-а сугеришу примјену Студентовог т теста.

Табела број 31: Нормалност расподјеле и резултати Студентовог теста разлике између учешћа салда текућег биланса у БДП-у у напреднијим транзиционим земљама

Нормалност расподјеле

Kolmogorov-Smirnov test:

	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	0.082	0.109
p-value (Two-tailed)	**0.811**	**0.477**
alpha	0.05	0.05

Резултати Студентовог теста за два независна узорка

t-test for two independent samples / Two-tailed test: test:

Difference	2.012
t (Observed value)	2.116
|t| (Critical value)	1.989
DF	82.013
p-value (Two-tailed)	**0.037**
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Уз ниво ризика од 5%, резултати теста упућују на закључак да је разлика у просјечном учешћу салда текућег рачуна у БДП-у статистички значајна, јер израчуната вриједност t статистике ($t = 2{,}116$, $p = 0{,}037 > \alpha$), већа од критичне вриједности $|t| = 1{,}98$, указује на већу разлику између узорака него унутар узорка (табела број 31). Прецизније, да је уочена разлика у средњим вриједностима учешћа салда текућег рачуна у БДП-у од 2 процентна поена статистички значајна потврђује добијена вриједност $p = 0{,}037 > \alpha$.

Другим ријечима, уз степен сигурности од 95%, може се закључити да напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса имају статистички значајно боље стање спољне равнотеже (посматране кроз салдо текућег биланса), у односу на напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса. Дакле, у овом дијелу анализе резултати истраживања сугеришу да би, у дугом року, у оквиру групе земаља које су остварилe значајнији напредак у

транзиционом процесу, политика девизног курса могла утицати на стање спољне равнотеже. На тај начин је додатно ојачана полазна претпоставка да примјена флексибилнијих режима девизног курса, у дугом року, може да доведе до нижег дефицита текућег биланса у земљама у транзицији.

Ипак, у циљу доношење коначног закључка о успјешности политике веће флексибилности девизног курса у успостављању спољне равнотеже у напреднијим транзиционим земљама, примјеном ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models*) изолаване су поједине макроекономске варијабле чији се утицај на салдо текућег рачуна платног биланса, у одређеној мјери, може довести у везу са политиком девизног курса. На основу *Log Likelihood* критеријума специфициран је оптималан модел у којем је салдо текућег биланса (% БДП-а), као одраз стања спољне равнотеже, у оба узорка земаља, представљен као функција реалног ефективног девизног кура (РЕДК), степена спољнотрговинске отворености привреде (ТОЕ) и бруто дуга опште државе (БДД), што се може записати на сљедећи начин:

$$\text{ТРПБ} = f(\text{РЕДК, ТОЕ, БДД}).$$

Резултати регресионог модела за текући рачун платног биланса напреднијих транзиционих земаља, приказани у табели број 32 и табели број 33, сугеришу да се вриједност коефицијента за фактор корекције грешке, како у случају земаља са флексибилнијим, тако и у случају земаља са фиксним режимима девизног курса, налази у интервалу (0,-1) и статистички је значајна на нивоу од 5%. То значи да се временске серије података о варијаблама укљученим у модел за текући биланс, унутар посматраних узорака, слично понашају у дугом року, у смислу да је промјена једних праћена промјенама других. Другачије речено, посматране варијабле се налазе у дугорочној равнотежи. На тај начин је при моделирању везе између изабраних макроекономских варијабли потврђен утицај независних на зависну варијаблу – текући рачун платног биланса. Вриједност коефицијента прилагођавања од -0,42 у случају узорка земаља са флексибилнијим режимима, односно од -0,63 у случају узорка земаља са фиксним режимима девизног курса, указује да се у сваком наредном кораку врши додатно прилагођавање ка дугорочној равнотежној путањи, у износу од 42%, односно 63%, респективно. Прецизније, на основу висине коефицијента прилагођавања закључује се да се 42%, односно 63% одступања од равнотежне путање коригује у првом периоду (години).

Табела број 32: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на салдо текућег биланса напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Зависна варијабла: ТРПБфл			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
РЕДКфл	-0.1173643	0.0507666	0.021
БДДфл	0.3516722	0.1080373	0.001
ТОЕфл	0.1050223	0.0359344	0.003
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.4224641	0.1454341	0.004
Δ РЕДКфл	0.0273195	0.0661933	0.680
Δ БДДфл	0.0820696	0.0722992	0.256
Δ ТОЕфл	-0.1369469	0.0778198	0.078
Константа	-7.151361	2.970827	0.016
Log Likelihood	-88.4591		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

На основу резултата панел-регресије, приказаних у табели број 32 и табели број 33, запажа се да пораст учешћа бруто дуга опште државе у БДП-у, у оба посматрана узорка, позитивно утиче на салдо текућег биланса. Коефицијент уз варијаблу БДДфл од 0,35 и варијаблу БДДфи од 0,71, позитиван и статистички значајан, у оба посматрана случаја, сугерише да ће раст учешћа бруто дуга опште државе у БДП-у за 1 процентни поен довести до смањења учешћа дефицита, односно повећања учешћа суфицита текућег биланса у БДП-у за 0,35 процентних поена у случају земаља са флексибилнијим режимима, односно за 0,71 процентни поен у случају земаља са фиксним режимима девизног курса. Резултати регресионог панел модела за текући рачун платног биланса напреднијих транзиционих земаља, дакле, упућују на закључак да раст бруто дуга опште државе има далеко слабије ефекте на побољшање стања текућег рачуна у режиму флексибилнијег него у режиму фиксног девизног курса.

Табела број 33: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на салдо текућег биланса напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Зависна варијабла: ТРПБфи			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
РЕДКфи	0.5146229	0.0890674	0.000
ТОЕфи	-0.0995119	0.0558237	0.075
БДДфи	0.7092300	0.0859844	0.000
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.6257111	0.0405841	0.000
Δ РЕДКфи	0.0232343	0.5382803	0.966
Δ ТОЕфи	-0.1248125	0.139796	0.372
Δ БДДфи	0.3161761	0.0457309	0.000
Константа	-37.83233	6.04342	0.000
Log Likelihood	-118.741		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Различит интензитет раста бруто дуга опште државе на текући биланс, у одређеној мјери, може се објаснити резултатима регресионог модела за инфлацију који су показали да раст бруто дуга опште државе има инфлационо дејство у земљама са флексибилнијим режимима, насупрот дефлационог дејства у земљама са фиксним режимима девизног курса. Дефлациони притисци, у околностима фиксног девизног курса, дестимулишу увоз што се повољно одражава на стање текућег рачуна платног биланса. Стварајући притисак на раст нивоа цијена у напреднијим транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, бруто дуг опште државе угрожава конкурентност домаће привреде са негативним дејством на стање у текућем рачуну платног биланса.

Спољнотрговинска отвореност привреде, у случају земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, показала је дугорочан позитиван и статистчки значајан утицај на салдо текућег биланса, на нивоу значајности од 1%. Позитивна вриједност коефицијента уз варијаблу ТОЕфл од 0,11 значи да раст учешћа обима спољне тровине у БДП-а за 1 процентни поен узрокује побољшање салда текућег рачуна платног

биланса, исказаног као % БДП-а, за 0,11 процентних поена. Могуће разлоге за повољан утицај раста спољнотрговинске отворености на стање текућег биланса напреднијих транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса треба тражити у чињеници да је растућа отвореност привреде, током анализираног периода, у већој мјери заснивана на повећању извоза него повећању увоза (извоз/БДП 61% према увоз/БДП 59%), чему је доприносила и политика веће флексибилности девизног курса.

Међутим, на основу резултата регресионог панел модела за текући рачун платног биланса напреднијих транзиционих земаља са фиксним режимом девизног курса може се закључити да раст спољнотрговинске отворености, неповољно утиче на салдо текућег рачуна. Отвореност привреде је показала дугорочан негативан и статистички значајан утицај на салдо текућег биланса, на нивоу значајности од 10%. Негативна вриједност коефицијента уз варијаблу ТОЕфи од 0,10 сугерише да ће раст спољнотровинске отворености за 1 процентни поен довести до погоршања салда текућег рачуна платног биланса, исказаног као % БДП-а, за 0,10 процентних поена. Као што је већ наглашено, раст спољнотрговинске отворености, ипак у већој мјери засниван на повећању увоза него извоза, упућује на закључак да је процес спољнотрговинске либерализације, у значајној мјери олакшан и стимулисан политиком трајнијег фиксног девизног курса, умјесто јачања конкурентности домаће робе на иностраном тржишту, за посљедицу имао јачање конкурентности иностране робе на домаћем тржишту, доводећи домаћа предузећа у проблеме, што се посљедично неповољно одражавало и на стање у текућем рачуну платног биланса.

Ипак, главни предмет занимања у овом дијелу анализе односи се на утицај реалног ефективног девизног курса на текући биланс. Резултати наведени у табели број 32 и табели број 33 показују да, у групи напреднијих транзиционих земаља, реални ефективни девизни курс, у дугом року, има статистички значајан утицај на салдо текућег биланса, с тим да коефицијент, у случају земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, има негативан (-0,12), а у случају земаља са фиксним режимима девизног курса, позитиван предзнак (0,51). То значи да раст индекса реалног ефективног девизног курса (реална апресијација) за 1% узрокује погоршања стања у текућем билансу земаља са флексибилнијим режимима девизног курса од 0,12 процентних поена, односно доводи до побољшања стања у текућем билансу земаља са фиксним режимима девизног курса за 0,51 процентних поена.

Дакле, резултати модела откривају да кретање реалног ефективног девизног курса, у дугом року, има статистички значајне ефекте на салдо текућег биланса напреднијих транзиционих земаља, с тим да у режиму флексибилнијег девизног курса повољан утицај на салдо текућег биланса има реална депресијација, док у режиму фиксног девизног курса изразито повољан утицај на текући биланс има реална апресијација.

Повољно дејство апресијације реалног девизног курса на салдо текућег рачуна платног биланса напреднијих транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса сугерише да је стање текућег биланса у овим земљама под снажним утицајем кретања девизних курсева у земљама са флексибилнијим режимом девизног курса, значајним спољнотрговинском партнерима. Наиме, резултати модела сугеришу да су се многе земље са флексибилнијим режимима девизног курса, у циљу побољшања макроекономских перформанси, нарочито у периоду глобалне кризе, опредијелиле за политику „осиромашења сусједа“, креирана да би домаћу тражњу преусмјерила са страних на домаће производе. Таква политика, у околностима спорог прилагођавања цијена, довела је до снажне апресијације реалног ефективног девизног курса у транзиционим земљама са фиксним режимима девизног курса. Нагла апресијација реалног девизног курса изазвала је снажан пад привредне активности и запослености. Пад запослености праћен падом зарада, смањењем јединичних трошкова рада, дориносио је јачању конкурентности извозног сектора и постепеном опоравку извозне активности напреднијих транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса. Истовремено, снажан пад домаће тражње, која се значајним дијелом задовољавала из увоза, резултирао је падом узвоза, што је водило елиминисању дефицита и преласку текућег рачуна платног биланса у зону суфицита. Другим ријечима, нагла промјена реалног ефективног девизног курса – снажна реална апресијација, иницирана политиком „осиромашења сусједа“ креираном од стране земаља спољнотрговинских партнера које су, под утицајем глобалне кризе, дозволиле значајнију депресијацију (девалвацију) номиналног девизног курса, угрожавајући пласман производа из земаља са фиксним девизним курсом, допринијела је снажном паду реалне привредне активности и запослености, посебно у напреднијим земљама са фиксним девизним курсом, што је путем смањења увоза резултирало побољшањем стања у текућем рачуну платног биланса. Фактички то значи да је позитивно дејство реалног девизног курса на салдо текућег биланса транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса резултат офанзивне политике девизног курса земаља са флексибилнијим режимима девизног курса.

Добијени резултати истраживања утицаја примијењених режима девизног курса на стање у текућем билансу напреднијих транзиционих земаља, указују да је статистички значајна разлика у просјечном учешћу салда текућег биланса у БДП-у између земаља са флексибилнијим и земаља са фиксним режимима девизног курса, повезана са разликама у примијењеним политикама девизног курса. То значи да резултати истраживања, засновани на тестовима за поређење разлика и регресионој статистичкој анализи, упућују на закључак да, у дугом року, примјена флексибилнијих режима девизног курса обезбјеђује ниже стопе незапослености, односно више стопе запослености. Такође, резултати анализе сугеришу да се у транзиционим земљама са фиксним режимима девизног курса, у дугом року, успостављање равнотеже у текућем рачуну платног биланса плаћа већом незапосленошћу.

4.4.2.2. Транзиционе земље које заостају у спровођењу структурних реформи

а) Дескриптивна статистика главних објашњавајућих варијабли

У циљу реалнијег сагледавања кретања реалног ефективног девизног курса у периоду од 2000. до 2018. године, из дескрипитивне анализе међугодишњих промјена реалног ефективног девизног курса, искључене су екстремне вриједности које су, под снажним утицајем извршених монетарних прилагођавања, забиљежене у Србији 2000. и 2001. године (почетак транзиционог процеса). Другим ријечима, да би интерпретација података више одговарала реалним кретањима, у случају Србије, 2001. година коришћена је као основна. На основу резултата дескриптивне анализе, приказаних у табели број 34, уочава се да су у групи мање развијених транзиционих земаља, без обзира на политику девизног курса, све земље забиљежиле позитивну просјечну годишњу стопу раста реалног ефективног девизног курса (коефицијент међугодишњих промјена већи од 1 означава реалну апресијацију).

Мање развијене транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса, остариле су доста уједначене међугодишње промјене реалног ефективног девизног курса, са годишњим стопама раста које су се кретале у уском распону од 1,30% у Србији до 1,85% у Румунији. Посматрано у односу на 2000. годину, као базну, односно у случају Србије у односу на 2001. годину, реални ефективни девизни курс на крају анализираног периода, 2018. године, апресирао је 23% у Албанији, 26% у Румунији и 25% у Србији.

Табела број 34: Дескриптивна статистика индекса реалног ефективног девизног курса - транзиционе земље које заостају у спровођењу структурних реформи

Статистика	ALB	ROU	SRB	Флексибилни девизни курс	BIH	BGR	MKD	Фиксни девизни курс
Геометријска средина	1,49	1,85	1,30	1,56	0,37	2,32	0,4	1,04
Медијана	101,1	102,1	99,4	101,5	100,3	102,7	100,9	100,9
Минимална вриједност	94,35	91,73	91,79	91,73	94,76	95,53	95,52	94,76
Максимална вриједност	109,0	118,5	110,8	118,5	106,7	109,9	106,0	109,9
Стандардна девијација	3,84	6,50	6,35	5,57	3,00	3,64	2,75	3,23
Запажања	19	19	17	55	19	19	19	57

Извор: Израчун аутора.

Корелациона анализа кретања реалног ефективног и номиналног ефективног девизног курса, односно кретања реалног ефективног девизног курса и стопе раста цијена, дала је резултат Пирсоновог коефицијента корелације (*Pearson's Coefficient Correlation*) од 0,65 и 0,14, респективно. Добијене вриједности коефицијента корелације указују да је, у мање развијеним транзиционим земљама са политиком веће флексибилности девизног курса, кретање реалног ефективног девизног курса у умјереној позитивној повезаности са кретањем номиналног ефективног девизног курса, док је у слабој (незнатној) позитивној повезаности са кретањем стопе инфлације. Другим ријечима, резултати корелационе анализе сугеришу да је, у случају мање развијених транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, кретање реалног ефективног девизног курса под већим утицајем номиналног девизног курса него стопе инфлације. Ипак, у групи транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, у просјеку, утврђен је нешто спорији раст индекса реалног девизног курса и слабија повезаност посматраних варијабли у мање развијеним него у напреднијим транзиционим земљама.

У мање развијеним транзиционим земљама са политиком трајнијег фиксног девизног курса просјечна годишња стопа раста реалног ефективног девизног курса кретала се од 0,4% у Босни и Херцеговини и Сјеверној Македонији до 2,3% у Бугарској. Посматрано у односу на 2000. годину, као базну, реални ефективни девизни курс на крају анализираног периода, 2018. године, апресирао је 9% у Босни и Херцеговини и Сјеверној Македонији, а 49% у Бугарској. Резултати дескриптивне анализе откривају да су, током 2000-2018. године, мање развијене земље са политиком трајнијег фиксног

девизног курса, у просјеку, забиљежиле слабију реалну апресијацију како у односу на мање развијене земље са политиком већа флексибилности девизног курса, тако и у односу на оба узорка напреднијих транзиционих земаља.

Корелациона анализа кретања реалног ефективног и номиналног ефективног девизног курса, исказаних у форми ланчаног индекса, односно кретања реалног ефективног девизног курса и стопе раста цијена, дала је резултат Пирсоновог коефицијента корелације (*Pearson's Coefficient Correlation*) од 0,60 и 0,62, респективно. Добијени резултати сугеришу да је у мање развијеним транзиционим земљама са политиком трајнијег фиксног девизног курса међузависност реалног и номиналног девизног курса готово на истом нивоу као и међузависност реалног ефективног девизног курса и стопе инфлације, умјерена позитивна. Међутим, резултати корелационе анализе показују да мање развијене земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса, за разлику од међузависности реалног и номиналног девизног курса, имају значајно већи степен повезаности реалног девизног курса и стопе инфлације него мање развијене земље са политиком веће флексибилности девизног курса.

Даљни преглед дескриптивне статистике показује да су, у групи мање развијених транзиционих земаља, режими флексибилнијег, у односу на режиме фиксног девизног курса, праћени већом волатилношћу реалног ефективног девизног курса, мјерену стандардном девијацијом. Просјечно одступање од просјечне годишње стопе раста реалног ефективног девизног курса, код земаља са политиком веће флексибилности кретало се у интервалу од 3,8 до 6,5, док се код земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса кретало између 2,8 и 3,6, у зависности од земље.

У цјелини посмарано, резултати дескриптивне статистике показују да су, током анализираног периода, мање развијене транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса, у просјеку, забиљежиле како већу просјечну годишњу стопу раста реалног ефективног девизног курса, тј. већу реалну апресијацију (1,6% према 1%), тако и његову већу волатилност, мјерену стандардном девијацијом (5,6 према 3,2).

Резултати дескриптивне статистике који се односе на девизне резерве централне банке, приказани у табели број 35, откривају да је током 2000-2018. године, просјечан годишњи темпо раста девизних резерви земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса био доста уједначен, са просјечним стопама раста које су се кретале у распону од 10,5% у Сјеверној Македонији до 14,7% у Босни и Херцеговини. Истовремено, преглед дескриптивне статистике показује да су разлике у темпу

акумулирања девизних резерви мање развијених земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, са просјечним стопама раста које су се кретале у распону од 9,7% у Албанији до 17,9% у Србији и 22% у Румунији, значајно веће.

Табела број 35: Дескриптивна статистика промјене нивоа девизних резерви (у домаћој валути) - транзиционе земље које заостају у спровођењу структурних реформи

Статистика	ALB	ROU	SRB	Флексибилни девизни курс	BIH	BGR	MKD	Фиксни девизни курс
Геометријска средина	9,73	21,96	17,92	16,37	14,72	11,52	10,39	12,19
Медијана	109,9	112,8	110,5	110,7	109,9	110,6	109,8	109,9
Минимална вриједност	94,43	89,01	76,98	76,98	83,02	93,09	87,23	83,02
Максимална вриједност	140,6	193,0	204,9	204,9	255,6	136,8	179,2	255,6
Стандардна девијација	12,02	32,39	35,90	28,71	36,07	15,16	21,03	25,35
Запажања	19	19	17	55	19	19	19	57

Извор: Израчун аутора. У случају Србије из анализе искључени су подаци за 2000. и 2001. годину.

У узорку земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, највећу волатилност нивоа девизних резерви, мјерену стандардном девијацијом, у посматраном периоду, имала је Србија, гдје је просјечно одступање од просјечне стопе раста девизних резерви било 35,9, затим нешто мањи степен волатилности забиљежила је Румунија (32,4), док је најмања волатилност забиљежена у Албанији (12,0). Код земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса највећу волатилност нивоа девизних резерви остварила је Босна и Херцеговина (36,1), затим Сјеверна Македонија (21,0) и Бугарска (15,2).

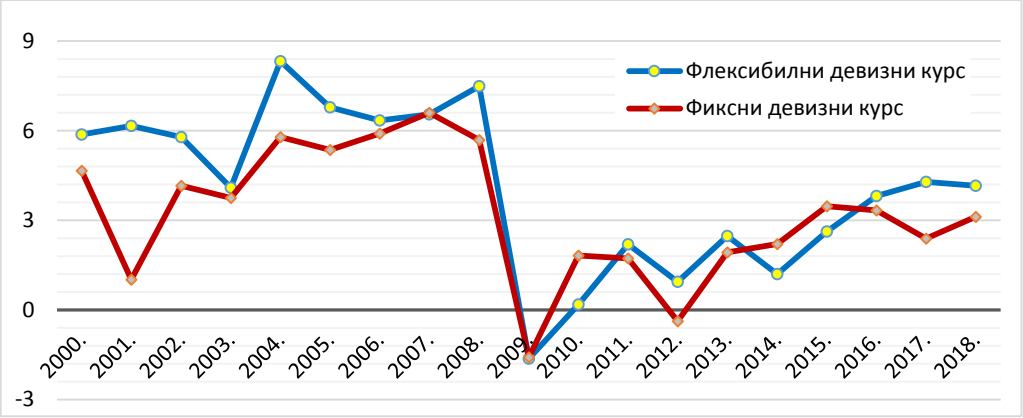
Резултати дескриптивне статистике, дакле, сугеришу да током 2000-2018. године, у групи транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, земље са политиком веће флексибилности девизног курса имају бржи темпо акумулурања девизних резерви, праћен већом волатилношћу њиховог нивоа.

б) Допринос политике девизног курса економском расту

На основу графичког упоређивања кретања просјечних годишњих стопа раста реалног БДП-а, остварених на нивоу узорака европских транзиционих земаља које „каскају“ у спровођењу структурних реформи, уочавају се сличне путање њихових кретања, нарочито током 2006-2018. године (графички приказ број 198). Такође, запажа се да је реални БДП на нивоу оба узорка, у периоду до појаве рецесије, показивао релативно

високе просјечне годишње стопе раста, са нешто већим вриједностима на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса.

Графички приказ број 198: Просјечне непондерисане стопе раста реалног БДП у групи транзиционих земаља за фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Свјетска економска и финансијска криза, кроз смањење прилива капитала, али и његово повлачење у земље домицила те пад иностране и домаће тражње, зауставила је позитивне тенденције на реалном сектору и истовремено, на нивоу посматраних узорака, произвела негативне стопе раста реалног БДП-а. Графички приказ открива да је на нивоу оба узорка, без обзира на политику девизног курса, након вишегодишњег динамичног економског раста, у просјеку, забиљежена једногодишња рецесија, са готово идентичним падом економске активности од -1,6%.

Може се претпоставити да је скроман прилив капитала из иностранства, уз недовољну орјентацију привреда посматраних транзиционих земаља ка извозу, један од разлога релативно ниске контракције привредне активности изазване глобалном кризом. Наиме, усљед спорости у провођењу структурних реформи изостао је снажнији прилив капитала из иностранства за инвестирање у производњу и јачање конкурентности извозног сектора посматраних земаља, што је резултирало релативно ниским степеном њихове извозне зависности, а тиме и значајно мањом осјетљивошћу на негативне поремећаје на иностраним тржиштима. Наиме, ради се о привредама са мањим економским потенцијалом које, усљед још увијек незавршеног процеса транзиције, нису створиле довољно снажан и конкурентан извозни сектор, па ни пад извоза који је услиједио под утицајем кризе није имао значајанији ефекат на ниво привредне активности у тим земљама.

На графичком приказу број 198 јасно се уочава да је у пострецесионом периоду, на нивоу оба узорка, у околностима недовољно брзог опоравка свјетске привреде,

успостављена тенденција раста привредне активности, али значајно споријег у односу на предкризни период. Током 2011-2018. године просјечне годишње стопе раста реалног БДП-а кретале су се између 1% и 4%, на нивоу узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, односно до 3% на нивоу узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса.

Табела број 36: Разлика у дугорочним стопама раста БДП-а између групе транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Преглед статистика:

Стопе раста реалног БДП	Запажања	Минимална вриједност	Максимална вриједност	Медијана	Средња вриједност	Стандардна девијација
Флексибилни девизни курс	57	-5.5	10.4	4.1	4.1	3.2
Фиксни девизни курс	57	-3.6	7.3	3.5	3.2	2.5

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

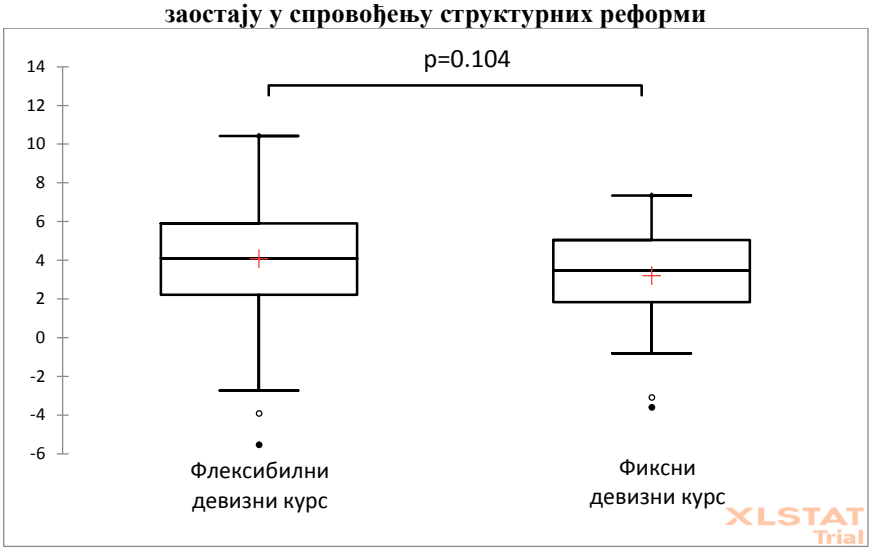
Дескриптивне статистике посматраних узорака, дате у табели 36, показују да је, у периоду од 2000. до 2018. године, у групи европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, на нивоу узорка са флексибилнијим режимима остварена већа просјечна дугорочна стопа раста реалног БДП-а у односу на узорак земаља са фиксним режимима девизног курса, и то 4,1% према 3,2%. Статистике узорака које се односе на мјере варијабилности (интервал варијације и стандардна девијација) показују да се годишње стопе раста реалног БДП-а земаља са флексибилнијим режимима у већој мјери међусобно разликују него земаља са фиксним режимима девизног курса.

На основу кутијастог (*box plot*) приказа годишњих стопа раста реалног БДП-а, у настојању да се из постојећег скупа података о годишњим стопама раста реалног БДП-а „извуку“ додатне релевантне информације, може се уочити да је код земаља са флексибилнијим девизним курсом, већи варијабилитет годишњих стопа раста реалног БДП-а забиљежен у сва четири квартила (графичког приказа број 199). Такође, земље са политиком веће флаксибилности девизног курса карактерише и нешто већа вриједност медијане, и то 4,1% према 3,2%.

Резултати графичке и дескриптивне анализе откривају да је, у групи транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, политика веће

флексибилности девизног курса праћена већом просјечном дугорочном стопом раста реалног БДП-а и њиховом већом волатилношћу, мјерене стандардном девијацијом, и то 3,2 према 2,5. Један од разлога већих просјечних стопа раста реалног БДП-а, праћених већом волатилношћу, може бити и тзв. статистички ефекат ниске базе који се могао испољити у случају Србије, усљед значајног кашњења у транзиционом процесу.

