

UNIVERZITET "SINGIDUNUM"



Departman za
poslediplomske studije

MASTER STUDIJE

STUDIJSKI PROGRAM: POSLOVNA EKONOMIJA

MASTER RAD

**REŽIM DEVIZNOG KURSA I ADEKVATNA ANTIINFLACIONA
STRATEGIJA – PERSPEKTIVE ZA PREDUZETNIČKE PROJEKTE**



Mentor:
Prof. dr Milovan Stanišić

Student:
Igor Savić,
M 9411/08

Beograd, oktobar 2011. godine

SARDŽAJ

APSTRAKT.....	3
I POGLAVLJE: REŽIMI DEVIZNOG KURSA.....	8
1.1 Rigidni režimi deviznog kursa.....	13
1.2 Središnji režimi deviznog kursa.....	17
1.3 Fleksibilni režimi deviznog kursa.....	20
2 Kratak osvrt na režime deviznog kursa.....	23
2.1 Zlatni standard.....	23
2.2 Bretonvudski međunarodni monetarni system.....	25
2.3 Postbretonvudska era.....	29
3 Upravljanje fluktuacijama deviznog kursa.....	33
3.1 Indirektno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa.....	35
3.2 Direktno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa.....	39
4 Devizni kurs i devizno tržište u Republici Srbiji (SR Jugoslaviji) u 1990-tim godinama.....	50
4.1 Organizacija tržišta SR Jugoslavije u 1990-tim.....	50
4.2 Odnos zvaničnog deviznog kursa dinara sa deviznim kursom na sivom deviznom tržištu u 1990-tim.....	55
II POGLAVLJE: ANTIINFLACIONA STRATEGIJA.....	59
Uvod u II Poglavlje.....	59
1. Ciljevi, targeti i instrumenti monetarne politike.....	61
2. Monetarni transmisioni mehanizam.....	65
3. Režimi monetarne politike.....	77
4. Devizni kurs kao nominalno sidro.....	83
5. Inflaciono targetiranje.....	88
6. Upravljanje fluktuacijama deviznog kursa u monetarnom režimu targetiranja inflacije.....	93
III POGLAVLJE: PREDUZETNIČKI PROJEKAT ŠKOLA ENGLESKOG JEZIKA “ŠERLOK”.....	106
1. Poslovni plan.....	106
1.1 Rezime.....	106
2. Operativni plan.....	108
2.1 Opis usluga.....	108
2.2 Opis tehničkih rešenja i objekata za pružanje usluga.....	111
2.3 Podaci o kapacitetima.....	114
2.4 Analiza organizacionih i kadrovskih aspekata.....	114
2.5 Predviđena obuka zaposlenih.....	115
2.6 Analiza zaštite životne sredine i zaštite na radu.....	115
3. Marketing plan.....	115
3.1 Plan prodaje.....	115
3.2 Plan nabavke.....	120
4. Finansijski plan.....	121
ZAKLJUČAK.....	133

APSTRAKT

Predmet našeg istraživanja su određeni parametri monetarne politike i uslovi za opstanak preduzetničkih projekata u Republici Srbiji. Proces tranzicije kroz koji Srbija još uvek prolazi podrazumeva jak i stabilan privatni sektor koji mora biti pre svega baziran na malim i srednjim preduzećima. Preduzetničke ideje koje bi obezbedile nova radna mesta i podspešile privredni rast neophodne su tranzicionom društvu u Republici Srbiji danas, ali su teško ostvarive ukoliko se ne omogući povoljno okruženje koje će na duži i srednji rok garantovati stabilnost i sigurnost potencijalnim investitorima.

U Republici Srbiji glavni problem za potencijalne preduzetnike i investitore predstavlja nestabilan (na gore/na dole) i često nepredvidiv devizni kurs domaće valute i visoka stopa inflacije (u poređenju sa ostalim zemljama Jugoistočne Evrope) gde se uz zamrznute ili čak smanjene zarade stanovništva ne može ostvariti adekvatan nivo tražnje koji bi obezbedio opstanak domaćim firmama. Monetarne vlasti nalaze se u nezavidnom položaju jer se smatra kao njihova odgovornost da obezbede stabilan kurs dinara i nisku stopu inflacije što je imajući u vidu ekspanzivnu fiskalnu politiku i globalnu ekonomsku krizu gotovo nemoguće ostvariti. Ovaj master rad analizira alternative koje se nude centralnoj banci u ovakvom okruženju i kakav uticaj njene mere mogu imati na opstanak preduzetničkih projektata kao što je škola engleskog jezika “Šerlok”.

Ovaj Master rad čini pet celina koje za cilj imaju predstavljanje krucijalne uloge režima deviznog kursa i antiinflacione strategije time i centralne banke u pokretanju privredne aktivnosti jedne zemlje kao i važne strateške opredeljenosti preduzetnika potrebne za opstanak u ovakvim okolnostima. Master rad je koncipiran na sledeći način:

- Apstrakt;
- Poglavlje I: Režimi deviznog kursa- alternative;
- Poglavlje II: Antiinflaciona strategija;
- Poglavlje III: Preduzetnički projekat škola Engleskog jezika “Šerlok”;
- Zaključak.

U istraživanju polazimo od hipoteze:

Optimalan režim deviznog kursa sa adekvatnom anti-inflacionom strategijom utiče krucijalno na uspešnost sprovođenja preduzetničkih ideja u Republici Srbiji.

Našu generalnu hipotetičku tvrdnju operacionalizujemo preko:

- Poglavlja I: Režimi deviznog kursa; koji opisuje alternative koje se nude centralnoj banci u pogledu vođenja adekvatne politike deviznog kursa, šta su prednosti i mane svakog pojedinačnog sistema,
- Poglavlja II: Anti-inflaciona strategija; koji je usko povezan sa Poglavljem I i koji opisuje kako se kroz adekvatan režim deviznog kursa obezbeđuje stabilnost domaće valute i time ostvaruje u dobroj meri osnovni cilj centralne banke - cenovna stabilnost,
- Poglavlja III: Preduzetnički projekat škola Engleskog jezika “Šerlok”; koji ukratko opisuje preduzetničku ideju i objašnjava važnost planiranja i strateškog manevrisanja.

Cilj našeg istraživanja je naučni i društveni.

Nučni cilj je usmeren ka naučnoj deskripciji i opisu, to jest analizi alternativnih mera monetarne politike u pogledu vođenja režima deviznog kursa i cenovne stabilnosti kao i izradi i operativnosti preduzetničkih projekata u tranzicionom okruženju kao i funkciji i strukturi istih.

Društveni cilj je usmeren na analizu mogućnosti opstanka preduzetničkih projekata putem adekvatnog poslovnog plana (kao što je škola engleskog jezika “Šerlok”) čime se jedino mogu prevazići poteškoće izazvane nestabilnim tržišnim uslovima i izvršiti prilagođavanje različitim odlukama monetarnih vlasti.

Sistem hipoteza:

Master rad nas je opredelio na dijalektički pristup kao i primenu osnovnih sintetičkih i analitičkih metoda, a od opšte-naučnih metoda hipotetičko deduktivnu kao i od metoda i tehnika prikupljanja podataka:

- Metod analize ponuđenih javnih podataka;
- Metod analize sadržaja izvornih podataka.

Mnogi autori smatraju da je dobar poslovni plan pola puta do obavljanja dobrog poslovnog poduhvata. Ne samo što se njime preciziraju konkretne aktivnosti (kako njihov sadržaj, tako i hronološki redosled datih aktivnosti), nego on podstiče i navodi autora samog plana da dalekosežnije analizira uslove poslovanja kao i posledice samih akcija koje su predmet planiranja. Tako se dobija kompletan pregled datog posla, kako ga obaviti, kojim finansijskim i drugim sredstvima i na koji način i koje će efekte on proizvesti. Takođe, analiza makroekonomskog okruženja, a samim tim i režima deviznog kursa domaće valute predstavlja veoma bitan aspekt pripreme biznis plana.

Danas se sa pravom pridaje velika važnost poslovnom planiranju, upravo iz razloga što je to način da se optimalno iskoriste raspoloživi resursi, da ne dođe do nepotrebnog prekomernog angažovanja i rasipanja resursa, da se izbegne angažovanje resursa iz nepovoljnih izvora, da se izbegne sprovođenje aktivnosti koje su suvišne ili ne daju očekivane rezultate, da se aktivnosti pravilno rasporede u realnom vremenu i na najoptimalniji način i da se na adekvatan način odgovori poslovnom okruženju. Ovo poslednje posebno je važno u ekonomiji kao što je Srbija jer su ovde makroekonomski uticaji na poslovanje firmi daleko izraženiji nego u nekim razvijenijim ekonomijama.

Master radom „*Režim deviznog kursa i adekvatna antiinflaciona strategija – perspektive za preduzetničke projekte*” istražiće se režimi deviznog kursa i monetarne politike koji se nude jednoj tranzicionoj ekonomiji. Fokus je na merama monetarne politike koje se mogu primeniti na zemlje koje su na početku ili u drugoj fazi procesa tranzicije, koje su u fazi makroekonomske stabilizacije, i u kojim se devizni kurs upotrebljava kao nominalno sidro, da bi se u kasnijim fazama monetarna politika centralnih banaka ovih zemalja mogla pomeriti ka fleksibilnijoj politici deviznog kursa uz novo sidro inflacionih targeta. Narodna banka Srbije sprovodi sličnu monetarnu strategiju gde se polazi od deviznog kursa kao nominalnog sidra pa se dolazi do režima ciljanja inflacije.

U Poglavlju I biće obrađena teorijska baza režima deviznog kursa, počevši od onih rigidnih, preko središnjih, do fleksibilnih deviznih aranžmana. Analiziraće se krucijalni aspekti, pozitivni i negativni efekti, i mehanizmi funkcionisanja pojedinih podсистема rigidnih (dolarizacija/euroizacija, valutni odbor i monetarna unija), središnjih (prilagodljivi i pokretni paritet, koridor ili target zona) i fleksibilnih (upravljano/slobodno fluktuiranje) režima deviznog kursa. S obzirom na to da se smatra da je da fiksni devizni kurs osnova dva međunarodna monetarna sistema i da se mehanizmi funkcionisanja mogu identifikovati iz istorijske perspektive, u drugoj tački Poglavlja I obrađene su ključne faze u međunarodnim monetarnim odnosima, međunarodni monetarni sistemi (Zlatni standard i Bretonvudski) i Postbretonvudska era.

Istorijski gledajući međunarodne monetarne sisteme, nemoguće je održati fiksne režime deviznog kursa ukoliko ekonomska politika nije u potpunosti posvećena održavanju istog, čak i na uštrb unutrašnje ravnoteže. Nespremnost zemalja članica međunarodnog monetarnog sistema da podnose teret prilagođavanja unutar ekonomije u cilju odbrane pariteta valute, ujedno znači i postepeni raspad međunarodnih monetarnih sistema. Postbretonvudska era ne predstavlja međunarodni monetarni sistem s obzirom da nisu ustanovljena pravila ponašanja za nacionalne ekonomske vlasti, kao ni jednobrazan režim deviznog kursa. Nakon Bretonvudskog sistema, nacionalne monetarne vlasti uživaju slobodu odlučivanja u vezi sa režimima deviznog kursa i monetarne politike.

U Poglavlju II ukazaće se na ciljeve, targete i režime monetarne politike-antiinflacione politike. Devizni kurs kao nominalno sidro i inflaciono targetiranje će se posebno predstaviti u okviru drugog poglavlja. Najpre će biti predstavljeni motivi, pozitivni efekti i troškovi sprovođenja monetarne strategije deviznog kursa kao nominalnog sidra praktikovane od strane istraženih, nekadašnjih tranzicionih ekonomija i naravno Republike Srbije.

Politika targetiranja deviznog kursa može biti dugoročno održivo rešenje u skladu sa strukturnim parametrima određene ekonomije. S druge strane, režim deviznog kursa kao nominalnog sidra može predstavljati i tranzitorno rešenje. Privremena upotreba deviznog kursa kao nominalnog sidra nalaže pravovremeno sprovođenje izlazne strategije i prelazak na novo, transparentno i

čvrsto sidro monetarne politike. Nakon napuštanja deviznog kursa kao nominalnog sidra kao logično rešenje se nameće režim inflacionog targetiranja. Režim ciljanja inflacije se može kombinovati samo sa fleksibilnijim aranžmanima deviznog kursa.

U okviru Poglavlja II jasno će se ukazati da je režim inflacionog targetiranja u emergentnim i tranzicionim ekonomijama praćen preprekama očitovanim u dominaciji kanala deviznog kursa, inferiornosti kanala kamatne stope, visokoj finansijskoj dolarizaciji/euroizaciji, slabom kreditnom kanalu, i posledično potrebom (in)direktnog „upravljanja” fluktuacijama deviznog kursa. Otežavajuće okolnosti pri promeni nominalnog sidra u tranzicionim ekonomijama iniciraju diferenciranje podvarijanti režima inflacionog targetiranja i upravljanog fluktuiranja. Na početku se obično praktikuje „meko” inflaciono targetiranje uz „prljavo”, manipulativno i čvrsto upravljano fluktuiranje kursa. Vremenom, sa napretkom procesa tranzicije, kao i realne i nominalne konvergencije, može se prihvatiti čisto, potpuno i striktno inflaciono targetiranje uz režim ublažavanja fluktuacija ili „mekog” upravljanog fluktuiranja.

Poglavlje III ovog master rada predstaviće ukratko preduzetničku ideju jedne škole engleskog jezika bazirane na pristupnom radu koji je urađen u sklopu ovog master programa i fokusira se starteško planiranje u operativnom, marketing i finansijskom smislu imajući u vidu da su prihodi ove kompanije duboko vezani za stranu valutu, u našem slučaju za Evro (€) i zavise od nivoa inflatornih pritisaka. Naime, ovakve kompanije koje baziraju svoje finansijske i druge planove na stranoj valuti, moraju prilagoditi svoje poslovanje na način da diversifikuju i smanje rizik u najvećoj mogućoj meri. Mora se naći rešenje kojim će se kretanjima u makroekonomskom smislu prilagoditi cene usluga datih kompanija te se time uticati da nivo tražnje ostane konstantan i dovoljan za održivost poslovanja. Strateško planiranje u ovom smislu osnova je za uspeh preduzetničkih projekata pa se na taj vid planiranja stavlja i najveći akcenat.

I POGLAVLJE: REŽIMI DEVIZNOG KURSA

Režimi deviznog kursa dele se na one rigidne, središnje i fleksibilne. Rigidne režime čine monetarna unija, dolarizacija/euroizacija i valutni odbor. Središnju formu režima imaju klasični (konvencionalni) fiksni paritet, prilagodljivi paritet, pokretni paritet, kao i režimi koridora (target zone, pokretni i monitoring koridori). Fleksibilni režim deviznog kursa uključuje dve podvarijante, upravljano (kontrolisano) fluktuiranje i slobodno (čisto) fluktuiranje.

Rigidni režim obezbeđuje čvrsto nominalno sidro monetarnim vlastima, ali ih i ograničava eliminišući diskreciono delovanje usled podređenosti održavanju pariteta. Ekstremno rigidnu formu predstavljaju monetarna unija i dolarizacija/euroizacija. Monetarna unija podrazumeva dobrovoljno i potpuno odricanje od nacionalnog monetarnog suvereniteta uz prihvatanje zajedničke valute unije. I dolarizacija/euroizacija podrazumeva potpuno i dobrovoljno odricanje od sopstvene monetarne politike i valute, ali za razliku od monetarne unije u kojoj se odluka o pristupanju bazira na analizi troškova (žrtve) i koristi, prihvatanje dolara ili eura je više nužno rešenje kako bi se postigla makroekonomska stabilnost i “uvezao” kredibilitet. Valutni odbor se prihvata u sličnim, nepovoljnim, makroekonomskim okolnostima, ali sopstvena valuta je i dalje prisutna uz rigidno vezivanje za odabranu čvrstu valutu. Dakle, gubitak ili značajna limitiranost monetarnog instrumenta ekonomske politike zajednička je karakteristika rigidnih oblika.

Središnji režimi nastaju kao potreba pružanja veće slobode i diskrecionog prostora monetarnim vlastima uz pokušaj zadržavanja pariteta odnosno nominalnog sidra kao sredstva disciplinovanja monetarne politike. Ali, sa rastom fleksibilnosti i frekventnosti promene pariteta, nominalno sidro se gubi što središnje režime čini veoma ranjivim na špekulativne napade, pa i valutne krize u težim slučajevima. Imajući u vidu da središnji režimi nisu neopozivo i rigidno fiksni (te ne obezbeđuju čvrsto sidrenje inflatornih očekivanja), niti su dovoljno fleksibilni (kako bi pružili dovoljno slobode monetarnim vlastima), često nisu održivi bez nametanja kapitalnih barijera koje sprečavaju špekulativne napade. Teorija koja ukazuje na nemogućnost da se simultano otvori kapitalni račun, postigne dovoljna fleksibilnost monetarne politike i kurs učini stabilnim, poznata je kao “nemoguće trojstvo”.

Fleksibilni režim deviznog kursa pruža dovoljno slobode monetarnim vlastima kako bi se usmerile na druge ekonomske ciljeve s obzirom na oslobođenost od potrebe odbrane pariteta. Ipak, imajući u vidu da je devizni kurs bitan kanal monetarnog transmisionog mehanizma, te da se brzo reflektuje na nivo cena kao ključni, primarni cilj svake monetarne vlasti, jasno je da kretanje kursa ne može biti potpuno fleksibilno. Otuda je režim upravljanog fluktuiranja praktična opcija uz različite podvarijante identifikovane na bazi čvrstine i frekventnosti upravljanja fluktuacijama kursa. Monetarne vlasti mogu limitirati kursne fluktuacije indirektno putem kamatne stope ili direktno putem intervencija na deviznom tržištu. Poglavlje I uključuje analizu pomenutih režima deviznog kursa uz istorijski osvrt na međunarodne monetarne (ne) sisteme kao način identifikacije mehanizama funkcionisanja pojedinih režima, i to u zlatnom standardu, Bretonvudskoj i Postbretonvudskoj eri.

Prema klasifikaciji režima deviznog kursa i monetarne politike Međunarodnog monetarnog fonda - MMF (*“Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks“*, 30. jun 2004. godine) različiti režimi deviznog kursa mogu pripadati sličnim ili istim okvirima monetarne politike. Identifikovani su sledeći režimi deviznog kursa:

1) Režim deviznog kursa bez prisustva nacionalne valute

Valuta druge zemlje cirkuliše kao jedina valuta (formalna dolarizacija ili euroizacija) ili je zemlja članica monetarne (valutne) unije u okviru koje se koristi zajednička valuta. Prihvatanje razmatranog režima podrazumeva potpuno odricanje od nacionalnog monetarnog suvereniteta. Primere gde valuta druge zemlje cirkuliše u celokupnom platnom prometu svakako predstavljaju formalizovane euroizacije u Crnoj Gori ili Kosovu, a primer monetarne (valutne) unije je Evrozona.

2) Valutni odbor

Monetarni režim baziran na eksplicitnoj zakonskoj obavezi konverzije domaće valute za određenu količinu strane valute po fiksnom deviznom kursu. Monetarne vlasti su ograničene u pogledu emisije nacionalne valute u smislu uvećavanja novčane mase isključivo u zavisnosti od povećanja količine strane valute podrazumevajući potpunu pokrivenost novčane mase deviznim rezervama i eliminaciju tradicionalnih funkcija centralne banke (kontrola novčane mase i

zajmodavac u krajnjoj instanci). Pomenuti režim ostavlja malo prostora za diskrecionu monetarnu politiku, a ograničen prostor pre svega zavisi od rigidnosti bankarskih pravila u vezi sa valutnim odborom.

3) *Ostali konvencionalni aranžmani fiksnog deviznog kursa*

Zemlja fiksira nacionalnu valutu u odnosu na drugu valutu ili korpu valuta. Korpa valuta se obično formira od valuta ključnih trgovinskih ili finansijskih partnera, dok ponderi reflektuju geografsku distribuciju trgovine, usluga i tokova kapitala. Valutna struktura korpe može biti i standardizovana, kao u slučaju Specijalnih prava vučenja - SDR (*Special Drawing Rights*). Ne postoji neopoziva obaveza monetarnih vlasti u pogledu održavanja pariteta. Devizni kurs može fluktuirati unutar uskih margina fluktuacije od $\pm 1\%$ oko centralne vrednosti najmanje tri meseca. Monetarne vlasti nastoje održati fiksni paritet kroz direktne intervencije (putem prodaje/kupovine strane valute na deviznom tržištu) ili indirektne intervencije (putem agresivne upotrebe politike referentne kamatne stope i/ili nametanjem devizne kontrole). Fleksibilnost monetarne politike, iako ograničena, veća je u poređenju sa prethodnim aranžmanima (izostanka nacionalne valute i valutnog odbora) jer tradicionalne funkcije centralne banke postoje, a nivo deviznog kursa može biti prilagođen (iako relativno retko).

4) *Fiksni devizni kurs unutar horizontalnog koridora*

Vrednost valute se održava unutar određenih margina fluktuacije najmanje $\pm 1\%$ oko centralne vrednosti. Pomenuti režim uključuje aranžman Evropskog monetarnog sistema – EMS (*European Monetary System*), odnosno, Mehanizam deviznog kursa I - ERM I (*Exchange Rate Mechanism I*), koji je zamenjen sa ERM II januara 1999. godine. Postoji ograničen stepen diskrecije monetarne politike u zavisnosti od širine koridora.

5) *Pokretni paritet*

Devizni kurs se povremeno prilagođava u manjem iznosu po fiksnoj stopi ili u zavisnosti od promena odabranih numeričkih indikatora, na primer, inflacioni diferencijal u odnosu na ključne trgovinske partnere, diferencijal između inflacionog targeta i očekivane inflacije u glavnim trgovinskim partnerima, i slično. Stopa puzanja može biti postavljena tako da generiše promene

kursa koje se prilagođavaju inflaciji (pogled unazad, „*backward looking*“) ili su promene kursa manje od projektovanih inflacionih diferencijala (pogled unapred, „*forward looking*“). Održavanje pokretnog pariteta podrazumeva ograničenja monetarne politike na sličan način kao i ostale varijante sistema fiksnog deviznog kursa.

6) *Devizni kurs unutar pokretnog koridora*

Devizni kurs se održava unutar margina fluktuacije najmanje $\pm 1\%$ oko centralne vrednosti pri čemu se centralni paritet i margine fluktuacije povremeno prilagođavaju po fiksnoj stopi ili kao odgovor na promene odabranih numeričkih indikatora. Step en fleksibilnosti deviznog kursa je funkcija širine koridora. Koridor je ili simetričan oko pokretnog centralnog pariteta ili se postepeno i asimetrično širi na gornjoj i donjoj margini fluktuacije. Obaveza održavanja deviznog kursa unutar koridora nameće ograničenja monetarnoj politici, dok je step en diskrecije funkcija širine koridora.