Графички приказ број 199: Кутијасти приказ стопа раста реалног БДП транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи



Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

На основу кутијастог дијаграма може се претпоставити да подаци о годишњим стопама раста реалног БДП-а, без значајнијих екстремних вриједности, имају нормалну расподјела. С обзиром на то да су и резултати Колмогоров-Смирновљевог теста, наведени у табели број 37, потврдили да подаци о стопама раста реалног БДП-а, на нивоу оба узорка, прате нормалну расподјелу (p-вриједност од 0,669 и 0,889 веће су од прага значајности 0,05, па је прихватљиво претпоставити да су годишње стопе раста реалног БДП-а нормално расподијељене), статистичка значајност уочених разлика у узорачким аритметичким срединама испитана је употребом т-теста.

На основу резултата т-теста, уз ниво ризика од 5%, може се закључити да уочена разлика у просјечним дугорочним вриједностима стопа раста реалног БДП-а од 0,9 процентних поена статистички није значајна јер је израчуната вриједност t (t = 1,64) мања од критичне вриједности $|t|$ = 1,98 (p = 0,104 > α). Ниска вриједност t статистике показује да се узорци транзиционих земаља, посматрани са аспекта остварених стопа реалног раста БДП-а, свега 1,6 пута више разликују између себе него унутар себе, што указује на значајан степен сличности међу узорцима.

Табела број 37: Нормалност расподјеле и резултати Студентовог теста разлике између стопа раста реалног БДП-а транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи

Нормалност расподјеле

Kolmogorov-Smirnov test:

	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	0.093	0.075
p-value (Two-tailed)	0.669	0.885
alpha	0.05	0.05

Резултати Студентовог теста за два независна узорка

t-test for two independent samples / Two-tailed test:

Difference	0.879
t (Observed value)	1.639
|t| (Critical value)	1.983
DF	104.966
p-value (Two-tailed)	**0.104**
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Ретултати т-теста сугеришу да разлике у дугорочним стопама економског раста, између европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, нису повезане са разликама у примијењеним политикама девизног курса. Постоји вјероватноћа да је уочена разлика случајна, односно да може бити посљедица узорковања. Резултати компаративне анализе, засновани на тесту за поређење разлика, дакле, не упућују на закључак да би, у земљама у транзицији које заостају у спровођењу структурних реформи, примјена флексибилнијих режима девизног курса, у обезбјеђивању веће дугорочне реалне стопе економског раста, могла бити доминантнија над примјеном фиксних режима девизног курса.

Како се *(не)параметарским статистичким техникама за поређење узорака* не може занемарити (контролисати) утицај многих других фактора који, као и политика девизног курса, могу имати слично дејство на економски раст, оцјена ефеката политике девизног курса на реални БДП настављена је примјеном ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models*), за оба узорка мање развијених транзиционих земаља. Од понуђених макроекономских варијабли, на основу Log Likelihood критеријума, дефинисана је оптимална структура регресионог панел модела за економски раст коју, у оба посматрана узорка, чини реални ефективни девизни курс (РЕДК), нето прилив страних директних инвестиција (СДИ) и степен спољнотрговинске отворености привреде (ТОЕ). Дакле, као и у случају напреднијих транзицоних земаља, у регресионом моделу је економски раст представљен као функција наведених макроекономских варијабли, што се може записати на сљедећи начин:

БДП = *f*(РЕДК, СДИ, ТОЕ).

На основу негативне вриједности коефицијента за фактор корекције грешке од -0,64, која се налази у интервалу (0,-1), статистички значајне на нивоу од 5% (p = 0,025 < 0,05), може се закључити да између варијабли укључених у модел за економски раст мање развијених транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса постоји дугорочни равнотежни однос. Вриједност коефицијената прилагођавања од -0,64 сугерише да се у сваком наредном кораку (сваке године) кретање коригује према путањи дугорочне равнотежне везе брзином од приближно 64% (табела број 38).

Резултати регресионог модела, наведени у табели 38, показују да, у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, реални ефективни девизни курс (РЕДКфл), нето прилив страних директних инвестиција (СДИфл) и степен спољнотрговинске отворености привреде (ТОЕфл) имају дугорочан позитиван и статистички значајан утицај на стопу раста реалног БДП-а.

Табела број 38: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на економски раст европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Зависна варијабла: **БДПфл**			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
РЕДКфл	0.2783252	0.03715	0.000
ТОЕфл	0.2372015	0.0239931	0.000
СДИфл	0.3557532	0.0690274	0.062
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.6388531	0.1315784	0.025
Δ РЕДКфл	0.0076275	0.00416	0.944
Δ ТОЕфл	0.1420906	0.093705	0.000
Δ СДИфл	0.4780517	0.2291524	0.242
Константа	-26.1442204	1.410847	0.030
Log Likelihood	-105.8347		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Позитивна вриједност коефицијента уз варијаблу СДИфл од 0,24 значи да се повећањем учешћа прилива нето страних директних инвестиција у БДП-у за 1 процентни поен може очекивати повећање реалног економског раста за 0,24%. Такође, и варијабла спољнотрговинске отворености привреде (ТОЕфл), на нивоу значајности од 1%, показала се као статистички значајна у објашњавању дугорочног економског раста мање развијених транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса. Коефицијент ове варијабле има позитиван предзнак, што значи да повећање степена отворености привреде за 1 процентни поен повећава стопу раста реалног БДП-а за 0,25%.

Позитивна вриједност коефицијента уз варијаблу РЕДКфл од 0,28 показује да ако се индекс реалног ефективног девизног курса повећа за 1% (реална апресијација) реални економски раст ће се повећати за 0,28%. Важи и обрнуто, смањење индекса реалног ефективног девизног курса за 1% (реална депресијација) доводи до пада економског раста за 0,28%.

Неповољан утицај реалне депресијације на ниво економске активности дијелимично се може објаснити снажном негативном корелацијом између номиналног ефективног девизног курса и стопе инфлације у Србији и Румунији, као земаља које чине овај узорак. Корелациона анализа кретања номиналног ефективног девизног курса и стопе раста цијена, у случају Србије и Румуније, дала је резултат Пирсоновог коефицијента корелације (*Pearson's Coefficient Correlation*) од 0,96 и 0,85, респективно. Изразито висок степен негативне повезаности инфлације и номиналног девизног курса (гдје пад означава номиналну депресијацију) упућује на закључак да промјена реалног девизног курса (реална депрецијација), настала као резултат номиналне депресијације, усљед изражене трансмисије номиналног девизног курса на ниво цијена, производи ограничене и скромне ефекте на извозни сектор привреде. Другим ријечима, узајамно јака корелација номиналног девизног курса и цијена, која је посљедица, прије свега, изражене финансијске евроизације (доларизације) у наведеним земљама (настала усљед неповјерења у домаћу валуту и монетарну власт) и ниске увозне еластичности, указује да инфлација релативно брзо поништава позитивно дејство депресијације националне валуте на реални економски раст. Истовремено, номинална депресијација, без значајнијег позитивног утицаја на спољну трговину, генеришући раст цијена и задужености становништва и привреде, угрожава макроекономску стабилност, што може имати значајне негативне посљедице на ниво економске активности, нарочито у дугом року. Наведено објашњење, иако пружа само

ограничене доказе о неповољном утицају депресијације реалног девизног курса на економски раст, у складу је са налазима Тасића и Здравковића (2008). Аутори, на примјеру Србије, анализирајући дугорочни утицај реалног девизног курса на извоз и увоз одређених привредних грана, закључују да велика промјена реалног курса динара (депресијација) релативно мало може помоћи извозницима (оцијењен еластицитет од 0,507). Увоз у још мањој мјери зависи од реалног девизног курса, односно дугорочна веза увоза и курса није потврђена. Тодоровић и Марковић (2016), анализирајући утицај депресијације националне валуте на трговински биланс Србије, закључују да је, усљед неповољне структуре привреде и високе увозне зависности највећих извозних сектора, извоз изразито нееластичан на подстицај путем смањења вриједности националне валуте.

Табела број 39: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на економски раст европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Зависна варијабла: **БДПфи**			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
РЕДКфи	-0.3171216	0.04815	0.000
ТОЕфи	-0.0095885	0.0211163	0.705
СДИфи	0.7740502	0.0637593	0.000
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.6426814	0.1315784	**0.117**
Δ РЕДКфи	-0.0123732	0.1837663	0.965
Δ ТОЕфи	0. 1247196	0.0510221	0.112
Δ СДИфи	-0.3790795	0.2766092	0.001
Константа	19.77834	2.140887	0.125
Log Likelihood	-92.809		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Резултати истраживања утицаја режима фиксног девизног курса на економски раст транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, приказани у табели 39, сугеришу да између варијабли укључених у регресиони панел модел за

економски раст не постоји дугорочни равнотежи однос (нису коинтегрисане). Наиме, негативна вриједност коефицијента за фактор корекције грешке, која се налази у интервалу (0,-1), али не и статистички значајна (p = 0,117 > 0,10), указује да, у случају мање развијених транзиционих земаља са режимима фиксног девизног курса, не постоји дугорочан утицај независних на зависну варијаблу (реални БДПфи). То значи да модел за економски раст мање развијених транзиционих земаља са режимима фиксног девизног курса није статистички значајан за одређивање везе између посматраних варијабли. Имајући у виду одсуство дугорочног равнотежног односа између варијабли укључених у модел, процијењени утицај реалног ефективног девизног курса, страних директних инвестиција и степена спољнотрговинске отворености на раст реалног БДП не може се прихватити, јер примјеном АРДЛ методологије, на коришћеним серијама података, за период од 2000. до 2018. године, није успјело моделирање дугорочне повезаности између изабраних макроекономских варијабли.

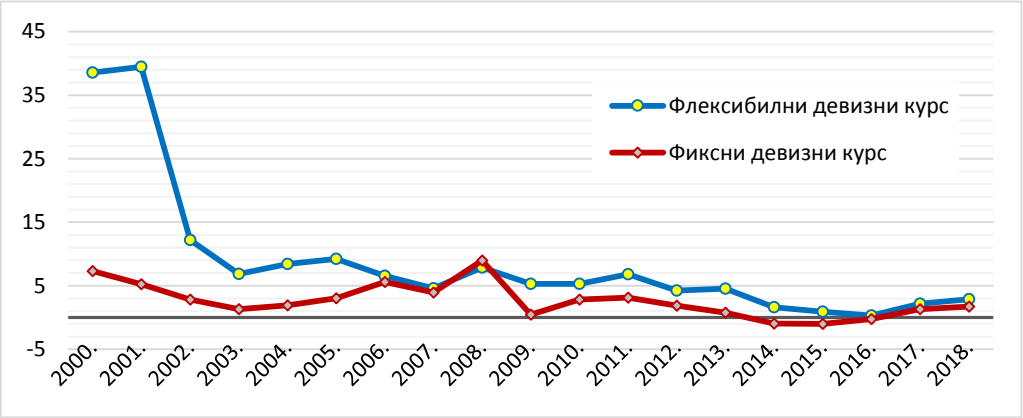
Резултатима статистичке анализе, засноване на тестовима за поређење разлика међу узорцим, показали су да је, у групи европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, политика веће флексибилности девизног курса праћена већом просјечном дугорочном стопом раста реалног БДП-а, али и његовом већом волатилношћу. Упркос томе, оцијењени негативни утицај депресијације реалног ефективног девизног курса на економски раст мање развијених транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса сугеришу да, у дугом року, депресијација националне валуте не изазива довољно јаке ефекте на повећање извоза и самањење увоза, као значајних компоненти БДП-а, али да генерише макроекономску нестабилност и повећани ризик што дестимулише међународну трговину и инвестиције, посљедично успоравајући економски раст. То упућује на закључак да се већа дугорочна просјечна стопа раста реалног БДП-а, забиљежена на нивоу узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, ипак не може повезати са разликама у примијењеним политикама девизног курса. Другим ријечима, на нивоу мање развијених транзиционих земаља, резултати регресионог панел модела нису потврдили прву помоћну хипотеза по којој примјена флексибилнијих режима девизног курса обезбјеђује веће дугорочне реалне стопе економског раста.

в) Допринос политике девизног курса стабилности цијена

Са графичког приказа број 200 јасно се уочава да је током 2000-2018. године, у групи европских транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи,

политика трајнијег фиксног девизног курса праћена претежно већим степеном стабилности цијена у поређењу са политиком веће флексибилности девизног курса.

Графички приказ број 200: Просјечне годишње стопе инфлације у групи транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Потребно је нагласити да су вриједности годишњих стопа инфлације на почетку посматраног периода (2000-2001), забиљежене на нивоу узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, биле под снажним утицајем монетарних прилагођавања у Србији, извршених 2000. године (почетна година транзиционог процеса), што упућује на опрез приликом тумачења резултата анализе. То нарочито ако се узме у обзир да су просјечне годишње стопе инфлације, остварене на нивоу овог узорка, имале тенденцију опадања и убрзаног приближавања стопама инфлације у земљама са режимима фиксног девизног курса, тако да су на крају посматраног периода (2015-2018) биле готово изједначене, са просјечним годишњим вриједностима испод 3%.

На слично запажање упућују и резултати дескриптивне анализе (табела 40). На основу мјера дисперзије, као што су интервал варијације и стандардна девијација, недвосмислено се може закључити да су, у посматраном периоду, вриједности годишњих стопа инфлације мање распршене на нивоу узорка земаља са политиком фиксног девизног курса. Мањи степен међусобног разликовања годишњих стопа инфлације на нивоу узорка земаља са режимима фиксног девизног курса, истовремено је праћено и њиховом мањом дугорочном средњом вриједношћу, али и мањом медијаном. Према добијеним подацима, дугорочна просјечна вриједност стопе инфлације остварена на нивоу узорка земаља са фиксним режимима је 2,6%, а на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса 8,8%. Такође, под утицајем, наведног монетарног прилагођавања на почетку анализираног периода у

Србији, узорак земаља са флексибилнијим режимима девизног курса имао је и већу волатилност општег нивоа цијена, мјерену стандардном девијацијом, па је просјечно одступање од просјечне дугорочне стопе инфлације било 15,1, што је значајно више у односу на вриједност стандардне девијације од 3,1 колико је забиљежено на нивоу узорка земаља са фиксним режимима девизног курса.

Табела број 40: Разлика у стопама инфлације између групе транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

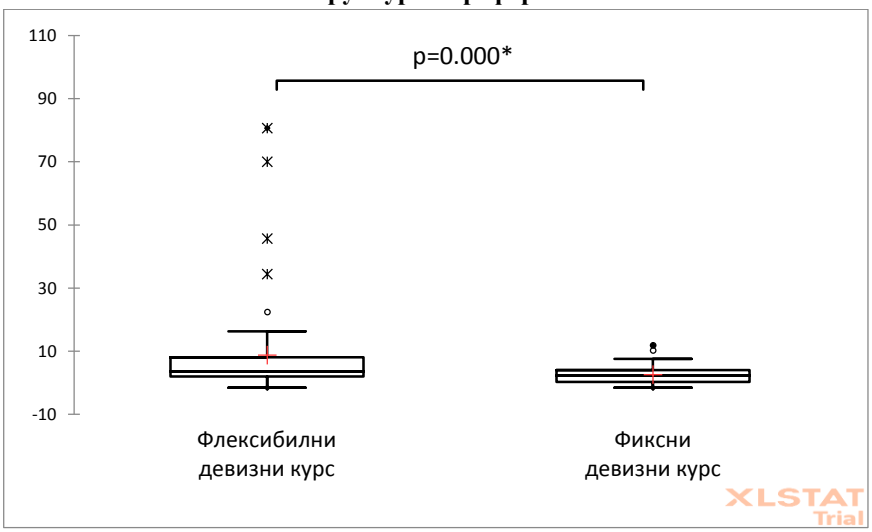
Преглед статистика:

Годишња стопа инфлације	Запажања	Минимална вриједност	Максимална вриједност	Медијана	Средња вриједност	Стандардна девијација
Флексибилни девизни курс	57	-1.6	80.7	3.6	8.8	15.1
Фиксни девизни курс	57	-1.6	11.9	2.3	2.6	3.1

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

У настојању да се обезбиједе додатне релевантне информације о карактеристикама стопа инфлације посматраних узорака, анализа је настављена примјеном кутијастог дијаграма. На кутијастом *(box plot)* дијаграму може се уочити да се, на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, вриједност медијане у већој мјери разликује од средње вриједности стопа инфлације, него на нивоу узорка земаља са фиксним режимима девизног курса (графички приказ број 201).

Графички приказ број 201: Кутијасти приказ годишњих стопа инфлације транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи



Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Разлог томе је већи број екстремних вриједности забиљежених на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, за које се може претпоставити да су, у значајној мјери, посљедица нестабилности номиналног девизног курса у овим земљама. Такође, на истом дијаграму, када се изузму екстремне вриједности, уочава се да је највећа годишња стопа инфлације, забиљежена у узорку земаља са фиксним девизним курсом, готово изједначена са просјечном стопом инфлације узорка земаља са флексибилнијим девизним курсом. Поређењем вриједности узорачких медијана, запажа се њихово значајно мање међусобно разликовање (2,3% према 3,6%), у односу на разлику између узорачких аритметичких средина (2,6% према 8,8%).

Испитивањем испуњености претпоставке о нормалности расподјеле података, помоћу Колмогоров-Смирновљева теста, у складу са информацијама које обезбјеђује кутијасти дијаграм, потврђено је да серија података о стопама инфлације на нивоу узорка земаља са флексибилинијим режимима девизног курса не прати нормалну расподјелу (p = 0,000 < α). Нарушеност претпоставке од нормалности расподјеле података, на нивоу једног од узорака, упућује на примјену непараметарског Ман-Витнијевог теста, усмјереног на испитивање значајности разлике у вриједностима медијане једне и друге групе земаља. Забиљежене екстремне вриједности годишњих стопа инфлације, које имају значајан утицај на средњу вриједност, разлог су више за примјену непараметарског теста за поређење узорака.

Табела број 41: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између стопа инфлације у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи

Нормалност расподјеле

Kolmogorov-Smirnov test:

	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	0.285	0.116
p-value (Two-tailed)	**0.000**	**0.401**
alpha	0.05	0.05

Резултати Ман-Витнијевог теста за два независна узорка

Mann-Whitney test / Two-tailed test:

U	2261
U (standardized)	3.604
Expected value	1624.500
Variance (U)	31136.124
p-value (Two-tailed)	**0.000**
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Резултати теста (U = 2261, p = 0,000 < α) потврђују да је разлика у вриједностима узорачких медијана од 1,3 процентна поена статистички значајна (табела број 41).

Другим ријечима, уз ризик погрешке од 5%, на основу Ман-Витнијевог теста, може се закључити да, у групи транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи, земље са фиксним режимима девизног курса имају статистички значајно ниже стопе инфлације у односу на земље које примјењују флексибилније режиме девизног курса, односно да је политика трајнијег фиксног девизног курса праћена већим степеном цјеновне стабилности.

За тестирање разлика у варијабилитету просјечних годишњих стопа инфлације забиљежених на нивоу посматраних узорака, примијењен је Левенов тест (*Levene's test*), с обзиром на то да је робустан у условима када серија података не прати нормалну расподјелу. Добијена *p* вриједност Левеновог теста центрираног на аритметичкој средини, медијани и медијани којој је брисано 5% највиших и 5% најнижих вриједности је 0,024, 0,114 и 0,062, респективно. У оваквој ситуацији, а на основу *p* вриједности од 0,024 може се констатовати да је разлика у варијабилитету просјечних годишњих стопа раста цијена, између узорка земаља са фиксним режимима и узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса статистички значајна.

Резултати анализе, засновани на примјени непараметарске статистичке технике за поређење узорака, сугеришу да би политика трајнијег фиксног девизног курса, код мање развијених земаља у транзицији, могла бити један од фактора цјеновне стабилности у дугом року. Дакле, за разлику од групе напреднијих европских транзиционих земаља, резултати тестова за поређење узорака, као и резултати графичке и дескриптивне анализе, имплицирају да режими фиксног девизног курса, у групи европских транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи, могу генерисати већи степен дугорочне стабилности општег нивоа цијена у поређењу са флексибилнијим режимима девизног курса. На тај начин ослабљена је полазна претпоставка по којој примјена флексибилнијих режима девизног курса доводи до дугорочне цјеновне стабилности у земљама у транзицији.

Како се ради о варијабли на коју, различитим интензитетом и смјером, утиче и велики број варијабли, примјеном статистичких тестова за поређење разлика међу узорцима, и поред тога што су релативно хомогени, тешко је занемарити утицај многих фактора који, као и политика девизног курса, могу имати слично дејство на стабилност цијена. Другим ријечима, резултати спроведене статистичке анализе пружају ограничене доказе о потенцијалном утицају политике девизног курса на стабилност цијена. Из тог разлога, у циљу реалнијег сагледавања ефеката политике девизног курса на општи

ниво цијена у земљама у транзицији, статистичка анализа је настављена употребом ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models*), за оба узорка. При дефинисању оптималне структуре регресионог панел модела за инфлацију, на основу *Log Likelihood* критеријума, изабрано је пет макроеконосмих варибли које, у групи мање развијених транзиционих земаља, најбоље објашњавају кретање инфлације, мјерене индексом потрошачких цијена (ИПЦ). Прецизније речено, у моделу који најбоље апроксимира стварно стање инфлације је дата као функција девизних резерви централне банке (ДЕР), страних директних инвестиција (СДИ), степена спољнотрговинске отворености привреде (ТОЕ), бруто дуга опште државе (БДД) и економског раста (БДП), што се може приказати на сљедећи начин:

ИПЦ = *f*(ДЕР, СДИ, ТОЕ, БДД, БДП).

Резултати регресионог панел модела за инфлацију, за оба узорка транзиционих земаља која касне у спровођењу структурних реформи, приказани у табели број 42 и табели број 43, показују да се вриједности коефицијената за фактор корекције грешке налазе у интервалу (0,-1) и да су статистички значајне на нивоу од 1%. То указује на постојање дугорочног равнотежног односа између варијабли укључених у модел за инфлацију и једног и другог узорка. Висина коефицијента корекције грешке од -0,24 у случају земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, односно од -0,12 у случају земаља са фиксним режимима девизног курса, сугерише да се, у сваком наредном кораку, промјенљиве додатно прилагођавају ка дугорочном равнотежном стању, брзином од 24%, односно 12%, респективно. На овај начин је потврђено да између варијабли укључених у модел за инфлацију постоји дугорочна равнотежна веза, тј. да постоји дугорочан утицај независних варијабли на зависну варијаблу – стопу инфлације.

Из табеле број 42, у којој су наведени резултати регресионог модела за узорак транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, запажа се да су све варијабле укључене у модел, осим бруто дуга опште државе, показале као статистички значајне у објашњавању стабилности цијена у дугом року. Варијабла БДДфл не утиче значајно на стабилност цијена, али је у негативној корелацији са стопом раста цијена. Вриједност коефицијента уз варијаблу ТОЕфл од 0,81 значи да ће се са повећањем степена отворености привреде за 1%, стопа раста цијена повећати за 0,81%. Коефицијент варијабле БДПфл има негативан предзнак што значи да ће се са повећањем реалног БДП-а за 1 %, стопа раста цијена смањити за 0,74%

Табела број 42: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на стабилност цијена европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Зависна варијабла: **ИПЦфл**			
Дугорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
БДДфл	-0.4285574	0.0491143	0.151
ДЕРфл	0.0742531	0.0018255	0.000
ТОЕфл	0.8154036	0.0507662	0.044
СДИфл	1.7718500	0.3814453	0.008
БДПфл	-0.7416588	0.3961764	0.022
Краткорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.2398114	0.3360588	0.010
Δ БДДфл	-0.1800348	0.2318012	0.437
Δ ДЕРфл	0.0012705	0.0042465	0.765
Δ ТОЕфл	0.2654976	0.0787731	0.001
Δ СДИфл	0.3846419	0.228449	0.092
Δ БДПфл	-0.4717244	0.3115764	0.130
Константа	6.86685	0.250175	0.106
Log Likelihood	-99.3327		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Из табеле број 43 може се уочити да, и у случају узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, коефицијети контролних варијабли БДДфи, ТОЕфи и БДПфи имају исте предзнаке као и код узорка земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, с тим да су се све три варијабле показале као статистички значајне у објашњавању стабилности цијена. Исти предзнак наведених варијабли, укључујући и предзнак варијабли девизних резерви и страних директних инвестиција, указује на постојање сличне привредне структуре и општег макроекономског окружења у европским транзиционим земљама које касне у спровођењу структурних реформи.

Негативан предзнак коефицијента варијабле БДДфи значи да ће се са повећањем учешћа бруто дуга у БДП-у за 1 процентни поен, стопа раста цијена смањити за 0,72%. Имајући у виду да се, у анализираном периоду, просјечна годишња стопа раста цијена

кретала у уском распону од 2% до 4%, у зависности од земље, или 2,6% на нивоу узорка, те релативно низак ниво бруто дуга опште државе, мјерен учешћем у БДП-у од 32,9%, добијени резултати регресионог панел модела у складу су са резултатима многих емпиријских истраживања, као што су студије Reinhart i Rogoff (2010) Barquero & Loaiza (2017), Tekin-Koru & Özemen (2003), Saleh & Harvie (2005), Catão & Terrones (2005), у којима је утврђена да, нарочито у земљама у развоју, висок ниво јавног дуга индукује високу стопу инфлације.

Табела број 43: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на стабилност цијена европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Зависна варијабла: **ИПЦфи**			
Дугорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
БДДфи	-0.7215115	0.2469042	0.003
ДЕРфи	0.0349736	0.0279452	0.211
ТОЕфи	0.5045066	0.2452232	0.044
СДИфи	2.794557	2.008125	0.164
БДПфи	-3.525859	1.27916	0.002
Краткорочни коефицијенти			
Објашњавајуће варијабле	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.1201173	0.0331745	0.000
Δ БДДфи	-0.1013076	0.1142719	0.375
Δ ДЕРфи	-0.0081863	0.0077047	0.288
Δ ТОЕфи	0.0601814	0.1130139	0.594
Δ СДИфи	-0.3274241	0.1765749	0.064
Δ БДПфи	-0.2220262	0.2484733	0.372
Константа	12.73665	2.836668	0.000
Log Likelihood	-94.4382		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Резултати наведени у табели 43, као и у случају земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, показали су негативан и статистички значајан утицај реалног економског раста на стабилност цијена у транзиционим земљама са режимима фиксног девизног курса, чиме су још једном потврђени налази Gokal & Hanif (2004).

Негативна вриједност коефицијента уз варијаблу БДПфи од -3,53 значи да се повећањем раста реалног БДП-а за 1% може очекивати да ће се стопа раста цијена смањити за 3,53%. На тај начин су потврђени емпиријски налази Lojanice i Obradovića (2019) о позитивној и статистички значајној повезаности инфлације и економског раста у транзиционим земљама.

Наиме, земље са режимима фиксног девизног курса, усљед немогућности да девалвирањем валута подстичу цјеновну конкурентност привреде, принуђене су да у циљу јачања међународне конкурентности и повећања извоза, као значајног генератора раста БДП-а, спроводе интерну девалвацију која, уз смањење фискалног оптерећења привреде, подразумијева и бржи раст продуктивности од раста зарада. Посљедично, то доводи до смањења јединичних трошкова рада и стопе инфлације. Управо у притиску на раст продуктивности у земљама са фиксним режимима девизног курса, у циљу очувања међународне конкурентности, у комбинацији са мањим степеном макроекономског ризика (мањи ризик промјене девизног курса), треба тражити разлоге значајно јачег повољнијег утицаја раста БДП-а на стопу инфлације ових земаља, у односу на земље са флексибилнијим режимима девизног курса.