7) *Upravljanje fluktuiranje bez određene putanje deviznog kursa*

Monetarna vlast može da utiče na devizni kurs, ali bez unapred određene putanje ili targeta deviznog kursa. Indikatori upravljanja fluktuacijama kursa mogu biti različiti, a intervencije mogu biti direktne ili indirektne.

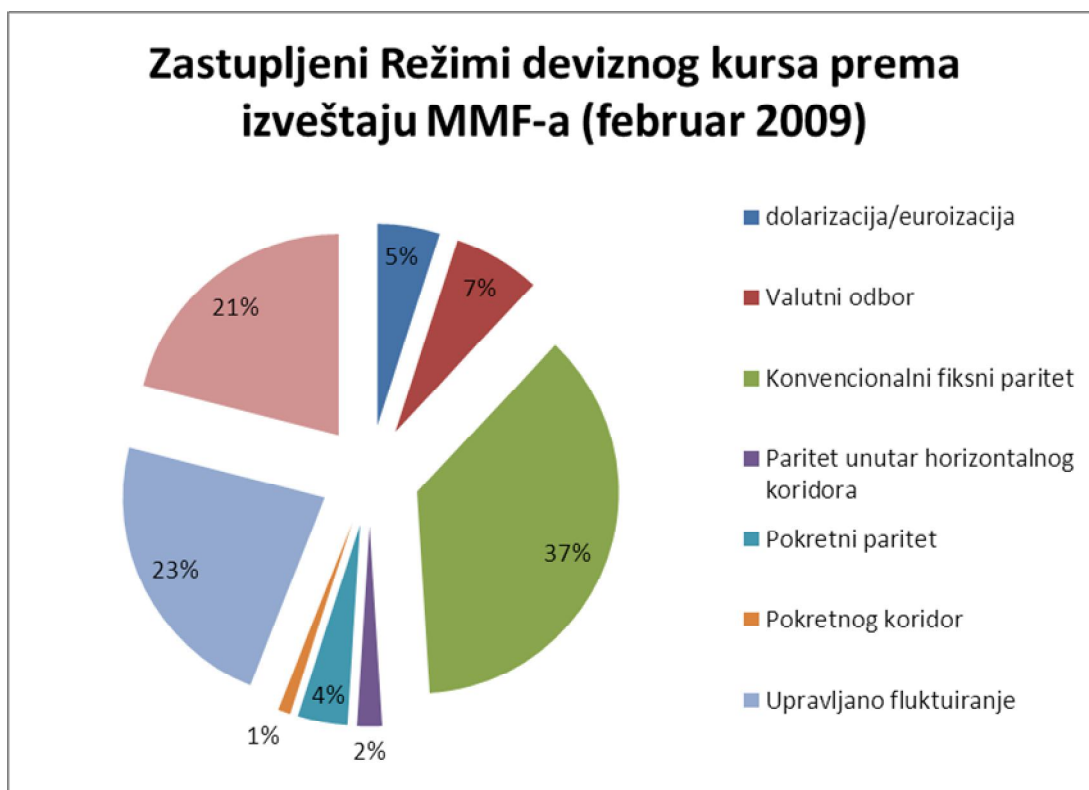
8) *Slobodno fluktuiranje*

Devizni kurs je tržišno određen bez zvaničnih intervencija na deviznom tržištu kojima bi se ublažavala/sprećavala promena kursa odnosno fluktuacije. Đukić (2006) analizira razvoj *de facto* režima deviznih kurseva u zemljama članicama MMF-a u periodu 1990-2001. godine. Autor u ovoj knjizi ističe da je broj zemalja sa središnjim režimom deviznog kursa više nego prepolovljen, učešće zemalja sa fluktuirajućim režimom deviznog kursa povećano sa 20.1% na 44.1%, učešće zemalja sa nezavisno fluktuirajućim režimom povećano sa 5.7% na 21.5%, u 2001. u odnosu na 1990. godinu. Istražujući i evoluciju *de facto* režima deviznih kurseva u zemljama sa tržištima u razvoju, Đukić konstatuje da je tempo prelaska na režime fluktuirajućih deviznih kurseva bio daleko brži kod pomenutih zemalja uz opažanje da je istaknuti nalaz snažan

indikator optimalnosti režima nezavisno-fluktuirajućeg deviznog kursa u malim i otvorenim ekonomijama.

Prema izveštaju MMF-a iz februara 2009. godine (*“De facto classification of exchange rate regimes and monetary policy frameworks”*) koji obuhvata 192 zemlje, najzastupljeniji režim deviznog kursa je konvencionalni fiksni paritet sa 37% zastupljenosti ili 68 zemalja. Slede, upravljano fluktuiranje sa 23% ili 44 zemlje, slobodno fluktuiranje sa 21% ili 40 zemalja, valutni odbor sa 7% ili 13 zemalja, dolarizacija/euroizacija sa 5% ili 10 zemalja, pokretni paritet sa 4% ili 8 zemalja, paritet unutar horizontalnog koridora sa 2% ili 3 zemlje, i na kraju pokretni koridor sa 1% odnosno 2 zemlje. Slika 1.1 prikazuje procentualnu zastupljenost pojedinih režima deviznog kursa na bazi referisanog izveštaja MMF-a.

Slika 1. Režimi deviznog kursa u 192 zemlje članice MMF prema izveštaju iz 2009. godine:



Izvor: Autorski prikaz prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda (februar 2009).

Istaknuti režimi deviznog kursa mogu se svrstati u rigidnu, središnju i fleksibilnu grupu. Frenkel (1999) ističe opšteprihvaćenu klasifikaciju režima deviznog kursa u oblasti teorije i politike

deviznog kursa. Klasifikacije u ostalim radovima su manja modifikacija Frenkel-ove klasifikacije. Rigidni režimi deviznog kursa su monetarna unija, dolarizacija/euroizacija i valutni odbor. Središnje režime deviznog kursa predstavljaju konvencionalni paritet, prilagodljivi paritet, pokretni paritet, koridor ili target zona. Fleksibilni režimi deviznog kursa uključuju upravljano i slobodno fluktuiranje.

Prema gorenavedenom izveštaju MMF rigidni pol primenjuje 23 zemlje odnosno 12%, središnji 81 zemlja odnosno 44%, a fleksibilni pol 84 zemlje odnosno 44% od obuhvaćene 192 zemlje. Jasno je da fleksibilni režimi trenutno dominiraju međunarodnom monetarnom scenom, što je inače jedna od karakteristika Postbretonvudske ere.

1.1 Rigidni režimi deviznog kursa

Rigidne režime deviznog kursa predstavljaju dolarizacija/euroizacija, monetarna unija i valutni odbor. Zajednička karakteristika rigidnih režima je odricanje od monetarnog suvereniteta u smislu da se monetarna politika ne može kontraciklično usmeriti na postizanje ciljeva unutrašnje ravnoteže, pre svega, iniciranje ekonomskog rasta i nivoa zaposlenosti. Monetarna politika je sputana ili održavanjem pariteta (valutni odbor) ili se gubi kao instrument monetarne politike uz pasivno prihvatanje zajedničke monetarne politike (slučaj monetarne unije) ili monetarne politike Sjedinjenih američkih država - SAD (slučaj dolarizacije) ili Evropske monetarne unije - EMU (slučaj euroizacije).

Istina, fiskalna politika preostaje kao poslednja solucija kontracikličnog delovanja, pa je poželjno da je fiskalna pozicija stabilna i održiva kako bi se kontraciklična svrha mogla ispuniti. Naravno, neophodan je i dovoljan nivo deviznih rezervi kako bi se fiksni paritet mogao braniti i održavati (slučaj valutnog odbora) ili zameniti domaća valuta stranom valutom (pri uvonenju režima dolarizacije/euroizacije).

- Imajući u vidu gubitak jednog instrumenta ekonomske politike, što ukazuje na ogromnu žrtvu nacionalnih ekonomskih vlasti, postavlja se pitanje motiva primene rigidnih režima. Motiv primene rigidnih režima može biti: Uvoz kredibiliteta monetarnih vlasti - slučaj nekredibilnih monetarnih vlasti usled prethodno neuspelih programa makroekonomske

stabilizacije. Zemlje sa (hiper) inflatornom prošlošću imaju snažna inflatorna očekivanja uz nepoverenje u monetarnu vlast u smislu rešavanja problema inflacije. Drugim rečima, monetarna vlast nema kredibilitet, ne može da usidri inflatorna očekivanja, pa se rešenje pronalazi u uvozu kredibiliteta i prihvatanju deviznog kursa kao nominalnog sidra. Imajući u vidu da tržišni učesnici iz iskustva poznaju vezu rasta kursa i inflacije, devizni kurs se neopozivo fiksira (valutni odbor) ili prihvata druga, snažna valuta (zajednička u slučaju monetarne unije ili dolar/euro). Navedeni motiv prihvatanja rigidnih režima se naziva i politika upotrebe deviznog kursa kao nominalnog sidra.

- Interes (političke i ekonomske prirode) pristupanja monetarnoj uniji – svesno žrtvovanje jednog instrumenta ekonomske politike. Zemlje koje pretenduju pristupanju monetarnoj uniji, i u okolnostima kada nemaju problema sa sidrenjem inflatornih očekivanja i kredibilitetom monetarnih vlasti, svesno se odriču monetarnog suvereniteta jer su na bazi analize koristi i troškova od pridruživanja valutnoj zoni procenili da su koristi od pridruživanja ipak veće.

Prihvatanje monetarne politike zemlje rezervne valute (dolara ili eura) u slučaju dolarizacije/euroizacije i valutnog odbora ili zajedničke monetarne politike valutne unije bezbolnije je ukoliko pasivno prihvaćene monetarne politike odgovaraju i domaćoj (nacionalnoj) makroekonomskoj poziciji. Pomenuto se dešava ukoliko nacionalna ekonomija sa jedne strane, i zemlja sidra ili valutna zona s druge strane, podležu *sličnim (simetričnim) šokovima*, što je slučaj u okolnostima sličnih ekonomskih struktura.

Obrnuto, ukoliko nacionalnu ekonomiju pogađaju asimetrični šokovi u poređenju za zemljom sidra ili valutnom unijom, pasivno prihvaćena monetarna politika neće odgovarati nacionalnim makroekonomskim performansama. Pasivno prihvaćena monetarna politika deluje prociklično, odnosno, prilagođavanje se događa unutar nacionalne ekonomije na štetu nivoa ekonomske aktivnosti i zaposlenosti. Imajući u vidu gubitak jednog ekonomskog instrumenta, poželjno je da postoje alternativni načini prilagođavanja, tipa *mobilnih faktora proizvodnje* – radne snage i kapitala. Čak i u okolnostima nastupanja asimetričnog šoka kretanje radne snage i kapitala može ublažiti dejstvo asimetričnog šoka.

Odricanje od monetarnog suvereniteta je bezbolnije ukoliko su *snažne trgovinske veze* sa zemljom (zemljama) sidra jer se ostvaruju koristi od stabilnosti deviznog kursa (slučaj valutnog odbora) ili od gubitka kursa, u vidu smanjenih (valutni odbor) ili eliminisanih transakcionih troškova i valutnog rizika (dolarizacija/euroizacija i monetarna unija) što stimuliše trgovinske i ekonomske aktivnosti, i posledično ekonomski rast. Ekonomija je stimulisana, pored iniciranja trgovinskih i finansijskih aktivnosti, i putem niže kamatne stope jer se prihvata politika kamatnih stopa Federalnih rezervi - FED i Evropske centralne banke – ECB.

Iako je ključni nedostatak rigidnih režima zajednički (u smislu potpunog gubitka ili *de facto* blokiranja monetarne politike), između varijanti rigidnih režima postoje određene razlike. Najrigidniji među rigidnim režimima je **dolarizacija/euroizacija** odnosno zvanično, unilateralno prihvatanje inostrane umesto domaće valute. Imajući u vidu da inostrana valuta, dolar ili euro, vrši sve funkcije novca, ne postoji ni devizni kurs. Centralna banka kao institucija postoji, ali bez ključnih funkcija emisije novca i zajmodavca u krajnjoj instanci. Drugim rečima, emisija dolara/eura i nivo kamatnih stopa pod ingerencijom je FED-a i ECB.

Pomenute centralne banke upravljaju nivoom likvidnosti i cenom kreditiranja/štednje nacionalne ekonomije. Prema tome, jedino je fiskalna politika preostala za kontraciklično delovanje i usmeravanje nacionalne ekonomije ka ostvarivanju ekonomskih ciljeva. Režim dolarizacije/euroizacije u potpunosti uklanja problem valutnog neslaganja (*currency mismatching problem*) odnosno nezvaničnu finansijsku dolarizaciju/euroizaciju. Naime, i aktivne i pasivne pozicije su izražene u stranoj valuti, te ne postoji valutno neslaganje. Takođe, ne postoji bojazan ni od iznenadne devalvacije i stvaranja negativnog efekta platnog bilansa. Eliminacijom deviznog kursa uklanja se meta špekulativnih napada i mogućnost izbijanja valutne krize.

Uklanjanjem valutnog rizika, smanjuje se i premija rizika (ne uklanja se u potpunosti jer premija rizika pored valutnog uključuje i kreditni rizik), što bi uz prihvatanje nižih kamatnih stopa trebalo da doprinese stabilnijem makro ambijentu. Specifičnost dolarizacije/euroizacije predstavlja gubitak emisije dobiti (senjoraža), profita na bazi prava emitovanja valute čije štampanje/izrada košta manje od nominalne vrednosti novčanica/kovanica. Prihvatanje najrigidnije varijante

rigidnih režima deviznog kursa, otuda, ima smisla za ekonomije kojima je jedino ovaj oblik režima preostao u borbi protiv inflacije odnosno za uspostavljanje makroekonomske stabilnosti.

Monetarna unija je rigidni režim u smislu da zemlje članice unije eliminišu nacionalnu valutu prihvatajući zajedničku valutu monetarne unije. Monetarna unija kao režim deviznog kursa prihvata se u slučaju kada koristi od pridruživanja prevazilaze troškove. Najveći trošak pristupanja uniji je svakako gubitak monetarnog suvereniteta. Koristi, pak, zavise od karakteristika nacionalne ekonomije. Tako, koristi pristupanja monetarnoj uniji su veće usled jačih trgovinskih veza između konkretne zemlje i članica valutne zone. Snažnije trgovinske veze omogućavaju crpljenje koristi od eliminisanja deviznog rizika i transakcionih troškova što stimulatивно deluje na trgovinske i investicione aktivnosti.

Pored trgovinske integrisanosti, poželjno je da zemlje zone beleže i faktorsku integrisanost odnosno da su faktori proizvodnje mobilni. Trgovinska i faktorska integrisanost prezentuju jedan od kriterijuma optimalne valutne zone kroz čiju prizmu se pristupanje monetarnoj uniji uglavnom i posmatra. Sledeći kriterijum optimalne valutne zone je poželjnost simetričnih šokova kako bi ista monetarna politika odgovarala svim zemljama članicama, odnosno, kako bi se izbeglo prihvatanje prociklične monetarne politike u okolnostima nastupanja asimetričnog šoka.

Fiskalni federalizam, treći kriterijum, ukazuje da su fiskalni transferi, baš kao i mobilni faktori proizvodnje, potencijalni faktori prilagođavanja u slučaju nastupanja asimetričnih šokova. Posmatranje navedenih kriterijuma optimalne valutne zone pri odlučivanju o pristupanju zoni u određenom trenutku označava statički pristup. Međutim, prisutan je i dinamički pristup optimalnoj valutnoj zoni koji ukazuje da zemlja ne mora *a priori* zadovoljiti kriterijume optimalne valutne zone već može i *ex post*. Drugim rečima, ulaskom u monetarnu uniju, *a posteriori* jačaju trgovinske veze sa zemljama valutne zone, a i faktori proizvodnje mogu postati mobilniji. Za razliku od režima dolarizacije/euroizacije i valutnog odbora koji se obično nužno prihvataju kao rešenja za postizanje makroekonomske stabilnosti, uvoz kredibiliteta i sidrenje inflatornih očekivanja, režim monetarne unije se prihvata dobrovoljno kao odraz sagledavanja političkih i ekonomskih koristi i troškova u slučaju pristupanja istoj.

Valutni odbor je najmanje rigidan među rigidnim režimima deviznog kursa. Devizni kurs postoji, ali je neopozivo fiksni uz institucionalnu obavezu monetarnih vlasti da ga održe na determinisanom nivou. Ključna karakteristika valutnog odbora je pokrivenost domaće novčane mase deviznim rezervama kako bi se u svakom momentu mogla ispuniti obaveza konverzije domaće u stranu valutu, i obrnuto. Novčana masa je vezana za platnobilansnu poziciju, jer novčana masa ne može rasti ukoliko ne postoji priliv deviza, odnosno, ne može se smanjiti ukoliko ne postoji odliv deviza. Veza domaće ponude novca sa tendencijama u platnom bilansu podseća na zlatni standard, samo što je u valutnom odboru u pitanju veza sa drugom čvrstom valutom umesto sa zlatom. Mehanizam prilagođavanja je isti jer deficit tekućeg i kapitalnog računa znači odliv deviza, pad novčane mase, pad nivoa cena, rast konkurentnosti, popravljjanje eksterne pozicije.

Za razliku od režima dolarizacije/euroizacije i monetarne unije, u valutnom odboru je i dalje prisutan problem valutnog neslaganja, jer domaća valuta postoji, pa i mogućnost da se obaveze denominuju u stranoj valuti, dok se aktiva denominuje u domaćoj valuti. Imajući u vidu različitu čvrstinu institucionalne i zakonske obaveze održavanja valutnog odbora u različitim zemljama, problem valutnog neslaganja može kreirati špekulativne aspiracije u okolnostima neformalne finansijske dolarizacije/euroizacije. Takođe, ukoliko se ekonomska politika ne vodi dovoljno restriktivno i disciplinovano kako bi se determinisani paritet održao realnim, kreira se precejenost valute, apresijacija realnog deviznog kursa, pogoršanje eksterne pozicije, i sa ovog aspekta, iniciranje špekulativnih aspiracija. Upravo zbog postojanja pariteta (nije u potpunosti uklonjena mogućnost devalvacije), valutnog neslaganja, i potrebe unutrašnjeg prilagođavanja paritetu, režim valutnog odbora je najmanje rigidan u grupi rigidnih režima, odnosno, najpodložniji je eventualnim špekulativnim napadima čime mogućnost valutne krize nije eliminisana.

1.2 Središnji režimi deviznog kursa

Središnji režimi deviznog kursa, prema rastućem stepenu fleksibilnosti, uključuju konvencionalni (klasični) fiksni paritet, prilagodljivi paritet, pokretni paritet, uži/širi koridor ili target zona. Motiv nastajanja središnje forme režima deviznog kursa se može pronaći u potrebi kombinovanja prednosti rigidnih i fleksibilnih režima. Prednost rigidnih režima utkana u središnje režime je

postojanje pariteta odnosno stabilnost deviznog kursa i upotreba istog kao sidra monetarne politike. Ključna negativnost rigidnih režima je potpuna podređenost monetarne politike održavanju pariteta (ili u ekstremnim slučajevima i gubitak monetarne politike) i nemogućnost kontracikličnog delovanja. Pomenuta negativnost upravo se nastoji prevazići upotrebom središnjih režima pružajući monetarnoj politici određen (manji ili veći) stepen fleksibilnosti. Element fleksibilnosti je različito ugrađen u svaku od mogućih varijanti središnjih režima deviznog kursa. S druge strane, crpi se ključni argument u korist fleksibilnih režima deviznog kursa – fleksibilnost i autonomnost monetarne politike, izbegavajući ujedno i destabilizirajuće i neizvesne fluktuacije kao ključnu opasnost primene fleksibilnih režima.

Središnji režimi se nazivaju i hibridnim režimima jer predstavljaju kombinaciju fiksnih i fleksibilnih režima deviznog kursa kao pokušaj izbegavanja nedostataka i korišćenja prednosti ekstremnih (rigidnih i fleksibilnih) režima. U apostrofiranoj privlačnosti središnjih režima krije se i njihova najveća opasnost. Središnji režimi nisu ni rigidni, ni fleksibilni, u smislu da ne pružaju dovoljan stepen kredibiliteta monetarnim vlastima i adekvatno nominalno sidro inflatornih očekivanja, niti dovoljno autonomno delovanje monetarnih vlasti. Usled nedovoljne čvrstine pariteta (često se koristi izraz meki pariteti kao antonim rigidnim, čvrstim paritetima) i ubeđenosti tržišnih učesnika u održavanje istog, tzv. meki pariteti su podložni špekulativnim napadima.

Naravno, podrazumeva se slobodno kretanje kapitala odnosno potpuna integrisanost u međunarodno finansijsko tržište, jer se samo u slučaju slobodnog kretanja kapitala između zemalja može govoriti o mogućnostima špekulativnih kretanja ili napada. U okolnostima finansijske liberalizacije i deregulacije, središnji režimi su podložni špekulativnim napadima usled nedovoljnog poverenja tržišnih učesnika u održavanje istog, kao i nedovoljnog kredibiliteta monetarnih vlasti. Reč je o hipotezi nestajanja središnjih režima u slučaju potpune finansijske integrisanosti. Drugim rečima, nije moguće simultano ostvariti prednosti stabilnosti deviznog kursa i autonomnog, kontracikličnog delovanja monetarne politike ukoliko se capital slobodno kreće između zemalja. Uspostavljanje barijera na kretanje kapitala, posebno na odliv kapitala, može učiniti središnje režime održivim. No, kako barijere na kretanje kapitala nisu dugoročno održive, nije ni središnji režim deviznog kursa. Sve varijante središnjih režima deviznog kursa

imaju definisan paritet nacionalne valute u odnosu na jednu ili korpu valuta. Paritet može biti fiksiran, prilagodljiv ili pokretni, dok nivo fleksibilnosti režima zavisi od konkretne varijante središnjeg režima.

Konvencionalni fiksni paritet je klasični fiksni devizni kurs koji se održava intervencijama na deviznom tržištu ili prilagođavanjem unutar ekonomije. U slučaju pritiska ka devalvaciji, centralna banka interveniše prodajom deviznih rezervi i otkupom domaće valute (finansiranje deficita tekućeg bilansa) ili se koristi restriktivnom monetarnom politikom (restriktivno prilagođavanje). Međutim, ne postoji institucionalna, zakonska obaveza održavanja pariteta, već se isti može korigovati nadole (revalvacija) ili nagore (devalvacija) ukoliko monetarne vlasti procene da je neophodno.