Вриједност коефицијента уз варијаблу ТОЕфи од 0,50 значи да ће се повећањем степена спољнотрговинске отворености привреде за 1%, стопа раста цијена, у транзиционим земљама са политиком трајнијег фиксног девизног курса које касне у спровођењу структурних реформи, повећати за 0,50%. У поређењу са транзиционим земљама са политиком веће флексибилности девизног курса, може се закључити да ће раст степена отворености привреде индуковати већу стопу раста цијена у транзиционим земљама са флексибилнијим, него у земљама са фиксним режимима девизног курса. У околностима у којима је увоз висок, а извоз низак, такав резултат не представља изненађење јер ће се, у условима примјене флексибилнијег девизног курса, раст тражње за иностраном валутом, усљед увозне зависности, преко раста номиналног девизног курса, у одређеној мјери, пренијети на ниво цијена. Иако је механизан на којем се заснива однос између отворености привреде и инфлације недовољно јасан, ипак, имајући у виду да се ради о транзиционим земљама које су још увијек на путу увођења принципа класичне тржишне привреде, може се претпоставити да низак степен конкуренције и недовољна уређеност тржишта, укључујући и макроекономски ризик, што је повезано са напретком у транзиционом процесу[54], представља један од разлога због којег раст спољнотрговинске отворености

[54] Више видјети у Maja Grubor (2006).

привреде, подстакнут прије свега убрзаним растом увоза, има значајан утицај на стопу раста цијена.

Варијабле девизне резерве централне банке (ДЕР) и стране директне инвестиције (СДИ), у групи транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи, имају дугорочан позитиван и статистички значајан утицај на стопу раста цијена, али само у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса. Односно, резултати наведени у табели број 43 показују позитивну, али не и статистички значајну повезаност инфлације са страним директним инвестицијама и девизним резервама у мање развијеним транзиционим земљама са политиком трајнијег фиксног девизног курса. Вриједности коефицијената уз варијабле ДЕРфл и СДИфл од 0,07, односно 1,77 значе да ће раст девизних резерви за 1% и повећање учешћа страних директних инвестиција у БДП-у за 1 процентни поен, у транзиционим земљама са политиком веће флексибилности девизног курса које касне у спровођењу структурних реформи, довести до повећања стопе инфлације за 0,07%, односно 1,77%, респективно. На тај начин су, још једном, потврђени налази Taylor (2001) и Rashid & Husain (2010) о снажном утицају страних директних инвестиција на инфлацију. Радови Mei-Yin Lin, Jue-Shyan Wang, (2009), Chaudhry, Akhtar, Mahmood & Faridi (2011) и Li Zhou (2014), су само нека од бројних истраживања у којима је доказано постојање значајне позитивне повезаности између нивоа девизних резерви и инфлације.

Теоријски посматрано, појачан прилив иностраног капитала и девизних прилива у цјелини тежи да повећа девизне резерве централне банке, што истовремено омогућава пораст домаћег примарног новца, па према томе и домаће новчане масе. Тиме се повећава ликвидност домаће економије што позитивно дјелује на динамизирање економске активности и запослености. Међутим, у режиму флексибилнијег девизног курса, пораст домаће новчане масе, изазван растом девизних прилива, преко раста потражње увозних производа рефлектује се на девизно тржиште повећањем тражње за иностраном валутом, што врши притисак на раст девизног курса. Велика је вјероватноћа да ће се у увозно зависним и доларизиваним (евоизованим) привредама, као што су привреде европских транзиционих земаља која касне у спровођењу структурних реформи, опредијељене за примјену флексибилнијих режима девизног курса, раст номиналног девизног курса веома брзо и у значајној мјери пренијети на раст општег нивоа цијена.

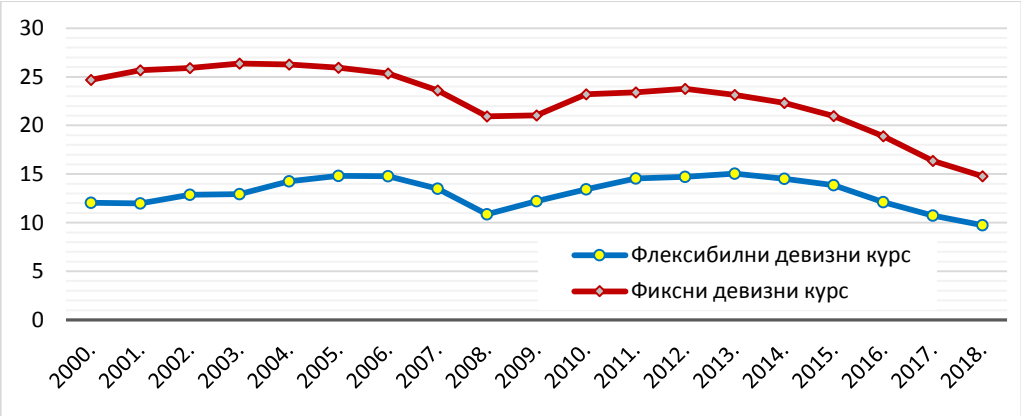
С друге стране, позитиван, али не и статистички значајан утицај промјена нивоа девизних резерви и прилив страних директних инвестиција на стопе раста цијена у мање развијеним транзиционим земљама са режимима фиксног девизног курса потврђују претпоставку коју су генерисали резултати тестова за поређење узорака по којој, у групи европских транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи, фиксни режими могу обезбиједити већи степен дугорочне стабилности цијена.

Имајући у виду, прије свега, дугорочан неповољан и статистички значајан утицај промјена нивоа девизних резерви и прилива страних директних инвестиција на стопе раста цијена у мање развијеним транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, али не и у земљама са фиксним режимима девизног курса, може се закључити да је, у анализираном периоду, статистички значајно већа просјечна стопа инфлације, уско повезана са примјеном флексибилнијих режима девизног курса, чиме се не може потврдити задата полазна хипотеза.

г) *Допринос политике девизног курса смањењу незапослености*

Уз запажање да су, у групи мање развијених транзиционих земаља, оба узорка током 2000-2018. године имала високе стопе незапослености (изнад 10%), графичка анализа открива висок степен сличности путања њиховог кретања, али ипак на значајно различитом нивоу (графички приказ број 202). Док се на нивоу узорка земаља са фиксним девизним курсом, уз тендецију опадања, стопа незапослености кретала у распону од 15% до 25%, у истом периоду, на нивоу узорка земаља са флексибилнијим девизним курсом, кретала се између 10% и 15%.

Графички приказ број 202: Просјечне непондерисане стопе незапослености у групи транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи



Извор: Обрада аутора на основу података World Bank (2019).

Прецизније речено, све до 2012. године разлика између стопа незапослености остварених на нивоу посматраних узорака перманентно је била око 10 процентних поена. У периоду након 2013. године, нешто бржа динамика опадања стопе незапослености на нивоу узорка земаља са фиксним девизним курсом резултирала је смањењем разлике између просјечних годишњих стопа незапослености на 5 процентних поена на крају посматраног периода, 2018. године.

Графички приказ кретања стопа незапослености показује да је свјетска криза, праћена падом потрошње, на нивоу оба узорка, зауставила тенденцију њеног опадања. Међутим, ефекти свјетске кризе на тржиште рада били су различити. Неповољне спољне околности генерисале су нешто веће поремећаје на тржишту рада земаља са флексибилнијим режимима девизног курса па је стопа незапослености, са нивоа од 11%, већ у року од три године достигла 15%. У групи транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, мањи негативни ефекти глобалне кризе на тржиште рада земаља са политиком фиксног девизног курса, уз низак степен извозне зависности, дијелом се може објаснити и чињеницом да су ове земље већ имале високу (изнад 20%) и значајно већу стопу незапослености него земље са политиком веће флексибилности девизног курса.

У цјелини посматрано, висина просјечних годишњих стопа незапослености показује да је незапосленост један од највећих проблема са којим су се суочиле транзиционе земље које заостају у спровођењу структурних реформи, без обзира на политику девизног курса. Очигледно да обим спроведених структурних реформи те изостанак иоле значајнијег прилива иностраног капитала у производни сектор, није довео до снажнијег развоја приватног сектора привреде, као покретача привредног раста и развоја, а тиме ни до значајнијег побољшања стања на тржишту рада.

Корелациона анализа кретања прилива страних директних инвестиција и стопе незапослености дала је резултат Пирсоновог коефицијента корелација од 0,36 у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса и од -0,35 у земљама са фиксним режимима девизног курса. То значи да је међузависност страних директних инвестиција и стопе незапослености у групи транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи на ниском нивоу (табела број 12 и табела број 13). Слаба негативна повезаност страних директних инвестиција и стопе незапослености, у мање развијеним земљама са фиксним режимима девизног курса, може се бар дјелимично објаснити чињеницом да су, у амбијенту недовољне политичке стабилности и успореног напретка у транзиционом процесу, одређене стране директне

инвестиције, најчешће у форми аквизиција неефикасних друштвених предузећа, као доминантан облик страних директних инвестиција нарочито на почетку анализираног периода, у већој мјери биле праћене отпуштањем радника него креирањем нових радних мјеста.

Резултати дескриптивне анализе, приказани у табели 44, показује да узорак земаља са фиксним режимима, у односу на узорак са флексибилнијим режимима девизног курса, има не само неповољније мјере варијабилности, односно шири интервал варијације и већу стандардну девијацију, већ и неповољније параметре централне тенденције тј. већу средњу вриједност стопа незапослености (22,8% према 13,1%) и већу вриједност стопе незапослености која серију података, поредану по величини, дијели на два једнака дијела – медијане (26,1% према 13,7%).

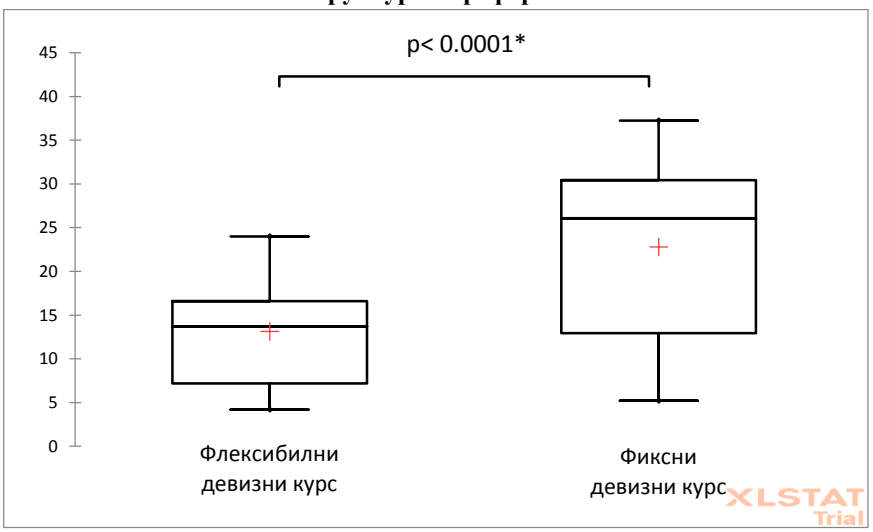
Табела број 44: Разлика у стопама незапослености између групе земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Преглед статистика:

Стопа незапослености	Запажања	Минимална вриједност	Максимална вриједност	Медијана	Средња вриједност	Стандардна девијација
Флексибилни девизни курс	57	4.2	24.0	13.7	13.1	5.2
Фиксни девизни курс	57	5.2	37.2	26.1	22.8	9.6

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Графички приказ број 203: Кутијасти приказ стопа незапослености транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи



Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Анализа основних карактеристика стопа незапослености у групи мање развијених транзиционих земаља, настављена примјеном *box plot* графичког приказа, открива да је нешто више од 50% годишњих стопа незапослености, регистрованих у оквиру узорка земаља са фиксним девизним курсом, има већи износ од највеће годишње стопе незапослености забиљежене унутар узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса. Такође, на *box plot* графикону уочава се да је 50% годишњих стопа незапослености, окупљених око медијане, мање распршено на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, у односу на узорак земаља са фиксним режимима девизног курса.

Резултати графичке и дескриптивне анализе јасно указују на то да је, у дугом року, у групи транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи, примјена флексибилнијих режима девизног курса, у поређењу са фиксним, праћена мањом стопом незапослености. Помоћу Колмогоров-Смирновљева теста, утврђено је да обе серија података по стопама незапослености прате нормалну расподјелу. То у сврху утврђивања статистичке значајности уочене разлике у стопама незапослености сугерише примјену т-теста. Резултати т-теста, приказани у табели број 45, потврђују да је уочена разлика у узорачким средњим вриједностима стопа незапослености од 9,7 процентних поена статистички значајна. Јер је израчуната вриједност t (t (112) = -2,909, *p* = 0,004), на нивоу значајности 0,05 уз 112 степени слободе, изван граничне вриједности (табела 18). Висока вриједност t-статистике указује да се узорци скоро три пута више разликују између себе него унутар себе.

Табела број 45: Нормалност расподјеле и резултати Студентовог теста разлике између стопа незапослености у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи

Нормалност расподјеле

Kolmogorov-Smirnov test:

	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	0.168	0.156
p-value (Two-tailed)	**0.071**	**0.110**
alpha	0.05	0.05

Резултати Студентовог теста за два независна узорка

t-test for two independent samples / Two-tailed test: test:

Difference	-2.182
t (Observed value)	-2.909
|t| (Critical value)	1.981
DF	112
p-value (Two-tailed)	**0.004**
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Дакле, уз ниво ризика од 5%, може се закључити да, у групи транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, земље са флексибилнијим режимима девизног курса имају статистички значајно мање стопе незапослености у односу на земље са фиксним режимима девизног курса. Фактички, резултати истраживања до којих се дошло у овом дијелу компаративне анализе сугеришу да би се у дугом року, у групи транзиционих земаља које заостају у реализацији структурних реформи, разлике у стопама незапослености у одређеној мјери могле повезати са разликама у примијењеним режимима девизног курса.

Да би се боље разјаснила - изоштрила - повезаност примијењених режима девизног курса са стањем тржишта рада мање развијених транзиционих земаља, анализа је настављена примјеном ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models*). Као и у претходним случајевима, у поступку моделирања стопе незапослености, на основу *Log Likelihood* критеријума, изабран је подскуп независних варијабли које најбоље објашњавају кретање стопе незапослености у мање развијеним транзиционим земљама, у дугом року. Прецизније, утврђена је оптимална структура модела у којем је, за оба узорка транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, стопа незапослености представљена као функција индекса потрошачких цијена (ИПЦ), реалног ефективног девизног курса (РЕДК) и финалне потрошње опште државе, што се може приказати на сљедећи начин:

$$\text{НеЗП} = f(\text{ИПЦ, РЕДК, ФПД}).$$

Вриједности коефицијената за фактор корекције грешке од -0,197 у случају земаља са флексибилнијим режимима, односно од -0,162 у случају земаља са фиксним режимима девизног курса, које се налазе у интервалу (0,-1), статистички значајан на нивоу од 1% ($p = 0{,}000 < 0{,}01$), упућују на закључак да се варијабле укључене у модел, у оба узорка транзиционих земаља, налазе у дугорочном равнотежном односу (табела број 46 и табела број 47). То значи да, на нивоу оба посматрана узорка, постоји дугорочан утицај изабраних независних варијабли на зависну варијаблу – стопу незапослености. Висина коефицијента корекције грешке показује да се, у сваком периоду, 20% зависне промјенљиве, у случају земаља са флексибилнијим режимима, односно 16% зависне промјенљиве, у случају земаља са фиксним режимима девизног курса, усклађује према путањи дугорочне равнотежне везе.

Табела број 46: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на стопу незапослености европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Зависна варијабла: НеЗПфл			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
ИПЦфл	-0.0037497	0.021389	0.857
РЕДКфл	-0.3575036	0.1493845	0.017
ФПДфл	0.2378851	0.1314815	0.006
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.1974889	0.1191638	0.006
Δ ИПЦфл	0.0708988	0.2741098	0.796
Δ РЕДКфл	0.0376664	0.060549	0.534
Δ ФПДфл	-0.1506079	0.1084653	0.000
Константа	11.6923	6.8610494	0.013
Log Likelihood	-85. 73847		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Резултати модела за незапосленост у мање развијеним транзиционим земљама, који су наведени у табелама број 46 и 47, показују да стопа инфлације има дугорочан негативан утицај на стопу незапослености, али статистички значајан само у случају земаља са фиксним режимима девизног курса. Висина коефицијента уз варијаблу ИПЦфи од -0,62 значи да се у случају раста нивоа потрошачких цијена за 1%, у мање развијеним транзиционим земљама са фиксним режимима девизног курса, може очекивати пад стопе незапослености од 0,62 процентна поена. С обзиром на дугорочан негативан и статистички значајан однос незапослености и инфлације, добијени резултати сугеришу да између ове двије варијабле постоји веза позната као Филипсова крива (*Phillips curve*).

Предзнак финалне потрошње опште државе, у оба модела, је позитиван, међутим статистички значајан се показао само у случају мање развијених земаља са флексибилнијим режимима девизног курса. Вриједност коефицијента уз варијаблу

ФПДфл у износу од 0,24 говори да ће раст учешћа издатака за финалну потрошњу опште државе у БДП-у за 1 процентни поен довести до раста стопе незапослености за 0,24 процентна поена. Може се претпоставити да раст издатака за финалну потрошњу државе, на нижем нивоу економске развијености, доприноси расту увоза, што јачањем конкурентности иностране робе на домаћем тржишту, врши притисак на смањење броја запослених, односно успорава опадање стопе незапослености.

Табела број 47: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на стопу незапослености европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Зависна варијабла: НеЗПфи			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
ИПЦфи	-0.6244728	0.520214	0.000
РЕДКфи	0.9077379	0.793513	0.002
ФПДфи	0.3101919	0.628283	0.529
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.1621894	0.0597099	0.007
Δ ИПЦфи	0.2040257	0.9041049	0.000
Δ РЕДКфи	-0.3749287	0.0863988	0.000
Δ ФПДфи	0.3101919	0.1084653	0.465
Константа	-0.942787	0.5910494	0.716
Log Likelihood	-93.40775		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

За разлику од претходних независних варијабли, предзнак коефицијента уз реални ефективни девизни курс, у дугом року, мијењао се у зависности од примијењеног режима девизног курса, али је остао статистички значајан као у случају земаља са флексибилнијим, тако и у случају земаља са фиксним режимима девизног курса. Поједностављено речено, реални ефективни девизни курс, у групи мање развијених транзиционих земаља, има дугорочан статистички значајан утицај на стопе незапослености, као одраз стања на тржишту рада. Негативна вриједност коефицијената уз варијаблу РЕДКфл од -0,36 говори да ће раст реалног ефективног

девизног курса (реална апресијације) за 1%, у мање развијеним земљама са већом флексибилношћу девизног курса, довести до смањења стопе незапослености за 0,36% процентних поена. Аналогно томе, оцијењени утицај реалног девизног курса на стопу незапослености показује да ће реална депресијације за 1% довести до пораста стопе незапослености за 0,36% процентних поена. Висина коефицијента уз варијаблу РЕДКфи од 0,91 указује да ће раст реалног ефективног девизног курса (реална апресијација) за 1% узроковати раст стопе незапослености у мање развијеним транзиционим земљама са фиксним режимима девизног курса од 0,91 процентни поен.

Дакле, на основу резултата модела за незапосленост, може се закључити да кретање реалног ефективног девизног курса значајно утиче на стање тржишта рада европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, али различитог смјера и интензитета, у зависности од примијењеног режима девизног курса.

Резултати модела за незапосленост у мање развијеним транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса указују да покушаји да се депресијацијом номиналног девизног курса подстиче цјеновна конкурентност извозног сектора, у околностима изражене увозне и ниске извозне зависности, у дугом року, доприноси погоршању стања на тржишту рада. То упућује на закључак да депресијација девизног курса, изазивајући раст домаћих цијена, генерише макроекономску нестабилност, што усљед повећаног ризика и неизвијесности дестимулише инвестициону активност и запошљавање, прије свега у приватном сектору. Описани ефекат депресијације девизног курса пружа могуће разлоге за непостојање статистички значајне негативне дугорочне везе између незапослености и инфлације у мање развијеним транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, као и разлоге неповољног утицаја раста издатака за финалну потрошњу опште државе на тржиште рада.

Резултати истраживања указују на то да се у мање развијеним транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, за разлику од напреднијих транзиционих земаља, депресијацијом девизног курса, усљед неповољне привредне структуре (слабог извозног и увозно-супституитивног сектора) и недовољно развијеног финасијског тржишта, не може стимулисати раст запослености, односно смањење стопе незапослености.

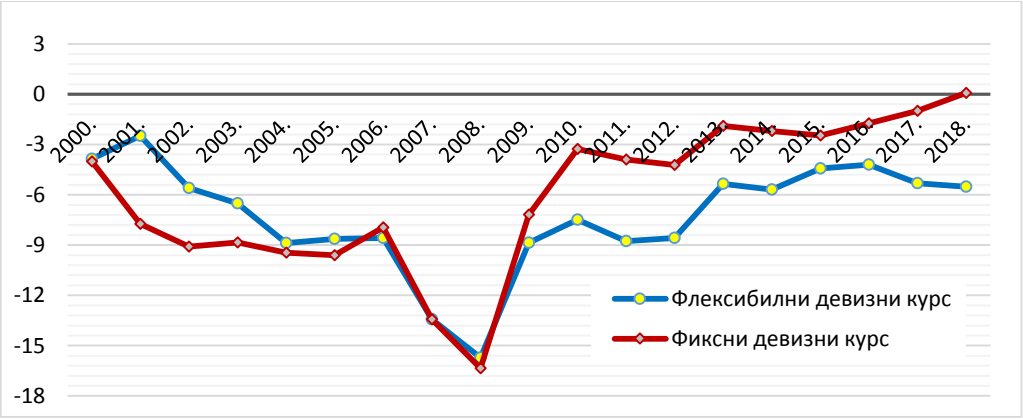
На основу резултата спроведеног истраживања, до којих се дошло **у** овом дијелу докторске дисертације, није могуће донијети једнозначан закључак да су, у транзиционим земљама које касне у спровођењу структурних реформи, статистички значајне разлике у просјечним дугорочним стопама незапослености, између земаља са

флексибилнијим и земаља са фиксним режимима девизног курса, повезане са разликама у примијењеним режимима девизног курса. Добијени емпиријски резултати засновани на примијењеном методу панел-регресија, дакле, нису потврдили истраживачку хипотезу да примјена флексибилнијих режима девизног курса обезбјеђује ниже стопе незапослености у дугом року у земљама у транзицији. Управо супротно, регресиони резултати говоре у прилог чињеници да флексибилнији режими девизног курса, у мање развијеним транзиционим земљама, доприносе успоравању опадања стопе незапослености.

д) ***Допринос политике девизног курса равнотежи текућег биланса***

Графичко приказивање просјечног годишњег учешћа салда текућег биланса у БДП-у открива да посматрани узорци транзиционих земаља имају сличне путање његовог кретања током 2000-2018. године (графички приказ број 204). У предрецесионом периоду дефицит остварен на нивоу оба узорка имао је снажну тенденцију погоршања и удаљавања од равнотежног нивоа, па је 2008. године достигао врх од 16% БДП-а, просјечно. Висок дефицит у текућем рачуну платног биланса, акумулиран током дужег периода, сугерише да су и валуте земаља са флексибилнијим режимима девизног курса биле прецијењене, па кратки периоди реалне депресијације нису могли имати значајнији утицај на побољшање конкурентности извозне привреде.

Графички приказ број 204: Просјечна непондерисана вриједност салда текућег биланса (% БДП) у групи транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи



Извор: Обрада аутора на основу података IMF (2019).

Тек под утицајем глобалне кризе, а потом и успореног привредног раста, усљед пада прилива иностраног капитала и домаће тражње, која се у значајној мјери задовољавала из увоза, дошло је до заокрета и успостављања тенденције постепеног побољшања стања у текућем рачуну платног биланса. На крају посматраног периода, на нивоу узорка земаља са фиксним режимима дефицит у текућем рачуну је елеминисан, а на

нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса сведен је на 5 до 6% БДП-а.

На графикону се уочава да су транзиционе земље опредијељене за политику веће флексибилности девизног курса, упркос примјени флексибилнијих режима девизног курса који су монетарним властима омогућавали да, у циљу побољшања макроекономских перформанси, користе механизам обезврјеђивања националне валуте, дозвољавајући депресијацију номиналног девизног курса, и у пострецесионом периоду оптерећене релативно високим дефицитом у текућем рачуну платног биланса. Постојање релативно високог дефицита, у дужем периоду, указује да механизам прилагођавања путем флуктуирајућег девизног курса, код мање развијених транзиционих земаља није функционисао на задовољавајући начин.

Упоређивањем статистика узорака, датих у табели 48, уочава се да узорак са фиксним режимима девизног курса, упркос већем интервалу варијација и већој стандардној девијацији, карактерише мања дугорочна просјечна вриједност дефицита која је на нивоу овог узорка износила -6% према -7,3% БДП-а, колико је забиљежено на нивоу узорка земаља са флексибилнијим режимима девизног курса.

Табела број 48: Разлика у учешћу салда текућег рачуна платног биланса у БДП између групе транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Преглед статистика:

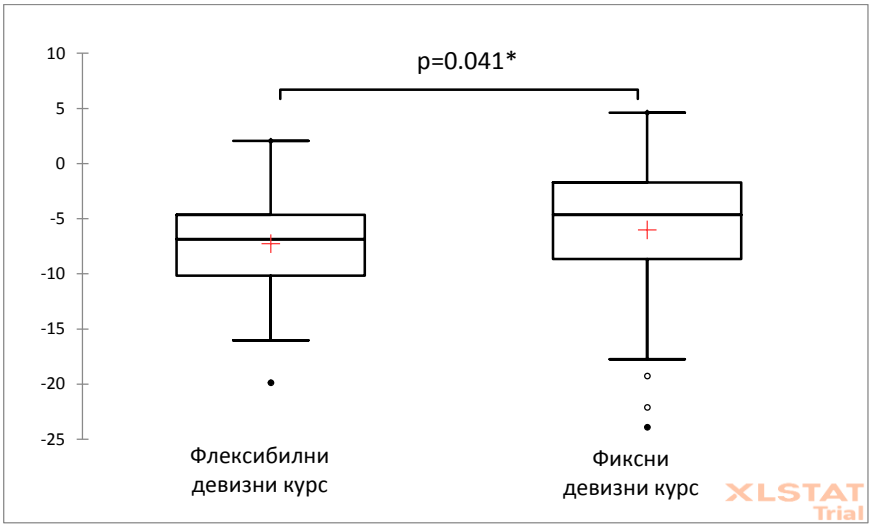
Салдо текућег биланаса, % БДП	Запажања	Минимална вриједност	Максимална вриједност	Медијана	Средња вриједност	Стандардна девијација
Флексибилни девизни курс	57	-19.9	2.1	-6.8	-7.3	4.3
Фиксни девизни курс	57	-23.9	4.6	-4.7	-6.0	6.3

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Анализа распршености годишњих износа салда текућег биланса око централне тенденције, настављена примјеном кутијастог дијаграма, окрива да се 50% годишњих вриједности учешћа салда текућег биланса у БДП-у, концентрисаних око медијане, креће у ужем распону код земаља са флексибилнијим режимима него код земаља са фиксним режимима девизног курса (графички приказ број 205). Међутим, резултати анализе показују да се 75% негативних годишњих вриједности салда текућег биланса

земаља са флексибилнијим режимима девизног курса налази испод вриједности која означава медијану у случају земаља са фиксним режимима девизног курса.

Графички приказ број 205: Кутијасти приказ салда текућег биланса (% БДП) транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи



Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Резултати Колмогоров-Смирновљевог теста, приказани у табели број 49, на нивоу оба узорка, сугеришу одрживост претпоставке о нормалности расподјеле података о учешћу салда текућег биланса у БДП-у, као услова за примјену т-теста (*p*-вриједност од 0,852 у случају земаља са флексибилнијим девизним курсом, односно од 0,435 у случају земаља са фиксним девизним курсом, мања је од 0,05, као праг значајности, што указује да су подаци о учешћу салда текућег биланса у БДП-у нормално расподијељени). Ипак, због постојања неколико екстремних резултата, лако уочљивих на кутијастом дијаграму, и њиховог утицаја на просјечну дугорочну вриједност учешће салда текућег биланса у БДП-у, за испитивање статистичке значајности уочених разлика у основним карактеристикама узорака пожељно је користити Ман-Витнијев тест, усмјерен на испитивање статистичке значајности разлике између вриједности узорачких медијана.