Slično je i sa prilagodljivim paritetom, s tim da je kod razmatranog režima jasno naglašeno da je režim prilagodljiv u zavisnosti od konkretne makroekonomske situacije odnosno problema. Jasno je da fundamentalna, hronična neravnoteža platnog bilansa ukazuje na neodrživost određenog pariteta (valuta je precenjena), te je zarad korekcije negativne eksterne pozicije neophodno izvršiti devalvaciju. Hronični suficit tekućeg bilansa jasno ukazuje da je valuta potcenjena, te da je potrebno korigovati kurs naniže (revalvacija). Dakle, paritet je prilagodljiv u slučajevima fundamentalne neravnoteže.

Prilagodljivi paritet je režim praktikovan u okviru Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema (u periodu 1944-1971. godine). Na bazi dosadašnjeg obrazlaganja karakteristika režima deviznog kursa, jasno je da rigidni režimi isključuju mogućnost redistributivnog prilagođavanja (devalvacije/revalvacije), već se kurs mora održati intervencijama na deviznom tržištu ili restriktivnim prilagođavanjem. S druge strane, središnji režimi pružaju izbor (fleksibilnost) monetarnim vlastima u smislu odlučivanja o odbrani pariteta (finansiranje ili restriktivno prilagođavanje) ili korekciji pariteta (redistributivno prilagođavanje) u skladu sa konkretnim makroekonomskim debalansom.

Središnji režim na višem nivou fleksibilnosti od prilagodljivog pariteta je puzajući ili pokretni paritet. Paritet se relativno često pokreće odnosno menja u skladu sa izabranim indikatorom. Obično je u pitanju indikator razlike u stopi inflacije (inflacioni diferencijal) između nacionalne

ekonomije i zemlje sidra (zemlja u odnosu na čiju valutu se kurs veže) pri čemu se paritet pomera kako bi se „peglala” razlika u stopi inflacije i eliminisao gubitak cenovne konkurentnosti. Motiv relativno čestih pomeranja (puzanja, pokretanja) pariteta je izbegavanje velikih promena u jednom momentu, kao u režimu prilagodljivog pariteta, kada se može desiti destabilizirajuća, značajna devalvacija (ili revalvacija) sa svim negativnim, propratnim posledicama. Frekventno pokretanje pariteta eliminiše pomenuti nedostatak, ali se kurs često prilagođava pa se stvara element neizvesnosti.

Još viši nivo fleksibilnosti ukazuje na target zone ili koridore, iako režim koridora može uključivati veoma različite stepene fleksibilnosti. Centralni paritet je prisutan, a stepen fleksibilnosti deviznog kursa je određen na bazi margina fluktuacije. Razlikuje se uži i širi koridor. *Uži koridor* može imati veoma uske margine fluktuacije od $\pm 1\%$ što je karakteristika npr. konvencionalno fiksnog pariteta, pa čak i pariteta u zlatnom standardu (rigidni paritet bez mogućnosti prilagođavanja). Stoga, obično se pod režimom koridora podrazumevaju sire margine fluktuacije, počevši od $\pm 7\%$ pa do $\pm 15\%$ margina fluktuacije. Tipičan primer target zone je Mehanizam deviznih kurseva II – ERM II (*Exchange Rate Mechanism II*), kao jedan od kriterijuma konvergencije za pristupanje EMU. Zemlje moraju održati kurs nacionalne valute u odnosu na euro u definisanom, relativno širokom koridoru (bez prilagođavanja pariteta) najmanje dve godine. Pored razlikovanja užih i širih koridora, razlikuju se i *pokretni koridori* kao kombinacija pokretnog pariteta i širih margina fluktuacije, i *monitoring koridori* koji omogućuju, ali ne obavezuju, intervenciju monetarnih vlasti u slučaju opasnosti probijanja margina fluktuacije odnosno koridora.

1.3 Fleksibilni režimi deviznog kursa

Fleksibilni devizni kurs se formira slobodno na bazi odnosa ponude i tražnje za devizama na deviznom tržištu. Za razliku od fiksnog deviznog kursa koji se definiše i održava na određenom nivou, fleksibilni devizni kurs prati stanje na deviznom tržištu u užem smislu, a u širem smislu (imajući u vidu da ponuda i tražnja za devizama proizilaze iz trgovinskih i finansijskih aktivnosti na bazi platno-bilansne pozicije) predstavlja refleksiju stanja ukupne ekonomije.

U slučaju rasta tražnje za inostranom valutom ili pada ponude strane valute (rast uvoza/pad izvoza ili odliv inostranog kapitala) kurs će depresirati. Depresijacija deviznog kursa bi trebalo da doprinese porastu izvoza, a padu uvoza, što bi opet trebalo da doprinese korekciji platno-bilansne pozicije (redukcija deficita) i obrnutih tendencija na deviznom tržištu.

Kurs apresira ukoliko raste ponuda inostrane valute i raste tražnja za domaćom valutom (porast izvoza i priliv inostranog kapitala) što bi trebalo da poskupi domaći izvoz, a da pojeftini uvoz sa obrnutim tendencijama na deviznom tržištu i u platno-bilansnoj poziciji (iniciranje deficita). Ukoliko se kurs pomera na opisani način, potpuno slobodno, bez uticaja monetarnih vlasti, reč je o čisto (slobodno) fluktuirajućem (fleksibilnom) režimu deviznog kursa.

Opisane situacije depresijacije i apresijacije deviznog kursa su hipotetičke, jer u isto vreme deluju različiti, po intenzitetu i pravcu uticaja, faktori na ponudu i tražnju deviza, pri čemu se kurs i ne kreće tako slobodno kako to opisani, hipotetički slučajevi prikazuju. Fluktuacije se u različitim okolnostima i u zavisnosti od procene monetarnih vlasti, u većoj ili manjoj meri, ograničavaju. Stoga, slobodno fluktuiranje predstavlja teorijsku opciju budući da nijedna zemlja ne može priuštiti potpuno prepuštanje kursa tržištu s obzirom na činjenicu da je devizni kurs najvažnija cena u otvorenoj ekonomiji sa refleksijama na internu i eksternu ravnotežu. Monetarna vlast koja se najviše približila opciji slobodnog fluktuiranja deviznog kursa su FED, premda su *ad hoc* intervencije prisutne i u slučaju SAD. Zvanično, režim slobodnog fluktuiranja praktikuju svetske valute: dolar, jen, euro, švajcarski franak, britanska funta.

Razlog povremenog ograničavanja ekscenih fluktuacija kursa leži upravo u uticaju kursa na ključne makroekonomske varijable i indikatore unutrašnje/spoljašnje ravnoteže. Devizni kurs direktno utiče na cene uvoznih i izvoznih proizvoda, pa promenom relativnih cena utiče i na spoljno-trgovinske aktivnosti u smislu korekcije izvoza i uvoza kao ključnih komponenti tekućeg bilansa. Postoji jasna veza između promene kursa i spoljašnje ravnoteže. Promene kursa menjaju i cene uvoznih inputa i uvoznih finalnih proizvoda što se prenosi i na nivo inflacije utičući time na ključni indikator makroekonomske stabilnosti i jedan aspect unutrašnje ravnoteže. Transmisija kursa na cene detaljnije se obrazlaže u Poglavlju II, u kome se između ostalog analizira kanal deviznog kursa u monetarnom transmissionom mehanizmu.

Pored transmisije na devizni kurs, jasno je da indirektni uticaj deviznog kursa na agregatnu tražnju i agregatnu ponudu, osim na cene, utiče i na output odnosno nivo ekonomske aktivnosti. Promena kursa i tražnje je jasna imajući u vidu već nagovešten uticaj na neto-izvoz kao jednu od bitnih komponenti agregatne tražnje. S druge strane, značajne promene kursa naviše/naniže utiču i na poskupljenje/pojeftinjenje uvoznih inputa neophodnih u proizvodnom procesu. Značajno poskupljenje inputa deluje kao „*cost-push*” inflacija odnosno deluje na smanjenje agregatne ponude i nivoa ekonomske aktivnosti. U zavisnosti od jačine promene kursa i konkretne ekonomije, skok kursa može delovati na nivo ekonomske aktivnosti i stimulatивно ukoliko se inicira snažan rast tražnje za domaćim izvozom (kanal agregatne tražnje), i u tom smislu povećanje izvoznih proizvodnih aktivnosti. Dakle, devizni kurs simultano utiče na unutrašnju i spoljašnju ravnotežu.

Pored pomenutih makroekonomskih indikatora posmatranih iz čisto ekonomskog ugla, promene kursa imaju i socijalnu funkciju u smislu uticaja na nivo duga u domaćoj valuti ukoliko je dug denominovan ili indeksiran u stranoj valuti. Socijalna dimenzija kursa tiče se javnog sektora, sektora privrede i stanovništva. Značajan i nagli skok deviznog kursa, odnosno snažnija depresijacija, može izazvati lančana bankrotstva stanovništva, finansijskog sektora, privrednog sektora i javnog sektora.

Usled razmotrenih mehanizama uticaja kursa na celokupnu ekonomiju, monetarne vlasti pažljivo motre na devizni kurs upravljajući fluktuacijama ukoliko se ukaže potreba. Ograničavanje fluktuacija upućuje na režim upravljanog fluktuiranja. Opšti motiv ograničavanja slobodnog plivanja deviznog kursa na deviznom tržištu je jasan, imajući u vidu opisane posledice promena kursa na unutrašnju i spoljašnju ravnotežu, spletu ekonomskih i socijalnih funkcija kursa. Konkretni razlozi upravljanja fluktuacijama zavise od makroekonomskih performansi ekonomije, odnosno, od prirode problema sa kojima su monetarne vlasti suočene. Monetarne vlasti zemlje sa hroničnim deficitom tekućeg bilansa mogu biti pod pritiskom podsticanja depresijacije deviznog kursa kako bi se poboljšala eksterna konkurentnost i izvozne aktivnosti.

Monetarne vlasti zemlje sa hroničnim suficitom tekućeg bilansa mogu biti pod pritiskom podsticanja depresijacije domaće valute kako bi se eksterni debalans ispravio. Ukoliko je makroekonomska stabilnost ugrožena relativno višom stopom inflacije, monetarne vlasti nastoje sprečiti depresijaciju deviznog kursa jer se ista prelijeva na višu inflaciju u zavisnosti od jačine transmisivnog mehanizma deviznog kursa. Depresijacija se također nastoji sprečiti u slučaju izraženog problema valutnog neslaganja (prihodi su vezani za domaću valutu, a obaveze za stranu valutu) jer bi rast kursa značio veće izdvajanje za servisiranje dugova u domaćoj valuti. Naravno, nije jednostavno definisati jednoznačan pravac i motiv uticaja monetarnih vlasti, jer je često više makroekonomskih problema simultano upleteno u proces donošenja odluka monetarne politike.

2. Kritički osvrt na režime deviznog kursa

U tački dva ovog poglavlja biće predstavljen kritički osvrt na istorijsko uređenje međunarodnog monetarnog sistema i režima deviznog kursa.

2.1 Zlatni standard

Međunarodni monetarni sistem u formi zlatnog standarda trajao je u periodu 1870-1914. godine. Ključne karakteristike zlatnog standarda su:

- Fiksni devizni kurs, odnosno, zlatni paritet nacionalne valute izražen u uncama zlata;
- Direktna konvertibilnost valuta u odnosu na zlato, odnosno, direktna veza zlatnih rezervi i domaće ponude novca;
- Potpuna mobilnost kapitala i zlata;
- Održavanje zlatnog pariteta putem intervencija zlatnim rezervama;
- Održavanje eksterne ravnoteže i fiksnog deviznog kursa (zlatnog pariteta);
- Žrtvovanje ciljeva unutrašnje ravnoteže u formi recesije ili inflacije;
- Simetrični automatski mehanizam prilagođavanja.

Postojanje pariteta i potreba održavanja istog podrazumeva podređivanje ekonomske politike i unutrašnjih ciljeva nacionalne ekonomije fiksnom deviznom kursu. Drugim rečima, i u zlatnom

standardu u kojem je postojao klasični fiksni devizni kurs nacionalne valute u odnosu na zlato sa uskim marginama fluktuacije od $\pm 1\%$, nije postojala autonomnost monetarne politike. Monetarna politika je bila podređena održavanju fiksnog deviznog kursa i nije postojala mogućnost njenog kontracikličnog delovanja. Tako, pokušaj monetarne vlasti u doba zlatnog standarda da stimuliše ekonomiju ekspanzivnijom monetarnom politikom usled recesivnih tendencija, neće biti uspešan.

Inicijalni deficit tekućeg bilansa i porast tražnje za devizama kreiraju pritisak ka probijanju gornje margine fluktuacije. Delovanjem automatskog mehanizma prilagođavanja, ponovo se uspostavlja ravnoteža tekućeg bilansa, a devizni kurs se održava na nivou zlatnog pariteta, odnosno u nivou uskih margina fluktuacije. Međutim, ponovno uspostavljanje eksterne neravnoteže i održavanje pariteta vrši se na teret unutrašnjih ciljeva i ravnoteže. Zemlja sa deficitom tekućeg bilansa beleži pad zlatnih rezervi, pad ponude novca, pad nivoa cena, popravljjanje eksterne konkurentnosti, povećanje izvoza i ponovno uspostavljanje eksterne ravnoteže. Zemlja sa suficitom beleži porast zlatnih rezervi, porast ponude novca, rast cena, pogoršanje konkurentnosti, pad izvoza i uspostavljanje eksterne ravnoteže. Imajući u vidu da se održavanje kursa i eksterne ravnoteže vrši putem promena nivoa cena, automatski mehanizam prilagođavanja se naziva cenovni automatski mehanizam prilagođavanja ili deflatorno-inflatorni mehanizam.

Zemlje sa inicijalnim deficitom tekućeg bilansa mora da iskusi recesiju i pad nivoa cena, dok zemlje sa suficitom moraju iskusiti inflaciju. Deflatorno (recesivno)-inflatorni mehanizam neophodan je kako bi se promenom nivoa cena i konkurentnosti automatski ispravio eksterni debalans. Cenovni automatski mehanizam prilagođavanja ujedno je i simetričan, jer su sve zemlje učesnice međunarodnog monetarnog sistema zlatnog standarda „trpele“ posledice opisanog mehanizma (što nije bio slučaj sa Bretonvudskim međunarodnim monetarnim sistemom). Sve zemlje su jednako snosile posledice po internu ravnotežu, kako bi eksterna pozicija (izražena putem varijabli deviznog kursa i eksterne ravnoteže) ostala stabilna.

Izbijanjem Prvog svetskog rata ekonomske vlasti nisu bile spremne da žrtvuju unutrašnju ravnotežu kako bi održavale međunarodni monetarni sistem. Fokus se pomerio sa eksterne na

internu ravnotežu, pre svega, nivo pune zaposlenosti u ratnim okolnostima. Monetarne vlasti su blokirale ključni element zlatnog standarda, cenovni automatski mehanizam prilagođavanja, kidajući vezu između zlatnih rezervi i ponude novca čime je ostatak uzročno-posledičnog lanca poremećen. Zemlja sa deficitom tekućeg bilansa oseća pad zlatnih rezervi kojima plaća povećan uvoz, ali se uticaj zlatnih rezervi na domaću ponudu novca neutralisao sterilizacijom. Tako pad zlatnih rezervi uzrokuje pad ponude novca, ali su monetarne vlasti upumpavale dodatnu likvidnost i sterilizovale inicijalno deflatorski efekat. Zemlje sa suficitom, iako su izvoz naplaćivale u zlatu, time povećavajući zlatne rezerve, doživele su neutralisan efekat rasta zlatnih rezervi na porast domaće ponude novca.. Automatski mehanizam prilagođavanja je prekinut, a ujedno i međunarodni monetarni sistem zlatnog standarda.

Od početka I Svetskog rata nastupa međuratni period i traje sve do kraja II Svetskog rata 1944. godine. Međuratni monetarni odnosi nisu bili uređeni, pa je pomenuti period karakterisao diverzitet režima deviznog kursa i međunarodnih monetarnih odnosa.

2.2 Bretonvudski međunarodni monetarni system

Formiranje drugog međunarodnog monetarnog sistema usledilo je nakon Drugog svetskog rata 1944. godine u Nju Hempširu (*New Hampshire*), gradu Breton Vudsu (*Bretton Woods*) u SAD. Kreatori novog međunarodnog monetarnog sistema su nastojali zadržati prednosti zlatnog standarda, a ujedno i izbeći ključne negativnosti istog sistema. Disciplina i stabilnost iz perioda zlatnog standarda predstavljena je *fiksni, ali prilagodljivim, deviznim kursem*. Nedostajuća fleksibilnost i žrtvovanje ciljeva unutrašnje ravnoteže, kao negativni aspekti zlatnog standarda, nastoje se izbeći na nekoliko načina:

- Mogućnost prilagođavanja pariteta u slučaju fundamentalne neravnoteže;
- Mogućnost privremene nekonvertibilnosti valute u slučaju kapitalnih transakcija (privremena zatvorenost kapitalnog računa i blokirana mobilnost kapitala); i
- Mogućnost dobijanja zajmova od novoformirane međunarodne monetarne institucije, Međunarodnog monetarnog fonda (MMF), u slučaju ozbiljnijih platnobilansnih neravnoteža.

Iako je fiksni devizni kurs kao centralni element međunarodnog monetarnog sistema preuzet po ugledu na zlatni standard, između prvog i drugog međunarodnog monetarnog poretka prisutne su i značajne razlike. Ključne razlike zlatnog standarda i Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema su:

- Zlatni standard je podrazumevao vezanost svih valuta za zlato, a Bretonvudski system je bio zlatno-dolarski standard jer je jedino dolar imao neopozivi zlatni paritet, dok su se valute ostalih zemalja vezivale za dolar;
- Nemogućnost devalvacije zlatnog pariteta, dok je u Bretonvudskom sistemu u skladu sa režimom prilagodljivog pariteta devalvacija bila moguća u slučajevima fundamentalne neravnoteže;
- Režim deviznog kursa u zlatnom standardu je imao rigidnu formu nalik valutnom odboru, dok u Bretonvudskoj eri rigidnu formu u smislu održavanja zlatnog pariteta praktikuju jedino SAD, a ostale zemlje imaju prilagodljivi paritet (vrstu središnjeg režima deviznog kursa);
- Kapital je bio potpuno mobilan u zlatnom standardu, dok je Bretonvudski sistem I središnji režim prilagodljivog pariteta održavan pomoću barijera na kretanje kapitala;
- Zlatni standard je neformalno evoluirao, dok je Bretonvudski sistem rezultat zvaničnih pregovora;
- Automatski mehanizam prilagođavanja u zlatnom standardu bio je simetričan, dok je mehanizam Bretonvudskog sistema bio asimetričan imajući u vidu centralnu ulogu SAD odnosno američkog dolara.

Ključni element Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema je režim prilagodljivog pariteta. Režim prilagodljivog pariteta pripada grupi središnjih režima deviznog kursa, jer uprkos postojanju pariteta isti može biti promenjen (prilagođen) u okolnostima velike i hronične eksterne neravnoteže. U mogućnosti opozivanja i promene deviznog kursa, Bretonvudski sistem se razlikuje od zlatnog standarda u kojem je kurs bio neopozivo fiksiran u odnosu na zlato i nije postojala mogućnost promene, odnosno, devalvacije. Jedina opcija održavanja zlatnog pariteta bila je restriktivno prilagođavanje u uslovima deficita tekućeg bilansa, i inflatorno u uslovima suficita tekućeg bilansa. Drugim rečima, prilagođavala se unutrašnja ravnoteža (nivo cena i

zaposlenosti) kursu, a ne devizni kurs. Bretonvudski međunarodni monetarni sistem je potrebnu dozu fleksibilnosti, nedostajuću u periodu zlatnog standarda, implementirao u obliku prilagodljivog pariteta uz mogućnost devalvacije/revalvacije u uslovima fundamentalne neravnoteže (deficita/suficita tekućeg bilansa) uz nadzor i odobrenje Međunarodnog monetarnog fonda.

Međutim, jedina zemlja bez mogućnosti devalvacije su SAD, otuda asimetričan mehanizam prilagođavanja koji je i doveo do kolapsa Bretonvudskog sistema. Asimetrija proizilazi iz centralne uloge dolara i činjenice da je zlatni paritet dolara (35\$ za uncu zlata) predstavljao stožer posleratnog monetarnog sistema, dok su ostale zemlje valute vezivale za dolar. Jedino su SAD imale obavezu konverzije dolara za zlato i obrnuto, što znači da je od krucijalnog značaja bilo poverenje u ispunjavanje obaveze konverzije dolara za zlato. SAD je trebalo da nastoje da kontrolišu emisiju dolara i vežu ponudu dolara za zlatne rezerve zarad kredibilitnosti ispunjavanja obaveze konverzije dolara u zlato. Predviđeno je da ekonomska politika SAD bude dovoljno disciplinovana kako bi izbegla suvišnu ekspanzivnost koja bi zlatni paritet učinila neodrživim. Imajući u vidu specifičnu poziciju dolara u posleratnom međunarodnom monetarnom sistemu, potrebno je odvojeno prikazati mehanizam prilagođavanja za SAD i za ostale zemlje učesnice Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema.

Slika 1.7 prikazuje održavanje (odbranu) fiksnog deviznog kursa u okolnostima kratkoročne, ciklične ili sezone eksterne neravnoteže (prolaznog deficita tekućeg bilansa) sa leve strane i predaju odnosno devalvaciju deviznog kursa u okolnostima fundamentalne, dugoročne eksterne neravnoteže (hroničnog i visokog deficita tekućeg bilansa) za zemlje učesnice Bretonvudskog sistema, isključujući SAD.

Devalvacija u slučaju deficita tekućeg bilansa je mera koja nije raspoloživa jedino za SAD. Prethodni, grafički ilustrovani mehanizmi ne važe za SAD, jer nije predviđeno prilagođavanje zlatnog pariteta dolara (35\$ za uncu zlata). Dok su ostale zemlje imale fleksibilniju formu režima deviznog kursa, jer je prilagodljivi paritet središnja forma deviznog kursa sa mogućnošću prilagođavanja, SAD su imale rigidnu formu režima deviznog kursa. S obzirom na činjenicu da su SAD trebalo da vežu ponudu dolara za zlatne rezerve kako bi nesmetano ispunjavale obavezu

konverzije dolara u zlato, SAD je trebalo da praktikuje specifičnu formu valutnog odbora. Naime, nije trebalo da dozvoli širenje ponude dolara izvan nivoa zlatnih rezervi. Ipak, nije u pitanju klasična forma valutnog odbora jer se valutni odbor uvodi zarad sticanja (uvoza) kredibiliteta vezivanjem domaće za rezervnu valutu, a u Bretonvudskoj eri je američki dolar rezervna, glavna valuta sistema.