У групи европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, резулати теста показују да земље са флексибилнијим режимима девизног курса имају статистики значајно неповољније стање текућег биланса у односу на земље са фиксним режимима девизног курса (табела број 49). Другим ријечима, резултати теста сугеришу да је уочена разлика у медијанима од 2,1 процентна поена статистички значајна ($U = 1.264$, $p = 0{,}041 < \alpha$). Дакле, у овом дијелу анализе резултати истраживања потенцирају да је у дугом року, у групи земаља које заостају у

спровођењу структурних реформи, политика девизног курса, у одређеној мјери, могла утицати на салдо текућег биланса, односно да би уочене разлике у вриједностима салда текућег биланса могле имати везе са разликама у примијењеним режимима девизног курса.

Табела број 49: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између салда текућег биланса (% БДП) у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи

Нормалност расподјеле

Kolmogorov-Smirnov test:

	Флексибилни девизни курс	Фиксни девизни курс
D	0.078	0.112
p-value (Two-tailed)	**0.852**	**0.435**
alpha	0.05	0.05

Резултати Ман-Витнијевог теста за два независна узорка

Mann-Whitney test / Two-tailed test:

U	1264
U (standardized)	0.000
Expected value	1624.500
Variance (U)	31136.250
p-value (Two-tailed)	**0.041**
alpha	0.05

Извор: Израчун аутора коришћењем XLSTAT 20 статистичког програма.

Да би се боље разјаснила повезаност примијењених режима девизног курса са стањем спољне равнотеже, анализа је настављена употребом ауторегресионог модела са дистрибутивним временским помаком (*Pooled Mean Group/AR Distributed Lag Models*) који, идентификовањем и изоловањем утицаја одређених макроекономских варијабли на салдо текућег рачуна платног биланса, омогућава реалније сагледавање доприноса политике девизног курса спољној равнотежи. На основу *Log Likelihood* критеријума, у случају земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, реални ефективни девизни курс (РЕДКфл), бруто дуг опште државе (БДДфл) и степен сољнотрговинске отворености привреде (ТОЕфл) су независне варијабле које чине оптималну структуру модела за текући биланс. Другим ријечима, у регресионом панел моделу текући биланс мање развијених транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса представљен је као функција наведених независних варијабли, што се може исказати на сљедећи начин:

$$\text{ТРПБфл} = f(\text{РЕДКфл}, \text{БДДфл}, \text{ТОЕфл}).$$

На осносву добијених резултата регресионог модела за текући биланс мање развијених транизиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса,

приказаних у табели број 50, запажа се да се вриједност коефицијента корекције грешке од -0,54 налази у интервалу (0,-1) и статистички је значајна на нивоу од 1% (p = 0,001 < 0,01). То значи да се варијабле укључене у модел налазе у дугорочној равнотежној вези. На тај начин је потврђен утицај изабраних независних варијабли на зависну варијаблу – текући рачун платног биланса. Вриједност коефицијента прилагођавања од -0,54 указује да се у сваком наредном кораку (периоду) врши додатно прилагођавање ка равнотежном стању, у износу од 54%.

Табела број 50: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на салдо текућег биланса европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Зависна варијабла: ТРПБфл			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
РЕДКфл	-0.3033023	0.0734506	0.000
БДДфл	0.216401	0.042493	0.000
ТОЕфл	-0.132588	0.0677321	0.039
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.5394979	0.1615167	0.001
Δ РЕДКфл	0.007996	0.1371502	0.954
Δ БДДфл	-0.1002276	0.2148288	0.641
Δ ТОЕфл	-0.1754935	0.1105001	0.112
Константа	9.262085	2.14422	0.000
Log Likelihood	-108.32308		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Такође, на основу *Log Likelihood* критеријума утврђено је да се модел за текући биланс земаља са фиксним режимима девизног курса, који најбоље одражава дугорочну везу између понуђених макроекономксих варијабли, састоји од реалног ефективног девизног курса (РЕДКфи), нето прилива страних директних инвестиција (СДИфи) и степена спољнотрговинске отворености привреде (ТОЕфи), што се може записати на сљедећи начин:

ТРПБфи = *f*(РЕДКфи, СДИфи, ТОЕфи).

Негативна, али не мања од -1, и статистички значајна вриједност коефицијента за фактор корекције грешке, на нивоу значајности од 1% (p = 0,002 < 0,01), упућује на закључак да међу варијаблама изабраним у модел за текући биланс мање развијених транизиционих земаља са фиксним режимима девизног курса постоји дугорочна повезаност у смислу да промјена једне варијабле прати промјену друге (табела број 51). Висина коефицијента за фактор корекције грешке од -0,26 указује да се у сваком наредном кораку додатно прилагођава кретање ка дугорочној равнотежи, брзином од 26%. Другачије речено, коефицијент прилагођавања показује да се одступања од дугорочне равнотеже, у сваком периоду, коригују према дугорочној равнотежној путањи у износу од 26%. На овај начин је потврђено да између варијабли укључених у модел постоји дугорочна равнотежна веза.

Табела број 51: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на салдо текућег биланса европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Зависна варијабла: ТРПБфи			
Дугорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
РЕДКфи	0.8131921	0.0311669	0.021
СДИфи	-1.250231	0.0637008	0.000
ТОЕфи	-0.5045331	0.1571621	0.001
Краткорочни коефицијенти			
Варијабла	Коефицијент	Стандардна грешка	*p* вриједност
Фактор корекције грешке	-0.2582672	0.0819013	0.002
Δ РЕДКфи	-0.0502905	0.1978768	0.799
Δ СДИфи	0.4586202	0.109773	0.000
Δ ТОЕфи	-0.090814	0.0466233	0.051
Константа	-0.8808914	1.570232	0.575
Log Likelihood	-121.9696		

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

На основу резултата панел-регресије, приказаних у табели број 50, уочава се да пораст учешћа бруто дуга опште државе у БДП-у мање развијених земаља са флексибилнијим

режимима девизног курса, као и у случају напреднијих транзиционих земаља, позитивно утиче на салдо текућег биланса. Коефицијент уз варијаблу БДДфл од 0,22, позитиван и статистички значајан говори да ће раст учешћа бруто дуга опште државе у БДП-у за 1 процентни поен довести до смањења учешћа дефицита, односно повећања учешћа суфицита текућег биланса у БДП-у за 0,22 процентна поена. Могуће разлоге за повољан утицај раста бруто дуга опште државе на салдо текућег биланса, у околностима недовољне искоришћености расположивих капацитета, поред осталог, треба тражити и у његовим дефлационим притисцима који, у дугом року, дестимулишу увоз.

За разлику од земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, код којих се варијабла бруто дуг опште државе показала као статистички значајна у објашњавању стања у текућем билансу, у земљама са фиксним режимима девизног курса, врло значајне у описивању стања у текућем билансу, показале су се стране директне инвестиције. Резултати панел-регресије, наведени у табели број 51, показују да нето прилив страних директних инвестиција има дугорочан негативан и статистички значајан утицај на салдо текућег биланса мање развијених транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса. Висина коефицијента уз варијаблу СДИфи од -1,25 значи да се усљед повећања учешћа нето прилива страних директних инвестиције у БДП-у за 1 процентни поен може очекивати погоршање стања у текућем билансу, посматрано са аспекта учешћа у БДП-у, за 1,25 процентних поена. Процјењени утицај страних директних инвестиција на текући биланс сугерише да су, прије свега, аквизиције неефикасних друштвених предузећа представљале главни облик прилива страних директних инвестиција у мање развијене транзиционе земље са фиксним режимима девизног курса. Прилив страних директних инвестиција, стимулисан политиком гарантованог фиксног девизног курса, подстицао је раст домаће тражње која се, у условима либерализације спољнотрговинског режима, у значајној мјери задовољавала из увоза. То је водило повећању дефицита текућег биланса. Истовремено, добијени резултати указују да је прилив страних директних инвестиција, код посматраних транзиционих земаља, представљао значајан извор финансирања дефицита текућег рачуна.

Резултати регресије откривају да, у групи транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, спољнотрговинска отвореност привреде има статистички значајан и негативан утицај на салдо текућег рачуна како земаља са флексибилнијим, тако и земаља са фиксним режимима девизног курса. Ипак, висина

коефицијента уз варијаблу ТОЕфл од -0,13, односно варијаблу ТОЕфи од -0,50 јасно показује да је осјетљивост текућег биланса земаља са фиксним режимима девизног курса на раст спољнотрговинске отворености већа него у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса. Један од разлога слабијег неповољног утицаја раста коефицијента спољнотрговинске отворености на текући биланс мање развијених земаља са флексибилнијим режимима девизног курса може бити и тај што су ове земље, током анализираног периода, у просјеку, забиљежиле значајно мањи степен отворености привреде, прије свега мањи степен увозне зависности. У околностима недовољно развијеног финансијског тржишта и осјетљиве политичке стабилности, мањем степену увозне зависности земаља са флексибилнијим режимима, кроз већу неизвијесност и ризик, у одређеној мјери је доприносила и политика веће флексибилности девизног курса.

На основу резултата регресионе панел анализе уочава се да је предзнак уз варијаблу реални ефективни девизни курс (РЕДК), у групи транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи, како у случају земаља са флексибилнијим режимима, тако и у земљама са фиксним режимима девизног курса, остао исти као и у групи напреднијих транзиционих земаља. То значи да и у овој групи транзиционих земаља реални ефективни девизни курс, у дугом року, има статистички значајан утицај на салдо текућег биланса који је негативан у случају земаља са флексибилнијим режимима, а позитиван у случају земаља са фиксним режимима девизног курса. Ипак, висине коефицијената показују да раст реалног ефективног девизног курса (реална апресијација) има јаче ефекте на стање текућег рачуна платног биланса мање развијених него напреднијих транзиционих земаља.

У групи мање развијених транзиционих земаља, вриједност коефицијената уз варијаблу РЕДКфи и варијаблу РЕДКфл од 0,81 и -0,30, респективно, сугеришу да су позитивни ефекти реалне апресијације на побољшање стања у текућем билансу земаља са фиксним режимима девизног курса значајно већи од позитивних ефеката реалне депресијације на побољшање стања у текућем билансу земаља са флексибилним режимима девизног курса. При тумачењу процијењеног утицаја реалног ефективног девизног курса на стање у текућем рачуну платног биланса мање развијених транзиционих земаља могу послужити већ дата образложења у случају напреднијих транзиционих земаља, па их овдје нема потребе понављати.

Имајући у виду да су транзиционе земље са флексибилнијим режимима девизног курса, у анализираном периоду, забиљежиле већу просјечну годишњу стопу раста

индекса реалног ефективног девизног курса (реалну апресијацију), на основу резултата спроведеног истраживања, заснованих на тестовима за поређење узорака и статистичкој регресионој анализи, није могуће донијети једнозначан закључак да примјена флексибилнијих режима девизног курса, у транзиционим земљама које касне у спровођењу структурних реформи, доводи до нижег дефицита текућег рачуна у дугом року. То значи да у дијелу истраживања који се односи на мање развијене транзиционе земље није потврђена четврта помоћна хипотеза.

5. ДИСКУСИЈА

5.1. Перспектива валутног одбора у БиХ на њеном путу ка ЕУ и ЕМУ

Свака земља потенцијална чланица ЕУ и ЕМУ, прије уласка мора да испуни одређене услове, тзв. критеријуме конвергенције. Полазећи од опредијељености БиХ за што бржи улазак у ЕУ и ЕМУ, перспективу валутног одбора у БиХ на њеном путу ка ЕУ и ЕМУ потребно је сагледати са аспекта његовог доприноса конвергенцији.

Приказана анализа кретања основних макроекономских индикатора стања у економији БиХ је показала да је инфлација, као један од критеријума конвергенције, у правилу ниска и да већ дуго не представља проблем. По интензитету неуједначена годишња стопа инфлације, по својој просјечној вриједности оствареној током 2000-2014. године приближна је инфлацији оствареној у еврозони. Уз стабилност девизног курса, режим валутног одбора, забраном кредитирања из примарне емисије и утицајем на инфлациона очекивања, стварањем окружења које карактерише ниска инфлација, допринио је обезбјеђивању услова неопходних да би се убрзао процес интеграције у ЕУ. Иста анализа је открила да су се током протеклих 15-ак година, насупрот вишегодишњој монетарној стабилности, уз све успоренији привредни раст и високу евроизованост, одржале значајне неравнотеже у економији, као што су висока незапосленост и негативан салдо у текућем рачуну. Постојање изражених парцијалних неравнотежа имплицира да је БиХ прихватањем валутног одбора монетарни сектор стабилизовала одвојено од реалног сектора економије.

Валутни одбор, због својих системских ограничења, препуштајући регулисање домаће ликвидности токовима страног капитала, дугорочно посматрано, дјеловао је на успоравање стопе раста реалног БДП-а и отежао успостављање равнотеже на тржишту рада и одрживог дефицита текућег рачуна. Међутим, режим валутног одбора није једини кривац неефикасности и неконкурентности привреде БиХ. Разлоге за то треба тражити у ратним разарањима и кашњењу реформских процеса од скоро једне деценије, спором провођењу реформи реалног сектора економије, недовољној заинтересованости страних улагача да инвестирају у привреду БиХ због политичке нестабилности и подијељености друштва. Другим ријечима, остварени релативно стабилни монетарни услови привређивања, успостављени уз помоћ валутног одбора, нису у довољној мјери искоришћени за спровођење реформи (економских, структурних, институционалних) које би, стварањем адекватне привредне структуре и развојем приватног сектора, водиле успостављању функционалније економије и јачању њене конкурентске способности.

Неусклађеност монетарног и реалног сектора економије један је од основних извора ризика како за одрживост валутног одбора, тако и за финансијску кризу и општу економску (не)стабилност. У таквим околностима отвара се дилема око адекватности постојећег класичног (ортодоксног) модела валутног одбора у БиХ.

За претпоставити је да би у случају једностране евроизације, као облика асиметричне монетарне уније, БиХ наишла на снажно противљење Европске централне банке, јер једнострано преузимање евра није спојиво са постављеним критеријима за улазак у ЕМУ. Свака земља, да би ушла у ЕМУ и преузела евро као сопствену валуту, мора да испуни критеријуме конвергенције, што са аспекта девизног курса значи партиципирање у ERM II механизму.

Прелазак на флексибилнији режим девизног курса (мекше варијанте везивања девизног курса или управљано флуктуирање), у циљу побољшања цјеновне конкурентности, усљед значајне финансијске евроизације (настале усљед кредитне експанзије и одобравањем кредита са девизном клаузулом), отворило би проблем депресијације девизног курса. Иоле већи пад вриједности домаће валуте могао би да изазове проблеме у отплати кредита становништва, привреде и државе, са ризиком настанка финансијске и опште економске кризе. За претпоставити је да би, због структуре увоза и извоза те велике зависности од увоза, утицај промјена девизног курса на платни биланс био значајно мањи од утицаја на инфлацију, односно упитна је испуњеност Маршал–Лернеровог услова. У околностима у којима хиперинфлаторна прошлост још увијек значајно оптерећује монетарну власт и јавност то би могло произвести снажна инфлациона очекивања и неповјерење у домаћу валуту. Уз претпостављени негативан ефекат на кредибилитет монетарних власти, неизвијесност и нестабилност, са којом би се суочила БиХ, могла би у значајној мјери да угрози процесе интеграције БиХ у ЕУ и ЕМУ.

Претходна разматрања сугеришу да стварање услова за одржавање валутног одбора, све до уласка у ЕМУ, представља можда једину логичну стратегију изласка из овог режима која би произвела најниже трошкове. Због тога, један од главних изазова за БиХ на њеном путу ка ЕУ и ЕМУ јесте да обезбиједи несметано функционисање валутног одбора у дужем року – до уласка у ЕМУ. Потребно је упозорити да директан улазак у ЕМУ, без партиципирања у ERM II систему, повећава ризик да се у ЕМУ уђе са потенцијално нереалним курсом конвертибилне марке, што би могло да произведе негативне посљедице на привреду БиХ.

У контексту стварања услова за одрживост валутног одбора може се посматрати актуелна реформа тржишта рада у БиХ и настојање да се политиком ограничења раста плата у јавном сектору допринесе да кретање плата буде доведено у склад са кретањем продуктивности рада и са укупним макроекономским перформансама. Реформа тржишта рада и политика ограничења раста плата, кроз допринос флексибилнијем и мање инфлационом тржишту рада, али и стабилности јавних финансија, позитивно ће дјеловати на смањење опасности за одрживост валутног одбора. Раст продуктивности, чак и у условима непромијењених зарада, смањиће евентуалну прецијењеност конвертибилне марке. На тај начин, у амбијенту у којем стопа инфлације не би требало да представља озбиљнију пријетњу у смислу погоршања дефицита текућег рачуна, реформом тржишта рада и контролом раста плата обезбиједила би се неопходна подршка да се валутни одбор дугорочно очува од потенцијалних ризика.

Примјери балтичких земаља, а прије свега Естоније која је као мала земља, након транзиционог шока, уз подршку валутног одбора, успјела за релативно кратко вријеме да преокрене привреду ка убрзаном напретку, да би већ 2011. године постала чланица ЕМУ, показује да валутни одбор као режим девизног курса има перспективу на путу земље ка ЕУ и ЕМУ. Да се очување валутног одбора тренутно чини прихватљивим рјешењем показује и примјер Србије, гдје је кретање у правцу веће флексибилности режима девизног курса и монетарне политике било праћено оживљавањем инфлационих очекивања и цјеновном нестабилношћу, без ефеката на смањење дефицита текућег рачуна.

5.2. Могућа алтернативна рјешења као замјена за валутни одбор у БиХ

Искуство БиХ је показало да је режим валутног одбора, као облик вођења монетарне политике, допринио стварању окружења које карактерише ниска инфлација, али која није праћена потребним економским развојем, порастом производње и запослености, те успостављањем и одржавањем спољне равнотеже. Постизање реалне конвергенције захтијева наставак структурних реформи и јачање фискалне стабилности. У околностима оскудности иностраног капитала за подршку реформама, потребно је наћи нове начине стимулисања економског раста и запослености. Јасно је да концепт ортодоксног валутног одбора који је у примјени у БиХ намеће значајна ограничења у вођењу монетарне политике у подстицању привредног раста и развоја. Али упркос томе, претходна разматрања упућују на закључак да се очување валутног одбора чини, у тренутним условима, прихватљивим рјешењем за БиХ на њеном путу ка европским интеграцијама.

Посебан проблем валутног одбора представља немогућност коришћења механизма посљедњег уточишта. Успостављени систем валутног одбора у БиХ забрањује централној банци давање краткорочних кредита комерцијалним банкама када се оне привремено суоче са проблемом неликвидности. Најједноставнији начин за успостављање механизма посљедњег уточишта је коришћење дијела вишка девизног покрића тзв. „слободне девизне резерве“, по узору на Хонг Конг. Из ових средстава би се могли одобравати краткорочни кредити комерцијалним банкама које су привремено суочене са неликвидношћу, уз обезбјеђење квалитетног колатерала и уз регулисање максималног лимита задужења.

С обзиром на то да је пријем Босне и Херцеговине у ЕУ и ЕМУ неизвјестан и вјероватно ће трајати много дуже него што се очекује, треба припремати услове за успостављање класичне централне банке која располаже свим инструментима монетарне политике и неким обликом флексибилнијег режима девизног курса примјереног условима у којима би функционисао.

5.3. Научни и прагматични допринос

Научни допринос

На основу доступне литературе из области режима девизног курса, може се закључити да је релативно мали број радова анализирао утицај примијењеног режима девизног курса на стање унутрашње и спољне равнотеже, европских транзиционих земаља, посебно након периода макроекономске стабилизације. То упућује на закључак о недовољној истражености утицаја режима девизног курса на стање у економији европских транзиционих земаља које имају међусобне сличности, али и своје специфичности у односу на остале транзиционе земље и земље у развоју у цјелини. Квантификовањем утицаја примјене флексибилнијих режима девизног курса на основне показатеље унутрашње и спољне равнотеже, представља нова сазнања о посљедицама примјене политике веће флексибилности девизног курса на унутрашњу и спољну равнотежу транзиционих земаља. Истраживањем су обезбијеђена одговарајућа квантитативна знања која ће омогућити боље разумијевање начина како функционише економски систем у транзиционим земљама. Такође, проширено је постојеће знање о факторима који утичу на избор и ефикасност политике девизног курса. Ово истраживање, којим је потврђена оправданост примјене политике веће флексибилности девизног курса у транзиционим земљама које су остварилe значајан напредак у транзиционом процесу, али не и у земљама које касне у спровођењеу структурних реформи, ће дати допринос и употпунити фонд научног знања о

посљедицама примјене политике веће флексибилности девизног курса на унутрашњу и спољну равнотежу транзиционих земаља.

Резултати анализе могу створити полазну основу за будућа комплекснија истраживања ефеката политике девизног курса на макроекономску равнотежу, која би подразумијевала примјену статистичких алата који омогућавају да се, путем процјене одступања реалног девизног курса од дугорочног равнотежног нивоа, оцијени успјешност политике девизног курса у транзиционим земљама.

Прагматични допринос истраживања

Практичан допринос овог истраживања огледа се у томе што омогућава креаторима економске политике да се детаљније упознају са начином функционисања појединих режима девизног курса у датим околностима, чиме добијају јаснију слику о њиховим позитивним и негативним странама. То би требало да допринесе успостављању монетарне политике са режимом девизног курса који ће, уз ниску инфлацију, подстицати бржи економски развој, пораст производње и запослености те одржавање спољне равнотеже. Такође, креаторима омогућава упознавање са ситуацијама смањења прецијењености валуте, и у условима постојања валутног одбора. Резултати истраживања могу да послуже као додатна основа за даља истраживања из ове области која би водила ка потпунијем дефинисању услова за примјену одређеног режима девизног курса.

Практичан допринос овог истраживања огледа се и у пружању нових сазнања из ове области, чије би уважавање од стране монетарних власти и влада могло у одређеној мјери да повећа запосленост и животни стандард становништва, те смањи дефицит текућег рачуна платног биланса.

ЗАКЉУЧАК

Један од основних циљева носилаца економске политике сваке земље је постизање унутрашње равнотеже (стабилност цијена и пуна запосленост) и спољне равнотеже (платног биланса), уз сталан привредни раст.

Велики економски проблеми и потреба за бржим економским развојем и интеграцијом у регионалне и глобалне економске токове, карактерисали су почетак процеса транзиције. Једна од важних дилема са којом су се суочиле европске транзиционе земље је био избор адекватног режима девизног курса. С обзиром на то да је на почетку процеса транзиције инфлација била највећи проблем и највећа брига, анализа у првом дијелу рада показује да се већина европских транзиционих земаља, у стварању окружења које карактерише ниска инфлација као предуслов за бржи економски развој, опредијелила за режим фиксног девизног курса. Другим ријечима, политика стабилног девизног курса (или његовог умјереног раста) се најчешће користила као једна од мјера макроекономске стабилизације са циљем обуздавања инфлације и њеног стављања под контролу.

Искуство многих земаља је потврдило да режим фиксног девизног курса, заснован на правилима која брзо мијењају перцепцију и економско понашање, јачањем финансијске дисциплине, може да представља одговарајуће рјешење уколико је неопходно да се брзо заустави висока инфлација. Али исто тако, искуство појединих земаља сугерише да фиксни девизни курс, осим у свом екстремном облику (неопозиво фиксни девизни курс), који искључује могућност девалвације, није гаранција финансијске дисциплине, као кључног захтјева процеса дезинфлације. Прецизније, искуство Албаније и Румуније, земаља које су у процес транзиције ушле везујући националну валуту за долар, показало је да фиксни девизни курс није омео монетарне власти у њиховом инфлационом финансирању.

Макроекономска стабилизација, подржана фиксним девизним курсом, смањујући ниво ризика за потенцијалне инвеститоре, и наставак структурних реформи, мотивисане афирмацијом тржишне привреде, праћени су приливом капитала из иностранства. Неспорно је да је, усљед недостатка домаће штедње, прилив свјежег капитала из иностранства, важан фактор раста и развоја земаља у транзицији. Међутим, у околностима растуће отворености према међународним токовима капитала, одржавање номиналног девизног курса непромијењеним водило је апресијацији реалног девизног курса и погоршавању конкурентности националне привреде те је посљедично повећало ризик нагле девалвације, уз пораст инфлације.

Анализа показује да је тренд апресијација реалног девизног курса, код неких земаља, постао озбиљна пријетња одрживости режима фиксног девизног курса у дугом року. Усљед све веће отворености националних привреда, то је утицало да поједине земље, након иницијалне стабилизације, у настојању да надокнаде губитак спољне конкурентности и избјегну могуће поремећаје спољнотрговинских и инвестиционих активности, које би могла изазвати изненадна промјена паритета, крену путем напуштања фиксних и прихватања флексибилнијих форми режима девизног курса и монетарне политике.

Паралелно са унапређењем процеса структурних реформи, у постстабилизационој фази, поједине транзиционе земље, пребацујући тежиште политике девизног курса на подржавање стратегије извозно-орјентисаног привредног раста и развоја, фактички, спроводиле су *политику веће (растуће) флексибилности девизног курса*, дајући више простора тржишним снагама у формирању номиналног девизног курса (Пољска, Чешка, Мађарска, Словачка, Словенија, Србија, Албанија, Румунија). Мали је број европских транзиционих земаља које су се, након практиковања политике веће флексибилности девизног курса, прво прихватањем ERM II механизма, а затим и јединствене валуте – евра, као посљедње фазе монетарног уједињења, поново вратиле на режим фиксног девизног курса и то у ригидном облику, губећи монетарну аутономију (Словачка, Словенија). Поједине европске транзиционе земље, с обзиром на стање унутрашње и спољне равнотеже те дефинисане циљеве, на свом путу ка ЕУ и ЕМУ, задржале су режим фиксног девизног курса у ригидном или конвенционалном облику, тј. *политика трајнијег фиксног девизног курса* је представљала дугорочно прихватљиво рјешење (Естонија, Летонија, Литванија, Босна и Херцеговина, Хрватска, Сјеверна Македонија, Бугарска, Црна Гора).

На основу понашања монетарних власти у погледу примјењиваних режима девизног курса, у дугом року, у европским транзиционим земљама опредијељеним за улазак у ЕУ и ЕМУ, издвајају се двије доминантне, суштински различите политике девизног курса: *политика трајнијег фиксног девизног курса* и *политика веће флексибилности девизног курса* која се огледала како у постепеним промјенама режима девизног курса у смјеру веће флексибилности и коначног усвајања флуктуирајућег девизног курса, тако и у политици смањења интензитета и фреквентности управљања флуктуацијама девизног курса.

Истраживање, спроведено у трећем дијелу дисертације, открива да су, независно од примијењене политике девизног курса, монетарне власти многих европских

транзиционих земаља, након успјешно спроведеног процеса дезинфлације, а посебно у периоду након великог проширења ЕУ из 2004. године, у околностима стабилног економског раста, праћеног опадањем стопе незапослености, биле суочене са растућим инфлационим притисцима (растом инфлационог диференцијала) и погоршањем међународне конкурентности домаће привреде. Анализа кретања на макроекономском плану је показала да је јачање процеса интеграције у ЕУ, који је подразумијевао спровођење дубоких структурних реформи, као по правилу, значило растући прилив капитала из иностранства, како у облику страних директних инвестиција, тако и, усљед олакшаног приступа иностраним изворима финансирања, у облику спољне задужености. Прилив иностраног капитала, подстицањем раста домаће тражње, у комбинацији са растом цијена нафте на свјетском тржишту, вршио је притисак на раст цијена, спречавајући приближавање стопе инфлације у транзиционим земљама, прије свега, инфлацији у еврозони. У исто вријеме, истраживањем је утврђено да је у условима примјене флексибилнијих режима девизног курса, прилив иностраног капитала, подстакнут убрзањем процеса структурних реформи, и често у комбинацији са нешто рестриктивнијом монетарном политиком, изазивао апресијацију номиналног девизног курса. То је, слабљењем инфлационих притисака (смањење инфлационих очекивања и цијена увозних производа у домаћој валути), имало позитивно дејство на успоравање раста цијена у многим транзиционим земљама са политиком веће флексибилности девизног курса. Међутим, имајући у виду већу стопу инфлације у транзиционим земљама у односу инфлацију у еврозони, номинална апресијација је представљала и апресијацију реалног девизног курса, што је угрожавало конкурентност домаће привреде на свјетском тржишту.

У исто вријеме, у земљама са режимима фиксног девизног курса, раст инфлационог диференцијала, у условима очувања номиналног девизног курса непромијењеним, такође, водио је апресијацији реалног курса националних валута са негативним дејством на цјеновну конкурентност извозног сектора.

Тенденција апресијација реалног девизног курса, погоршањем међународне конкурентности, у комбинацији са растом домаће тражње која се, у околностима либерализације спољнотрговинског режима, значајно ослањала на увозну робу, у предрецесионом периоду, доприносила је егзистирању релативно високог дефицита у текућем рачуну платног биланса европских транзиционих земаља, а неријетко и његовом снажном удаљавању од равнотежног нивоа.

Свјетска економска и финансијска криза, настала у САД током 2007, која се веома брзо проширила на остатак свијета, смањењем прилива капитала, али и његово повлачење у земље домицила, те падом тражње са иностраних тржишта, зауставила је позитивне тенденције на реалном сектору посматраних транзиционих економија и већ 2008, односно 2009. године довела до негативних стопа раста реалног БДП-а, праћених поремећајима на тржишту рада. Истраживање спроведено у овом раду открива да су ефекти свјетске економске кризе, која је значила погоршања општег економског стања, на реалном сектору транзиционих економија били значајно различити, у зависности од земље. Највеће поремећаје производње и запослености забиљежиле су балтичке земље, као земље које су, након вишегодишње тенденције раста отворености привреде, у комбинацији са политиком трајнијег фиксног девизног курса, глобалну кризу „дочекале“ са високим степеном, прије свега, извозне зависности од привреде активности других земаља. Тако, у напреднијим транзиционим земаља са флексибилнијим режимима девизног курса, криза је зауставила тенденцију опадања незапослености у тренутку када је достигла ниво од 7%, али без изазивања значајнијих поремећаја на тржишту рада, у смислу погоршања, па се стопа незапослености на нивоу од око 9% задржала и у периоду 2009-2013. године. У исто вријеме, у напреднијим земљама са фиксним девизним курсом криза је произвела снажан раст стопе незапослености па је са најнижег нивоа од 5%, већ у року од три године достигла врх од 18%.

Може се претпоставити да су снажни поремећаји производње и запослености у балтичким земљма, у условима у којима је висок степен отворености националних привреда праћен политиком фиксног девизног курса, између осталог, посљедица губитка флексибилности у монетарној политици и немогућности да се девалвирањем валута, тј. промјеном номиналног нивоа девизног курса, подстиче цјеновна конкурентност домаће привреде. Истовремено, земљама које су спроводиле политику растуће флексибилности девизног курса, у околностима високе отворености привреде, примјена флексибилнијих режима девизног курса, комбинована са инфлационим таргетирањем, омогућила је да се на спољни шок, као што је пад БДП-а у развијеним земљама, одговори значајном, али ипак контролисаном депресијацијом националних валута. Истраживањем се дошло до сазнања да су транзиционе земље, које су се опредијелиле за флексибилније режиме девизног курса, као по правилу, у циљу ублажавања посљедица глобалне кризе и краткорочног побољшања макроекономских перформанси, спроводиле политику обезврјеђивања националне валуте, дозвољавајући значајнију депресијацију номиналног девизног курса.

Ипак, истраживање открива да су земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса, суочене са проблемом релативно високе стопе незапослености, забиљежиле јаче дефлационе процесе у односу на земље са политиком веће флексибилности девизног курса. То сугерише да су напредније транзиционе земље са политиком фиксног девизног курса, у околностима значајне извозне зависности, у циљу очувања међународне конкурентности, спроводиле интерну девалвацију (номинални девизни курс коригован јединичним трошком рада). Снажан пораст незапослености вршио је притисак на пад цијене рада, али и притисак ка већој продуктивности запослених.

Искуство балтичких земаља је потврдило да, у неповољном спољном окружењу, комбинација политике трајнијег фиксног девизног курса и стратешке улоге извоза, као једног од кључних фактора раста и развоја националне привреде, није ефикасна те да политика трајнијег фиксног девизног курса може да буде скуп избор.

У цјелини посматрано, анализа кретања на макроекономском плану, у пострецесионом периоду, на нивоу обе групе транзиционих земаља, недвосмислено је утврдила да је под утицајем глобалне кризе дошло до снажног заокрета у основној тенденцији кретања кључних индикатора унутрашње и спољне равнотеже, укључујући и кретање реалног девизног курса. Другим ријечима, након снажног спољног поремећаја, дошло је до значајног пада нивоа посматраних макроекономских варијабли – индикатора унутрашње и спољне равнотеже.

Анализа кретања на спољном плану је показала да су, у групи транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, земље које заостају у спровођењу структурних реформи имале значајно већи дефицит у текућем билансу него напредније земље. То указује да механизам прилагођавања платног биланса путем промјена номиналног девизног курса, код мање развијених земаља, није функционисао на задовољавајући начин. Разлоге за то треба тражити у још увијек недовољном кредибилитету економских, а нарочито монетарних власти, као и у високом степену финансијске евроизације привреда ових земаља, настале услед кредитне експанзије и одобравања кредита са девизном клаузулом. У таквим околностима, промјене номиналног девизног курса стварају инфлационе притиске који ограничавају испољавање позитивних ефеката депресијације националне валуте на спољнотрговинску активност и привреду у цјелини.

Без обзира на уочене разлике у вриједностима основних индикатора унутрашње и спољне равнотеже, алгебарско резоновање није довољно за доношење закључка о предностима политике веће флексибилности над политиком трајнијег фиксног

девизног курса у успостављању макроекономске равнотеже транзиционих земаља, у дугом року. Због тога, у другом дијелу емпиријског истраживања, у сврхе доказивања постављених хипотеза, фокус анализе је помјерен на утврђивање да ли су, у периоду од 2000. до 2018. године, макроекономске перформансе транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, посматране кроз реални економски раст, инфлацију, (не)запосленост и салдо текућег биланса, статистички значајно боље у односу на макроекономске перформансе транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, као и на њихову повезаност са примијењеном политиком девизног курса. Другим ријечима, фокус истраживања у четвртом дијелу дисертације је на оцјени дугорочног утицаја политике девизног курса на унутрашњу и спољну равнотежу транзиционих земаља, у околностима значајне трговинске и финансијске либерализације.

Резултати емпиријских истраживања, до којих се дошло у овом раду, потврдили су оправданост примјене флексибилнијих режима девизног курса у развијенијим, али не и у мање развијеним европским транзиционим земљама.

Спроведено истраживање указује на то да су европске транзиционе земље, у периоду од 2000. до 2018. године, без обзира на примјењивану политику девизног курса, остварили позитивне просјечне дугорочне стопе раста реалног БДП-а, са статистички значајним разликама на нивоу напреднијих, али не и на нивоу транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи. Истовремено, истраживање је показало да, у дугом року, транзиционе земље са флексибилнијим режимима девизног курса, како у групи напреднијих, тако и у групи земаља које касне у споровођењу структурних реформи, имају статистички значајно мање стопе незапослености.

Резутати регресионог панел модела за економки раст и модела за (не)запосленост у транзиционим земљама упућују на закључак да су реални БДП и стопа незапослености мање осјетљиви на кретање реалног ефективног девизног курса у земљама са флексибилнијим режимима него у земљама са фиксним режимима девизног курса. Слабији ефекти промјена реалног ефективног девизног курса на реални економски раст напреднијих транзиционих земаља, укључујући и слабије ефекте на тржиште рада, сугеришу да флуктуирање номиналних девизних курсева, које омогућава примјена флексибилнијих режима, нарочито у периодима снажних турбуленција у свјетској економији, представља својеврсну заштититу од преношења тих турбуленција на реални сектор нарочито економија земаља које економски раст и развој у већој мјери заснивају на извозу. Наиме, добијени резултати компаративне

анализе су потврдили да, у околностима значајне извозне зависности, флексибилнији девизни курс, не само путем доприноса цјеновној конкурентности домаће привреде, већ и ослобађајући монетарну политику за контрациклично дјеловање и пружање подстицаја економској активности, прије свега, путем прилагођавања каматне стопе, даје већи допринос заштити привреде од спољних поремећаја, у поређењу са фиксним режимима девизног курса.

Међутим, супротно очекивањима, резултати статистичке анализе су показали да растућа спољнотрговинска отвореност, при вишем нивоу економске развијености, повољније утиче на повећање реалног БДП-а у режиму фиксног него у режиму флексибилног девизног курса. Веће позитивне ефекте спољнотрговинске отворености на реални економски раст напреднијих транзиционих земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса, дијелом се могу објаснити тако што раст отворености привреде, стимулисан гарантованим фиксним девизним курсом, усљед немогућности да се девалвирањем валута подстиче цјеновна конкурентност домаће привреде, врши додатни притисак на раст продуктивности сектора размјењивих добара, и тиме, у дугом року, у већој мјери доприноси јачању конкурентности домаће привреде на међународном тржишту те посљедично економском расту. То упућује на закључак да је политика трајнијег фиксног девизног курса на вишем нивоу економске развијености и већем степену спољнотрговинске отворености, путем стимулисања и олакшавања међународне робне размјене и инвестиција, у дугом року, повезан са бржим растом продуктивности него политика веће флексибилности девизног курса.

У исто вријеме, на нивоу мање развијених транзиционих земаља, резултати анализе сугеришу да политика веће флексибилности девизног курса, у одређеној мјери, генерише макроекономску нестабилност која се огледа у повећаној неизвијесност и ризику, што уношењем додатне нервозе на тржиште производи негативно дејство на успоравање економског раста. Наиме, примјеном регресионог панел модела за економски раст мање развијених транзиционих земаља дошло се до резултата који откривају негативан утицај депресијације реалног ефективног девизног курса на економски раст мање развијених транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса. Оцијењени негативни ефекти депресијације реалног девизног курса на економски раст сугеришу да, у дугом року, депресијација националне валуте мање развијених транзиционих земаља са флексибилнијим режимима девизног курса не изазива довољно јаке ефекте на повећање извоза и смањење увоза, али изазива инфлационе притиске који генеришу макроекономску нестабилност и повећани

ризик. Дакле, у мање развијеним транзиционим земљама, депресијација номиналог девизног курса има ограничено позитивно дејство на обим спољнотрговинске активности, са потенцијалним негативним дејством на ниво реалне економске активности, усљед угрожавања макроекономске стабилности која дестимулише инвестициону активност.

У цјелини посматрано, резултати статистичке анализе, засноване на тестовима за поређење узорка и регресионом панел моделу, упућују на закључак да је у другој фази транзиционог процеса - фази преструктурирања привреде на бази критеријума свјетског тржишта, примјена флексибилнијих режима девизног курса, у односу на фиксне режиме девизног курса, мање успјешна у стимулисању економског раста транзиционих земаља. Другачије речено, резултати анализе указују на то да примјена фиксних режима девизног курса, у нормалним околностима, обезбјеђује веће дугорочне реалне стопе економског раста у земљама у транзицији.

Резултати статистичке анализе су открили да су, нарочито на вишем нивоу економске развијености, негативни ефекти реалне апресијације на тржиште рада већи уколико се у околностима високог степена спољнотрговинске отворености примјењује фиксни девизни курс. Значајно већа осјетљивост тржишта рада на кретање реалног ефективног девизног курса у земљама са фиксним режимима него у земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, значи да у групи напреднијих транзиционих земаља које су прихватиле стратешку улогу извоза као једног од главних покретача економског раста и развоја, прецијењеност домаће валуте, усљед смањења могућности продаје на иностраном тржишту и ограниченог продајног потенцијала на домаћем тржишту, са негативним ефектима на економију обима и профитабилност пословања, у већој мјери отежава (успорава) стабилизацију тржишта рада у режиму фиксног него у режиму флексибилнијег девизног курса. То упућује на закључак да очување цјеновне конкурентности сектора размјењивих добара напреднијих транзиционих земаља са режимом фиксног девизног курса, смањењем јединичних трошкова рада (интерна девалвација), као алтернатива механизму обезврјеђивања националне валуте (екстерна девалвација), усљед мање заштите домаће економије од турбуленција у свјетској економији и њеног мањег економског потенцијала (мјереног укупним БДП-ом), у просјеку, за посљедицу има спорије опадања стопе незапослености, као начина повећања конкурентности радне снаге у погледу цијене рада, него у режимима флексибилнијег девизног курса. Може се претпоставити да флексибилнији режими девизног курса, кроз већи допринос

цјеновној конкурентности и развоју индустрије размјењивих добара у извозном сектору те алокацији ресурса и инвестиција у складу са међународно признатим компаративним предностима националне привреде, може у већој мјери да допринесе порасту тражње за радном снагом и ниским стопама незапослености у дугом року.

Већа стопа незапослености у земљама са фиксним режимима, у односу на земље са флексибилнијим режимима девизног курса, у напреднијим транзиционим земљама, дјелимично се може објаснити и нешто мањим доприносом растуће спољнотрговинске отворености смањењу стопе незапослености. Резултати регресионог панел модела за (не)запосленост у напреднијим транзиционим земљама, показали су да раст коефицијената спољнотрговинске отворености изазива нешто мањи пад стопе незапослености у режиму фиксног него у режиму флексибилног девизног курса. Као што је већ наглашено, усљед немогућности да се девалвирањем валута подстиче цјеновна конкурентност домаће привреде, примјена фиксног девизног курса врши додатни притисак на раст продуктивности сектора размјењивих добара. На тај начин, политика трајнијег фиксног девизног курса доприноси јачању конкурентности домаће привреде на међународном тржишту, успоравајући опадање стопе незапослености. Такође, повећање спољнотрговинске отворености, у већој мјери засновано на повећању увоза него извоза, указује да је либерализација увоза, нарочито у почетним фазама транзиције, у значајној мјери олакшана и стимулисана политиком фиксног девизног курса, умјесто јачања конкурентности домаће робе на иностраном тржишту, за посљедицу имала јачање конкурентности иностране робе на домаћем тржишту. Посљедично, то се неповољно одражавало на стање тржишта рада.

Резултати регресионог модела за незапосленост у мање развијеним транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса сугеришу да покушаји да се депресијацијом номиналног девизног курса подстиче цјеновна конкурентност домаће привреде, у околностима нееластичности увоза и ниске извозне зависности, у дугом року, неповољно утиче на стања тржишта рада. То упућује на закључак да депресијација девизног курса, као и у случају економског раста, изазивајући раст домаћих цијена, генерише макроекономску нестабилност, што усљед повећаног ризика и неизвијесности дестимулише инвестициону активност и запошљавање, прије свега, у приватном сектору. Фактички, резултати истраживања, са апекта тржишта рада, указују на то да се у мање развијеним транзиционим земљама са флексибилнијим режимима девизног курса, за разлику од напреднијих транзиционих земаља, депресијацијом домаће валуте не може стимулисати раст запослености. Добијени

резултати истраживања, дакле, упућују на закључак да примјена флексибилнијих режима девизног курса обезбјеђује ниже стопе незапослености у дугом року у напреднијим, али не и у транзиционим земљама које касне у спровођењеу структурних реформи.

Значајно питање за сваки монетарни систем је како раст девизних резерви утиче на стопу инфлације, јер њихов пораст истовремено омогућава пораст домаћег примарног новца па према томе и пораст новчане масе и ликвидности домаће економије. Резултати испитивање статистичке значајности уочене разлике између стопа инфлације откривају да, на већем нивоу економске развијености транзиционих земаља, флексибилнији режими девизног курса нису нужно повезани са већим стопама инфлације у односу на фиксне режиме девизног курса. Чак напротив, резултати истраживања показују да не постоји статистички значајна разлика у оствареним дугорочним стопама инфлације и њеној варијабилности, мада је забиљежен њен мањи варијабилитет и нешто мањи износ на нивоу узорка напреднијих транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, него на нивоу узорка земаља са политиком трајнијег фиксног девизног курса.

Резултати регресионог панел модела за инфлацију у напреднијим транзиционим земљама указују да се по интензитету блага просјечна дугорочна стопа инфлације у групи земаља са политком веће флексибилности девизног курса може довести у везу са примијењеним режимима девизног курса. Резултати анализе упућују на закључак да акумулирање девизних резерви централне бакне има дефлационе, а прилив страних директних инвестиција далеко слабије инфлационе ефекте на општи ниво цијена у режиму флексибилнијег него у режиму фиксног девизног курса. У одређеној мјери, то се може образложити дјеловањем прилива страних директних инвестиција и девизних прилива у цјелини на апресијацију номиналног девизног курса која индукује дефлационе притиске, успоравајући раст цијена. Покретање девизног курса, као одговор на промјене односа понуде и тражње за девизама на девизном тржишту, падом цијена увозних производа у домаћој валути и смањења инфлационих очекивања, заснованих на кредибилитету монетарне власти, изазива успоравање раста цијена или њихово прилигођавање наниже. При томе не треба заборавити ни то да се у флексибилнијим режимима девизног курса повећава значај кредибилитета монетарне политике, јер монетарна власт сноси одговорност за кретање стопа инфлације као и за формирање инфлационих очекивања. Јачи ефекти прилива страних директних инвестиција на стопу раста цијена у земљама са фиксним режимима

девизног курса дијелом су посљедица значајно ограничених могућности стерилизације ефекта прилива страних директних инвестиција, и иностраног капитала у цјелини, на стање новчане масе, тако да бржи раст понуде новца од раста домаће производње ствара инфлациони притисак.

За разлику од напреднијих транзиционих земаља, истраживање је показало да у дугом року, у групи транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи, земље које примјењују режиме фиксног девизног курса имају статистички значајно ниже стопе инфлације у односу на земље које примјењују флексибилније режиме девизног курса. Добијени резултати сугеришу да је проблем у примјени флексибилнијих режима девизног курса тај што се код транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи промјене номиналног девизног курса (депресијација) брзо и у значајној мјери преносе на општи ниво цијена. Наиме, у групи мање равијених транзиционих земаља, резултати спроведеног истраживања сугеришу да акумулирање девизних резерви централне банке и прилив страних директних инвестиција генеришу статистички значајне инфлационе притиске у режиму флексибилнијег девизног курса, али не и у режиму фиксног девизног курса. Уз то, резултати откривају да, на нижем нивоу економске развијености транзиционе земље, и раст коефицијента спољнотрговинске отворености привреде изазива јаче инфлационе притиске у режиму флексибилнијег него у режиму фиксног девизног курса. Статистички значајно ниже просјечне дугорочне стопе инфлације у мање развијеним транзиционим земљама са фиксним режимима девизног курса указују да би, осим „ефекта дисциплине“, други разлог ниже инфлације могао бити и "ефекат повјерења" које ствара режим фиксног девизног курса.

У цјелини посматрано, резултати истраживања ефеката политике девизног курса на стабилност цијена сугеришу да примјена флексибилнијих режима девизног курса доводи до дугорочне цјеновне стабилности у напреднијим земљама у транзицији, али не и у транзиционим земљама које заостају у спровођењу стректурних реформи. Односно, резултати статистичке анализе указују на то да у мање развијеним транзиционим земљама, са аспекта стабилности цијена, фиксни режим девизног курса представља адекватнији избор од флексибилнијег режима девизног курса.

У зависности од нивоа економске развијености европских транзиционих земаља са политиком веће флексибилности девизног курса, резултати анализе откривају разлике у ефектима примјене флексибилнијих режима девизног курса на салдо текућег рачуна. Предност флексибилнијег у односу на фиксни режим девизног курса, са аспекта

утицаја на салдо текућег рачуна, потврђена је у оквиру развијенијих, али не и мање развијених европских транзиционих земаља. Резултати регресионог панел модела за текући биланс указују на то да раст отворености привреде, у дугом року, изразито повољно утиче на стање текућег биланса, али само напреднијих транзиционих земаља са флексибилнијим режимом девизног курса. Инак, на основу резултата модела уочава се да је негативан ефекат растуће спољнотрговинске отворености привреде на текући биланс, у групи мање развијених транзиционих земаља, слабији у режиму флексибилнијег него у режиму фиксног девизног курса. То показује да механизам прилагођавања платног биланса путем флексибилног девизног курса, упркос одређеним ограничењима, у напреднијим транзиционим земљама, функционише на задовољавајући начин и пуно ефекасније него у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи. Такође, добијени ретултати потврђују раније изнесена запажања да је политика трајнијег фиксног девизног курса, у значајној мјери олакшавајући и стимулишући међународну робну размјену, умјесто јачања конкурентности на иностраном тржишту, у већиј мјери за посљедицу имала јачање конкурентности иностране робе на домаћем тржишту, што се неповољно одражавало на стање у текућем рачуну платног биланса.

Резултати статистичке анализе су показали да кретање реалног ефективног девизног курса, у дугом року, има значајне ефекте на салдо текућег биланса у свим транзиционим земљама, с тим да у режиму флексибилнијег девизног курса повољан утицај на салдо текућег биланса има реална депресијација, а у режиму фиксног девизног курса реална апресијација. Повољно дејство апресијације реалног девизног курса на салдо текућег рачуна платног биланса транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса сугерише да је стање текућег биланса у овим земљама, у анализираном периоду, било под снажним утицајем кретања девизних курсева у земљама, значајним спољнотрговинским патнерима, које примјењују флексибилније форме режиме девизног курса. Истраживањем се дошло до сазнања да су многе транзиционе земље, које су се опредијелиле за флексибилније режиме девизног курса, као по правилу, у циљу ублажавања посљедица глобалне кризе, спроводиле политику обезврјеђивања националне валуте, дозвољавајући значајнију номиналну депресијацију девизног курса. То значи да су се многе земље са флексибилнијим режимима девизног курса, у циљу побољшања макроекономских перфоманси, нарочито у периоду глобалне кризе, опредијелиле за политику „осиромашења сусједа“, креирана да би домаћу тражњу преусмјерила са страних на домаће производе. Таква политика, у околностима спорог прилагођавања цијена наниже,

довела је до оштре апресијације реалног ефективног девизног курса у транзиционим земљама са фиксним режимима девизног курса. Нагле промјене реалног девизног курса (реална апресијација) утицале су на снажан пад привредне активнсти и запослености. Пад запослености праћен падом зарада, смањењем јединичних трошкова рада, дориносио је јачању конкурентности извозног сектора и постепеном опоравку извозне активности напреднијих транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса. Истовремено, снажан пад домаће тражње, која се значајним дијелом задовољавала из увоза, резултирао је падом узвоза, што је такође водило побољшању стања у текућем рачуну платног биланса. Другим ријечима, нагла промјена реалног ефективног девизног курса (реална апресијација), иницирана политиком „осиромашења сусједа“, креираном од стране земаља спољнотрговинских партнера које су, под утицајем глобалне кризе, дозволиле значајнију депресијацију (девалвацију) номиналног девизног курса, угрожавајући пласман производа из земаља са фиксним девизним курсом, допринијела је снажном паду реалне економске активности и запослености у тим земљама, што је путем смањења увоза резултирало побољшањем стања у текућем рачуну платног биланса. То упућује на закључак да је позитивно дејство апресијације реалног девизног курса на салдо текућег биланса транзиционих земаља са фиксним режимима девизног курса резултат офанзивне политике девизног курса земаља са флексибилнијим режимима девизног курса.

Оцијењени ефекти примијењених режима девизног курса на незапосленост и стање текућег биланса у транзиционим земљама, упућују на закључак да, у дугом року, примјена флексибилнијих режима девизног курса, уз обезбјеђење ниже стопе незапослености, доводи и до нижег дефицита у текућем рачуну платног биланса напреднијих земаља, али не и у транзиционим земљама које касне у спровођењу структурних реформи. Посматрано из угла режима фиксног девизног курса, резултати анализе сугеришу да се, у дугом року, успостављање равнотеже у текућем рачуну платног биланса плаћа већом незапосленошћу.

Резултати истраживања сугеришу да је, у дугом року, политика веће флексибилности девизног курса у развијенијим транзиционим земљама, у поређењу са политиком трајнијег фиксног девизног курса, уз релативно стабилан економски раст, уско повезана са нижом стопом незапослености и мањим дефицитом текућег рачуна платног биланса те цјеновном стабилношћу. За разлику од напреднијих земаља, резултати статистичке и компаративне анализе откривају да је политика веће флексибилности девизног курса у мање развијеним европским транзиционим

земљама, у дугом року, уз релативно стабилан економски раст, праћена нижом просјечном стопом незапослености, али већим просјечним дефицитом текућег рачуна и већом стопом инфлације, у односу на политику трајнијег фиксног девизног курса.

У цјелини посматрано, резултати спроведене анализе ефеката политике девизног курса у транзиционим земљама сугеришу да, у дугом року, политика веће флексибилности девизног курса омогућава лакше успостављање унутрашње и спољне равнотеже у напреднијим, али не и у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи. У мање развијеним земљама, у којима су девизна тржишта релативно плитка и хеџинг тржишта још увијек недовољно развијена, еластичност увоза ниска, примјена флексибилнијих режима девизног курса, усљед преношења депресијације на раст цијена, повећава макроекономски ризик и неизвијесност, што има неповољно дејство на ниво економске активности и запослености, без значајнијег ефекта на текући биланс. Промјене номиналног девизног курса, које омогућава политике веће флексибилности девизног курса, стварају инфлационе притиске који ограничавају испољавање позитивних ефеката депресијације националне валуте на спољнотрговинску активност и привреду у цјелини. Такође, добијени резултати истраживања су потврдили да је у напреднијим транзиционим земљама са политиком трајнијег фиксног девизног курса, унутрашња равнотежа подређена очувању спољне равнотеже.

Резултати емпиријских истраживања, засновани на употреби статистичких (не)параметарских тестова за поређење узорака и статистичкој регресионој анализи, указују на оправданост примјене политике веће флексибилности девизних курсева у напреднијим, али не и у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи. Наиме, добијени резултати имплицирају да транзиционим земљама које „каскају“ у спровођењу структурних реформи више одговара примјена политике фиксног девизног курса. Дакле, предност политика веће флексибилности девизног курса у односу на политику трајнијег фиксног девизног курса није доказана у свим случајевима, када се транзиционе земље групишу према нивоу развијености.

Анализа стања у економији Босне и Херцеговине указује на то да је прихватањем режима валутног одбора монетарни сектор стабилизован одвојено од реалног сектора економије. Монетарна стабилност и повјерење у домаћу валуту, с једне стране и током протеклих година створене макроекономске неравнотеже (висока стопа незапослености и перманентно висок дефицит текућег рачуна), као извори ризика за

одрживост у дугом року, с друге стране, отварају питање и дилему око адекватности постојећег класичног (ортодоксног) модела валутног одбора у Босни и Херцеговини.

Анализа перспективе валутног одбора у Босни и Херцеговини на њеном путу ка ЕУ и ЕМУ сугерише да је смањење потенцијалних извора ризика за одрживост аранжмана валутног одбора од значаја за очување постигнуте монетарне стабилности и опште економске стабилности. Али исто тако, неопходност постизања већег степена реалне конвергенције, у околностима када системска ограничења онемогућавају да се учини искорак у подстицању економског раста и развоја, намеће потребу критичког сагледавања постојећег модела валутног одбора у Босни и Херцеговини у правцу веће флексибилности која би, уз постојеће, подразумијевала примјену нових инструмената монетарне политике.