Dakle, postoje razlozi zašto se režim SAD u Bretonvudskoj eri ne naziva eksplicitno valutnim odborom, iako su sličnosti sa pomenutim režimom jasne. U suštini, problem po održivost Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema je proizašao iz ekonomske politike SAD koja je morala biti izuzetno odgovorna i disciplinovana u smislu održavanja zlatnog pariteta. A jasno je da održavanje fiksnog deviznog kursa i eksterne ravnoteže (iz primera zlatnog standarda) podrazumeva žrtvovanje unutrašnje ravnoteže. Drugim rečima, hronični deficit se nije mogao ispraviti devalvacijom, ali se morao ispraviti restriktivnim prilagođavanjem odnosno restriktivnom ekonomskom politikom. Međutim, restriktivno prilagođavanje (smanjenje ekonomskih aktivnosti i zaposlenosti) bila je previsoka cena koju američke ekonomske vlasti nisu imale nameru da plate.

Inflacija i ekspanzivna ekonomska politika SAD se prelivala na međunarodnu ekonomiju. Naime, ostale zemlje su akumulirale dolare na osnovu suficitne platno-bilansne pozicije, a akumulacija dolara značila je povećanje domaće ponude novca što je imalo inflatorno dejstvo (ili se inflatorni pritisak morao neutralisati merama sterilizacije što podrazumeva plaćanje kamatne stope). Drugim rečima, ostale zemlje su imale problema u održavanju fiksnog pariteta u odnosu na dolar jer su trpele inflaciju. Zemlje kao što su Japan, Zapadna Nemačka, Francuska, ostvarivale su rastuće suficite u odnosima sa SAD. Eksterna neravnoteža je postojala ali suprotnog karaktera u odnosu na početak Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema (period „gladi za dolarima“ i deficitna pozicija sa SAD).

Postepeno, od perioda „gladi za dolarima“ krajem pedesetih, došlo je do perioda saturacije dolarima krajem šezdesetih. Zlatni paritet dolara nije realan, a tržišne snage vrše pritisak ka devalvaciji dolara. Špekulativne aspiracije rastu, a centralne banke ostalih zemalja nisu spremne da akumuliraju dolare koje *de facto* gube vrednost². Pri tome, centralne banke ostalih zemalja sve

manje veruju u mogućnost SAD da konvertuju neželjene dolare u zlato po zvaničnom, zlatnom paritetu. Krajem šezdesetih i početkom sedamdesetih centralne banke vrše rastući pritisak ka konverziji dolara u zlato. Imajući u vidu nedovoljnu količinu zlata SAD za ispunjenje svih zahteva za konverzijom, američki predsednik Nikson (*Richard Nixon*) zvanično obustavlja zlatnu konvertibilnost dolara 15. avgusta 1971. godine čime je Bretonvudski međunarodni monetarni sistem prekinut.

2.3 Postbretonvudska era

Nakon prestanka funkcionisanja Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema, postojali su pokušaji da se ponovo uspostavi nekakav međunarodni monetarni red. Smitsonijanski sporazum, potpisan krajem 1971. godine, pokušaj je stvaranja novog međunarodnog monetarnog sistema. Kako je sporazum predviđao, novi sistem bi predstavljao dolarski standard, a ne zlatno-dolarski, pošto ne postoji obaveza SAD u pogledu konverzije dolara u zlato. Iako nije postojala obaveza konverzije dolara u zlato, zlatni paritet dolara iz Bretonvudskog sistema je devalviran i u Smitsonijanskom sistemu je kurs dolara iznosio 38\$ a ubrzo i 42\$ za uncu zlata. Međutim, pokušaj restauracije međunarodnog monetarnog sistema je propao, jer se poverenje u dolar nije povratilo. SAD su nastavile sa ekspanzivnom ekonomskom politikom i rastućim deficitom tekućeg bilansa, a špekulativni pritisci u smeru daljih devalvacija dolara se nastavljaju. Nakon bezuspešnog pokušaja formiranja novog međunarodnog monetarnog sistema, valute ključnih rezervnih valuta počinju da fluktuiraju, a nov period u međunarodnim monetarnim odnosima naziva se Postbretonvudska era.

Nakon Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema međunarodni monetarni odnosi bi se mogli opisati kao ne-red. Postbretonvudska era nije međunarodni monetarni sistem budući da ne postoji mehanizam prilagođavanja nacionalnih ekonomija, kao ni pravila ponašanja za ekonomske vlasti, niti određen režim fiksnog deviznog kursa koji se mora održavati. Primljeni režimi deviznog kursa u Postbretonvudskoj eri su veoma različiti. Dok razvijene zemlje uglavnom prihvataju režim fleksibilnog deviznog kursa, zemlje u razvoju obično primenjuju režim fiksnog deviznog kursa u fazi makroekonomske stabilizacije da bi kasnije prelazile na fleksibilnije aranžmane. Karakteristika Postbretonvudske ere je pojava središnjih, odnosno hibridnih, režima deviznog kursa kao pokušaj da se iskombinuju prednosti postojanja pariteta

(nominalno sidro za inflatorna očekivanja) uz dodatak fleksibilnosti monetarne politike koja bi u određenim okolnostima mogla delovati kontraciklično. Novi (hibridni) režimi su pokretni paritet, target zone sa širim marginama fluktuacije (sa nepokretnim centralnim paritetom), i njihova kombinacija - pokretni koridor.

U Postbretonvudskoj eri dolar i dalje ima centralnu ulogu u međunarodnim monetarnim odnosima. Formiranjem Evropske monetarne unije i uvonenjem jedinstvene valute euro-zone, međunarodna ekonomija je bazirana na tri ključne valute: dolar, jen i euro. Značajne valute su i švajcarski franak i britanska funta koje Takođe fluktuiraju na deviznom tržištu, dok rastući uticaj ima kineska valuta juan (renmindbi) koja je i dalje vezana za korpu valuta sa ograničenim fluktuiranjem na deviznom tržištu. S obzirom da su zemlje u razvoju vezivale svoje valute za neku od rezervnih valuta, velike oscilacije tj. fluktuacije deviznih kurseva istih valuta, delovale su destabilizirajuće, ne samo na nacionalnu ekonomiju, već i na ostale manje razvijene ekonomije. Povremeno, javljale su se potrebe ograničavanja prekomernih fluktuacija ključnih rezervnih valuta.

Dva bitna doganaja, pokušaja koordinisanja intervencija na deviznom tržištu, su Plaza sporazum (*Plaza Accord*) i Luvr sporazum (*Louvre Accord*). Schwartz (1996) istražuje intervenciju Federalnih rezervi nakon 1962. godine. Autorka ukazuje da su intervencije postojale u Bretonvudskom međunarodnom monetarnom sistemu, što je suprotno proklamovanoj pasivnoj poziciji monetarnih vlasti SAD, ali nije toliko neobično s obzirom na legitimnost intervencija u cilju odbrane pariteta. Manje su razumljive intervencije Federalnih rezervi u režimu fluktuirajućeg deviznog kursa u Postbretonvudskoj eri. Naime, već u martu 1973. godine, glavne industrijalizovane zemlje su napustile fiksni režim deviznog kursa u odnosu na dolar i preusmerile monetarne politike ka fleksibilnom deviznom kursu. Centralne banke pomenutih zemalja su vršile povremene intervencije na deviznom tržištu do kraja sedamdesetih godina. Schwartz (1996) identikuje četiri ključne epizode u ovom periodu:

- *Prva epizoda*, od oktobra 1974. godine do marta 1975. godine, Federalne rezerve u saradnji sa nemačkom i švajcarskom centralnom bankom su koordinisale intervencije kako bi minimizirale varijabilnost deviznog kursa i kako bi sprečile dalju depresijaciju američkog dolara;

- *Druga epizoda*, od septembra 1977. godine do decembra 1979. godine, monetarne vlasti SAD u saradnji sa japanskom i nemačkom centralnom bankom, intervenišu kako bi zaustavile dalju depresijaciju dolara. Do kraja sedamdesetih Federalne rezerve su intervenisale na deviznom tržištu gotovo iz dana u dan;
- *Treću epizodu*, od 1981. godine do 1986. godine, karakteriše dramatična promena politike deviznog kursa. Zvanična intervencija Federalnih rezervi je značajno ograničena. Razmatrani period je okarakterisan depresijacijom američke valute od 1981. godine do 1985. godine. U drugoj administraciji predsednika Regana, državni sekretar za finansije je odstupio od politike ne-intervenisanja inicirane od strane Federalnih rezervi. Poznati Plaza sporazum u septembru 1985. godine je obavezao SAD i druge ključne monetarne vlasti da prodaju dolare kako bi se precenjen dolar oslabio (depresirao)³;
- *Četvrtu epizodu* obeležava Luvr sporazum u februaru 1987. godine kada je postignut sporazum ministara finansija G7 nacija (SAD, Velika Britanija, Francuska, Nemačka, Japan, Italija i Kanada) u vezi sa intervencijama na deviznom tržištu. Za razliku od Plaza sporazuma, Luvr sporazum se fokusirao na stabilizaciju deviznih kurseva oko tadašnjih tekućih nivoa. Sledeće dve godine su karakterisale česte i velike intervencije Federalnih rezervi, a zvanična intervencionarna politika SAD je uglavnom ograničena na japanski jen i nemačku marku. Pri tome, intervencije na deviznom tržištu su rutinski sterilizovane kako ne bi uticale na novčanu masu odnosno kamatnu stopu.

Doorodian i Caporale (2001) empirijski istražuju intervencije Federalnih rezervi na deviznom tržištu u vremenskom periodu januar 1985 – mart 1997. Koristeći podatke dnevne frekventnosti o intervencijama jen/dolar i marka/dolar u istaknutom periodu i primenjujući GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) model, autori dokazuju statistički značajan uticaj intervencija na spot devizni kurs. Pored ovog nalaza, rezultati ukazuju da su analizirane intervencije na deviznom tržištu u suštini destabilizovale devizno tržište odnosno prouzrokovale su dodatnu neizvesnost kretanja deviznog kursa.

Kako ističe Williamson (2006), današnja monetarna geografija uključuje:

- četiri valutne unije koje sadrže 36 zemalja:

i. *Evropska monetarna unija (EMU)* sa jedinstvenom valutom (eurom) i jedinstvenom centralnom bankom (Evropskom centralnom bankom - ECB). EMU uključuje 17 zemalja članica: Nemačka, Francuska, Italija, Holandija, Belgija, Luksemburg, Irska, Grčka, Španija, Portugalija, Austrija, Finska, Slovenija, Malta, Kipar, Slovačka i Estonija.

ii. *Jedinstvena zona franka (Common Frank Area - CFA)* sa frankom kao jedinstvenom valutom i 15 zemalja članica: Benin, Burkina Faso, Kamerun, Centralna afrička Republika, Čad, Komoros, Republika Kongo, Obala Slonovače, Ekvatorska Gvineja, Gabon, Gvineja-Bisao, Mali, Nigerija, Senegal, i Togo. Valuta se emituje od strane tri centralne banke: u zapadnoj Africi, centralnoj Africi i u Komorosu.

iii. *Istočno-karipska valutna unija*, sa valutom Istočno-karipskog dolara, jedinstvenom centralnom bankom, i članicama: Antigva i Barbuda, Dominika, Grenada, Sveti Kits i Nevis, Sveta Lucija, Sveti Vinsent i Grenadini.

iv. *Zajednička monetarna zona (Common Monetary Area - CMA)* u području Južne Afrike sa članicama Lesoto, Namibija, i Svazilend čije su valute fiksirane. Postavlja se pitanje da li CMA zaista i predstavlja valutnu uniju imajući u vidu da najveća zemlja u grupi, Južna Afrika, ima sopstvenu centralnu banku, dok dve druge Lesoto i Namibija prihvataju „rand“ (valutu Južne Afrike) kao sopstvenu ali su zadržale i svoje valute. Svazilend, Lesoto i Namibija su zadržale pravo korekcije pariteta, iako to pravo nisu nikada iskoristile. Njihove valute razmenjuju za „rand“ u odnosu 1:1.

- 13 dolarizovanih ekonomija bez sopstvenih valuta: četiri zemlje koriste američki dolar (Istočni Timor, Maršalska ostrva, Mikronezija, i Palau), šest zemalja upotrebljavaju euro (Andora, Kosovo¹, Monako, Crna Gora, San Marino, i Vatikan), jedna zemlja koristi tursku liru (Severni Kipar), švajcarski franak (Lihtenštajn), i australijski dolar (Nauru).

¹ Južna pokrajina Republike Srbije.

- Pet skoro dolarizovanih ekonomija: nezavisne zemlje čija je glavna valuta inostrana valuta, ali takođe emituju i lokalnu valutu (Ekvador, El Salvador, i Panama koje koriste američki dolar; Kiribati i Tuvalu koje koriste australijski dolar).
- Sedam bimonetarnih zemalja: strana valuta zvanično cirkuliše, ali se uporedo kao zvanično sredstvo plaćanja upotrebljava i domaća valuta; članice su Bahami, Butan, Gvatemala, Haiti, Liberija, Palestina, i Tadžikistan.
- Sedam zemalja sa valutnim odborom: Bosna i Hercegovina, Bugarska, Estonija, Litvanija (paritet u odnosu na euro), Brunej (paritet u odnosu na singapurski dolar), Džibuti, Hong Kong (paritet u odnosu na američki dolar).
- 44 zavisne mikro-države sa valutnim odborom: 12 zemalja vezuje valutu za dolar, 8 zemalja za funtu sterlinga, 6 zemalja za euro, 4 zemlje za australijski dolar, 2 zemlje za novozelandski dolar, 3 zemlje za CFA franak, 3 zemlje za norvešku krunu, 2 zemlje za Istočno-karipski dolar, i 2 zemlje za dansku krunu.

Jasno je da je savremena međunarodna monetarna scena u aktuelnoj Postbretonvudskoj eri veoma šarolika. Za razliku od dva prethodna međunarodna monetarna sistema u kojima je primat imala određena rezervna valuta (u zlatnom standardu je dominantna valuta bila britanska funta, a u Bretonvudskom sistemu američki dolar), aktuelne relacije između ključnih valuta ukazuju na značajne promene u njihovoj snazi, kao i postojanje više ključnih umesto jedne dominantne valute. Uticaj ekonomije u međunarodnim ekonomskim odnosima opredeljuje i mesto odnosne valute na međunarodnoj monetarnoj sceni i odnosima.

3. Upravljano fluktuiranje deviznog kursa

Kao što je nagovešteno u teorijskom razmatranju režima deviznog kursa, fiksni režimi deviznog kursa (i to u rigidnoj formi valutnog odbora, kao i središnjim opcijama konvencionalno fiksnog pariteta, prilagodljivog i pokretnog pariteta, pariteta sa užim koridorima) se održavaju politikom prilagođavanja ili odbranom pariteta putem intervencija na deviznom tržištu. Dok je u režimima fiksnog deviznog kursa uobičajena upotreba deviznih rezervi za odbranu pariteta, režimi fleksibilnog deviznog kursa odnosno upravljanog i slobodnog fluktuiranja dozvoljavaju isključivo retku i *ad hoc* intervenciju deviznim rezervama. Retke okolnosti intervencija na

deviznom tržištu, kako bi se ograničile fluktuacije kursa, dozvoljene su samo radi sprečavanja veće finansijske nestabilnosti usled suvišnih fluktuacija nagore (depresijacijski pritisci) ili nadole (apresijacijski pritisci) pri čemu se devizne reserve tope ili akumuliraju.

Centralne banke intervenišu i u režimu fleksibilnog deviznog kursa iz različitih razloga. Postoji nekoliko ključnih razloga „prljavog” fluktuiranja deviznog kursa u režimu fleksibilnog deviznog kursa.

Prvi razlog, da bi se stabilizovale fluktuacije deviznog kursa. Odluke u vezi sa međunarodnom trgovinom i investicijama je veoma teško doneti ukoliko se nivo deviznog kursa brzo i naglo menja. Rapidna promena kursa kreira neizvesnost za trgovce i investiture koji inače preferiraju stabilan devizni kurs i često vrše pritisak na ekonomske vlasti (Vladu i centralnu banku) da intervenišu na deviznom tržištu u slučajevima naglih promena deviznog kursa. Obrazloženi, prvi razlog upravljanja fluktuacijama deviznog kursa, je regularan u režimima fleksibilnog deviznog kursa (*de jure* slobodnog i upravljanog flukturanja). Naime, *ad hoc* intervencije u cilju sprečavanja prekomernih, dnevnih oscilacija su dozvoljene u razmatranim režimima deviznog kursa.

Drugi razlog, centralna banka nastoji da promeni tendenciju spoljno-trgovinskog debalansa. Trgovinski deficit, ili šire deficit tekućeg bilansa, kao oblik eksterne neravnoteže može se značajno pogoršati u slučaju jače apresijacije deviznog kursa. Međutim, za razliku od prvog razloga, inače regularnog u fleksibilnim režimima deviznog kursa, ispravljanje eksternih debalansa nije zadatak monetarnih vlasti. Finalni i primarni cilj u suštini treba da predstavlja postizanje i održavanje niske stope inflacije, a postizanje primarnog cilja sa jedne strane i eksterne ravnoteže s druge strane, obično je u konfliktu.

Treći razlog, centralna banka u režimu inflacionog targetiranja (*de jure* ili *de facto* primenjenog) kao primarni cilj postavlja postizanje numeričkih targeta u vezi sa rastom nivoa potrošačkih (ili na početku baznih) cena. Ukoliko je dominantni kanal u monetarnoj transmisiji devizni kurs, odnosno devizni kurs je primarni faktor od uticaja na inflaciju, tada centralna banka mora upravljati fluktuacijama deviznog kursa kako bi pogodila target ili ostvarila nisku stopu inflacije. U ovom slučaju, centralna banka nema izbora, izuzev da upravlja fluktuacijama kursa indirektno

putem referentne kamatne stope ili direktno putem intervencija na deviznom tržištu. U master radu se, pored nužnog „provlačenja” i ostalih motiva sprečavanja slobodnih fluktuacija deviznog kursa, pažnja pre svega posvećuje trećem razlogu – direktnoj i snažnoj povezanosti promena deviznog kursa (fluktuacija) i stope inflacije (inflacionog targeta), iz čega proizilazi potreba „upravljanja” fluktuacijama da bi se postavljeni inflacioni target ostvario.

Postoje dva načina „upravljanja” fluktuacijama deviznog kursa:

- Indirektno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa putem promene kamatne stope; i
- Direktno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa putem prodaje/kupovine deviza na deviznom tržištu – intervencije na deviznom tržištu.

Sledi analiza istaknutih načina „upravljanja” fluktuacijama deviznog kursa: indirektnog u podtački 3.1 i direktnog u podtački 3.2.

3.1 Indirektno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa

Indirektni metod koji centralna banka koristi kako bi snizila ili povećala nivo deviznog kursa je promena domaće ponude novca. Povećanje ponude novca povećava nivo deviznog kursa (direktno notiranog), odnosno, izaziva depresijaciju. Smanjenje ponude novca smanjuje nivo deviznog kursa, odnosno, izaziva apresijaciju. Indirektni metod se sprovodi putem operacija na otvorenom tržištu u cilju promene domaće ponude novca uz prethodno korigovanje kamatne stope kao prinosa na hartije od vrednosti kojima se vrše operacije na otvorenom tržištu. Da bi transmisija od promene kamatne stope, preko kupovine/prodaje hartija od vrednosti (povećanje/povlačenje domaće ponude novca) i promene domaće ponude novca, konačno dovela do promene nivoa deviznog kursa potrebno je izvesno vreme, obično od nekoliko nedelja (Suranovic 2005). Sledi uzročno-posledični lanac transmisije promene kamatne stope na kretanje deviznog kursa:

Šema 1: povećanje (smanjenje) referentne kamatne stope na hartije od vrednosti kojima se obavljaju operacije na otvorenom tržištu:



Pored određene vremenske docnje u delovanju indirektnog kanala upravljanja fluktuacijama deviznog kursa, centralna banka se suočava sa još jednom poteškoćom u primeni istog. Naime, da bi uticala na nivo deviznog kursa indirektnim putem, centralna banka može usmeriti kamatnu stopu u pravcu koji se kosi sa aktuelnom situacijom sa aspekta unutrašnje ravnoteže – recesione ili inflatorne okolnosti. Monetarna vlast bi trebala da koristi kamatnu stopu, kao ključni instrument pod njenom direktnom kontrolom, kako bi stabilizovala nacionalnu ekonomiju. Na primer, ukoliko postoji pretnja od inflacije (nivo cena i privredne aktivnosti brzo i značajno raste), centralna banka bi trebala da povisi nivo kamatne stope odnosno smanji ponudu novca (restriktivna monetarna politika) kako bi se ekonomija „usporila”. I obrnuto u slučaju recesionih tendencija, monetarna politika bi ekspanzivnošću trebalo da „ubrza” ekonomiju. Međutim, opredeljenost centralne banke da utiče na nivo deviznog kursa (odnosno, fluktuacije deviznog kursa) može se kositi sa pomenutim stanjima u ekonomiji, recesionim ili inflatornim, i potrebnim reakcijama monetarnih vlasti u tom smislu.

Neophodan uslov da monetarne vlasti direktno određujući kamatnu stopu indirektno utiču na kretanje deviznog kursa jeste *devijacija od nepokrivenog kamatnog pariteta – UIP (Uncovered interest rate parity)*. Odstupanje od nepokrivenog kamatnog pariteta podrazumeva da monetarne vlasti podizanjem kamatne stope sprečavaju ili ograničavaju pritiske ka depresijaciji deviznog kursa. U literaturi postoji snažan konsenzus da *UIP* ima slabu empirijsku potporu. Empirijskim istraživanjem bi trebalo da se potvrdi da zemlje sa višim kamatnim stopama u proseku beleže tendenciju depresijacije deviznog kursa odnosno slabljenje svoje valute. Naprotiv, empirijska verifikacija ukazuje da njihove valute imaju tendenciju apresijacije.

Imajući u vidu da *UIP* podrazumeva da kamatni diferencijal između dve zemlje treba da izjednači očekivana stopa depresijacije deviznog kursa, empirijska verifikacija *UIP* je temeljena na

ispitivanju međuzavisnosti (ocena regresije) promene spot deviznog kursa (stopa depresijacije) i razlike u nivou domaće i inostrane kamatne stope. Naime, ocenjuje se regresija sledećeg oblika:

$$(1) \Delta E_{t+1} = \alpha + \beta (r_t - r_t^*) + \varepsilon_{t+1}.$$

Promena spot (nominalnog) deviznog kursa je označena sa ΔE_{t+1} (dobija se kao razlika $E_{t+1} - E_t$), kamatni diferencijal sa $(r_t - r_t^*)$ kao razlika domaće r_t i inostrane r_t^* nominalne kamatne stope. Konstanta je α , koeficijent β ukazuje na vezu između kamatnog diferencijala i promene deviznog kursa, a ε_{t+1} je slučajna greška modela (sadrži greške u očekivanjima i moguću premiju rizika). Da bi *UIP* potpuno (apstrahujući premiju rizika) važio, koeficijent β treba da je 1, a konstanta $\alpha=0$, što je ujedno i nulta hipoteza koja se testira (H_0). Potvrđivanje nulte hipoteze implicira da se promena kamatnog diferencijala u potpunosti preliva na promene deviznog kursa ($\beta=1$), a nulta konstanta ($\alpha=0$) ukazuje da ne postoji konstantna premija rizika koja se zahteva od strane investitora osetljivih na rizik. Ukoliko se hipoteza odbije to znači da postoji konstantna premija rizika, dok promene deviznog kursa prate proces „slučajnog hoda” i ne zavise od kamatnog diferencijala - *UIP* nije empirijski potvrđen. Postavljena regresija u identitetu 1 se ocenjuje metodom običnih najmanjih kvadrata (*Ordinary Least Squares* - OLS).

Hufner (2004) ocenjuje objašnjenu regresiju u nameri da empirijski testira validnost *UIP* u slučaju Velike Britanije, Novog Zelanda, Švedske, Australije i Kanade u periodu targetiranja inflacije 1993:01-2001:01. Autor koristi dnevne, nedeljne i mesečne frekvencije vremenskih serija kamatne stope i bilateralnih nominalnih deviznih kurseva pomenutih zemalja u odnosu na Sjedinjene Američke Države (SAD). Ocenjeni koeficijenti β u vezi sa uticajem kamatnog diferencijala na promenu deviznog kursa su negativni. Umesto da kretanje deviznog kursa izjednačava prinos na domaće i inostrane investicije, prema ocenjenom koeficijentu se čini da kretanje deviznog kursa još više naglašava razliku u kamatnim stopama. Drugim rečima, dodatni prihod bi se mogao ostvariti investiranjem u zemlju sa višom kamatnom stopom jer devizni kurs beleži tendenciju apresijacije. Statistička značajnost ocenjenog koeficijenta β varira u zavisnosti od istražene zemlje i frekvencije vremenskih serija. Iako rezultat varira u zavisnosti od zemlje i frekvencije, generalni zaključak je da depresijacija deviznog kursa neće „peglati” razliku između kamatnih stopa dve zemlje.

Flood i Rose (2001) takođe ispituju validnost UIP koristeći konvencionalnu regresionu analizu, metod OLS, iste vremenske serije (nominalni devizni kurs i kamatne stope) dnevne frekventnosti na primeru 13 razvijenih zemalja i 10 zemalja u razvoju tokom devedesetih. Ključni motiv ispitivanja validnosti UIP u vreme krize (niz valutnih kriza u toku devedesetih) bazira se na činjenici da je većina istraživanja UIP vezana za nisko-inflatorne, mirnodopske ekonomske okolnosti, kada varijable kamatne stope i deviznog kursa nemaju značajnu varijabilnost, što nije slučaj u periodu krize. Ključni nalaz autora je da UIP više drži vodu u periodima krize kada je gorepominjana hipoteza potvrđena (β nije značajno različito od 0). Naime, u periodu krize u istraženim ekonomijama potvrđena je tendencija da zemlje sa višim kamatnim stopama beleže tendenciju slabljenja valute odnosno depresijacije deviznog kursa, iako depresijacija nije jednaka kamatnom diferencijalu. Autori konstatuju da u režimima fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa u mirnodopskim periodima UIP nema empirijsku validnost. Pomenuti rezultat iz kriznog perioda je u suprotnosti sa nalazima empirijskog istraživanja istih autora iz 1996. godine (Flood i Rose 1996) kad je istražen period pre kriza devedesetih, od 1970-1990. godine, u zemljama sa fluktuirajućim režimom deviznog kursa. U razmatranom periodu, koeficijent koji objašnjava vezu kamatnog diferencijala i promene deviznog kursa potvrđen je kao izrazito negativan, odnosno, UIP je snažno odbačen.

Jansson (2006) ukazuje da model verifikacije UIP nije potvrđivao validnost istog uglavnom zahvaljujući apstrahovanju premije rizika. Autorka razvija tri modela: klasični model bez premije rizika, model sa konstantnom premijom rizika i sa vremenski promenljivom premijom rizika. U ocenu modela se uključuju mesečne vremenske serije nominalnog deviznog kursa i UIP kamatne stope Švedske u odnosu na Dansku, Norvešku, Veliku Britaniju i Japan. Poslednji model sa promenljivom premijom rizika je dao najbolje rezultate sa aspekta predviđanja kretanja deviznog kursa u odnosu na kamatni diferencijal, iako nijedan od modela ne ide u prilog snažnog prihvatanja UIP. Autorka na kraju konstatuje da UIP nema jaku empirijsku validnost i da je čudna činjenica da je UIP široko rasprostranjen i poznat uprkos empirijskoj neutemeljenosti.

Olafsson (2007) takođe analizira uticaj trgovine aktivom u različitim valutama na monetarnu politiku malih i otvorenih ekonomija. Autor ističe četiri ključna efekta pomenute trgovine na monetarnu politiku:

- Olakšan je pristup kreditima uz produžavanje „buma” potrošnje domaćinstava i investicija, i odlaže se neophodno prilagođavanje uz produbljavanje neravnoteža na internom i eksternom planu;
- Trgovina aktivom u različitim valutama čini monetarni transmisioni mehanizam još kompleksnijim za monetarne vlasti: slabi kanal kamatne stope, jača kanal deviznog kursa i kanal očekivanja;
- Devizni kurs postaje izrazito osetljiv na promene na finansijskim tržištima: očekivanja u pogledu budućih tendencija kamata i inflacije, procene rizika i slično;
- Jačanje infrastrukture finansijskog tržišta: veći obrt, povećan broj tržišnih učesnika, razvoj svop tržišta, jačanje zajmovne funkcije centralne banke.

Nepokriveni kamatni paritet ukazuje da relativno viši nivo kamatne stope vodi ka depresijaciji nominalnog deviznog kursa, odnosno, da relativno niži nivo kamatne stope vodi ka apresijaciji nominalnog deviznog kursa. Međutim, empirijske studije potvrđuju obrnutu menuzavisnost u smislu da zemlje sa višim nivoom kamatnih stopa osećaju apresijacijske pritiske po nominalni devizni kurs. Pomenuto stvara neizvesnost za monetarne vlasti u pogledu mogućnosti indirektnog upravljanja kursnim fluktuacijama regulacijom kratkoročne kamatne stope. Stoga, u nameri da ograniče fluktuacije deviznog kursa, monetarne vlasti često kombinuju indirektni uticaj putem kamatne stope sa direktnim intervencijama na deviznom tržištu kojima se brže i sigurnije utiče na devizni kurs.

3.2 Direktno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa

S obzirom na konsenzus u vezi sa empirijskom (ne) validnošću UIP teorije, monetarne vlasti ne mogu sa sigurnošću predvideti uticaj kratkoročne kamatne stope, koju direktno kontrolišu, na kretanje deviznog kursa. Ukoliko je devizni kurs ključni monetarni kanal transmisije odnosno ključna determinanta inflacije, potrebno je pronaći način da se isti kontroliše u meri u kojoj kretanja kursa stvaraju inflatorne pritiske. Imajući u vidu da se kretanje kursa ne može sa sigurnošću (indirektno) kontrolisati putem kamatne stope, monetarnim vlastima je na raspolaganju još jedna mogućnost, odnosno, instrument kojim brže i sigurnije mogu ograničiti kretanje kursa. U pitanju je direktni uticaj na devizni kurs putem intervencija na deviznom tržištu.

Potrebno je istaći da upotreba deviznih rezervi u smislu intervencija na deviznom tržištu, ne znači odbranu deviznog kursa ili njegovo konstantno ograničavanje, tipično za režim fiksnog deviznog kursa i središnje režime. U slučaju fleksibilnih režima deviznog kursa (rukovođenog i čistog fluktuiranja) interveniše se ukoliko fluktuacije kursa ugrožavaju ciljeve monetarne politike – u slučaju targetiranja inflacije, kada fluktuacije kursa ugrožavaju pogađanje postavljenog inflacionog targeta.

Dakle, najočigledniji i direktni način kojim centralna banka utiče na kretanje deviznog kursa jeste „ulazak” na devizno tržište i kupovina odnosno prodaja strane/domaće valute. Postoje dve moguće transakcije centralnih banaka na deviznom tržištu:

- Centralna banka *prodaje domaću valutu u zamenu za stranu valutu*. Istaknutom transakcijom se povećava ponuda domaće valute, tražnja za stranom valutom, uzrokujući pad (rast) vrednosti domaće (strane) valute odnosno *depresijaciju deviznog kursa* (inostrana valuta će apresirati u odnosu na domaću valutu.) Pri tome, pošto centralna banka predstavlja izvor domaće valute, praktično je *neograničena moć centralne banke* da ovim putem utiče na vrednost domaće/strane valute, odnosno deviznog kursa, na deviznom tržištu.
- Centralna banka *kupuje domaću valutu u zamenu za stranu valutu*. Pomenuta transakcija povećava tražnju domaće valute uz povećanje ponude strane valute, utičući tako na rast vrednosti nacionalne valute u odnosu na stranu, ili *apresijaciju deviznog kursa*. Inostrana valuta će depresirati u odnosu na domaću valutu. Ipak, mogućnost centralne banke da poveća vrednost domaće valute putem intervencija na deviznom tržištu je ograničena, za razliku od prethodnog slučaja kada izaziva pad vrednosti domaće valute. Ograničenje uticaja na apresijaciju deviznog kursa odnosno jačanje domaće valute, je *količina deviznih rezervi*.
- Intervencije na deviznom tržištu su realnost, a „čisto ili slobodno” fluktuirajući režimi deviznog kursa ne postoje u praktičnom smislu. Međutim, razlika je evidentna imajući u

vidu cilj intervenisanja na deviznom tržištu. Stoga, sa aspekta cilja razlikuju se (Wollmershauser 2003):

- Intervencije usmerene na sprečavanje prekomernih dnevnih oscilacija u cilju stabilizovanja deviznog tržišta (a ne na deformisanje tržišnog trenda deviznog kursa) –
- tzv. ublažavanje fluktuacija deviznog kursa (*Exchange rate smoothing*); Intervencije usmerene ka formiranju putanje deviznog kursa (utvrđivanje nivoa ili putanje deviznog kursa) – tzv. targetiranje deviznog kursa (*Exchange rate targeting*).

Istraživanje Bofinger i Wollmershauser (2001a) je uključilo 44 zemlje sa upravljano/slobodno fluktuirajućim režimom deviznog kursa u periodu od 1975-2000. godine. Autori su posmatrali ponašanje deviznih rezervi naglašavajući da promene deviznih rezervi kod ublažavanja fluktuacija deviznog kursa treba da budu slučajno raspoređene oko nule, dok kod targetiranja deviznog kursa promene deviznih rezervi treba da budu istrajne u smislu da je npr. kupovina strane valute praćena sa nekoliko sukcesivnih kupovina, i obrnuto. Empirijsko istraživanje zemalja sa režimom slobodnog odnosno čistog fluktuiranja je potvrdilo da čak 77% *de jure* slobodno fluktuirajućih režima predstavljaju *de facto* targetiranje deviznog kursa, 10% intervencija ublažava fluktuacije deviznog kursa, a svega 13% beleži jednakost *de jure* i *de facto* režima odnosno najpribližniji su udžbeničkom modelu fluktuirajućeg kursa sa veoma retkim upotrebama deviznih rezervi. Situacija kod zemalja sa režimom upravljanog fluktuiranja je takođe zapanjujuća, jer se utvrdilo da 89% *de jure* upravljanog fluktuiranja *de facto* targetiranje deviznog kursa, dok preostalih 11% interveniše u cilju ublažavanja fluktuacija.

Centralna banka interveniše tako što prodaje stranu/domaću valutu kako bi podmirila veću tražnju za stranom/domaćom valutom na deviznom tržištu čime smanjuje/povećava devizne rezerve.

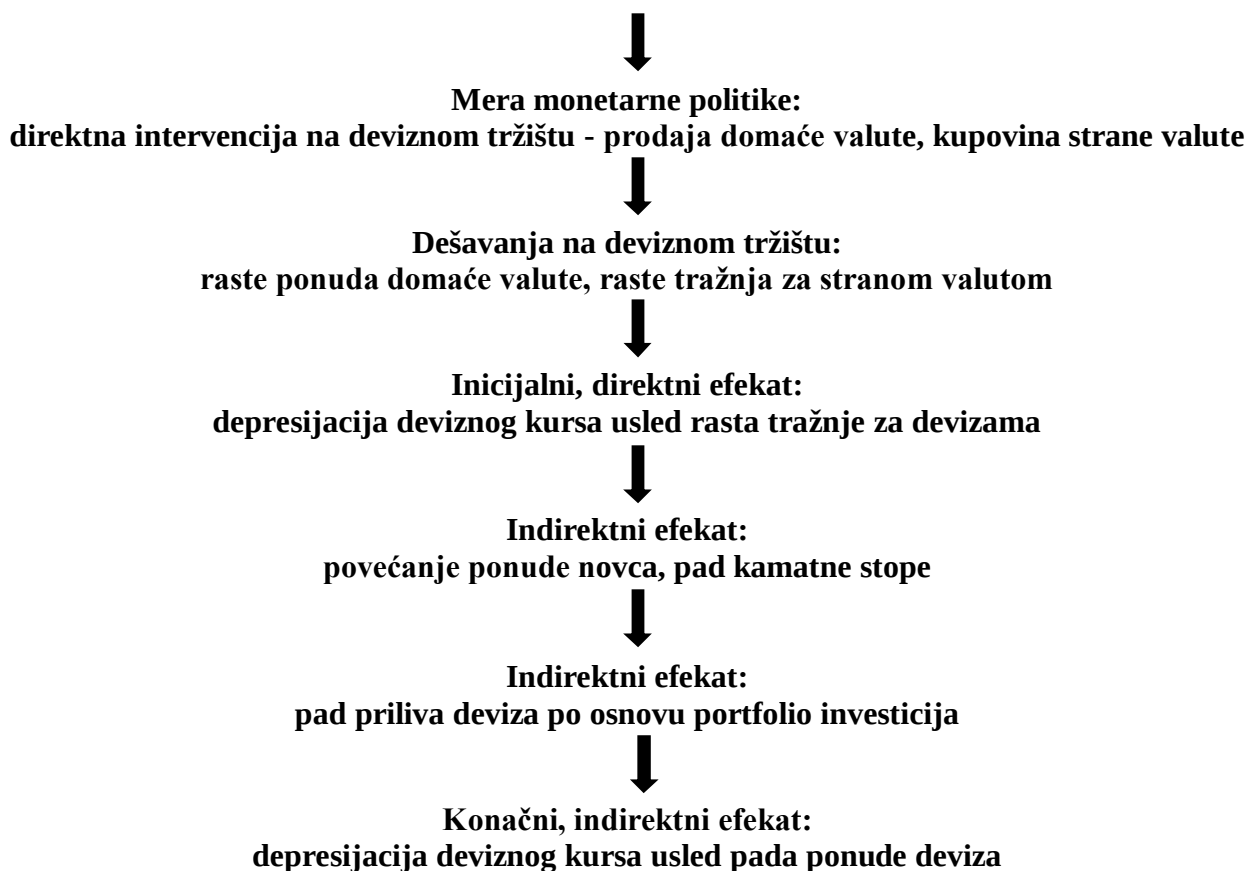
Sekundarni, indirektni efekat direktnog upravljanja fluktuacijama deviznog kursa predstavlja promena domaće ponude novca. Ukoliko centralna banka prodaje domaću valutu, a kupuje stranu, doći će do povećanja domaće ponude novca na isti način kao i kod operacija na otvorenom tržištu kada centralna banka kupuje hartije od vrednosti. Jedina razlika je što u slučaju

intervencija na deviznom tržištu, centralna banka kupuje stranu valutu (aktivu), u slučaju operacija na otvorenom tržištu kupuje domaću valutu (aktivu odnosno hartiju od vrednosti).

Mehanizam uticaja na depresijaciju deviznog kursa: Direktni i indirektni efekti

Ukoliko centralna banka kupuje stranu, a prodaje domaću valutu na deviznom tržištu, u nameri da utiče na depresijaciju deviznog kursa, u isto vreme povećava i ponudu novca. Veća ponuda novca smanjuje kamatnu stopu, smanjujući prinos inostranim portoflio investitorima na hartije od vrednosti denominovanih u domaćoj valuti. Pad kamatne stope izaziva depresijaciju deviznog kursa zbog pada priliva deviza po osnovu gubitka interesovanja (zbog niže kamatne stope odnosno manjeg prinosa) inostranih investitora za ulaganje u domaće hartije od vrednosti. U osnovi, indirektni, konačni efekat je isti kao i direktni, inicijalni efekat. Sledi uzročno-posledični lanac transmisije usled namere monetarne vlasti da intervencijama na deviznom tržištu utiče na depresijaciju deviznog kursa.

Šema 2: Namera: izazivanje depresijacije deviznog kursa:



Efekti direktne intervencije centralne banke na deviznom tržištu u nameri da izazove depresijaciju deviznog kursa ne zaustavljaju se na inicijalnoj depresijaciji deviznog kursa. Naime, sekundarni, indirektni efekat je još jača depresijacija deviznog kursa koja je izazvana promenom ponude novca i kamatne stope na domaćem tržištu novca.

Sekundarni, indirektni efekti intervencije centralne banke.

Kao posledica pada kamatne stope, aktiva denominovana u domaćoj valuti postaje manje atraktivna usled nižeg prinosa, te se smanjuje priliv portfolio kapitala za ulaganje u hartije od vrednosti u domaćoj valuti. Smanjeni priliv inostranog kapitala usled demotivisanosti ulaganja u domaću valutu reflektuje se kao dodatno smanjenje ponude deviza.

Konačni efekti direktne intervencije na deviznom tržištu usmerene ka izazivanju depresijacije deviznog kursa su, sa jedne strane, depresijacija deviznog kursa kao željeni ishod, a s druge strane, pad kamatne stope, rast nivoa ekonomske aktivnosti i cena (neželjeni ishodi po unutrašnju ravnotežu). Depresijacija deviznog kursa trebalo bi da popravi stanje u tekućem bilansu, tačnije, bilansu roba i usluga. Dakle, monetarna vlast je intervencijom na deviznom tržištu otkupljivanjem strane i povećanjem ponude domaće valute, izazvala promene na domaćem tržištu novca (ponuda novca i kamatna stopa) koje su uzrokovale promene agregatne tražnje, odnosno, interne i eksterne ravnoteže. Ukoliko monetarna vlast dozvoli reperkusije intervencija na deviznom tržištu na domaće tržište novca, neminovno se suočava sa inflatornim pritiscima sa strane agregatne tražnje što je suprotstavljeno njenom primarnom i finalnom cilju. Da bi sprečila prelivanje depresijacije deviznog kursa na inflaciju, odnosno prelivanje efekata sa deviznog na domaće tržište novca, centralna banka mora neutralisati efekte na domaćem tržištu novca. Drugim rečima, mora se sterilisati povećanje domaće likvidnosti i pad kamatne stope na tržištu novca.

Uzročno-posledični lanac transmisije usled namere monetarne vlasti da intervencijama na deviznom tržištu utiče na depresijaciju deviznog kursa.

Ukoliko je namera monetarne vlasti da izazove apresijaciju deviznog kursa, preduzima meru u pravcu prodaje strane valute, a otkupa domaće valute. Pomenutom merom, centralna banka povećava ponudu deviza, odnosno, smanjuje ponudu domaće valute. Na deviznom tržištu, opisana kretanja izazivaju jačanje vrednosti domaće valute, odnosno, apresijaciju deviznog kursa. Apresijacija deviznog kursa je željeni, inicijalni i direktni efekat, ali transmisija intervencije na deviznom tržištu se ne završava sa ovim efektom. Pored porasta ponude deviza, smanjila se ponuda domaće valute uz rast kamatne stope. Promenjena novčana masa i kamatna stopa su indirektni efekti direktnog „upravljanja” fluktuacijama deviznog kursa. Rast kamatne stope privlači portfolio kapital usled većeg prinosa, što dalje uzrokuje apresijaciju deviznog kursa. Sekundarna, indirektna apresijacija deviznog kursa je konačni ishod namere monetarne vlasti da ojača vrednost domaće valute.

Ukoliko se pretpostavi namera monetarne vlasti da izazove apresijaciju deviznog kursa, otkupljivaće se domaća valuta i istovremeno povećati ponuda inostrane valute. Drugim rečima, povećava se ponuda deviza, čime se ravnotežna tačka pomera na novi, viši nivo u kojem je devizni kurs snižen na neki niži nivo, a količina deviza na deviznom tržištu povećana. Devizni kurs se pomerio naniže, odnosno, apresirao je usled povećane ponude deviza na deviznom tržištu. Monetarna politika utiče i na agregatnu tražnju i u ovom slučaju, izazivajući apresijaciju deviznog kursa. Pad agregatne tražnje usledio je usled pada neto-izvoza. Izvoz se smanjuje jer apresijacija kursa pogoršava konkurentnost izvoznog sektora, a uvoz raste jer uvozni proizvodi pojeftinjuju. Pad agregatne tražnje izaziva i pad nivoa cena sa ravnotežnog nivoa na novi nivo, kao i opadanje autputa sa ravnotežnog nivoa na neki niži nivo. Znači, namera monetarne politike da izazove apresijaciju deviznog kursa pored primarnog efekta (uticaj na pad deviznog kursa odnosno jačanje domaće valute) izazvala je i sekundarne efekte na nacionalnu ekonomiju i to pad nivoa cena i ekonomske aktivnosti. Pomenuta intervencija u smislu prodaje inostrane i otkupa domaće valute ima krajnje efekte po nacionalnu ekonomiju kao i restriktivna monetarna politika (podizanje referentne kamatne stope).

Efekti direktne intervencije centralne banke na deviznom tržištu sa svrhom podsticanja apresijacije deviznog kursa ne zaustavljaju se na inicijalnoj apresijaciji. Naime, sekundarni,

indirektni efekat je još jača apresijacija deviznog kursa koja je izazvana promenom ponude novca i kamatne stope na domaćem tržištu novca.

U preseku ponude i tražnje za novcem nalazi se ravnotežna tačka, odnosno, ravnotežni nivo kamatne stope i količine domaće valute u opticaju. U nameri da utiče na kretanje deviznog kursa naniže, monetarne vlasti smanjuju ponudu domaće valute povećavajući ponudu strane valute. Sa jedne strane, centralna banka prodaje devize i povećava ponudu deviza. Povećanjem ponude deviza se ravnotežna tačka pomera na novi nivo, devizni kurs opada sa ravnotežnog nivoa na niži nivo, dok se količina deviza na deviznom tržištu povećava. S druge strane, centralna banka prodajući devize smanjuje količinu domaće valute u opticaju, što predstavlja smanjenje domaće ponude novca.