ПРИЛОГ

Прилог 1

Табела број 52: Дескриптивна анализа варијабли - напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса

	Средња вриједност	Стандардна девијацуја	Минимална вриједност	Максимална вриједност
БДПфл	3.023	2.498	-6.601	7.035
ИПЦфл	136.724	28.152	100	203.611
НеЗПфл	8.421	4.141	2.243	19.895
ТРПБфл	-2.677	3.191	-8.533	4.574
РЕДКфл	128.419	19.452	97.696	165.145
ДЕРфл	213.651	122.21	84.594	681.949
СДИфл	5.836	13.384	-41.458	54.649
ТОЕфл	120.27	34.118	58.075	168.49
БДДфл	57.644	28.406	17.039	117.799
ФПДфл	19.836	1.386	17.687	23.009

Табела број 53: Дескриптивна анализа варијабли - напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

	Средња вриједност	Стандардна девијацуја	Минимална вриједност	Максимална вриједност
БДПфи	4.06	5.65	-14.814	11.889
ИПЦфи	140.875	29.604	100	191.411
НеЗПфи	10.603	3.861	4.25	19.482
ТРПБфи	-4.689	6.428	-20.887	7.771
РЕДКфи	120.38	14.562	94.223	150.037
ДЕРфи	256.667	185.142	14.892	749.758
СДИфи	4.929	4.198	-3.104	22.182
ТОЕфи	123.589	23.664	81.79	169.492
БДДфи	21.148	14.197	3.766	46.907
ФПДфи	18.708	1.497	15.985	22.405

Табела број 54: Дескриптивна анализа варијабли - транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

	Средња вриједност	Стандардна девијацуја	Минимална вриједност	Максимална вриједност
БДПфл	4.087	3.213	-5.517	10.428
ИПЦфл	257.703	137.254	100	557.348
НеЗПфл	13.101	5.231	4.187	24
ТРПБфл	-7.256	4.328	-19.866	2.054
РЕДКфл	142.211	41.693	100	227.807
ДЕРфл	1384.76	1296.818	100	4000.918
СДИфл	5.493	2.963	0.792	13.102
ТОЕфл	73.696	14.381	24.17	110.068
БДДфл	52.41	30.392	12.431	224.751
ФПДфл	24.803	6.818	12.889	38.07

Табела број 55: Дескриптивна анализа варијабли - транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

	Средња вриједност	Стандардна девијацуја	Минимална вриједност	Максимална вриједност
БДПфи	3.208	2.466	-3.586	7.344
ИПЦфи	134.421	27.492	100	189.936
НеЗПфи	22.769	9.64	5.211	37.25
ТРПБфи	-6.014	6.29	-23.904	4.617
РЕДКфи	117.421	18.337	100	157.905
ДЕРфи	418.363	227.697	100	1070.076
СДИфи	5.693	5.462	0.536	31.243
ТОЕфи	100.55	18.204	71.069	133.236
БДДфи	32.898	12.262	14.086	73.859
ФПДфи	19.256	2.906	14.9	25.507

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Прилог 2

Табела број 56: Резултат тестова јединичног корјена - напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса

Variable	Exogenous variables	Method	p Value
БДПфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.1925
Δ БДПфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
НеЗПфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.7607
Δ НеЗПфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0004
ИПЦфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.005
ТРПБфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.2911
Δ ТРПБфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
СДИфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0007
ТОЕфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0016
РЕДКфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.4781
Δ РЕДКфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
БДДфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.8731
Δ БДДфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0021
ДЕРфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.9348
Δ ДЕРфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0023
ФПДфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Табела број 57: Резултат тестова јединичног корјена - напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

Variable	Exogenous variables	Method	p Value
БДПфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
НеЗПфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.7607
Δ НеЗПфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0004
ИПЦфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.1813
Δ ИПЦфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
ТРПБфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.2911
Δ ТРПБфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
СДИфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0007
ТОЕфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.2181
Δ ТОЕфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0016
РЕДКфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.5785
Δ РЕДКфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0324
БДДфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.8731
Δ БДДфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0021
ДЕРфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.6571
Δ ДЕРфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0038
ФПДфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0226

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Табела број 58: Резултат тестова јединичног корјена - транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Variable	Exogenous variables	Method	p Value
БДПфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
НеЗПфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.7607
Δ НеЗПфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0004
ИПЦфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
ТРПБфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.2911
Δ ТРПБфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
СДИфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.3006
Δ СДИфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0007
ТОЕфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0003
РЕДКфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.4578
Δ РЕДКфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
БДДфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.8731
Δ БДДфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0021
ДЕРфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.9719
Δ ДЕРфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
ФПДфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.3116
Δ ФПДфл	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0228

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

Табела број 59: Резултат тестова јединичног корјена - транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Variable	Exogenous variables	Method	p Value
БДПфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.1196
Δ БДПфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0064
НеЗПфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0007
ИПЦфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
ТРПБфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0011
СДИфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0006
ТОЕфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.3253
Δ ТОЕфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
РЕДКфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.4578
Δ РЕДКфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0000
БДДфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0001
ДЕРфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.5132
Δ ДЕРфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0009
ФПДфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.3938
Δ ФПДфи	trend	Im-Pesaran-Shin	0.0071

Извор: Израчун аутора коришћењем STATA 15 статистичког програма.

ЛИТЕРАТУРА

Књиге

1. Бјелић, П., (2003), *Економика међународних односа*, Београд: Прометеј.
2. Blanchard, O., (2005), *Макроекономија*, Загреб: Мате.
3. Burda, M., & Wyplosz, C., (2004), *Макроекономија*, Београд: Центар за либерално-демократске студије.
4. Venn, F., (2002), *The Oil Crisis*, London: Pearson Education Limited.
5. Вукмирица, В. и Шпирић, Н., (2005), *Економска и монетарна интеграција Европе*, Бања Лука: Економски факултет.
6. De Grauwe, P., (2005), *Exchange Rate Economics*, London: Massachusetts Institute of Technology.
7. Душанић, J., (2001), *Новац*, Београд: Задужбина Андрејевић.
8. Ђукић, Ђ., (1992), *Монетарна власт и стабилност новца*, Друго издање, Чачак: Литопапир.
9. Жарковић, В., (2012), *Приватизација у Централној и Источној Европи*, Монографија, Бања Лука: Графомарк.
10. Јакшић, М. и Прашчевић, А., (2008), *Макроекономска анализа*, Београд: Центар за издавачку дјелатност Економског факултета.
11. Јовановић Гавриловић, П., (2008), *Међународно пословно финансирање*, XII издање, Београд : Центар за издавачку дјелатност Економског факултета.
12. Ковач, О., (2002), *Спољноекономска равнотежа и привредни раст*, Београд: Економски факултет.
13. Ковач, О., (2003), *Међународно финансирање*, Београд: Центар за издавачку дјелатност Економског факултета.
14. Ковачевић, Р., (2011), *Међународне финансије*, Београд: Центар за издавачку дјелатност Економског факултета.
15. Ковачевић, Р., (2012), *Међународно тржиште капитала*: *савремене тенденције*, Београд: Центар за издавачку дјелатност Економског факултета.
16. Кондић, Н., (2004), *Монетарни системи*, Универзитет у Бањој Луци, Бања Лука: Економски факултет.

17. Krugman, R. P. & Obstfeld, M., (2009), Међународна економија, Београд: Датастатус.
18. Macura, R., (2019), *Osnove statistike*, BLC i Besjeda, Banja Luka.
19. Makin, A. J., (2009), *Global Imbalances Exchange Rates and Stabilization Policy*, Great Britain: Palgrave Macmillan.
20. Mankiw, N. G., (2006), *Основе економије*, Загреб: Мате.
21. MacDonald, R., (2007), *Exchange Rate Economics: Theories and Evidence*, London and New York: Routledge.
22. Маџар, Л., (n.d.), *Међународна економија*, Глава VII – Девизно тржиште и девизни курсеви. www.vps.ns.ac.rs › Materijal › mat19178 [приступљено 24. новембра 2019].
23. Миљковић, Д., (2008), *Међународне финансије*, Београд: Центар за издавачку дјелатност Економског факултета.
24. Mishkin, S. F., (2006), *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, VII издање, Београд : Датастатус.
25. Obstfeld, M. & Rogoff, K., (1996), *Foundations of International Economics*, London: Massachusetts Institute of Technology.
26. Остојић, С., (2009), *Основи монетарне економије*, Београд: Датастатус.
27. Пелевић, Б., Вучковић, В., (2007), *Међународна економија*, Београд: Центар за издавачку дјелатност Економског факултета.
28. Плакаловић, Н., (2004), *Монетарна економија*, Српско Сарајево: Завод за уџбенике и наставна средства.
29. Ристић, Ж. и Комазец, С., (2000), *Глобални финансијски менаџмент*, Виша пословна школа, Београд.
30. Салваторе, Д., (2009), *Међународна економија*, Београд: Центар за издавачку дјелатност Економског факултета.
31. Samuelson, P. A. & Nordhaus W.A., (2000), *Економија*, XV издање, Загреб: Мате.
32. Sarno, L. & Taylor., M., (2002), *The Economics of Exchange Rates*, New York: Cambridge University Press.
33. Stein, J. L., (1995), *Fundamental Determinants of Exchange Rates*, New York: Oxford University Press Inc.

34. Ћировић, М., (2000), *Девизни курсеви*, Београд: Bridge Company.

35. Copeland L. S., (2005), *Exchange Rates and International Finance*, England: Pearson Education Limited.

36. Ченић Јотановић, Г., (2010), *Међународни економски односи*, Лакташи: Графомарк.

Научни и стручни чланци и извјештаји

1. Abrams, B.A., (1999), *The Effect of Government Size on the Unemployment Rate*, Public Choice, Vol. 99, No. 3/4 (1999), pp. 395-401.

2. Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R. & Rogoff, K., (2006), *Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role od Fiancial Development*, NBER Working Paper, No. 12117.

3. Aizenman, J., Kletzer, K. & Pinto, B., (2007), *Economic Growth with Constraints on Tax Revenues and Public Debt: Implications for Fiscal Policy and Cross-Country Differenes*, http://www.nber.org/papers/w12750

4. Alesina, A. & Wagner, A., (2003), Choosing (and Reneging On) Exchange Rate Regimes, NBER Working Paper Series, No 9809.

5. Alfaro, L., (2003), *Foreign Direct Investment and Growth: Does the Sector Matter?* Преузето 12.05.2016. са https://www.researchgate.net/publication/.

6. Alfaro, L., (2013), *Foreign Direct Investment and Growth: Does the Sector Matter*? http://gwww.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/docu01/paper14.pdf. (8. 11. 2014.)

7. Alfaro, L., Chanda, A., Kalemly-Ozcan, S. & Sayek, S., (2004), *FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets*, Journal of International Economics 64, i113 – 134. www.people.hbs.edu/lalfaro/JIEfinal1.pdf.

8. Aljinović, Z., Arnerić, J., Čular, M., Gardijan, M., Katalinić, K., Kojić, V., Marasović, B., Pivac, S., Poklepović, T., Šego, B., Škrabić Perić, B. i Škrinjarić, T., (2012), *Matematički modeli u analizi razvoja hrvatskog financijskog tržišta*, Split: Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet.

9. Anders, A., Boone, P. & Johnson, S., (1996), *How to Stabilize: Lessons from Post-communist Countries*, Brookings Papers on Economic Activity 1, pp. 217-313.

10. Anonymous (n.d.), Основи статистике, Поглавље 8 – Тестирање статистичких хипотеза, Преузето 16.1.2017. са htpp://www.ekfak.kg.ac.rs.

11. Apostolov, M., (2016), *Cobb–Douglas production function on FDI in Southeast Europe*, Journal of Economic Structures, 5: Преузето 12.03.2017. https://link.springer.com/article.

12. Aristovnik, A., (2008), *Short-term determinants of current account deficits: evidence from Eastern Europe and the former Soviet Union*, Eastern European Economics 46 (1), 24–42.

13. Asteriou, D., Dassiou, X. & Glycopantis, D., (2005), *FDI and Growth: Evidence from a Panel of European Transition COuntries*

14. Asteriou, D. & Hall, G. S., (2007), *Applied Econometrics, revised edition*, New York: Palgrave Macmillan.

15. Atanasov, Y. & Valchanov, D., (2011), *Currency Board as an Exchange Rate Arrangement: The Bulgarian Experience*, Aarhus School of Business, Aarhus University, p. 54-55.

16. Babić, A., Pufnik, A. i Stučka, T., (2001), *Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku*, http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-009.pdf.

17. Baltagi, B.H., (2005), *Econometric analysis of panel data*, England: John Wiley & Sons Ltd.

18. Barisitz, S., (2008), *Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy in Southeastern Europe*, http://www.oenb.at/de/img/feei.

19. Barro, R., (1991), *Economic growth in a cross section countries*, Quarterly Journal of Economics, No. 106, 407-443.

20. Barro, R.J., (1995), *Inß ation and Economic Growth*, Harvard Univerisity.

21. Bahmani-Oskooee, M., Harvey, H. & Hegerty, S.W., (2012), *Exchange-Rate Volatility and Industry Trade Between the U.S. and Korea*, Journal Of Economic Development, Volume 37, Number 1.

22. Bayoumi, T. & Eichengreen, B., (1994), *Economic Performance under Alternative Exchange Rate Regimes*: *Some Historical Evidence*, in Peter Kenen, Francesco Papaida, and Fabrizzio Saccomanni, eds., The international monetary system, Cambridge University Press, pp. 257–97.

23. Beblavý, M., (2002), *Exchange Rate and Exchange Rate Regimein Slovakia Recent developments*, International Center for Economic GrowthEuropean Center, Working Papersnr. 5., Macroeconomic Studies.

24. Begg, D., (1998), *Disinflation in Central and Eastern Europe, and Gomulka*, S.,Coment on Begg, Moderate Inflation: The Experience of Transition Economies, IMF and National Bank of Hungary, eds. c. Cottarelli and G.Szepary, Washington, D.C.

25. Бекер-Пуцар, Е., (2010), *Управљано флуктуирање девизног курса у режиму инфлационог таргетирања у транзиционим економијама са освртом на Србију*, необјављена докторска дисертација, Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду.

26. Beker-Pucar, E. i Glavaški, O., (2019), *Monetarne faze i okviri emergentnih zemalja evropske unije, Ekonomski horizonti*, Januar - April 2019, Volumen 21, Sveska 1, str. 29 – 42.

27. Bello, M., Gabeta, A. & Cini, M., (2012), *Euroisation of the Albanian Economy – a Close Reality and an Irreversible Process*, Ninth AIMS International Conference on Management.

28. Berg, A. et al., (1999), *The Evolution of Output in Transition Economies: Explaining the Differences*, IMF Working Paper 99173, IMF, Washington, D.C.

29. Bogdan, Ž., (2009), *Utjecaj FDI-ja na gospodarski rast europskih tranzicijskih zemalja*, EFZG working paper series.

30. Borensztein, E., Gregorio, J. & Lee, J. W., (1998*), How does foreign direct investment affect economic growth*?, Journal of International Economics 45, pp.115-135.

31. Bofinger, P. & Wollmershauser, T., (2001a), *Managed Floating*: *Understanding the New International Monetary Order*, CEPR Discussion Paper, No. 3064.

32. Bowerman, B. L. & O'connell, R. T., (1990), *Linear statistical models: An applied approach*, Brooks/Cole.

33. Brooks, C., (2008), *Introductory econometrics for finance*, New York, USA: Cambridge University Press.

34. Brooks, C. (2008), *RATS Handbook to accompany introductory econometrics for finance*, Cambridge Books.

35. Bubić, A., (n.d.), *Osnove statistike u društvenim i obrazovnim znanostima* (priručnik u postupku recenzije), Filozofski fakultet, Sveučilište u Splitu.

36. Bubula, A. & Ötker-Robe, I., (2002), *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De facto Policies*, IMF WP/02/155.

37. Бунгин, С., (2014), *Трансмисиони механизам монетарне политике у земљама југоисточне и источне Европе, са посебним освртом на Србију*, докторска дисертација, Економски факултет, Универтитет у Крагијевцу.

38. Burdekin, R., Denzau, A. i dr. (2000), *When does Inß ation Hurt Economic Growth?*, Clermont McKenna College, 2000.

39. Butkus, M. & Seputiene, J., (2018), *Growth Effect of Public Debt: The Role of Government Effectiveness and Trade Balance*, Economies 2018, 6(4).

40. Vilaret, S., Pješčić V. i Đukić, M., (2009), *Osnovne karakteristike i dosadašnje iskustvo Srbije u sprovođewu strategije ciljanja inflacije*; stručni prilozi. http://www.ubs-asb.com.

41. Vujanić, V., Gligorić, D. & Žarković, N., (2019), *The Contribution of Monetary Policy to Mitigating the Consequences of the World Economic Crisis in Poland*, Economic themes, 57 (3), pp. 329-350.

42. Вујанић, В., Жарковић, В. и Глигорић, Д., (2017а), *Утицај примијењеног режима девизног курса на спољну равнотежу европских транзиционих земаља*, СВАРОГ, Бања Лука, Независни универзитет Бања Лука.

43. Вујанић, В., Жарковић, В. и Глигорић, Д., (2017б), *Утицај примијењеног режима девизног курса на унутрашњу равнотежу транзиционих земаља*, ECONOMICS, OIKOS Institut у Бијељини, број 9.

44. Galindo, A., Izquierdo, A. & Montero, M., (2006), *Real Exchange Rate, Dolarization and Industrial Employment in Latin America*, Interamerican Development Bank Working Paper, No. 575.

45. Gligoric, Borovic & Vujanic, (2017), *Impact of foreign direct investment on the economic growth: the case of Commonwealth of Independent State*s, Proceedings of the Faculty of Economics in East Sarajevo, Issue 15, pp. 23-35.

46. Gligorov, V. & Sundstroem, N., (1997), *You Cannot Fool the Fundamentals*, The Vienna Institute Monthly Report, WIIW, Vienna, No. 10.

47. Gokal, V. & Hanif, S., (2004), *Relationship Between Inflation and Economic Growth*, Working Paper 2004/04, Economic Department, Reserve Bank of Fiji, Suva, Fiji.

48. Goldstein, M. & Lardy, N. R., (2009), *Evolution of China's Exchange Rate Regime in the Reform Era*, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics. Preuzeto sa http://www.piie.com/publications/chapters_preview/4167/01iie4167.pdf.

49. Grennes, T., (1994), *The Lithuanian economy in transition*. Lithunaian Quartetly Journal of Arts and Sciences. [Online] 40(2). www.lituanus.org. (2.12.2016.)

50. Gros-Sampson, M., A., (2019), *Statistical analysis in JASP: A Guide for Students*, preveo i prilagodio dr Predrag Teovanović, docent na Fakuletu za specijalnu edukaciju i rehabilitaciju, Univerziteta u Beogradu.

51. Грубишић, З., (2005), *Систем и политика девизног курса у свету*, Економски анали, бр. 165, Економски факултет у Београду, стр. 55-80.

52. Грубишић, З. и Пејовић, И., (2012), *Могућност примјене режима валутног одбора у Србији*, Економске идеје и пракса, бр. 5, Економски факултет универзитета у Београду, стр. 21-31.

53. Grubor, M., (2006), *Determinante privrednog sistema za privlačenje stranih direktnih investicija u zemlje u tranziciji*, Industrija 3/2006, Beograd. Preuzeto sa https://scindeks-clanci.ceon.rs/data/pdf/.

54. Gujarati, D. N. & Porter, D. C., (2008), *Basic Econometric*, Vol 5. New York: McGraw-Hill/Irwin.

55. Gupta, R., (2005), *Financial Liberalisation and Inflationary Dynamics: An Open Economy Analysis*, Department of Economics. University of Connecticut. (Working Paper Series).

56. Gherghinescu, O. & Gherghinescu, G., (2008), *Considerations regarding the structure, significance and trend of monetary indicators in Romania and in the Eurosystem*. European Research Studies Journal 9, ch. 7.

57. Ghosh, A., Goretti, M., Bikas, J., Ramakrishnan, U., Thomas, A. & Zalduendo, J., (2008), *Capital Inflows and Balance of Payments Pressures – Tailoring Policy Responses in EMEs*, IMF Policy Discussion Paper, PDP/08/2.

58. Ghosh, A., Guide, A. M., Ostry, J. & Wolf, H., (1995), *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth*?, IMF Working Papers WP/95/121, International Monetary Fund, Washington, D.C.

59. Ghosh, A., Gulde, A. M., Ostry, J. D. & Wolf, H., (1996), *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth*?, IMF Working Paper.

60. Ghosh, A., Gulde, A. M., Ostry, J. D. & Wolf, H., (1997), *Does the exchange rate regime matter for inflation and growth*?, NBER Working Paper No. 5874.

61. Ghosh, A., Gulde, A. M. & Wolf, H., (2002), *Eschange Rate regimes: Classificationand Consequences*, MIT Press, Mass., 2002.

62. Ghosh, A., Qureshi, M. S. & Tsangarides, C., (2011), *Words vs. Deeds: What Really Matters*?, IMF, Working Paper.

63. Ghosh, A., Qureshi, M. & Tsangarides, C., (2014), *Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility*. IMF, Working Paper, WP/14/146. Preuzeto 06.08.2017. sa https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14146.pdf.

64. Gyang, E. J., Anzaku, P. E., & Iyakwari, A. D., (2018), *An Analysis of the Relationship Between Unemployment, Inflation and Economic Growth in Nigeria: 1986-2015*, Bingham Journal Of Economics And Allied Studies, 1-11.

65. Daud, M., Ahmlad, H. & Azman-Sainic, W.N.W., (2013), *Does external debt contribute to Malaysia economic growth*?

66. De Vita, G. & Kyaw, K. S., (2011), *Does the Choice of Exchange Rate Regime Affect the Economic Growth of Developing Countries*? The Journal of Developing Areas, Volume 45, Single Issue, Fall 2011, pp. 135-153.

67. Domaç, I., Peters, K. & Yuzefovich, Y., (2001), *Does the Exchange Rate Regime Affect Macroeconomic Performance? Evidence from Transition Economies*, Mimeo, World Bank.

68. Dombusch, R., (1987), *Purchasing Power Parity*, u: J. Eatwell, M. Milgate i P. Newman (Eds.), The New Palgrave Dictionary of Economics, god. 3. Basingstoke, str. 1076.

69. Dornbusch, R., (1988), *Real Exchange Rates and Macroeconomics*: A Selective Survey, NBER Working Paper Series, No 2775.

70. Dornbusch, R., (2001), *Fewer Monies, Better Monies*, NBER Working Paper, No. 8324.

71. Dowrick, S., (1995), *Openness and Growth*, American Economic Review (4).

72. Dowrick, S., & Golley, J., (2004), *Trade Openness and Growth: Who Benefits?*, Oxford Review of Economic Policy 20(1), Oxford Academic, pp. 38–56.

73. Dragulin, I. & Radulescu, E., (1999), *Monetary Policy In Romania*: Challenges And Options,RCEP, WP no.15.

74. Драгутиновић, Д., (2008), *Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платнобилансних циљева и циљева инфлације*, Народна банка Србије, радни папири.

75. Драгутиновић Митровић, Р., (2002), *Анализа панел серија, books.google.ba.*

76. Égert, B., Halpern, L. & MacDonald, R. (2005), *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Taking Stock of the Issues*‖, William Davidson Institute Working Paper Number 793.

77. Eguren-Martín, F., (2015), *Exchange rate regimes and current account adjustment: an empirical investigation*, Staff WP No. 544, Bank of England.

78. Egwaikhide, F.O., (1997), *Effects of budget deficits on the current account balance in Nigeria: A simulation exercise*, AERC Research Paper 70.

79. Edwards, S., (1996), *The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes*, NBER Working Paper Series, No 5756.

80. Edwards, S., (2001), *Dollarization: Myths and Realities*, Journal of Policy Modeling, Vol.23. No 3, pp. 249-65.

81. Edwardsa, S.& Levy Yeyati, E., (2005*), Flexible exchange rates as shock absorbers*, European Economic Review 49, pp. 2079–2105.

82. Edwards, S. & Magendzo, I., (2001), *Dolarization, Inflation and Growth*, NBER Working paper No 8671, Mass.

83. Edwards, S. & Savastano, M. A., (1999), *Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know*? *What Do We Need to Know*?,NBER Working Paper Series, No 7228.

84. Ezirim, C., Muoghal, M. I. & Elik, U., (2008), *Inflation versus public expenditure growth in the us: An empirical investigation*, North American Journal of Finance and Banking Research 2(2); 26-40.

85. Eichengreen, B., (2006), *China's Exchange Rate Regime: The Long and Short of It*. Preuzeto sa http://www.econ.berkeley.edu.

86. Eichengreen, B., (2007), *The Real Exchange Rate and Economic Growth*, University of California, Berkeley, Pripremljeno za World Bank Commission on Growth, p. 45.

87. Zhou, L., (2014), *Foreign exchange reserves and inflation: Can monetary policy explain the changes?*, Research Article, Journal of Chemical and Pharmaceutical Research, 2014, 6(6):572-576.

88. International Monetary Fund, (1997), *Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries*, IV, pp. 78-97. Preuzeto 17.03.2016. sa https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1097/pdf/octweo04.pdf.

89. International Monetary Fund, (2001), *Exchange Rate Regimes and Economic Performance*, International Monetary Fund, IMF Staff Papers, Vol. 47, Special Issue.

90. International Monetary Fund, (2003), *Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*, June. 30, 2003 [Zvanični podaci]. Dostupno na veb sajtu Međunarodnog monetarnog fonda: http://www.imf.org > mfd > 2003 > eng.

91. International Monetary Fund, (2004), *Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*. Preuzeto sa http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/0604.htm.

92. International Monetary Fund, (2006), *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*. Preuzeto sa http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm.

93. International Monetary Fund, (2008), *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*, April, 2008. [Zvanični podaci]. Dostupno na veb sajtu Međunarodnog monetarnog fonda: http://www.imf.org>mfd>2008>eng.

94. International Monetary Fund, (2009a), *International Financial Statistics*. http://www.imfstatistics.org/imf/.

95. International Monetary Fund, (2009b), *De facto classification of exchange rate regimes and monetary policy frameworks*, http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm.

96. International Monetary Fund, (2013), *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*, 2013. [Zvanični podaci]. Dostupno na veb sajtu Međunarodnog monetarnog fonda: https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf.

97. International Monetary Fund, (2014), *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*, 2014. [Zvanični podaci]. Dostupno na veb sajtu Međunarodnog monetarnog fonda: http://www.imf.org > areaers > ar2014.

98. International Monetary Fund, (2016), *World Economic Outlook Database*, April 2016. [Zvanični podaci]. Dostupno na veb sajtu Međunarodnog monetarnog fonda: http://www.imf.org > 2016/01 > weodata.

99. International Monetary Fund, (2018), *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*, 2013. [Zvanični podaci]. Dostupno na veb sajtu Međunarodnog monetarnog fonda: https://www.imf.org.

100. International Monetary Fund, (2019), *World Economic Outlook Database*, Octobar 2019. [Zvanični podaci]. Dostupno na veb sajtu Međunarodnog monetarnog fonda: http://www.imf.org.

101. Istrefi, K. & Semi, V., (2007), *Exchange rate pass-through in Albania*, Bank of Albania, forthcoming Discussion Paper.

102. Ihnatov, I. & Căpraru, B., (2012), E*xchange Rate Regimes and Economic Growth in Central and Eastern European Countries*, Procedia Economics and Finance3, 18-23.

103. Jakovac, P., (2014), *Makroekonomski učinci proizvodnje i potrošnje električne energije na ekonomski rast Hrvatskog gospodarstva*, doktorski rad, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet u Rijeci, str 168-169.