Sekundarni, indirektni efekti intervencije centralne banke

Kao posledica rasta kamatne stope, aktiva denominovana u domaćoj valuti postaje atraktivnija usled višeg prinosa, te se povećava priliv portfolio kapitala za ulaganje u hartije od vrednosti u domaćoj valuti. Povećani priliv kapitala, usled veće motivisanosti ulaganja u domaću valutu, uočava se kao dodatno povećanje ponude deviza na deviznom tržištu. Ravnotežna tačka se pomera na niži nivo. Nova ravnotežna tačka oslikava konačno pomeranje, tačnije rast, ponude deviza i još veću apresijaciju deviznog kursa. Kurs se ne zaustavlja na tom nivou već opada još više. Ujedno, količina deviza na deviznom tržištu se i dalje povećava.

Konačni efekti direktne intervencije na deviznom tržištu usmerene ka izazivanju apresijacije deviznog kursa su, sa jedne strane, apresijacija deviznog kursa kao željeni ishod, a s druge strane rast kamatne stope, pad nivoa ekonomske aktivnosti i cena (neželjeni ishodi po unutrašnju ravnotežu). Dakle, monetarna vlast je intervencijom na deviznom tržištu otkupljivanjem domaće i povećanjem ponude inostrane valute, izazvala promene na domaćem tržištu novca (ponuda novca i kamatna stopa) koje su uzrokovale promene agregatne tražnje odnosno interne i eksterne ravnoteže. Ukoliko monetarna vlast dozvoli reperkusije intervencija na deviznom tržištu na domaćem tržištu novca, neminovno se suočava sa deflatornim pritiscima sa strane agregatne tražnje. Da bi sprečila preliivanje apresijacije na realnu ekonomiju (recesione tendencije),

odnosno prelivanje efekata sa deviznog na domaće tržište novca, centralna banka mora neutralisati efekte na domaćem tržištu novca. Drugim rečima, mora se sterilisati smanjenje domaće likvidnosti i rast kamatne stope na tržištu novca.

Razlika između direktnog i inicijalnog efekta kojeg je centralna banka želela postići i indirektnog i konačnog efekta koji centralna banka nije imala nameru da ostvari, jeste u **vremenu delovanja**. Što se tiče vremena delovanja, direktni efekat se postiže praktično odmah, sa „ulaskom” centralne banke na devizno tržište jer se time trenutno menja odnos ponude i tražnje za devizama. S druge strane, indirektni i konačni efekat zahteva određeni vremenski period (docnju) od nekoliko dana do nekoliko nedelja, jer podrazumeva transmisiju kroz promenu ponude novca i kamatne stope.

Sterilizacija intervencija na deviznom tržištu

Intervencije na deviznom tržištu ostavljaju direktne posledice na novčanu masu i to u odnosu 1:1. U osnovi, postoji stav da intervencije na deviznom tržištu nisu nezavisni instrument centralne banke jer direktno utiču na novčanu masu odnosno kamatnu stopu. Kupujući i prodajući stranu valutu, centralna banka kreira i povlači novac iz optičaja, te je efekat isti kao kod operacija na otvorenom tržištu s tim da se u operacijama na otvorenom tržištu koristi domaća valuta, dok se u intervencijama na deviznom tržištu koristi strana valuta. Ali, efekat na monetarnu bazu je isti, i iz tog razloga se nesterilizovana intervencija na deviznom tržištu izjednačava sa operacijama na otvorenom tržištu. U slučaju sprečavanja apresijacije (depresijacije) povećava (smanjuje) se domaća likvidnost kao i u slučaju ekspanzivne (restriktivne) monetarne politike.

Bilo koja prodaja odnosno kupovina aktive centralne banke, domaće ili inostrane, rezultira ekvivalentnom promenom monetarne baze (pasive, obaveza centralne banke) što je prikazana identitetom (2). Prema tome:

$$(2) \Delta MB = \Delta FA + \Delta DA.$$

MB je monetarna baza, odnosno, depoziti poslovnih banaka i novac u optičaju. Aktiva u stranoj valuti obeležena je sa FA, dok je aktiva u domaćoj valuti obeležena sa DA. Promena FA ili DA direktno podrazumeva i promenu MB, posledično i kamatnih stopa. Na primer, ukoliko centralna

banka interveniše u smislu sprečavanja skoka deviznog kursa (depresijacije), tada prodaje stranu valutu $FA\downarrow$, povlačeći deo domaće valute iz opticaja što implicira i smanjenje monetarne baze $\downarrow MB$. Pomenuta intervencija u smeru ograničavanja depresijacije deviznog kursa nije sterilizovana jer rezultira smanjenjem novčane mase. Ukoliko centralna banka nastoji da eliminiše efekat direktne intervencije na deviznom tržištu (prodaje strane valute) na monetarnu bazu (smanjenje monetarne baze) potrebno je da promeni domaću aktivu u suprotnom smeru (da poveća domaću aktivu $\uparrow DA$). Ili:

$$(3) \Delta FA = - \Delta DA.$$

U slučaju smanjenja monetarne baze usled intervencija na deviznom tržištu (prodaje devizne aktive), centralna banka nastoji da poveća kredite domaćem bankarskom sistemu kupujući kratkoročne hartije od vrednosti od poslovnih banaka kreirajući dodatnu likvidnost. Centralna banka prodaje domaću aktivu, povećavajući monetarne obaveze (pasivu) na nivo koji je postojao pre intervencija.

Promena deviznih rezervi (neto devizne aktive) podrazumeva istovremenu i jednaku promenu monetarne baze, odnosno, pod uticajem intervencija na deviznom tržištu menja se i kratkoročna kamatna stopa kao operativni target centralne banke. Ukoliko centralna banka želi da održi nezavisnost operativnog targeta mora izolovati direktne efekte intervencija na deviznom tržištu. Neutralisanje efekata intervencija na deviznom tržištu po novčanu masu i kratkoročnu kamatnu stopu vrši se sterilizacijom, otuda pojam sterilizovane intervencije na deviznom tržištu. U najvećem broju slučajeva, centralne banke koriste sterilizovane intervencije na deviznom tržištu u nameri da promenu neto devizne aktive neutrališu ekvivalentnom promenom neto domaće aktive da bi se novčana masa vratila na inicijalni nivo. U pomenutom kontekstu je veoma bitna razlika između sterilizovanih i nesterilizovanih intervencija na deviznom tržištu. Nesterilizovane intervencije imaju isti efekat kao domaće monetarne operacije uz promenu novčane mase i posledično kamatne stope, pa se mogu smatrati alternativom promene kamatne stope. Nasuprot tome, sterilizovane intervencije predstavljaju poseban instrument monetarne politike jer se njima utiče na devizni kurs, dok novčana masa, posledično i kamatna stopa, ostaju nepromenjeni. Sterilizacija se obično vrši istovremeno sa intervencijom na deviznom tržištu ili uz veoma kratki

vremenski pomak. Sterilizovane intervencije podrazumevaju promene neto devizne aktive u odnosu na neto domaću aktivu, što je izraženo identitetom 4 kao:

$$(4) \Delta NFA + \Delta NDA = \Delta MB = 0.$$

Ključan momenat sterilizacije je navedeni identitet (4) koji ukazuje da monetarna baza, nakon intervencija na deviznom tržištu (promena neto devizne aktive, ΔNFA), treba da ostane nepromenjena ($\Delta MB=0$) zahvaljujući ekvivalentnim i suprotno-smernim promenama neto domaće aktive (ΔNDA) izazvanim operacijama na otvorenom tržištu.

Najčešći način identifikacije sterilizovanih intervencija na deviznom tržištu je izračunavanje koeficijenta sterilizacije ocenom regresione relacije u identitetu (5):

$$(5) \Delta NDA_t = \alpha_1 + \beta_1 \Delta NFA_t + \beta_2 \Delta NDA_{t-1} + \epsilon_t.$$

NDA je neto domaća aktiva, NFA neto devizna aktiva, oznaka Δ promena varijable, NDA t-1 neto domaća aktiva sa jednom docnjom ili kašnjenjem kako bi se uključili drugi uticaji na NDA osim efekta sterilizacije. Jednačina se ocenjuje OLS (obični najmanji kvadrati) metodom.

Hufner (2004) je na primeru razvijenih zemalja (Velike Britanije, Švedske, Australije, Novog Zelanda i Kanade) koje primenjuju strategiju inflacionog targetiranja istražio sterilizaciju intervencija na deviznom tržištu. Autor primenjuje mesečne vremenske serije neto devizne i domaće aktive u periodu 1990:01-2001:11 i ocenjuje klasični linearni regresioni model uz ocenu parametara na bazi metoda običnih najmanjih kvadrata. Rezultati istraživanja ukazuju da istražene razvijene zemlje u periodu targetiranja inflacije sterilišu preko 70% (Australija, Švedska) do 100% promena novčane mase indukovanih promenama nivoa deviznih rezervi.

Takođe, Bofinger i Wollmershauser (2001a) koriste sličan identitet da bi ocenili koeficijent sterilizacije. Suština je ista u smislu ocene koeficijenta uz promenu neto devizne aktive koji bi trebao biti -1 ukoliko je sterilizacija potpuna. Razlika u odnosu na konvencionalni model je isključenje konstante i uklanjanje promena neto domaće aktive kako bi se „uhvatili“ drugi efekti

od uticaja na neto domaću aktivu pored sterilizacione politike centralne banke. Istražujući sterilizaciju intervencija na deviznom tržištu uz pomoć mesečnih vremenskih serija na primeru zemalja sa *de jure* fluktuirajućim režimom, a *de facto* targetiranjem kursa, autori dolaze do nalaza da 10 odnosno 19 (27) zemalja sterilišu više od 90% (70%) uticaja intervencija na monetarnu bazu.

Kao što je napred ukazano, intervencije na deviznom tržištu imaju i indirektni, propratni efekat u izrazu promene domaće ponude novca i kamatne stope. Međutim, jasno je da promena kamatne stope utiče i na stopu inflacije, koja je finalni i primarni cilj monetarne vlasti. U tom smislu, potrebno je „odseći“ indirektni deo transmisije intervencija na deviznom tržištu, jer indirektni efekti ugrožavaju ključni cilj svake centralne banke – održavanje nivoa cena stabilnim. Čak i u slučaju razvijenih ekonomija koje pored cenovne stabilnosti određenu pažnju posvećuju i drugim ciljevima (na primer, rastu BDP ili niskoj nezaposlenosti), promena kamatne stope utiče i na druge bitne indikatore, pored stope inflacije. Imajući u vidu da je primarni cilj monetarnih vlasti ipak cenovna stabilnost ili ostvarivanje niske stope inflacije, namera monetarnih vlasti da izazove slabljenje domaće valute odnosno depresijaciju deviznog kursa putem intervencija na deviznom tržištu, može ugroziti pomenuti primarni cilj. Jer, jasno je da depresijacija podrazumeva i povećanje ponude novca odnosno pad kamatne stope i da je isto još više pojačano sekundarnim, indirektnim efektima. Da bi se predupredio uticaj slabljenja domaće valute (depresijacije deviznog kursa) na rast inflacije, centralna banka mora sterilisati višak domaće ponude novca izazvan direktnom intervencijom na deviznom tržištu.

Ipak, određene činjenice idu u prilog moguće efikasnosti sterilizovanih intervencija na deviznom tržištu. Ukoliko centralna banka vrši *značajnu intervenciju na deviznom tržištu u kratkom vremenskom periodu*, promeniće se ponuda i tražnja za domaćom odnosno stranom valutom što će imati trenutni efekat na kurs u danima oko intervencije. Efekat na kurs je trenutni i privremen. Postoji mogućnost i trajnijeg efekta ukoliko intervencije navedu investitore da *promene očekivanja* u vezi sa kretanjem deviznog kursa. Centralna banka koja želi da promeni očekivanja neće objaviti sterilizovanu intervenciju, već samo intervenciju na deviznom tržištu, dok će neutrališuće efekte putem operacija na otvorenom tržištu prikriti. U tom slučaju, investitori mogu očekivati pad kursa odnosno jačanje domaće valute ukoliko centralna banka interveniše prodajom

strane valute i u skladu sa tim uverenjem mogu prilagoditi svoja očekivanja (vršiti pritisak na pad deviznog kursa). Prema tome, trajniji uticaj na očekivanja investitora, a samim tim i na kretanje deviznog kursa, moguć je samo u slučaju „skrivena sterilizacije”. Naravno, jačina promene kursa, ukoliko se desi, će sigurno biti manja nego u slučaju nesterilizovanih intervencija na deviznom tržištu.

4. Devizni kurs i devizno tržište u Republici Srbiji (SR Jugoslaviji) u 1990-tim godinama

4.1 Organizacija tržišta SR Jugoslavije u 1990-tim

Ulaskom u poslednju deceniju 20 veka stanje na domaćem deviznom tržištu postalo je dramatično. Nesklad između zvaničnog i ravnotežnog odnosno realnog deviznog kursa nacionalne valute bio je sve više izražen, a nestašica deviza sve veća. Međubankarski sastanak Jedinstvenog deviznog tržišta SR Jugoslavije sveo se u tom trenutku na intervencije Narodne banke SR Jugoslavije samo za specijalne namene:

1. otplate ino-kredita,
2. uvoz lekova i sirovina za lekove,
3. saobraćaj sa inostranstvom,
4. uvoz neophodnih sirovina i repromaterijala koji se ne proizvode u zemlji.

Uvođenje sankcija Ujedinjenih nacija SR Jugoslaviji potpuno je paralisalo rad domaćeg deviznog tržišta. Izvestan period gotovo da je zamrla bilo kakva zvanična trgovina inostranim sredstvima plaćanja u zemlji.

Novim stabilizacionim programom² Savezne vlade, u kojem je centralno monetarno sidro predstavljao paritet 1 DIN : 1DEM, domaće devizno tržište ponovo počinje sa radom³. Obzirom na izolovanost od svetskih finansijskih tokova, skroman nivo deviznih odnosno monetarnih

² Datum uvođenja stabilizacionog programa Savezne vlade - 24.01.1994.g..

³ Datum održavanja prvog međubankarskog sastanka - 01.03.1994.g.

rezervi, prinudno korišćenje polulegalnih kanala za obavljanje platnog prometa sa inostranstvom, domaće devizno tržište je funkcionisalo iznad očekivanja privrednih subjekata.

U tom periodu, devizno tržište SR Jugoslavije funkcionisalo je, prvenstveno kroz instituciju Međubankarskog sastanka jedinstvenog deviznog tržišta SR Jugoslavije u organizaciji Narodne banke SR Jugoslavije. Zakon je, takođe, dozvoljavao funkcionisanje deviznog tržišta kroz transakcije između ovlašćenih banaka izvan međubankarskog sastanka (centralnog mesta), između ovlašćenih banaka i sektora privrede kao i transakcije sa sektorom stanovništva.⁴ Međutim, infrastruktura domaćeg deviznog tržišta izvan međubankarskog sastanka, zbog precenjenog zvaničnog deviznog kursa dinara, funkcionisala je samo sporadično.⁵

Noseći stub nacionalnog deviznog tržišta, svakako je bio Međubankarski sastanak jedinstvenog deviznog tržišta SR Jugoslavije (MBSJDTYU). To je predstavljalo vrstu simulacije devizne berze tradicionalnog tipa, u organizaciji NBYU. Članice MBSJDTYU bile su poslovne banke sa velikim ovlašćenjima i NBYU. Članice su se svakodnevno sastajale na tačno utvrđenom mestu (*meeting place*) u tačno utvrđeno vreme.⁶

Ključno mesto na MBSJDTYU imala je svakako, NBYU u čijoj se organizaciji sastanak i odvijao. Centralna banka na MBSJDTYU ima sledeće uloge:

1. organizacionu,
2. kontrolnu,
3. interventnu.

1. *Organizaciona uloga NBYU*: Sastojala se u pripremi i vođenju međubankarskog sastanka deviznog tržišta, participaciji članstvom u Mešovitoj komisiji MBSJDTYU, kao i pružanju tehničkog servisa.

⁴ Najčešće slučajevi neposrednog prometa inostranim valutama.

⁵ Navedeni tržišni segmenti, po oficijelnom deviznom kursu dinara, su funkcionisali:

1. neposredno po uvođenju stabilizacionog programa, period do juna 1994.g.
2. kao i neposredno nakon devalvacije dinara, novembar 1995.g. (1 DEM : 3,3 DIN).

⁶ Tačno utvrđeno mesto (centralno mesto) su bile prostorije NBYU, tačno utvrđeno vreme 11 časova.

2. *Kontrolna uloga NBYU*: Sastojala se u davanju sugestija za propisivanje uslova za nastup na MBSJDTYU, davanju ovlašćenja poslovnim bankama za nastup na njemu kao i uskraćivanju prava nastupa odnosno oduzimanju velikog ovlašćenja. Operativni sektor deviznih poslova u NBYU sprovodio je kontrolu ispravnosti propisane dokumentacije koju banke članice prilažu uz zahteve za kupovinu deviza odnosno inostranih valuta. NBYU pored kontrole priložene dokumentacije kontrolisala je banke članice i u pogledu zadovoljenja postavljenih kriterijuma za nesmetan rad ovlašćenih banaka na MBSJDTYU. Kriterijumi su sledeći:

1. obezbeđena dinarska sredstva u iznosu obima traženih deviznih sredstava i ino-valuta,
2. adekvatan nivo dnevne i mesečne likvidnosti,⁷
3. upotreba kupljenih deviznih sredstava i ino-valuta u tražene svrhe.

Posebnu pažnju NBYU posvećivala je kontroli ukupne devizne pozicije nacionalne ekonomije (devizne likvidnosti zemlje). Kontrolu je sprovodila dnevnim sakupljanjem i ažuriranjem deviznih pozicija poslovnih banaka sa velikim i srednjim ovlašćenjem. Devizne pozicije poslovnih banaka uključivale su sledeća sredstva:

1. devizna potraživanja na zamrznutim računima (3.100) u inostranstvu,
2. devize na disponibilnim (aktivnim, tzv. prohodnim) računima,
3. devize na nerezidentnim računima, kod domaćih banaka u zemlji,
4. inostrane valute u trezorima poslovnih banaka.

3. *Interventna uloga NBYU*: U "normalnim" uslovima sastojala se u usklađivanju ponude i tražnje za devizama, kako bi se održao fiksirani devizni kurs (1 DEM : 1 DIN), centralno monetarno sidro programa stabilizacije. Međutim, najvećim delom ova uloga se svodila na permanentnu prodaju deviza i ino-valuta iz retencione kvote i deviznih rezervi. Nasuprot tome, NBYU, vrlo retko je bila u prilici da se nađe u ulozi kupca. Naime, banke članice ustupale su svoje "pozicije" ili "ino-valutni keš" samo kada su na to bile "primorane", a i tada su insistirale da to bude u vidu

⁷ Praksa beleži paradoksalne situacije da su pojedine poslovne banke ponekad podnosile dnevne zahteve za otkup deviza koji su značajno prevazilazili dnevnu dinarsku likvidnost banke.

kratkoročne pozajmice.⁸ Centralna monetarna vlast uporno pokušava da ostvari "kakav, takav reciprocitet u kupoprodaji ino-sredstava plaćanja, sa bankama članicama, ali uglavnom bez uspeha.

Mešovita komisija Međubankarskog sastanka jedinstvenog deviznog tržišta SR Jugoslavije (MKMBSJDT) imala je ključnu ulogu u distribuciji deviza i ino-valuta, na interbankarskom sastanku. Sastav komisije sačinjavali su, pored predstavnika NBYU, predstavnici Ministarstva privrede i Ministarstva zdravlja. MKMBSJDTYU je redovno pregledala ažuriranu dokumentaciju o podnosiocima zahteva i nameni zahtevanih sredstava, te davala naloge deviznom sektoru NBYU za sastavljanje interventne liste. Interventnu listu komisija je formirala u zavisnosti od: ukupne devizne pozicije nacionalne privrede, usklađenosti tokova priliva i odliva inostranih valuta, nivoa nacionalnih deviznih rezervi kao i prioriteta u nacionalnim ekonomskim interesima.

Banke članice na MBSJDTYU pojavljivale su se motivisane ostvarivanjem provizije po osnovu kupovine deviza odnosno ino-valuta po nalogu njihovih redovnih komitenata (regular consumers). Dosta retko banke članice su kupovale u svoje ime i za svoj račun.⁹ Visina provizije varirala je od 1% (obično velike državne banke) do 3% (najčešće male privatne banke).¹⁰

Ostali učesnici: U ovu grupu su spadali redovni klijenti banaka - članica. Na MBSJDTYU su se pojavljivali posredno preko ovlašćenih poslovnih banaka. Ovu grupaciju su sačinjavali:

1. spoljnotrgovinske kuće,
2. krajnji korisnici otkupljenih deviznih sredstava i ino-valuta,
3. sektor stanovništva.

⁸ Banke članice su bile prinuđene na ustupanje sopstvenih deviznih sredstava i "ino-keša", obično, kada su bile nelikvidne ili kada nisu mogle da, u predviđenom roku, opravdaju prethodne kupovine da ne bi bile "uklonjene" sa MBSJDTYU. Naime, poslovne banke su najčešće pristajale da NBYU ustupe svoje devize i ino-valute sa pravom reotkupa (30 do 60 dana. Pravo reotkupa tada je regulisala "ODLUKA O USLOVIMA I NAČINU INTERVENCIJE NBYU NA MBSJDTYU" objavljena u "Sl.l. SRJ 47/94, 57/94".

⁹ Razlog zbog kojeg su banke članice vrlo retko kupovale sredstva na MBSJDTYU za svoje potrebe, nije njihov sopstveni izbor, već činjenica da su se njihove potrebe retko nalazile na listi prioriteta.

¹⁰ Prosečne provizije na neregulisanim deviznim tržištima izražavaju se u promilima.

1. *Spoljnotrgovinske kuće*: predstavljale su nezaobilaznu kariku u funkcionisanju domaćeg deviznog tržišta. Iz domena poslova na nacionalnom deviznom tržištu, na sebe su preuzimale, prikupljanje (obezbeđivanje) i kompletiranje potrebne dokumentacije, tj. odnos sa ministarstvima i drugim nadležnim državnim autoritetima. Ponekad su pružale i servis za iznošenje ino-valuta, otkupljenih na MBSJDYU, izvan zemlje¹¹, kao i likvidaciju ino-potraživanja¹² sa sopstvenih (prohodnih) računa u inostranstvu.

2. *Krajnji (finalni) korisnici*: Ovaj stratum su sačinjavale, najčešće, firme iz domena proizvodnje, preduzeća uslužnih delatnosti nešto ređe, kao i javne ustanove i medicinski centri. Njihova uloga uglavnom se svodila na obezbeđenje dinarske protivvrednosti za zahtevane devizne iznose. Uvoz su vrlo retko organizovali u sopstvenoj režiji, uglavnom ga prepuštajući, kadrovski osposobljenim i tehnički opremljenim, spoljnotrgovinskim kućama. Ukoliko su ga ipak sami organizovali i realizovali, ovlašćenim bankama su se obraćali u obliku "zahteva" za potrebnim deviznim sredstvima, za koja su prethodno pribavili pozitivno mišljenje nadležnih ministarstava.

3) *Sektor stanovništva*: u ulozi tražioca deviza i ino-valuta javljao se, samo izuzetno, najčešće po osnovu učinjenih troškova za lečenje u inostranstvu. Troškovi lečenja u inostranstvu su stavka koje je bila izuzeta od sankcija UN, pa su stoga u ove svrhe, NBYU odnosno poslovne banke mogle koristiti sredstva sa "zamrznutih" (blokiranih) računa u inostranstvu.

4) *Ministarsva za privredu i zdravstvenu zaštitu*: imala su veliku ulogu u funkcionisanju domaćeg deviznog tržišta kroz instituciju MBSJDYU. Od njihove procene zavisilo je da li će zahtev za otkup deviza, privrednog subjekta ili drugog učesnika, biti uopšte razmatran od strane MKMBSJDYU.¹³ Ministarsva su predstavljala "spoljašnji filter", na čije je preporuke MKMBSJDYU, uglavnom, pozitivno reagovala, posebno u periodu do jula 1994.g. Usled sve većih zahteva za otkup deviznih sredstava iz potencijala NBYU (u uslovima vrlo atraktivnog zvaničnog fiksiranog deviznog kursa dinara), a s druge strane, sve manjeg deviznog priliva, NBYU sve više se opirala "predimenzioniranim" kvotama koje su dozvoljavale kroz (kroz formu

¹¹Inostrana sredstva plaćanja u kešu, u redovnom carinskom postupku, iznosile su poslovne banke i spoljnotrgovinske kuće, uz dozvolu NBYU.

¹²Izvršenje plaćanja ino-poveriocu za račun krajnjeg korisnika.

¹³ Procena nadležnih saveznih ministarstava davala se na zvaničnom obrascu, u formi dozvole.

pozitivnih mišljenja) institucije nadležnih saveznih ministarstava. Zbog zategnutosti na relaciji savezna ministarstva NBYU rezultirala je sve restriktivnijom politikom MKMSJDTYU, tj. "skraćenom dnevnom interventnom listom. Prodaja deviznih sredstava i ino-valuta postajala je, sve više, kompromis NBYU i nadležnih saveznih ministarstava.¹⁴ Aktivna uloga nadležnih saveznih ministarstava, u funkcionisanju institucije NBSJDTYU potpuno prestaje novembra 1995.g.

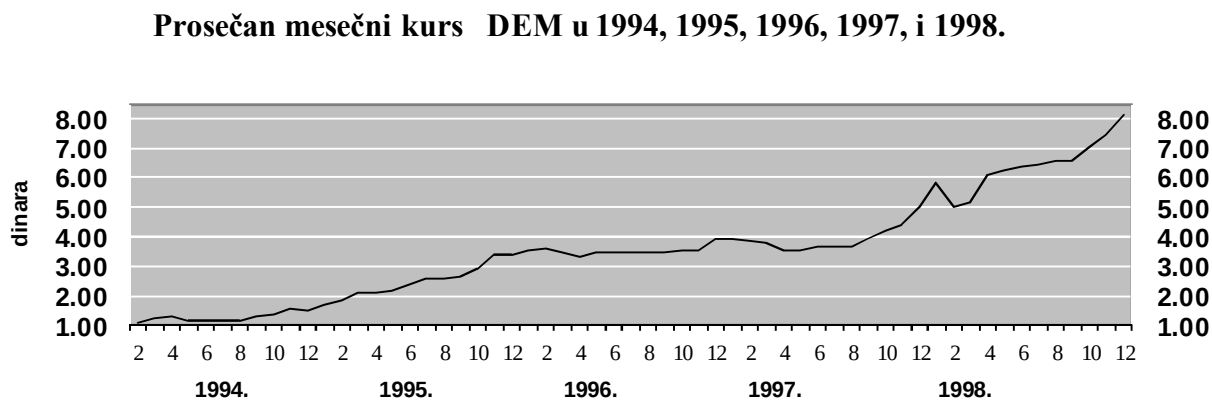
4.2 Odnos zvaničnog deviznog kursa dinara sa deviznim kursem na sivom deviznom tržištu u 1990-tim

Aktuelni paralelni tržišni mehanizam, koji je funkcionisao kao značajan segment domaćeg deviznog tržišta u SR Jugoslaviji tokom perioda tranzicije, mogao se prepoznati kao sivo devizno tržište. Naime, zbog nemoći Savezne vlade i NBYU da zadovolje efektivnu tražnju za inostranim sredstvima plaćanja, na nivou zvaničnog deviznog kursa dinara, trgovina ovim vrednostima na ilegalnom tržištu uglavnom nije sankcionisana.

U prvom periodu, po uvođenju stabilizacionog programa Savezne vlade (prva polovina 1994.g.), ilegalne trgovine devizama i ino-valutama, gotovo da nije ni bilo. NBYU je intervenisala, za potrebe privrede i zdravstva, gotovo u obimu podnetih deviznih zahteva, dok ih je stanovništvo, za lične potrebe, moglo kupiti na šalterima poslovnih banaka. Oficijelni devizni kurs nacionalne valute bio je uravnotežen i izjednačen sa sivim deviznim kursem dinara. Međutim, u drugoj polovini 1994.g. dolazi do snaženja privredne aktivnosti i do povećanih potreba za uvozom. NBYU ne uspeva da, na nivou zvaničnog deviznog kursa dinara, zadovolji naraslu efektivnu tražnju za devizama izazvanu stimulativnom ekonomskom politikom Savezne vlade. Implozija uvozne tražnje dovodi do pomeranja ravnotežnog kursa dinara i njegovog odvajanja od zvanično fiksiranog deviznog kursa (faktičkog povećanja cene deviza) čime su stvoreni uslovi za pojavu *crnog odnosno sivog deviznog tržišta*.

¹⁴ Stanje karakteristično za drugu polovinu 1994.g. do novembra 1995.g.

Slika 2: Prosečan mesčni kurs DEM u 1994, 1995, 1996, 1997 i 1998 godini:



Godina	Mesec	Suma	Kraj meseca
1994.	Februar.....	1.05	1.11
	Mart	1.19	1.24
	April.....	1.30	1.30
	Maj.....	1.18	1.18
	Jun	1.18	1.18
	Jul	1.18	1.18
	Avgust.....	1.18	1.19
	Septembar	1.23	1.29
	Oktobar	1.35	1.36
	Novembar.....	1.44	1.57
	Decembar	1.62	1.50
1995.	Januar.....	1.68	1.70
	Februar.....	1.78	1.83
	Mart	1.98	2.10
	April.....	2.10	2.10
	Maj.....	2.16	2.20
	Jun	2.36	2.40
	Jul	2.56	2.60
	Avgust.....	2.60	2.60
	Septembar	2.63	2.65
	Oktobar	2.76	2.95
	Novembar.....	3.18	3.40
	Decembar	3.40	3.40
1996.	Januar.....	3.44	3.50
	Februar.....	3.64	3.60
	Mart	3.53	3.45
	April.....	3.41	3.35

	Maj.....	3.44	3.48
	Jun	3.48	3.48
	Jul	3.46	3.45
	Avgust.....	3.45	3.45
	Septembar	3.45	3.45
	Oktobar	3.46	3.53
	Novembar.....	3.56	3.55
	Decembar	3.78	3.90
1997.	Januar.....	4.01	3.90
	Februar.....	3.98	3.88
	Mart	3.84	3.78
	April.....	3.65	3.55
	Maj.....	3.58	3.55
	Jun	3.61	3.65
	Jul	3.62	3.65
	Avgust.....	3.65	3.65
	Septembar	3.81	3.90
	Oktobar	4.05	4.20
	Novembar.....	4.33	4.40
	Decembar	4.74	5.00
1998.	Januar.....	5.39	5.80
	Februar.....	5.00	5.00
	Mart	5.11	5.13
	April.....	6.12	6.10
	Maj.....	6.20	6.20
	Juni	6.24	6.35
	Juli	6.53	6.45
	Avgust.....	6.49	6.60
	Septembar	6.60	6.60
	Oktobar	6.80	7.05
	Novembar.....	7.31	7.45
	Decembar	8.01	8.15

Uočljivo je, da se u posmatranom periodu, površina koja odslikava raspon između zvaničnog i sivog deviznog kursa dinara, stalno uvećavala. U periodu nakon jula 1994.g. prodajne intervencije NBYU postale su sve ređe i u sve manjim iznosima. Centralna monetarna vlast pokušavala je, na sve načine, da prinudi sektor poslovnog bankarstva da ustupa svoje devizne pozicije po zvaničnom deviznom kursu nacionalne valute. Prvobitno je to činila otvorenim zahtevima (moralnim apelima) da poslovne banke participiraju, najčešće sa 50%, u prodaji zahtevanog deviznog stoka krajnjim korisnicima, svaka za svoje komitente. Zatim pooštavanjem uslova, prema bankama članicama, za održavanjem dnevne likvidnosti. Ukoliko je dnevna likvidnost banke članice bila ugrožena¹⁵, centralna monetarna vlast je insistirala na ustupanju

¹⁵ Smatra se da je tekuća likvidnost poslovne banke ugrožena ukoliko duže od dva dana koristi sredstva obavezne rezerve.

deviznih sredstava NBYU, na određeni vremenski period (60 dana), po zvaničnom kupovnom deviznom kursu na dan prodaje, sa pravom reotkupa.¹⁶

Ovakvo širok raspon između zvaničnog i sivog deviznog kursa dinara, dovodio je do arbitražnih odluka o distribuciji deviza, koje sa logikom deviznog tržišta (logikom funkcionisanja tržišnog mehanizma, uopšte) nisu imale mnogo zajedničkog. Kupovina zahtevanog iznosa deviznih sredstava bila je rezultat arbitražne odluke državnih organa, a ne dejstva tržišnih faktora. Ova činjenica je dovodila do "opasnih podvajanja" u privredi. Privredni subjekti, koji su kupovali devize odnosno ino-valutna sredstva na redovnom MBSJDTYU, bili su u mnogo povoljnijem položaju od ostalih subjekata, koji su iste vrednosti, bili prinuđeni, kupovati na sivom deviznom tržištu, čak i po dva do tri puta većoj ceni. Arbitražna politika je automatski drugu grupaciju dovodila u inferioran položaj poskupljenjem uvoznih inputa, dok su favorizovani sektori postajali konkurentniji zahvaljući dejstvu vantržišnih faktora. Ovakva politika državnih autoriteta, se možda i može braniti na kratak rok¹⁷, ali ona sa sobom nosi, zamagljivanjem kriterijuma rentabilnosti, vrlo ozbiljne posledice po makrosistem na srednji i dugi rok. Selektivan pristup favorizuje pojedine sektore stvarajući iluziju tržišne opravdanosti njihovog postojanja. Krajnji rezultat ogleda se u deformisanoj privrednoj strukturi, suboptimalnoj na unutrašnjem planu i inkompatibilnoj sa međunarodnim okruženjem.

Pored klasičnog primera selektivne preraspodele dohotka preko mehanizma regulisanog deviznog tržišta, ovakva politika raspodele ograničenih deviznih rezervi zemlje dovodila je "izabrane igrače"¹⁸ u priliku da tako stečene devize uopšte i ne upotrebljavaju za uvoz (u svrhu na koju je zvaničan zahtev glasio), već da ih preko kanala sivog finansijskog tržišta upotrebe kao klasičan finansijsko-špekulativni plasman.¹⁹

¹⁶ Pravo reotkupa podrazumeva pravo poslovne banke, da nakon isteka roka (ili čak ranije), otkupi "prodate" (ustupljene) devize od NBYU. Pravo je regulisano: Zakonom o NBYU, Sl.l. 32/93, 41/94. " Pravo reotkupa ovlašćene banke mogu ostvariti, po isteku roka od 30 dana od dana prodaje deviza, ali ne duže od 60 dana.

¹⁷ Mogla se braniti argumentima:

- opstanak velikih privrednih sistema u uslovima izolovanosti od svetskog tržišta
- socijalnim aspektom (zaposlenost stanovništva) i slično.

¹⁸ Misli se na favorizovane sektore privrede.

¹⁹ Primera za ovakve plasmane ima mnogo, pojedina scenarija biće prikazana u poglavlju V.5.

Najveću štetu trpeli su uvoznici koji nisu bili u mogućnosti da podižu svoje ²⁰prodajne cene, a nisu bili u prilici da po zvaničnom deviznom kursu otkupe potrebna devizana sredstva za uvozne sirovine i repromaterijal ili ih supstituišu domaćom proizvodnjom. U neprijatnom položaju su bili i izvoznici koji su u iznosima retencione kvote morali ustupati deo ostvarenog deviznog priliva NBYU po zvaničnom kupovnom deviznom kursu, što je dodatno destimulisalo izvoz. Međutim, izvoznici su bili u prilici da preostali, kao i neprijavljeni deo deviza (zadržan na spoljnim računima), plasiraju preko segmenta domaćeg sivog deviznog tržišta uz vanredno visoke dinarske prihode. Izvozniciima je gotovo svaki izvoz bio isplativ, čak i proizvoda gde nisu zarađivali ni jednu novčanu jedinicu inostrane valute (tzv. izvoz na troškovima proizvodnje), zbog mogućnosti velikih dinarskih zarada u naknadnim finansijskim plasmanima na alternativnom (sivom) segmentu domaćeg deviznog tržišta.

II POGLAVLJE: ANTIINFLACIONA STRATEGIJA

Uvod u II Poglavlje

Među monetarnim ekonomistima, teoretičarima i praktičarima, postoji konsenzus da je primarni cilj monetarne politike postizanje i održavanje stabilnosti cena. Konsenzus se oslanja na četiri ključne tačke u vezi sa delovanjem monetarne politike (Masson, Savastano, i Sharma 1997, Horska 2004):

- Neutralnost novca u srednjem i dugom roku. Povećanje ponude novca uzrokuje momentalno i u istom iznosu povećanje nivoa cena, *ceteris paribus*. Međutim, povećanje ponude novca je neutralno u srednjem, odnosno, dužem roku – monetarna ekspanzija ima dugotrajne efekte samo na nivo cena, ali ne i na autput ili nezaposlenost. Jedina varijabla na koju monetarna politika može da utiče na dugi rok je inflacija;
- Čak i umerene stope inflacije su štetne po ekonomsku efikasnost i rast usled poremećaja u alokaciji ograničenih resursa. Održavanje stabilne i niske inflacije omogućava ostvarenje i

²⁰ Navedeni oblik plasmana devizne pozicije popularno se naziva *šticung*.

ostalnih makroekonomskih ciljeva, stoga stabilnost cena mora imati prioritet u delovanju monetarne politike;

- Novac nije neutralan u kratkom roku. Monetarna politika ima značajan tranzitorni efekat na niz realnih varijabli, uključujući autput i nezaposlenost. U najboljem slučaju je u pitanju imperfektno razumevanje prirode i/ili veličine ovih efekata, vremenskog perioda tokom kog se uticaj manifestuje, kao i mehanizama putem kojih se monetarni impulsi prenose na ostatak ekonomije;
- Monetarna politika deluje sa dugim, neizvesnim, promenljivim vremenskim pomacima, a efektivnost monetarne politike zavisi od trenutne makroekonomske situacije;
- Skretanje od cilja inflacije (*inflationary bias*) može postojati u monetarnim režimima sa punom diskrecijom u postavljanju instrumenata monetarne politike. Diskreciona politika bez kredibilnog obavezivanja monetarnih vlasti ka primarnom cilju cenovne stabilnosti, generiše fenomen „skretanja od cilja inflacije”. Diskrecija i problem kredibiliteta monetarne politike takođe su poznati i kao „problem vremenske nekonzistentnosti” (*time inconsistency problem*). Problem vremenske nekonzistentnosti ili problem kredibiliteta monetarne politike je povezan sa asimetričnim ponašanjem centralne banke u smislu favorizovanja ekspanzivne politike u odnosu na restriktivnu ili sa tendencijom žrtvovanja definisanog targeta (npr. niske stope inflacije) zarad ostvarenja drugih ekonomskih ciljeva (npr. autput, zaposlenost). Režim inflacionog targetiranja pomaže u smanjenju problema koji proizilaze iz diskrecije time što inflaciono skretanje se odnosi na skretanje monetarnih vlasti sa cilja ostvarivanja niske inflacije na neki drugi cilj, obično usmeren ka stimulaciji ekonomskih aktivnosti i nivoa zaposlenosti. Npr. kamatna stopa kao ključni instrument monetarnih vlasti se spušta kako bi se podstakla kreditna odnosno investiciona aktivnost i potrošnja, a posledično i ekonomska aktivnost. ili, spuštanje kamatne stope podstiče slabljenje domaće valute što poboljšava cenovnu konkurentnost izvoznog sektora i posledično uzrokuje veću domaću aktivnost i nivo zaposlenosti. Inflaciono skretanje se odnosi na konflikt ciljeva u diskrecionim režimima monetarne politike u kojima ne postoji jasno formalno, institucionalno obavezivanje centralne banke ka primarnom cilju cenovne stabilnosti. podrazumeva kvantitativno definisanje finalnog cilja monetarne politike uz pritisak monetarnih vlasti da predviđaju buduće tendencije od uticaja na finalni cilj.

Poglavlje II sadrži analizu ciljeva, targeta i instrumenata monetarne politike, monetarnog transmissionog mehanizma, režima monetarne politike sa posebnim osvrtom na režim deviznog kursa kao nominalnog sidra i inflaciono targetiranje. Imajući u vidu da se master rad u ovom delu fokusira na tranzicione ekonomije koje su promenile monetarni režim, u smislu odbacivanja deviznog kursa kao nominalnog sidra uz prihvatanje inflacionog targetiranja, pomenuti režimi su posebno obrađeni.

1. Ciljevi, targeti i instrumenti monetarne politike

Teorijski posmatrano, ciljevi monetarne politike mogu uključivati stabilnost cena, podsticanje ekonomskog rasta, nivo pune zaposlenosti, dugoročnu stabilnost deviznog kursa ili kamatne stope, ublažavanje privrednih ciklusa, sprečavanje finansijskih kriza. Između alternativnih ciljeva monetarne politike postoji konflikt – na primer, između stabilnosti cena sa jedne strane, i stabilnosti kamatne stope i kratkoročno visoke zaposlenosti s druge strane. Monetarne vlasti mogu navedene ciljeve monetarne politike smatrati podjednako značajnim, ali realnija situacija je fokusiranje određenog cilja monetarne politike. Konsenzus u teorijskom smislu ide u pravcu primarnosti cilja niske inflacije. Razlog gotovo univerzalno prihvaćenog primarnog cilja cenovne stabilnosti je činjenica da visoka inflacija onemogućava donošenje odluka ključnih za potrošnju, štednju i investicije, stoga blokira ekonomski rast i ostale alternativne ciljeve.

Đukić (1992) ističe da targetiranje podrazumeva praćenje i održavanje dinamike određene varijable u unapred determinisanim okvirima u cilju postizanja finalnog cilja monetarne politike. Targeti monetarne politike su neposredni ciljevi čije ostvarenje omogućava postizanje dugoročnih ciljeva monetarne politike. Targeti monetarne politike klasifikuju se na intermedijarne i operativne targete.

Intermedijarni targeti utiču na ostvarivanje ciljeva monetarne politike, ali ih centralna banka ne može direktno kontrolisati svojim instrumentima – npr. dugoročna kamatna stopa ili određeni monetarni agregati. Đukić (1992) ukazuje da bi centralna banka trebalo da ima u vidu četiri kriterijuma pri izboru intermedijarnog targeta: prvi, čvrsta veza između odabranog targeta i finalnog cilja; drugi, targeti bi trebalo da sadrže informacije o budućem kretanju indikatora nivoa

cena i realne ekonomije; treći, čvrsta veza instrumenata pod direktnom kontrolom monetarne vlasti i odabranog intermedijarnog targeta; četvrto, stalna raspoloživost podataka o targetu.

Za razliku od intermedijarnih, *operativni targeti* su pod kontrolom centralne banke i na njih može uticati na kratak rok instrumentima monetarne politike – npr. kratkoročna kamatna stopa. Instrumentima monetarne politike se vrši uticaj na operativne targete koji utiču na intermedijarne, a intermedijarni targeti na krajnji cilj monetarne politike. Najčešće centralne banke koriste kratkoročnu kamatnu stopu, monetarnu bazu, kredite centralne banke ili bankarske rezerve (u zavisnosti od režima) kao operativne targete. Operativni targeti ne mogu služiti kao nominalno sidro, dok intermedijarni targeti (npr. devizni kurs) mogu imati funkciju sidra.

Instrumenti monetarne politike kojima se vrši uticaj na operativne targete klasifikuju se na direktne i indirektne. *Direktni instrumenti* su nepopularni jer kreiraju distorzije, destimulišu finansijsko posredovanje, podstiču korupciju i fiskalnu dominaciju. Reč je o administrativnim merama u smislu određivanja visine kreditnih aktivnosti za banke, visine kamatne stope, obavezne rezerve, direktnog pozajmljivanja. Tržišno orijentisani instrumenti monetarne politike su indirektni i uključuju operacije na otvorenom tržištu i politiku pozajmljivanja centralne banke za “ubrizgavanje” i apsorpciju likvidnosti nacionalnog finansijskog sektora.

“Ukoliko postoji nešto sa čim je moderna makroekonomija raščistila – i u vezi sa čim postoji značajan konsenzus – to je da pravila politike imaju ključnu prednost nad diskrecijom u poboljšanju ekonomskih performansi.” Taylor (1993) Diskreciona monetarna politika podrazumeva da monetarna vlast ima slobodu da se ponaša prema sopstvenim procenama. Pravilo monetarne politike, s druge strane, predstavlja ograničenje diskreciji monetarnih vlasti. U savremenim okolnostima prisutan je konsenzus monetarnih ekonomista da potpuno diskreciono ponašanje centralne banke nije prihvatljivo. Određena smernica ili pravila neophodna su kako bi se izbegli negativni efekti diskrecione politike. Ipak, nije sasvim jasno da li su i u kojoj meri diskrecija i pravila u monetarnoj politici komplementarni. U osnovi se mogu identifikovati dva ekstremna stava i treći kao kombinacija dva ekstrema. Reč je o isključivim zastupnicima pravila monetarne politike, zastupnicima diskrecije monetarnih vlasti, i kombinaciji pravila i diskrecije. U

praksi je obično prisutna određena kombinacija diskrecije i pravila, jedino je pitanje šta u određenoj situaciji i konkretnom vremenskom period preovladava.