104. Jakšić, D. i Bomeštar, N., (2011), *Макроекономија*, економске анализе. Preuzeto sa http://www.makroekonomija.org/bih/cijena-tranzicije-i-tranzicioni-gubici-u-zemljama-cee-sa-posebnim-osvrtom-na-bih/.

105. Janković, N. i Stanišić, N., (2012), *Problem izbora adekvatnog režima deviznog kursa u Srbiji*, Ekonomske teme, 50 (3). str. 391-414.

106. Јанковић, Н., (2013), *Утицај девизног курса на конкурентност извоза*, Докторска дисертација, Економски факултет, Универзитет у Крагујевцу.

107. Jonas, J. & Mishkin, F., (2003), *Inflation Targetihg in Transition Countries: Experience and Prospects*, NBER Working Paper No. 9667, forthcoming in Michael Woodford, ed., Inflation Targeting (University of Chicago Press: Chicago).

108. Karikari-Apau, E. and Abeti, W. (2019), *The Impact of Unemployment on Economic Growth in China*, MPRA Paper No. 96228.

109. Kastratović, R., (2016), *Uticaj stranih direktnih investicija na privredni i društveni razvoj Srbije*, Bankarstvo, vol. 45, br. 4.

110. Ковачевић, Р., (2002), *Транзиције земаља централне и источне Европе у тржишну привреду*, Привредна изградња, година XLV: 3-4, стр. 149-178.

111. Komakova, A., (2009), *Financial Markets and Exchange-rate Regimes in Transition to EMU*, Intereconomics.

112. Kornai, J., (2000), *Ten Years After The Road to a Free Economy:TheAutor's Self-Evaluation*, paper presented at the World Bank Annual Conference onDevelopment Economics held in Washington, D.C. on April 18-20.

113. Korovilas, J. P., (1998), *The Albanian Economy in Transition:The Role of Remittances and Pyramid Investment Schemes*, Coldharbour Lane, Bristol BS16 1QY.

114. Kose, M., Meredith, G. & Towe, C., (2006), *How do Trade and Financial Integration Affect the Relationship Between Growth and Volatility?*, Journal of International Economics, Vol. 69, No. 1, pp 176-202.

115. Koch Elmar B. (n.d.), *Exchange Rates and Monetary Policy in Central Europe –a Survey of Some Issues*, Bank for International Settlements. Preuzeto 112.09.2017. godine sa https://www.oenb.at/dam/jcr:0e14c62c-d39d-4ecc-8148.../wp24_tcm16-6088.pdf.

116. Kočenda, E., (2005), *Beware of Breaks in Exchange Rates: Evidence from European Transition Countries*. Economic Systems, 29, pp. 307–324.

117. Kowalski, P., (2003), *Nominal and Real Convergence in Alternative Exchange Rate Regimes in Transition Countries*: *Implications for the EMU Accession*, Center for Social and Economic Research, Warsaw.

118. Крајишник, М. и Томаш, Д., (2014), *Утицај спољне трговине на приведни раст Републике Српске*, Acta Economica, година XII, број 20 / фебруар 2014.

119. Kračun, D., (2005), *Tranzicija, stabilizacija i ekonomski rast: iskustvo Slovenije*, Ekonomski pregled, 56 (3-4), str. 145-162.

120. Krueger, A., (1998), *Why Trade Liberalization is Good for Growth*, Economic Journal, 108, pp. 1513-1522.

121. Kule, D. & Haderi, S., (2001), *Macroeconomic Consolidation: Achievementsand Challenges*, Presentations and discussions in the Conference Of The Bank Of Albania.

122. Kumar, M. S., Woo, J., (2010), *Public Debt and Growth*. Preuzeto sa https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10174.pdf.

123. Lardy, N. R., (2005), *Exchange Rate and Monetary Policy in China*, Cato Journal, 25(1), pp. 41-47.

124. Larrain, F. & Velasco, A., (2001), *Exchange-Rate Policy in emerging-market economies: the case for floating*, Essays in International Economics, No. 224.

125. Lartey, E., (2008), *Capital Inflows, Resource Reallocation and the Real Exchange Rate*, California State University, Fullerton.

126. Lafleche, T., (1997), *The impact of exchange rate movements on consumer prices*, Bank of Canada Review, Winter 1996-1997.

127. Levin, A., Lin, C. F. & James Chu, C. S., (2002), *Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties*, Journal of Econometrics, Elsevier, vol. 108(1), pages 1-24, May.

128. Levine, L., (2013), *Economic Growth and the Unemployment Rate*, Congressional Research Service, 1-7.

129. Levy-Yeyati, E., (2011), *Exchange Rate Regimes*, UTDT and Brookings Institution.

130. Levy-Yeyati, E. & Sturzenegger, F., (2001), *To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes*, Mimeo, UTDT.

131. Levy-Yeyati, E. & Sturzenegger, F., (2002), C*lassifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs*. Words Mimeo, UTDT.

132. Levy-Yeyati, E. & Sturzenegger, F., (2003), *Dollarization: Debats and Policy Alternatives*, Masachusetts Institute of Technology, Cambridge, Mass.

133. Lin, M.Y., Wang, J.S., (2009), *Foreign Exchange Reserves and Inflation: an Empirical Study of Five East Asian Economies*, The Empirical Economics Letters, 8(5): (May 2009)

134. Linta, T., (2015), *Ekonometrijska analiza povezanosti fiskalne konsolidacije i ekonomske aktivnosti, Završni rad*, Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet, Zagreb Preuzeto sa: https://repozitorij.efzg.unizg.hr/islandora/object/efzg%3A806/datastream/PDF/view.

135. Lipton, D. & Sachs, J., (1990), *Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland*, Brookings Paper on Economic Activity, Vol. 1, pp. 74-147.

136. Lojanica, N. i Obradović, S., (2019), *Povezanost inflacije, nezaposlenosti i ekonomskog rasta - empirijska analiza na primeru zemalja Jugoistočne evrope*, Deo I. Ekonomija socijalizma i tranzicija. 31.7.2020. https://www.researchgate.net/publication/.

137. Magazzino, C., (2011), *The nexus between public expenditure and inflation in the Mediterranean countries*, MPRA Paper No. 28493.

138. Mansur, A.H., (1989), *Effects of a Budget Deficit on the Current Account Balance: The Case of the Philippines*, In Blejer, M.I. and K. Chu eds. Fiscal Policy, Stabilization and

Growth in Developing Countries. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Chapter 12: 309 - 345.

139. Masson, P. R., (1999), *Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU*, IMF Policy Discussion Paper No. 5, International Monetary Fund, Washington, D.C.

140. Masson, P. R., (2000), *Exchange Rate Regime Transitions*, IMF Working Papers 00/134, International Monetary Fund.

141. Mackiewicz-Łyziak, J., (2017), *Monetary policy in Poland – how the financial crisis changed the Central Bank's preferences*. Financial Internet Quarterly „e-Finanse" *2017, vol.13,* pp. 15-24. Preuzeto 19.5.2018. sa https://content.sciendo.com/view/journals/fiqf/13/1/article-p15.xml.

142. Mencinger, J., (2003), *Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth?* Kyklos, Vol. 56, No. 4.

143. Mehraraa, M., Soufianib, M.B. & Rezaeic, S., (2016), *The Impact of Government Spending on Inflation through the Inflationary Environment*, STR approach, World Scientific News 37 (2016) 153-167. Preuzeto sa https://pdfs.semanticscholar.org/65d8/eb45d6ac0c6893e11f3159f18f85efcd9ad7.pdf.

144. Миленковић, И. и Поповић, М., (2011), *Politika deviznog kursa i stopa rasta u zemljama jugoistočne Evrope (na primerima Srbije i Hrvatske)*, Ekonomija/Economics, Vol. 18 Issue 2, p.p. 487-525.

145. Miljković, D. i Vučković, V., (2006), *Serbian Foreign Trade*, Competetiveness and Exchange Rate Policy, Agora Without Frontiers, 12(2), pp. 248-261. Preuzeto sa http://www.idec.gr/iier/new/tomos%2012/Miljkovic_Vuckovic.pdf.

146. Mishkin, F. S., (2006), *Strategija monetarne politike: Kako smo dospeli ovde*?, Panoeconomicus, 53(4).

147. Mishkin, F. (2008), *Does Stabilizing Inß ation Contribute to Stabilizing Economic Activity?*, Clumbia Business School, NBER.

148. Mitchell, D. J., (2005), *The impact of government spending on economic growth*, The Heritage Foundation, 1813, pp. 1-18.

149. Michał Brzozowski Sadananda Prusty, (2011), *Impact of GDP volatility on current account balances*, International Journal of Economics and Business Research, Working Papers No. 2/2011 (42).

150. Младеновић, З. и Нојковић, А., (2008), *Анализа временских серија: Примери из српске привреде*, Београд: Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.

151. Mladenović, Z. i Nojković, A., (2012), *Primenjena analiza vremenskih serija*, Ekonomski fakultet, Beograd.

152. Moreno, R., & Bhart, T., (1997), *Location and Growth of Nations*, Working Paper, Federal Reserve of San Francisko.

153. Mohammadi, H., (2004), *Budget deficits and the current account balance: New evidence from panel data*, Journal of Economics and Finance volume 28, p.p. 39–45. Preuzeto sa https://link.springer.com/article/10.1007/BF02761453.

154. Mocan, H. N. (1995), *Income Inequality, Poverty, and Macroeconomic Conditions*, paper presented at the American Economic Association Meetings, Washington, D.C., January 7, 1995.

155. Mundell, R. A., (1960), *The monetary dynamics of internationaladjustment under fixed and floating exchange rates*, Quarterly Journal of Economics 74, pp. 227-257.

156. Mundell, R. A., (1961a), *A Theory of optimum currency areas*, American Economic Review 51, pp. 509-5 17.

157. Mundell, R. A., (1961b), *Flexible exchange rates and employment policy*, Canadian Journal of Economics i Political Science 27, pp. 509-517.

158. Murrell, P., (1996), *How Far Has the Transition Progressed*?, Journal of Economic Perspectives, Vol. 10, pp. 25-44.

159. Muço, M., Sanfey, P. & Taçi, A., (2004), *Inflation, Exchange Rates and the Role of Monetary Policy in Albania*, European Bank for Reconstruction and Development, working paper 88.

160. Најдовски, Д., (2017), *Правно-економски третман на македонската национална валута во монетарната стратегија и политика*, Универзитет „св. Климент охридски“, Битола. Preuzeto 10.1.2020. http://pfk.uklo.edu.mk.

161. Narayan, P. K., (2004), *Reformulating Critical Values for the Bounds F-statistics Approach to Cointegration: An Application to the Tourism Demand Model for Fiji*, Department of Economics Discussion Paper No. 02/04, Monash University, Melbourne, Australia 275.

162. Narayan, P. K. (2005), *The saving and investment nexus for China: evidence from cointegration tests*, Applied Economics, 37: 1979-1990.

163. Nerlich, C., (2002), *Exchange rate strategies of EU accession countries: Does exchange rate policy matter*?, Rad predstavljen na „KOBE“ Research Seminar on Regional economics, financial and monetary co-operation: the European and Asian experience“, Frankfurt, 15-16.

164. Нефовски, С., (2007), *Инвестициона политика - Случајот со Република Македонија*, Стручен труд од областа на макроекономијата, НБРМ, Скопје. Preuzeto 29.12.2019. sa http://www.nbrm.mk/WBStorage.

165. Newbold, P., Carlson, L. W. & Thorne, B. M., (2010), *Statistika za poslovanje i ekonomiju*, šesto izdanje, Mate, Zagreb.

166. Николић, Г., (2011), *Анализа степена испуњености мастрихтских критеријума конвергенције: Србија и земље региона*, Финансије, Стручни рад, Бр.1-6, пп.7-25.

167. Николић, Г., Цветковић, С. и Јевтић, Ж., (2010), *Ефекат економске отворености на привредни раст – случај СФРЈ и импликације на Србију данас*, Индустрија, бр. 3, Економски институт, Београд, стр. 107–120.

168. Norman, G., (2010), *Likert scales, levels of measurement and the ‘‘laws’’ of statistics*, Springer Science+Business Media B.V.

169. OECD, (2000), *Lithuania: Foreign Direct Investment Impact and Policy Analysis*, Working Papers on International Investment, 2000/03, OECD Publishing.

170. Orlowski, L. T., (2000), *A dynamic approach to inflation targeting in transition economies*, Center for European Integration Studies, Bonn, Germany. Preuzeto sa http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0501/0501038.pdf.

171. Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M. & Reinhardt, D., (2010), *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note, SPN/10/04.

172. Özel, H. A., Sezgin, F. H., & Topkaya, Ö., (2013), *Investigation of Economic Growth and Unemployment Relationship for G7 Countries Using Panel Regression Analysis*, International Journal of Business and Social Science, 163-171.

173. Pablo Dapena, J., (2006), *Volatility of GDP, Macro Applications and Policy Implications of Real Options for Structure of Capital Markets*, CEMA Working Papers: Serie Documentos de Trabajo. Preuzeto 12.01.2017. sa from: https://ideas.repec.org/p/cem/doctra/320.html.

174. Pažun, B., (2014), *Primena CGER metodologija za procenu ravnotežnog realnog deviznog kursa u Srbiji*, Doktorska disertacija, MEGATREND UNIVERZITET, Beograd.

175. Palát, M., (2011), *The impact of foreign direct investment on unemployment in Japan*, Acta Universitatis Agriculturae Et Silviculturae Mendelianae Brunensis. Volume LIX.

176. Peeters, M., (2005), *What about monetary transmission in Albania? Is the exchange rate pass-through (still) the main channel*?, paper presented at the fifth conference of the Bank of Albania "Central banking in the time of integration", Durrës.

177. Pesaran, M. H. & Shin. Y., (1999), *An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis*, Econometric and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frish Centennial Symposium, pp. 371-413.

178. Pesaran, M. H., Shin, Y. & Smith., R. P., (1997), *Pooled Estimation of Long-Run Relationships in Dynamic Heterogenous Panels*, Econ Papers. Preuzeto 20.11.2016. sa http://www.econ.cam.ac.uk/people/emeritus/mhp1/jasaold.pdf.

179. Pesaran, M. H., Shin, Y. & Smith, R. J., (2001), *Bounds testing approaches to the analysis of level relationships*, Journal of Applied Econometrics, 16 (3): 289-326.

180. Petrevski, G., (2005), *Macedonia: a decade of stabilisation policy*, South-East Europe Review S, 1/2005, p.p. 97 – 116. Preuzeto 23.12.2019. sa https://www.researchgate.net/publication.

181. Polterovich, V., & Popov, V., (2002), *Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth*, NES Working Paper.

182. Popa, C., Rosentuler, S., Iorga, E., Salater, W., Daniela Ruxandra, D. S. & Codirlasu, A. I., (2002), *Direct Inflation Targeting: A New Monetary Policy Strategy for Romania*, Occasional Papers No. 1/2002, National Bank of Romania.

183. Popović, D., (2004), *Šta je to realni devizni kurs*? PRIZMA. Ekonomski fakultet i CLDS. Preuzeto 23.8.2017. sa danica.popovic.ekof.bg.ac.rs

184. Prasad, E., (2007), *China's foreign exchange policy*. Preuzeto sa http://prasad.aem.cornell.edu/doc/book_chapters/Prasad_Rountable.pdf.

185. Pufnik, A., (1997), *Paritet kupovne moći kao dugoročni ravnotežnu uvjet*: Kointegracijski test u slučaju Hrvatske (1991-1996), Privredna kretanja i ekonomska politika, broj 55/1997, str. 57 – 85. Preuzeto 12.4.2019. sa https://hrcak.srce.hr/file/49157.

186. Pufnik, A., (1999), *Makroekonomske implikacije različitih tečajnih politika: Međunarodna iskustva i poruke za Hrvatsku*, Privredna kretanja i ekonomska politika, broj 76, str. 29-77.

187. Rădulescu, E. T., (1999), *Inflația, marea provocare*, București: Editura Enciclopedica.

188. Razin, O. & Collins, S. M., (1997), *Real Exchange Rate Misalignment and Growth*, NBER, Working Paper 6174, p. 31.

189. Rashid, A. & Husain, F., (2010), *Capital Inflows, Inflation and Exchange Rate Volatility : An Investigation for Linear and Nonlinear Causal Linkages*, PIDE Working Papers 2010: 63, Pakistan institute of development economics Islamabad.

190. Racaru, I., Copaciu, M. & Lapteacru, I., (2006), *Early Warning Systemson Currency Crises*, National Bank of Romania,Occasional Papers.

191. Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S., (2002), *The Modern Historu of Exchange Rate Arrangements: a Reinterpretation*, NBER Working Paper, No. 8963.

192. Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S., (2010), *Growth in a Time of Debt*, American Economic Review: Papers & Proceedings 100, p. 573–578.

193. Rogoff, K. et al., (2003), *Evolution and Performances of Exchange Rate Regimes*, Occasional Paper 229, IMF. Washington, DC.

194. Rodriguez, F. & Rodrik, D., (2001), *Trade policy and economic growth: a skeptic's guide to the crossnational evidence*, NBER Macroeconomics Annual 2000, 15, pp. 261-338.

195. Rodrik, D., (2007), *The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence*, Harvard University, Cambridge.

196. Rodrik, D., (2008), *The Real Exchange Rate and Economic Growth*, Brooking Papers on Economic Activity, Conference draft, Fall, pp. 46.

197. Romelli, D., Terra, C. & Vasconcelos, E., (2015), *Current Account and Real Exchange Rate changes: the Impact of Trade Openness*.

198. Romero, J. P. B. & Marín, K. L., (2017), *Inflation and Public Debt*, Monetaria https://www.cemla.org/PDF/monetaria/PUB-MON-V-01-02.pdf.

199. Rose, A., (2000), *One market, one money: estimating the effect of common currencies ontrade*, Economic Policy, no. 30, pp. 7-45.

200. Rose, A., (2007), *A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed*, Journal of International Money and Finance 26, 663-681.

201. Rose, A. K. & Wincoop, E., (2001), *National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union*. Preuzeto sa http://www.people.virginia.edu/~ev4n/papers/CU.PDF.

202. Rruka, D., (2004), *Decoding the Effects of Trade Volume and Trade Policies on Economic Growth: Cross-Country Investigation*, Chatahm College, Pennsylvania.

203. Rutkowski, J., (2003), *Rapid Labor Reallocation with a Stagnant Unemployment Pool The Puzzle of the Labor Market in Lithuani*a, Policy Research, Working Paper, 2946, The World Bank, Europe and Central Asia Region, Human Development Sector Unit.

204. Saleh, A. S. & Harvie, C. (2005), *The Budget Deficits and Economic Performance*, The Singapore Economic Review, Vol. 50, No. 2, pp. 211-243.

205. Sánchez, (2010), *Modelling Anti-Inflationary Monetary Targeting with an Application to Romania*, Working Paper Series No 1186/May 2010, European Central Bank.

206. Sarel, M. (1995), *NonLinera Effects of Inß ation on Economic Growth*, IM Working Paper No 95/56.

207. Sachs, J., (1996), *Economic Transition and the Exchange-Rate Regime*, American Economic Review.

208. Seetaram, N. & Petit, S., (2012), *Panel Data Analysis*, In: Dwyer, L., Gill, A. and N. Seetaram (eds.), Handbook of Research Methods in Tourism: Quantitative and Qualitative Approach, pp. 127-144. Cheltenham: Edward Elgar.

209. Siregar, R., (1999), *Real Exchange Rate Targeting and Inflation in Indonesia: Theory and Empirical Evidence*, Applied Financial Economics, Vol. 9, No. 4, 329-336.

210. Siregar, R. &Rajan, R., (2006), *Models of Equilibrium Real Exchange Rates Revisited: A Selective Review of the Literature*, CIES, Discussion Paper No. 0604, University of Adelaide Adelaide 5005 Australia.

211. Sobrino, Cesar R., (2010), *The Effects of Inflation Targeting on the Current Account: An Empirical Examination*, Economics Bulletin, Vol. 30 no.2 pp. 1105-1112.

212. Sosvilla-Riveroa, S. & Ramos-Herreraa, M. C., (2014), *Exchange-rate regimes and economic growth: An empirical evaluation*. Documentos de Economía Y Finanzas Internacionales, Working Papers on International Economics and Finance. Preuzeto 27.7.2917. sa http://www.aeefi.com/RePEc/pdf/defi14-01.pdf.

213. Stanišić, N., (2008), *Прилив страних директних инвестиција као основни фактор унапређења спољнотрговинских перформанси европских земаља у транзицији*,

Научни скуп, Инострани капитал као фактор развоја земаља у транзицији, Крагујевац.

214. Станишић, Н., Јанковић, Н. и Миловановић, Г., (2017), *Трговинска либерализација и економски раст: панел-анализа на примеру нових чланица Европске уније*, ТЕМЕ, г. XLI, бр. 3, Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, Крагујевац.

215. Stiglitz, J., (2000), *Capital market liberalization, economic growth, and instability*, World Development, Vol. 28, No. 6, pp 1075-1086.

216. Stock, J. & Watson, M. (1993), *A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems*, Econometrica, Vol. 61, No. 4, pp. 783–820.

217. Shleifer, A., (1997), *Government in Transition*, Harvard Institute for International Development Discussion Paper no. 573, pp. 1-40, Harvard University, Cambridge, Mass.

218. Tanku, A., Dushku, E. & Ceca, K., (2012), *Empirical Investigation Of Forecast Uncertainty*, With Monte Carlo, Simulation, Bank of Albania,03 (34).

219. Tanku, A., Vika, I. & Gjermeni, M., (2007), *The Role of Exchange Rate in an IT Framework, What do We Do*? Bank of Albania.

220. Тасић, Н. и Здравковић, М., (2008), *Осјетљивост српскког извоза и увоза на промјене девизног курса у дугом року*, Стручни радови Народне банке Србије.

221. Taylor, J. B., (2003), *China's Exchange Rate Regime and It's Effects on the U.S. Economy*. http://www.stanford.edu/.

222. Taylor, L., (2001), *Argentina: A Poster Child for Failure of Liberalised Policies?* Challenge/November – December. 44: 6, 28–44.

223. Tekin-Koru, A. & Özmen, E., (2003), *Budget Deficits, Money and Inflation: The Turkish Experience*, Applied Economics, Vol. 35, No. 5, pp. 591-596.

224. Tintin, C., (2012), *Does Foreign Direct Investment Spur Economic Growth and Development: A Comparative Study*: Preuzeto 10.05.2016. sa: http://www.etsg.org/ETSG2012/Programme/Papers/73.pdf.

225. Tippkötter, M., (2010), *Global Imbalances and the Current Account Adjustment Process: An Empirical Analysis*, DIW Discussion Paper, No.1011. Berlin: German Institute for Economic Research.

226. Тодоровић, М. и Марковић, М., (2016), *Утицај депресијације националне валуте на трговински биланс Републике Србије*, ТЕМЕ, г. XL, бр. 1.

227. Tornell, A. & Velasco, A., (2000), *Fixed versus flexibile exchange rates: Which provides more fiscal discipline*?, Journal of Monetay Economics, Elsevier, vol. 45(2), pp. 339-436.

228. Transition Report, (1995), ЕБРД, London.

229. Transition Report, (1999), ЕБРД, London.

230. Transition Report, (2000), ЕБРД, London.

231. Transition Report, (2003), ЕБРД, London.

232. Transition Report, (2005), ЕБРД, London.

233. Transition Report, (2009), ЕБРД, London.

234. Transition Report, (2013), ЕБРД, London.

235. Transition Report, (2017 - 2018), ЕБРД, London

236. Themeli, E. & Kolasi, G., (2006), *The IT case in Albania – Atentative road-map for implementing IT in Albania. Round Table* – InflationTargeting 2, pp. 15-37.

237. Fabris, N. i Aćimović, S., (2007), *Konkurentnost preduzeća versus kurs dinara – šta je važnije za povećanje srpskog izvoza*? Nova srpska politička misao.

238. Field, A., (2005), *Discovering statistics using SPSS*. London: Sage Publications Ltd.

239. Филиповић, С., (2010), *Ефекти глобалне финансијске кризе на финансијски сектор Србије*, Индустрија 3/2010, Београд..

240. Fischer, S., (1996b), *Stabilization and Growth in Transition Economies*, Journal of Economic Perspectives, vol. 10, pp. 45-66.

241. Fischer, S., (1977), *Stability and exchange rate systems in a monetarist model of the balance of payments*, in Robert Z. Aliber, cd., The Political Economy of Monetary Reform, Montclair, NJ: Allanheld, Oemun.

242. Fischer, S., (2001), *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct*?, Journal of Economic Perspectives, vol.15(2), pp. 3–24.

243. Fischer, S. & Sahay, R., (2000), *The Transition Economies After Ten Years*, NBER Working Paper Series, No 7664.

244. Fischer S., Sahay, R. & Vegh, C. A., (1996a), *Economic in Transition: The Beginning of Growth*, American Economic Review, Papers and Proceedings 86, vol. 2, pp. 229-33.

245. Folster, S. & Henrekson, M., (2001), *Growth effects of government expenditure and taxation in rich countries*, European Economic Review, No. 45, 1501-1520.

246. Frankel, J. A., (1999), *No single currency regime is right for all countries ar at all times*, NBER Working Paper No 7338.

247. Frankel, J. A., (2003), *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*, NBER Working Paper, JEL No. F3.

248. Frankel, J. A., (2009), *New Estimation of China's Exchange Rate Regime*, NBER Working Paper 14700.

249. Fratzcher, M. & Bussiere, M., (2004), *Financial Opennes and Growth: Short-run Gain, Longrun Pain?*, ECB, Working Paper series: No 348,. http://www.ecb.int.

250. Habermeier, K., Kokenyne, A., Veyrune, R. & Anderson, H., (2009), *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements*, IMF Working Paper 09/211.

251. Havrylyshyn, O. et al., (1999), *Growth Experience in Transition Countries*, IMF Occasional Paper 184.

252. Haderi, S., Papapanagos, H., Sanfey, P. & Talka, M., (1999), *Inflation and Stabilizations in Albania, Post-Communist economies*, Vol. 11, No. 1.

253. Han, S. & Mulligan, C. B., (2002), *Inflation and the Size of Government*, (Vol. 2, No. 1). Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board.

254. Hare, P. G., (2001a), *Creating a supportive Environment for Business Enterprise and Economic Growth: Institutional Reform and Governance*, UNSpring Seminar, 2001, Session II, Institutional Change and Economic Performancein the Transition Economies, Palais des Nations, Geneva.

255. Hausmann, R., Panizza, U. & Stein, E., (2000), *Why Do Countries Float the Way they Float*?, Inter-American Development Bank Working Paper 418. Preuzeto sa http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-418.pdf.

256. Herrmann, S., (2009), *Do we really know that flexible exchange rates facilitate current account adjustment? Some new empirical evidence for CEE countries*. Discussion Paper Series 1: Economic Studies, 22/2009, Deutsche Bundesbank.

257. Horn, G., Lindner, F., Tober, S. & Watt, A., (2012), *Where now for the euro area crisis?* interim assessment and a model for a stable euro area, Duesseldorf: Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation. Preuzeto sa http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_75e_2012.pdf

258. Hrustić, H., (2011), *Uticaj zaduživanja srbije kod međunarodnih finansijskih institucija na stanje njene privred*e. www.doiserbia.nb.rs/img/doi. (23.2.2020.).

259. Hua-chu, Z., (2008), *An Empirical Analysis of the Relationship between Economic growth and Employment in Guangdong*, Journal of South China Normal University (Social Science Edition).

260. Caballero, R.J. & Corbo, V., (1989), *The Effect of Real Exchange Uncertainty on Exports: Empirical Evidence*, World Bank Economic Review 3, 1989, 263-278.

261. Calvo, G. A., Izquierdo, A. & Mejia, L.-F., (2004), *On the empirics of sudden stops: The relevance of balance-sheet effects*, NBER Working Papers 10520, National Bureau of Economic Research, Inc.

262. Calvo G. A. & Mishkin, F. S., (2003), *The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 4., pp.99-118.

263. Calvo, G. A. & Reinhart, C. M.,(2000), *Fixing for Your Life*, NBER Working Paper No. 8006.

264. Calvo, G. A. & Reinhart, C. M., (2002), *Fear of Floating*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, No. 2, pp. 379–408.

265. Calvo, G. A. & Végh, C. A., (1993), *Exchange-Rate Based Stabilisation under Imperfect Credibility' in Helmut Frisch and Andreas Wörgotter* (eds.), Open-Economy Macroeconomics London: Macmillan Press.

266. Calvo G. A. & Végh, C. A., (1999), *For the empirical regularities associated with money-based stabilisation programmes*, see.

267. Carkovic, M. & Levine, R., (2002), *Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?* Преузето 12.05.2016. са http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources.

268. Catão, L. & Terrones, M., (2005), *Fiscal Deficits and Inflation*, Journal of Monetary Economics, Vol. 52, No. 3, pp. 529- 554.

269. Централна банка БиХ, (2000), Годишњи извјештај 2000, Сарајево, ЦББиХ.

270. Централна банка БиХ, (2013), Годишњи извјештај 2013, Сарајево, ЦББиХ.

271. Централна банка БиХ, (2014), Годишњи извјештај 2014, Сарајево, ЦББиХ.

272. Централна банка БиХ, (2015), Годишњи извјештај 2015, Сарајево, ЦББиХ.

273. Централна банка БиХ, (2018), Годишњи извјештај 2018, Сарајево, ЦББиХ.

274. Cline, W. R. & Williamson, J. (2011), *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates*, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, number pb 12-14.

275. Cline, W. R. & Williamson, J. (2012), *The Current Currency Situation*, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, pp. 11-18.

276. Commission of the European Communities, (2006), *Report from the Commission, Convergence Report 2006 on Lithuania*, Brussels, COM (2006) 223.

277. Cushman, D.O., *The Effects of Real Exchange Rate Risk on International Trade*, Journal of International Economics 15, 1983, 45-63.

278. Chang, W.-Y., Tsai, H.-F. & Wen-Fang Liu, W.-F., (1998), *Effects of Government Spending on the Current Account with Endogenous Time Preference*, Southern Economic Journal, Vol. 64, No. 3, pp. 728-740.

279. Chaudhry, I.S., Akhtar, M.H., Mahmood, K. & Faridi, M.Z., (2011), *Foreign Exchange Reserves and Inflation in Pakistan: Evidence from ARDL Modelling Approach*, International Journal of Economics and Finance Vol. 3, No.

280. Chen, S., (2014), *The Effect of Foreign Direct Investment (FDI) on Employment in China*, Saint Mary's University.

281. Chinn, M.D., & Prasad, E.S., (2003), *Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration*, Journal of International Economics 59 (1), 47–76.

282. Chinn, M. D. & Wei, S-J, (2013), *A Faith-Based Initiative Meets The Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment*? The Review of Economics and Statistics, 95(1),168–184.

283. Chit, M. M., Rizov, M. & Willenbockel, D., (2008), *Exchange Rate Volatility and Exports: New Empirical Evidence from the Emerging East Asian Economies*. Published in: Middlesex University Economics Discussion Paper No.127.

284. Choudhri, E. & Hakura, D., (2000), *Interantional Trade and Pruductivity Growth: Exploring the Sectoral Effects for Developing Countries*, IMF.

285. Christopher, A. & Cobham, D., (2005), *Exchange rate regimes and trade*, University of Oxford, Heriot-Watt University.

286. Чизмовић, М., (2016), *Привредни раст и девизни курс*, Докторска дисертација, Факултеу за банкарство, осигурање и финансије, Универзитет Унион у Београду, Београд.

287. Škare, M. & Caporale, G. M., (2014), *Short- and long-run linkages between employment growth, inflation and output growth: evidence from a large panel*, Technological and Economic Development of Economy, Vol. 20: 554-575.

288. Williamson, J., (1992), Trade and Payments After Soviet Disintegration, Policy Analyses In International Economics no. 37., Washington: Institute for Internation Economics.

289. Wollmershauser, T., (2003), A Theory of Managed Floating, Inaugural Dissertation. Wurzburg. Preuzeto sa http://www.opusbayern.de/uniwuerzburg/volltexte/2004/867/pdf/wollmershaeuser.pdf

290. Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MA: MIT Press, Cambridge.

291. World Bank, (2002), *Transition – the first ten years: analysis and lessons for Eastern Europe and former Soviet Union*.

292. Yanikkaya, H., (2003), *Trade openness and economic growth: a cross-country empirical investigation*, Journal of Development Economics, 72(1), pp. 57-89.

293. Yonkova, A. et al., (1999), *In Search of Growth: Bulgaria's Lessons and Policy Options*, A Report by the Institute for Market Economics.

Интернет извори

1. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/
2. http://www.bank.lv/
3. http://www.bankofalbania.org/
4. http://www.bankofestonia.info/
5. http://www.bis.org/
6. http://www.bnb.bg/
7. http://www.bnro.ro
8. http://www.bruegel.org/publications/datasets/
9. http://www.econstats.com/weo/V019.htm
10. http://www.imf.org/external/index.htm
11. http://www.lb.lt/
12. https://www.lb.lt/en/historical-litas-foreign-exchange-rates
13. http://www.mnb.hu

14. http://www.nbp.pl
15. http://www.nbrm.gov.mk/
16. http://www.nbs.rs/
17. http://www.nbs.sk/
18. http://www.theglobaleconomy.com/
19. https://www.theglobaleconomy.com/Lithuania/money_supply/
20. http://www.hnb.hr/
21. http://www.cbbh.ba/
22. http://www.cb-mn.org /
23. https://www.ceicdata.com/en/estonia/money-supply-annual
24. http://www.cnb.cz/
25. http://www.worldbank.org/indicator/.

ПОПИС ТАБЕЛА

Табела број 1: Класификација режима девизних курсева према методологији ММФ-а

Табела број 2: Примијењени режими девизног курса у земљама ЦЈИ Европе и Балтика

Табела број 3: Узорак европских транзиционих земаља које су постале чланице ЕУ или се налазе на путу ка ЕУ са политиком фиксног и политиком веће флексибилности девизног курса

Табела број 4: Структура узорка европских транзиционих земаља које су постале чланице ЕУ или се налазе на путу ка ЕУ

Табела број 5: Дефиниција и опис варијабли

Табела број 6: Резултати теста јединичног корјена - напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса

Табела број 7: Резултати теста јединичног корјена - напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

Табела број 8: Резултати теста јединичног корјена - транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 9: Резултати теста јединичног корјена - транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 10: Корелациона матрица - напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса

Табела број 11: Корелациона матрица - напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

Табела број 12: Корелациона матрица - транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 13: Корелациона матрица - транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 14: Коефицијента просте линеарне корелације и VIF

Табела број 15: Дескриптивна статистика индекса реалног ефективног девизног курса - напредније транзиционе земље

Табела број 16: Дескриптивна статистика промјене нивоа девизних резерви (у домаћој валути) - напредније транзиционе земље

Табела број 17: Разлика у дугорочним стопама раста БДП-а између узорка земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса - напредније транзиционе земље

Табела број 18: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између стопа раста реалног БДП-а напреднијих транзиционих земаља

Табела број 19: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на економски раст напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Табела број 20: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на економски раст напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Табела број 21: Разлика у стопама инфлације између узорка земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса - напредније транзиционе земље

Табела број 22: Нормалност расподјеле и резултати Студентовог теста разлике између стопа инфлације напреднијих транзиционих земаља

Табела број 23: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између устопа инфлације напреднијих транзиционих земаља

Табела број 24: Процјењени утицај флекибилнијих режима девизног курса на стабилност цијена напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Табела број 25: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на стабилност цијена напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Табела број 26: Разлика у стопама незапослености између групе напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Табела број 27: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између стопа незапослености у напреднијим транзиционим земљама

Табела број 28: Процјењени утицај флекибилнијих режима девизног курса на стопу незапослености напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Табела број 29: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на стопу незапослености напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Табела број 30: Разлика у учешћу салда текућег рачуна платног биланса у БДП између групе напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Табела број 31: Нормалност расподјеле и резултати Студентовог теста разлике између учешћа салда текућег биланса у БДП-у у напреднијим транзиционим земљама

Табела број 32: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на салдо текућег биланса напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Табела број 33: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на салдо текућег биланса напреднијих европских транзиционих земаља (2000-2018)

Табела број 34: Дескриптивна статистика индекса реалног ефективног девизног курса - транзиционе земље које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 35: Дескриптивна статистика промјене нивоа девизних резерви (у домаћој валути) - транзиционе земље које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 36: Разлика у дугорочним стопама раста БДП-а између групе транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 37: Нормалност расподјеле и резултати Студентовог теста разлике између стопа раста реалног БДП-а транзиционих земаља које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 38: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на економски раст европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Табела број 39: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на економски раст европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Табела број 40: Разлика у стопама инфлације између групе транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 41: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између стопа инфлације у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 42: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на стабилност цијена европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Табела број 43: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на стабилност цијена европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Табела број 44: Разлика у стопама незапослености између групе земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 45: Нормалност расподјеле и резултати Студентовог теста разлике између стопа незапослености у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 46: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на стопу незапослености европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Табела број 47: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на стопу незапослености европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Табела број 48: Разлика у учешћу салда текућег рачуна платног биланса у БДП између групе транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 49: Нормалност расподјеле и резултати Ман-Витнијевог теста разлике између салда текућег биланса (% БДП) у транзиционим земљама које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 50: Процјењени утицај флексибилнијих режима девизног курса на салдо текућег биланса европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Табела број 51: Процјењени утицај фиксних режима девизног курса на салдо текућег биланса европских транзиционих земаља које касне у спровођењу структурних реформи (2000-2018)

Табела број 52: Дескриптивна анализа варијабли - напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса

Табела број 53: Дескриптивна анализа варијабли - напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

Табела број 54: Дескриптивна анализа варијабли - транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 55: Дескриптивна анализа варијабли - транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 56: Резултат тестова јединичног корјена - напредније транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса

Табела број 57: Резултат тестова јединичног корјена - напредније транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса

Табела број 58: Резултат тестова јединичног корјена - транзиционе земље са политиком веће флексибилности девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Табела број 59: Резултат тестова јединичног корјена - транзиционе земље са политиком трајнијег фиксног девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

ПОПИС ШЕМА

Шема број 1: Трансмисиони механизам девизног курса

ПОПИС ГРАФИКОНА

Графички приказ број 1: Одступање реалног девизног курса од равнотежног нивоа према паритету куповне моћи

Графички приказ број 2: Механизам формирања тржишног девизног курса

Графички приказ број 3: Фиксни девизни курс према конвенционалном моделу

Графички приказ број 4: Интервенција монетарне власти на девизном тржишту

Графички приказ број 5: IS – LM – BP модел (Мандел-Флемингов модел)

Графички приказ број 6: Ефекат депресијације домаће валуте на положај IS криве у отвореној привреди у Y-Ir графикону

Графички приказ број 7: Ефекат монетарне експанзије на положај LM криве у Y-Ir графикону

Графички приказ број 8: Ефекат депресијације домаће валуте на положај BP криве у Y-Ir графикону

Графички приказ број 9: Иицијални ефекти експанзивне монетарне политике у отвореној привреди

Графички приказ број 10: Ефекти експанзивне монетарне политике у режиму фиксног девизног курса

Графички приказ број 11: Ефекти експанзивне монетарне политике у режиму флуктуирајућег девизног курса

Графички приказ број 12: Тренд у примјени режима девизног курса у свијету, 1990-2018.

Графички приказ број 13: Годишња стопа раста понуде новца (M2, крај године) у Естонији

Графички приказ број 14: Просјечна годишња стопа инфлације у Естонији и Њемачкој/еврозони

Графички приказ број 15: Стране директне инвестиције у Естонији (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 16: Девизне резерве (укључујући злато) у Естонији, мил. USD

Графички приказ број 17: Понуда новца изражена преко агрегата M2, мил. естонских круна

Графички приказ број 18: Кредитна каматна стопа у Естонији

Графички приказ број 19: Стопа раста реалног БДП-а у Естонији

Графички приказ број 20: Стопа незапослености у Естонији

Графички приказ број 21: Салдо текућег рачуна у Естонији, % БДП

Графички приказ број 22: Индекс реалног ефективног девизног курса естонске круне, (2007=100)

Графички приказ број 23: Стопа раста новчане масе М2 у Литванији, крај године

Графички приказ број 24: Просјечна годишња стопа инфлације у Литванији

Графички приказ број 25: Стране директне инвестиције у Литванији (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 26: Девизне резерве (укључујући злато) у Литванији, мил. USD

Графички приказ број 27: Кредитна каматна стопа у Литванији

Графички приказ број 28: Стопа раста реалног БДП-а у Литванији

Графички приказ број 29: Стање спољног дуга у Литванији, мил. USD

Графички приказ број 30: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Литванији

Графички приказ број 31: Стопа незапослености у Литванији

Графички приказ број 32: Салдо текућег рачуна платног биланса у Литванији, % БДП

Графички приказ број 33: Просјечна годишња стопа инфлације у Литванији, САД и еврозони

Графички приказ број 34: Индекс реалног ефективног девизног курса литаса, (2007=100)

Графички приказ број 35: Стопа раста домаћих кредита у Литванији, крај године

Графички приказ број 36: Девизни курс летонског лата према њемачкој марки и америчком долару, дневне вриједности

Графички приказ број 37: Девизни курс летонског лата према америчком долару, мјесечни просјек

Графички приказ број 38: Просјечна годишња стопа инфлације у Летонији, САД, Њемачкој и еврозони

Графички приказ број 39: Стране директне инвестиције у Летонији (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 40: Девизне резерве (укључујући злато) у Летонији, мил. USD

Графички приказ број 41: Годишња стопа раста понуде новца (М3) у Летонији

Графички приказ број 42: Кретање активне каматне стопе у Летонији

Графички приказ број 43: Стопа раста БДП-а у Летонији

Графички приказ број 44: Стопа незапослености у Летонији

Графички приказ број 45: Салдо текућег рачуна у Летонији, % БДП-а

Графички приказ број 46: Индекс реалног ефективног девизног курса летонског лата, (2007=100)

Графички приказ број 47: Стопа раста реалног БДП-а у Бугарској

Графички приказ број 48: Стопа незапослености у Бугарској

Графички приказ број 49: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Бугарској

Графички приказ број 50: Просјечна годишња стопа инфлације у Бугарској, 1990 - 1997. година

Графички приказ број 51: Стране директне инвестиције у Бугарској (нето прилив), мил. USD, 1990-1997. година

Графички приказ број 52: Стопа раста новчане масе М3 у Бугарској, годишњи раст (%), 1992-1997. година

Графички приказ број 53: Биланс опште државе, % БДП

Графички приказ број 54: Номинални курс лева према њемачкој марки и америчком долару, 1991-1996. година

Графички приказ број 55: Кредитна каматна стопа у Бугарској, 1991-1997. година

Графички приказ број 56: Салдо текућег рачуна у Бугарској, % БДП

Графички приказ број 57: Девизне резерве (укључујући злато) у Бугарској, мил. USD

Графички приказ број 58: Стопа раста новчане масе М3 у Бугарској, годишњи раст (%), 1998-2018. година

Графички приказ број 59: Просјечна годишња стопа инфлације у Бугарској и Њемачкој/еврозони, 1998-2018. година

Графички приказ број 60: Стране директне инвестиције у Бугарској (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 61: Кредитна каматна стопа у Бугарској, 1999-2016. година

Графички приказ број 62: Индекс реалног ефективног девизног курса лева, (2007=100)

Графички приказ број 63: Буџетски биланс (централни буџет и фондови) Сјеверне Македоније, % БДП

Графички приказ број 64: Номинални курс македонског денара према њемачкој марки/евру

Графички приказ број 65: Стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Сјеверној Македонији

Графички приказ број 66: Стопа раста новчане масе М2 у Сјеверној Македонији

Графички приказ број 67: Просјечна годишња стопа инфлације у Сјеверној Македонији

Графички приказ број 68: Стране директне инвестиције у Сјеверној Македонији (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 69: Стопа раста БДП-а у Сјеверној Македонији

Графички приказ број 70: Стање спољног дуга Сјеверне Македоније, мил. USD

Графички приказ број 71: Девизне резерве (укључујући злато) у Сјеверној Македонији, мил. USD

Графички приказ број 72: Стопа незапослености у Сјеверној Македонији

Графички приказ број 73: Салдо текућег рачуна платног биланса у Сјеверној Македонији, % БДП

Графички приказ број 74: Индекс реалног ефективног девизног курса денара (2007=100)

Графички приказ број 75: Просјечна годишња стопа инфлације у Босни и Херцеговини, Њемачкој и еврозони

Графички приказ број 76: Стране директне инвестиције у Босни и Херцеговини (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 77: Орочени и штедни депозити у домаћој валути, у мил. КМ

Графички приказ број 78: Девизне резерве (укључујући злато) у Босни и Херцеговини, мил. USD

Графички приказ број 79: Годишње стопе раста понуде новца (М3) у Босни и Херцеговини

Графички приказ број 80: Кредитна каматна стопа у Босни и Херцеговини

Графички приказ број 81: Стопа раста реалног БДП-а у Босни и Херцеговини

Графички приказ број 82: Салдо текућег рачуна платног биланса у Босни и Херцеговини, % БДП

Графички приказ број 83: Индекс реалног ефективног девизног курса конвертибилне марке, (2007=100)

Графички приказ број 84: Стопа незапослености у Босни и Херцеговини

Графички приказ број 85: Номинални курс злота према америчком долару, њемачкој марки и евру

Графички приказ број 86: Просјечна годишња стопа инфлације у Пољској, САД, Њемачкој и еврозони

Графички приказ број 87: Стране директне инвестиције у Пољској (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 88: Годишња стопа раста новчане масе М3 у Пољској

Графички приказ број 89: Девизне резерве (укључујући злато) у Пољској, мил. USD

Графички приказ број 90: Кредитна каматна стопа у Пољској

Графички приказ број 91: Стопа раста БДП-а у Пољској

Графички приказ број 92: Стопа незапослености у Пољској

Графички приказ број 93: Салдо текућег рачуна платног биланса у Пољској, % БДП

Графички приказ број 94: Индекс реалног ефективног девизног курса пољског злота, (2007=100)

Графички приказ број 95: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Пољској

Графички приказ број 96: Референтна каматна стопа Народне банке Пољске

Графички приказ број 97: Стране директне инвестиције у Мађарској (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 98: Стопа раста новчане масе М3 у Мађарској

Графички приказ број 99: Просјечна годишња стопа инфлације у Мађарској, САД, Њемачкој и еврозони

Графички приказ број 100: Номинални курс мађарске форинте према USD, ECU/EUR и DEM

Графички приказ број 101: Девизне резерве (укључујући злато) у Мађарској, мил. USD

Графички приказ број 102: Стопа раста БДП-а у Мађарској

Графички приказ број 103: Стопа незапослености у Мађарској

Графички приказ број 104: Индекс реалног ефективног девизног курса мађарске форинте, (2007=100)

Графички приказ број 105: Салдо текућег рачуна платног биланса у Мађарској, % БДП

Графички приказ број 106: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Мађарској

Графички приказ број 107: Просјечна годишња стопа инфлације у Чешкој, САД, Њемачкој и еврозони

Графички приказ број 108: Биланс опште државе, % БДП

Графички приказ број 109: Номинални девизни курс чешке круне према америчком долару, њемачкој марки и евру

Графички приказ број 110: Стране директне инвестиције у Чешкој (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 111: Стопа раста реалног БДП у Чешкој

Графички приказ број 112: Стопа незапослености у Чешкој

Графички приказ број 113: Индекс реалног ефективног девизног курса чешке круне, (2007=100)

Графички приказ број 114: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Чешкој

Графички приказ број 115: Салдо текућег рачуна у Чешкој, % БДП

Графички приказ број 116: Стопа раста новчане масе М3 у Чешкој

Графички приказ број 117: Девизне резерве (укључујући злато) у Чешкој, мил. USD

Графички приказ број 118: Двонедјељна референтна каматна стопа Народне банке Чешке

Графички приказ број 119: Номинални девизни курс чешке круне према евру

Графички приказ број 120: Номинални девизни курс динара према евру, крај периода

Графички приказ број 121: Орочени динарски депозити, у мил. динара

Графички приказ број 122: Девизне резерве (укључујући злато) у Србији, мил. USD

Графички приказ број 123: Годишња стопа инфлације у Србији, Њемачкој и еврозони

Графички приказ број 124: Стопа раста новчане масе М2 у Србији

Графички приказ број 125: Стопа раста БДП у Србији

Графички приказ број 126: Индекс реалног ефективног девизног курса динара, (2007=100)

Графички приказ број 127: Салдо текућег рачуна у Србији, % БДП

Графички приказ број 128: Стране директне инвестиције у Србији (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 129: Годишње стопе раста извоза и увоза робе и услуга у Србији

Графички приказ број 130: Стање спољног дуга Србије, мил. USD

Графички приказ број 131: Стопа незапослености у Србији

Графички приказ број 132: Каматне стопе Народне банке Србије, годишњи %

Графички приказ број 133: Номинални девизни курс динара према евру

Графички приказ број 134: Стопа раста новчане масе М3 у Румунији

Графички приказ број 135: Просјечна годишња стопа инфлације у Румунији

Графички приказ број 136: Номинални девизни курс леја према америчком долару, 1991-1996. година (мјесечни просјек)

Графички приказ број 137: Салдо текућег рачуна у Румунији, % БДП

Графички приказ број 138: Девизне резерве (укључујући и злато) у Румунији, мил. USD

Графички приказ број 139: Стране директне инвестиције у Румунији, мил. USD

Графички приказ број 140: Стопа раста БДП у Румунији

Графички приказ број 141: Стопа незапослености у Румунији

Графички приказ број 142: Номинални девизни курс леја према евру и америчком долару, просјечне годишње вриједности

Графички приказ број 143: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Румунији

Графички приказ број 144: Стање спољног дуга Румуније, мил. USD

Графички приказ број 145: Индекс реалног ефективног девизног курса леја, (2007=100)

Графички приказ број 146: Биланс опште државе, % БДП

Графички приказ број 147: Девизни курс албанског лека према долару, 1990 – 1992. година

Графички приказ број 148: Стопа раста новчане масе М3 у Албанији

Графички приказ број 149: Номинални девизни курс лека према америчком долару, 1990 – 1998. године, мјесечни просјек

Графички приказ број 150: Просјечна годишња стопа инфлације у Албанији

Графички приказ број 151: Стопа раста БДП у Албанији

Графички приказ број 152: Стопа незапослености у Албанији

Графички приказ број 153: Салдо текућег рачуна у Албанији, % БДП-а

Графички приказ број 154: Стопа рефинансирања централне банке Албаније

Графички приказ број 155: Номинални курса лека према евру и америчком долару, мјесечни просјек

Графички приказ број 156: Просјечна годишња стопа инфлације у Албанији и еврозони

Графички приказ број 157: Стране директне инвестиције у Албанији (нето прилив), мил. USD

Графички приказ број 158: Девизне резерве (укључујући злато) у Албанији, мил. USD

Графички приказ број 159: Годишње стопе раста извоза и увоза роба и услуга у Албанији

Графички приказ број 160: Укупне инвестиције у Албанији, % БДП-а

Графички приказ број 161: Индекс реалног ефективног девизног курса лека, (2007=100)

Графички приказ број 162: Стопа инфлације у Естонији, Летонији и Литванији

Графички приказ број 163: Стопа раста реалног БДП-а у Естонији, Летонији и Литванији

Графички приказ број 164: Стране директне инвестиције у Естонији, Летонији и Литванији (нето прилив по становнику), мил. USD

Графички приказ број 165: Стопа незапослености у Естонији, Летонији и Литванији

Графички приказ број 166: Стопа отворености привреда Естоније, Летоније и Литваније (обим спољне трговине/БДП, %)

Графички приказ број 167: Индекс реалног ефективног девизног курса естонске круне, летонског лата и литванског литаса, (2007=100)

Графички приказ број 168: Салдо текућег рачуна као % БДП у Естонији, Летонији и Литванији

Графички приказ број 169: Стопа инфлације у Чешкој, Мађарској и Пољској

Графички приказ број 170: Индекс реалног ефективног девизног курса чешке круне, мађарске форинте и пољског злота, (2007=100)

Графички приказ број 171: Стране директне инвестиције у Чешкој, Мађарској и Пољској (нето прилив по становнику), мил. USD

Графички приказ број 172: Стопа раста реалног БДП-а у Чешкој, Мађарској и Пољској

Графички приказ број 173: Стопа незапослености у Чешкој, Мађарској и Пољској

Графички приказ број 174: Стопа отворености привреде Чешке, Мађарске и Пољске (обим спољне трговине/БДП)

Графички приказ број 175: Салдо текућег рачуна као % БДП у Чешкој, Мађарској и Пољској

Графички приказ број 176: Стопа инфлације у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији

Графички приказ број 177: Стране директне инвестиције у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији (нето прилив по становнику), мил. USD

Графички приказ број 178: Стопа раста реалног БДП-а у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији

Графички приказ број 179: Стопа незапослености у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији

Графички приказ број 180: Стопа отворености привреде Босне и Херцеговине, Бугарске и Сјеверне Македоније (обим спољне трговине/БДП)

Графички приказ број 181: Салдо текућег рачуна као % БДП у Босни и Херцеговини, Бугарској и Сјеверној Македонији

Графички приказ број 182: Индекс реалног ефективног девизног курса конвертибилне марке, бугарског лева и македонског денара, (2007=100)

Графички приказ број 183: Стопа инфлације у Албанији, Румунији и Србији

Графички приказ број 184: Стране директне инвестиције у Албанији, Румунији и Србији (нето прилив по становнику), мил. USD

Графички приказ број 185: Стопа раста реалног БДП-а у Албанији, Румунији и Србији

Графички приказ број 186: Стопа незапослености у Албанији, Румунији и Србији

Графички приказ број 187: Стопа отворености привреде Албаније, Румуније и Србије (обим спољне трговине/БДП)

Графички приказ број 188: Салдо текућег рачуна као % БДП у Албанији, Румунији и Србији

Графички приказ број 189: Индекс реалног ефективног девизног курса албанског лека, румунског леја и српског динара, (2007=100)

Графички приказ број 190: Просјечне непондерисане стопе раста реалног БДП-а у групи напреднијих транзиционих земаља за фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Графички приказ број 191: Кутијасти приказ годишњих стопа раста БДП-а напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Графички приказ број 192: Просјечне годишње стопе инфлације у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Графички приказ број 193: Кутијасти приказ годишњих стопа инфлације у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Графички приказ број 194: Просјечне непондерисане стопе незапослености у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Графички приказ број 195: Кутијасти приказ стопа незапослености групе напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Графички приказ број 196: Просјечна непондерисана вриједност салда текућег биланса (% БДП) у групи напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Графички приказ број 197: Кутијасти приказ учешћа салда текућег биланса у БДП-у групе напреднијих транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса

Графички приказ број 198: Просјечне непондерисане стопе раста реалног БДП у групи транзиционих земаља за фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Графички приказ број 199: Кутијасти приказ стопа раста реалног БДП транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Графички приказ број 200: Просјечне годишње стопе инфлације у групи транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Графички приказ број 201: Кутијасти приказ годишњих стопа инфлације транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Графички приказ број 202: Просјечне непондерисане стопе незапослености у групи транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Графички приказ број 203: Кутијасти приказ стопа незапослености транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Графички приказ број 204: Просјечна непондерисана вриједност салда текућег биланса (% БДП) у групи транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи

Графички приказ број 205: Кутијасти приказ салда текућег биланса (% БДП) транзиционих земаља са фиксним и земаља са флексибилнијим режимима девизног курса које заостају у спровођењу структурних реформи