Prvi ekonomista koji je izneo radikalni stav u pogledu dileme pravila *versus* diskrecija u monetarnoj politici je Henry Simons 1936. godine (prema Dwyer 1993). Simons je bio protivnik diskrecije u vođenju monetarne politike i ukazivao je da tržišni sistem može da funkcioniše korektno samo ukoliko se formulišu jasna, stabilna i zakonom definisana monetarna pravila a izbegne delegiranje moći monetarnim vlastima. Ekstremni stav u pogledu monetarnih pravila vezuje se za Milтона Fridmana odnosno pravilo konstantne stope rasta novčane mase. Pomenuti stav u potpunosti isključuje diskreciju i favorizuje pravilo monetarne politike koje je unapred determinisano i nezavisno od konkretnih makroekonomskih okolnosti. Odstupanje od pravila monetarnog rasta smatra se diskrecionim ponašanjem monetarnih vlasti. Ipak, potpuno isključivanje intervencije monetarne vlasti je retkost, a imajući u vidu potrebu reagovanja na promenljive makroekonomske performanse, i neprihvatljivo.

Preovlađujući stav ukazuje da monetarni režimi bazirani na pravilima ipak dozvoljavaju određeni stepen diskrecije. Predstavnik ovog pravca, *Ben Bernanke* (prema Khan 2003) ukazuje da pravila i diskrecija nisu dijametralno suprotni, odnosno, da mogu biti komplementarni. Većina pravila ograničava diskreciju monetarnih vlasti, ali je ne eliminiše u potpunosti. Simons je 1936. godine (prema Dwyer 1993) predložio pravilo održavanja konstantnog nivoa cena. Iako pravilo ograničava diskreciju, monetarne vlasti moraju proceniti tražnju za novcem pri datoj inflaciji, a diskrecija je još naglašenija u okolnostima izbora indeksa cena i instrumenata u postizanju cilja odnosno pravila. Takođe, pravilo konstantnog održavanja novčane mase ostavlja diskrecioni prostor u smislu načina pogananja postavljenog targeta odnosno pravila. Dwyer (1993) ukazuje da postoje i pravila koja ne ostavljaju diskrecioni prostor. Na primer, ukoliko monetarne vlasti imaju na raspolaganju samo jedan instrument (monetarnu bazu), a pravilo je u vezi sa datim instrumentom (pravilo rasta monetarne baze za određeni procenat), u potpunosti se eliminiše mogućnost diskrecije.

Ekonomisti se tradicionalno fokusiraju na dve ključne vrste *pravila u vezi sa instrumentima monetarne politike*:

- Pravila rasta novčane mase (*McCallum* 2000 prema *Khan* 2003) su proširenje Fridmanovih predloga jer uključuju i povratne elemente kako bi se korigovale greške iz prošlosti ili u cilju postepenog prilagođavanja permanentnim šokovima brzine opticaja;
- Pravila kamatne stope (*Taylor* 1993 prema *Khan* 2003) uključuju povratne elemente: centralna banka podiže kamatnu stopu ukoliko očekuje rast inflacije, ali takođe snižava kamatnu stopu ukoliko očekuje rast nezaposlenosti iznad poželjnog nivoa.

Međutim, koja pravila su uspješnija u obuzdavanju inflatornih pritisaka, sprečavanja nepoželjnih fluktuacija privrednog ciklusa ili u podsticanju rasta na dugi rok, ostaje pitanje bez jedinstvenog i konačnog odgovora.

McCallum (2004) ukazuje na određene zaključke u pogledu dileme pravila *versus* diskrecija u vođenju monetarne politike. Autor smatra da je nakon 1983. godine među naučnicima prepoznata razlika između aktivnih i pasivnih pravila, pri čemu pasivna pravila podrazumevaju specijalnu vrstu pravila koja zahtevaju konstantnu postavku instrumenata monetarne politike. S druge strane, aktivna pravila obično predstavljaju plan mogućnosti (okvirni plan) koji se obično izražava kao formula za postavljanje kamatne stope kao odgovor na tekuće makroekonomske okolnosti. Nosioci monetarnih vlasti su svesni razlike između aktivnih i pasivnih pravila, ali obično zauzimaju stav protiv monetarnih pravila uz izgovor da ne pružaju dovoljnu fleksibilnost monetarne politike.

Taylor (1993) ukazuje da se debata klasična pravila *versus* diskrecija obično posmatra u svetlu pravila konstantne stope rasta ponude novca. Ali i pravila sa povratnim elementima u kojima ponuda novca reaguje na promene u nezaposlenosti i inflaciji takođe su pravila monetarne politike. Autor ukazuje da pravila politike ne znače fiksnu postavku instrumenata monetarne politike ili mehaničku formulu. U cilju razjašnjavanja termina pravila monetarne politike, *Taylor* identifikuje tri aspekta: dizajniranje pravila politike, tranzicija ka novom pravilu politike, i svakodnevne operacije u sprovođenju postojećeg pravila politike. Diskrecione elemente *Taylor* prepoznaje u aspektu promene pravila politike i u funkcionisanju postojećeg pravila. U okviru prvog aspekta odnosno dizajniranja pravila monetarne politike, *Taylor* iznosi veoma poznato i

široko prihvaćeno pravilo da se kamatna stopa podešava u skladu sa odstupanjem inflacije od targetirane inflacije, kao i odstupanja realnog BDP u odnosu na trend BDP. Iako je i sam zastupnik primene pravila u monetarnoj politici i tvorac opšte poznatih Tejlorovih pravila, Taylor smatra da se jednostavne algebarske formulacije ne mogu i ne bi ih trebalo mehanički sprovoditi u vođenju monetarne politike.

2. Monetarni transmisioni mehanizam

Monetarni transmisioni mehanizam ili transmisioni mehanizam monetarne politike predstavlja proces prenošenja odluka monetarne politike odnosno promene monetarnih instrumenata na ekonomiju u celini, posebno nivo cena. U pitanju je mehanizam putem kog se monetarne varijable, direktno/indirektno kontrolisane od strane centralne banke (ponuda novca, kredita, kamatna stopa i devizni kurs), reflektuju na ekonomsku aktivnost i cenovne promene. Pomenuti mehanizam se odlikuje neizvesnim, relativno dugim i promenljivim pomacima odnosno legovima, te je teško predvideti konkretan efekat mera monetarne politike na ekonomiju u celini i, posebno, nivo cena. Međutim, da bi monetarna politika bila uspešna u ostvarivanju ciljeva, neophodno je poznavati efekte i vremenske pomake, odnosno, podrazumeva se poznavanje mehanizma uticaja monetarne politike na ekonomiju.

Monetarni transmisioni mehanizam uključuje transmisiju odnosno efekte prenošenja uticaja kamatne stope, deviznog kursa, kreditnog kanala, kanala cene aktive i očekivanja.

Monetarna politika direktnim delovanjem na operativni target (kratkoročna, referentna kamatna stopa) deluje na niz intermedijarnih targeta (ostale kamatne stope na tržištu novca, nominalni devizni kurs, cene aktive) od uticaja na finalni cilj – niski nivo inflacije ili cenovnu stabilnost. Intermedijarni targeti utiču na inflaciju putem agregatne tražnje odnosno njenih sastavnih komponenti – investicija, potrošnje domaćinstva i netoizvoza. Kanal direktne transmisije deviznog kursa i kanal inflatornih očekivanja direktno utiču na inflaciju, a ne putem agregatane tražnje. Identifikovana su četiri ključna kanala:

- Kanal kamatne stope;

- Kanal deviznog kursa;
- Kanal cene aktive;
- Kreditni kanal.

Iako je kanal očekivanja veoma značajan u monetarnom transmisionom mehanizmu, isti se ne obrazlaže detaljno i ne modelira imajući u vidu značaj psihološkog faktora dominantnog u ponašanju tržišnih aktera, odnosno, sektora stanovništva, finansijskog sektora, sektora privrede i sindikata. Sledi sažet teorijski prikaz ključnih kanala u monetarnom transmisionom mehanizmu.

2.1 Kanal kamatne stope

Mishkin (1995) je na veoma jednostavan način predstavio ključne kanale monetarnog transmisionog mehanizma i njegov rad je u najvećoj meri podloga za teorijsku i empirijsku analizu monetarne transmisije u literaturi. Stoga, mehanizmi kanala transmisije su bazirani na pomenutom radu uz određene modifikacije od strane autora.

Kanal kamatne stope je tradicionalno kejnzijanski kanal koji je sastavni deo ekonomske literature u periodu preko pedeset godina. Mehanizam uticaja kamatne stope na realnu ekonomiju je sledeći:

Šema 3: Kanal kamatne stope:

$$\uparrow M \rightarrow \downarrow i \rightarrow \uparrow I + \uparrow C \rightarrow \uparrow AD \rightarrow \uparrow Y \text{ i } \uparrow P$$



povećanje outputa i nivoa cena.

Ekspanzivna monetarna politika odnosno povećanje novčane mase ($\uparrow M$) rezultira padom realne kamatne stope ($\downarrow i$) koja podstiče investicione aktivnosti ($\uparrow I$) obarajući troškove kapitala. Rast investicija podrazumeva rast agregatne tražnje ($\uparrow AD$) odnosno nivoa outputa i cena ($\uparrow Y$ i $\uparrow P$). Pod investicionim aktivnostima se šire podrazumeva i deo potrošnje domaćinstva ($\uparrow C$) osetljiv na promenu realne kamatne stope odnosno stambene investicije i kupovina trajnih potrošnih dobara.

Transmisija kamatne stope uključuje dve etape:

- Transmisija referentne (nominalne, kratkoročne) kamatne stope na bankarske (realne, dugoročne) kamatne stope na kredite (determinanta lične i investicione potrošnje) i depozite (determinanta štednje);
- Transmisija bankarskih kamatnih stopa na odluke stanovništva i preduzeća u vezi sa potrošnjom/štednjom i investicijama.

Prva etapa u delovanju kanala kamatne stope je transmisija od kratkoročne nominalne kamatne stope, koja je pod direktnom i kompletnom kontrolom centralne banke, do kratkoročnih i dugoročnih realnih kamatnih stopa. Dakle, prva pretpostavka uticaja centralne banke na nivo cena jeste prethodni uticaj referentne kamatne stope na realne kamatne stope na tržištu novca odnosno kamatne stope na bankarske kredite (i na kredite i depozite sa dužim rokovima dospeća).

Drugu etapu u delovanju kanala kamatne stope predstavlja transmisija realne kamatne stope na investicionu i ličnu potrošnju/štednju, odnosno, agregatnu tražnju, nivo cena i proizvodnju. Ukoliko je obezbeđena transmisija od referentne ka realnoj kamatnoj stopi na tržištu novca i na bankarske kredite, tada bi kamatna stopa na kredite trebalo da promeni komponente agregatne tražnje osetljive na kamatnu stopu – potrošnju domaćinstva i investicije firmi. Sa određenim vremenskim pomakom, promena investicione i lične potrošnje odnosno agregatne tražnje, usloviće i promenu nivoa cena. Prema tome, druga pretpostavka funkcionisanja kanala kamatne stope je da promenjena kamatna stopa na štednju i zaduživanje na duže rokove zaista i jeste bitan faktor u donošenju odluka o štednji/potrošnji stanovništva i investiranju preduzeća. U vezi sa

odlukama preduzeća, neophodno je da ista reaguju u skladu sa promenjenom tražnjom i proizvodnom aktivnošću. Naime, očekuje se da usled višeg nivoa kamatne stope, štednja raste, potrošnja opada, investicije opadaju, tražnja stanovništva i firmi pada, proizvodna aktivnost opada, ali da preduzeća zaista i snize cene i plate u skladu sa prethodnim lančanim aktivnostima.

Kao što je i nagovešteno, transmisija promene kamatne stope odnosno kanal kamatne stope u okviru monetarnog transmisionog mehanizma, veoma je kompleksan i dug proces. Sve pomenute uzročno-posledične aktivnosti moraju biti ostvarene kako bi promena referentne kamatne stope dovela do željenog ishoda, odnosno, uticaja na nivo cena.

2.2 Kanal deviznog kursa

Nakon pojačane primene fleksibilnog režima deviznog kursa raspadom Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema, kanal deviznog kursa ima sve značajniju poziciju u monetarnom transmisionom mehanizmu. Transmisija deviznog kursa može biti direktna i indirektna. Promene deviznog kursa deluju direktno na nivo cena poskupljenjem uvoznih proizvoda i to finalnih potrošačkih proizvoda i uvoznih inputa. Pored direktne transmisije devizni kurs utiče i na neto-izvoz, sastavnu komponentu agregatne tražnje, menjajući odnos cena domaćih i inostranih proizvoda.

Lafleche (1997), u veoma uticajnom i citiranom radu, ukazuje da je jačina transmisije promene deviznog kursa na cene (odnosno jačina i brzina transmisije) zavisna od:

- Relativnog udela uvoza u potrošačkoj korpi (u CPI indeksu);
- Uslova tražnje;
- Troška prilagođavanja cena (odnosno uslova ponude); ali i od
- Očekivanja (percepcije) da li je depresijacija privremen ili trajniji fenomen.

Autorka ukazuje da se promene deviznog kursa direktno prenose na cene uvoznih proizvoda. Ali, rast troškova (u smislu rasta cena uvoznih inputa) proizvođača i trgovaca koji proizilazi iz depresijacije deviznog kursa retko se u potpunosti i trenutno prenose na potrošačke cene. Potpuna

transmisija bi podrazumevala da su svi inputi uvoznog porekla, da je kriva tražnje potpuno cenovno neelastična, ili da je kriva ponude potpuno neelastična na nivo autputa. Čak i trgovac koji uvozi proizvode ima uvek deo troškova, kapital i rad, koji nisu pod uticajem depresijacije. Ipak, ukoliko je uvozni proizvod značajno diferenciran u odnosu na supstitute, ili ako ne postoje uvozni-supstituti, uticaj promene deviznog kursa na nivo potrošačkih cena biće više naglašen.

Direktni kanal deviznog **kursa** podrazumeva uticaj depresijacije na poskupljenje uvoznih inputa što utiče na rast troškova proizvodnje, i gotovih uvoznih proizvoda. Poskupljenje gotovih uvoznih proizvoda, kao i rast troškova proizvodnje, utiču na rast potrošačkih cena.

Indirektni kanal deviznog kursa uključuje delovanje depresijacije deviznog kursa na promenu kompozicije tražnje jer raste tražnja za domaćim, uvozno-supstitutivnim proizvodima i domaćim izvoznim proizvodima. Tražnja za uvozno-supstitutivnim proizvodima raste zbog viših cena uvoznih proizvoda, što će pojačati pritisak na rast cena uvozno-supstitutivnog sektora. S druge strane, pad vrednosti domaće valute (depresijacija) čini izvoz cenovno konkurentnijim na inostranom tržištu jer cena pomenutih proizvoda automatski pada izraženo u stranoj valuti. Usled indirektnih uticaja, odnosno, rasta tražnje za domaćim proizvodima (uvozno-supstitutivnim i izvoznim), inicira se rast cena i domaćih proizvoda. Pri tome, raste tražnja i za radnom snagom, što povećava i nivo nadnica. Sve skupa, direktni i indirektni kanali transmisije (depresijacije) deviznog kursa kreiraju opšti inflatorni pritisak.

Depresijacija nominalnog deviznog kursa ($\uparrow E$) direktno poskupljuje uvozne finalne ($\uparrow P_{mf}$) i uvozne input ($\uparrow P_{mi}$) proizvode i time predstavlja eksterni inflatorni impuls. S druge strane depresijacija domaće valute povećava neto-izvoz ($\uparrow NX$), agregatnu tražnju ($\uparrow AD$), nivo autputa ($\uparrow Y$) i cena ($\uparrow P$), jer domaći proizvodi pojeftinjuju u poređenju sa inostranim proizvodima.

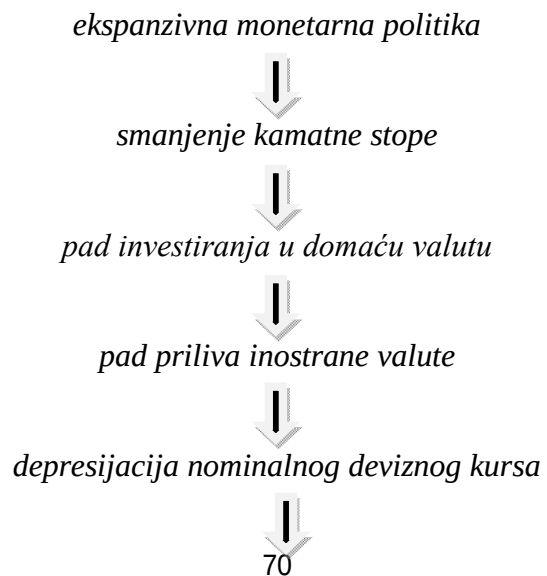
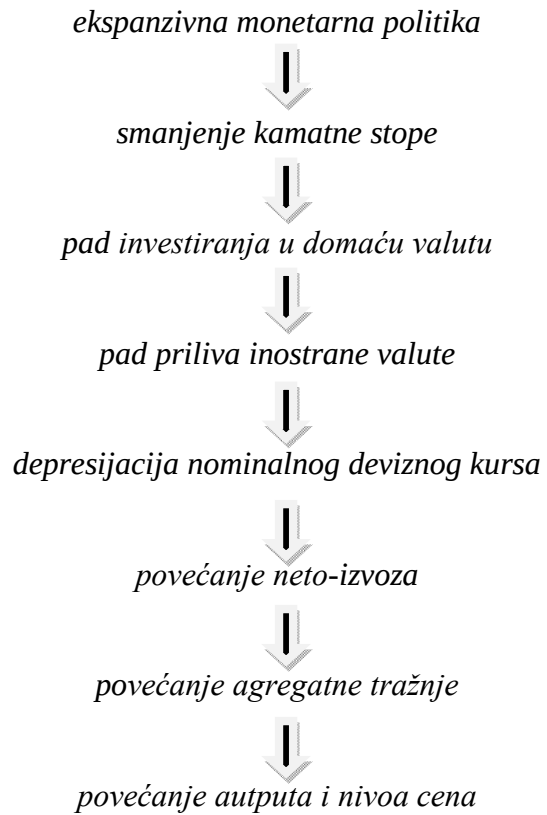
direktni kanal: $\uparrow E \rightarrow \uparrow P_{mf} + \uparrow P_{mi} \rightarrow \uparrow P$

indirektni kanal: $\uparrow E \rightarrow \uparrow X \text{ i } \downarrow M \rightarrow \uparrow NX \rightarrow \uparrow AD \rightarrow \uparrow Y \text{ i } \uparrow P$

Monetarna politika putem kamatne stope deluje na devizni kurs na sledeći način:

Šema 4: Uticaj kamatne stope na devizni kurs:

$$\begin{aligned}\uparrow M &\rightarrow \downarrow i \rightarrow \uparrow E \rightarrow \uparrow NX \rightarrow \uparrow AD \rightarrow \uparrow Y \text{ i } \uparrow P \\ \uparrow E &\rightarrow \uparrow P_{mf} + \uparrow P_{mi} \rightarrow \uparrow P\end{aligned}$$



direktno poskupljenje uvoznih inputa i finalnih uvoznih proizvoda



povećan nivo cena

Lafleche (1997) zaključuje da inflacija konačno zavisi od monetarne politike, jer monetarna politika može da utiče na fluktuacije deviznog kursa. Monetarna politika fokusirana na ostvarivanje niske inflacije neće dozvoliti fluktuacije kursa koje ugrožavaju finalni cilj. Autorka naglašava da je uticaj depresijacije deviznog kursa na rast inflacije jasan, ali da će se u dugom roku inflacija vratiti na targetirani nivo. Naravno, povratak inflacije na targetiranu putanju zavisi i od inflatornih očekivanja u zavisnosti u kojoj meri su ista „usidrena” inflacionim targetom (nominalnim sidrom u režimu inflacionog targetiranja).

Kanal deviznog kursa uključuje i kanal kamatne stope, delovanje putem agregatne tražnje i realne ekonomske aktivnosti. Međutim, kanal prenosa se ne ostvaruje putem investicionih i potrošačkih aktivnosti već putem neto-izvoza. Variranje kamatne stope od strane centralne banke stimuliše/destimuliše investiranje u depozite denominovane u nacionalnoj valuti u poređenju sa depozitima u stranoj valuti. Naime, relativno viši nivo realne kamatne stope u nacionalnoj ekonomiji čini nacionalnu valutu privlačnom za investiranje, pa se priliv inostrane valute evidentira kao priliv kapitala sa apresijacijskim pritiscima po domaću valutu. Rast kamatne stope podrazumeva apresijaciju nominalnog deviznog kursa sa reperkusijama po pad neto-izvoza, agregatne tražnje, nivo autputa i cena. Pošto je relativno viši nivo kamatne stope uzrokovao apresijaciju nominalnog deviznog kursa, jačanje domaće valute će, pored indirektnog efekta na pad agregatne tražnje, sniziti nivo cena i direktno putem pojeftinjenja uvoznih proizvoda.

Promena deviznog kursa, spontana usled tržišnih snaga ili iznunena od strane centralne banke (direktno putem intervencija na deviznom tržištu ili indirektno putem kamatne stope), se veoma brzo prenosi na nivo cena. Dakle, kanal deviznog kursa je kratkoročan, direktan i jači, u poređenju sa kanalom kamatne stope koji je dugoročan i kompleksan. Koliko će konkretno promena deviznog kursa indukovati promenu nivoa cena (jačina kanala deviznog kursa i brzina transmisije na cene) zavisi od tri ključna faktora (Dimitrijević 2007):

- Konkurencija na tržištu uvoznih proizvoda i domaćih uvozno-supstitutivnih proizvoda;
- Način formiranja cena kod prodavaca – evri ili dinari;
- Smer promene kursa – reakcija cena na depresijaciju vs. apresijaciju.

Što je veća konkurencija na uvoznom tržištu i tržištu uvozno-supstitutivnih proizvoda, transmisija deviznog kursa biće manja. Naime, uvoznici i domaći proizvođači usled konkurencije će biti spremni da žrtvuju i deo marže odnosno profita kako bi opstali u konkurenciji. Obrnuto je u slučaju monopola ili oligopola, odnosno, postojanja uvoznog lobija – transmisija deviznog kursa je veća i brža. Ukoliko se cene formiraju u eurima transmisija je kompletna, a ukoliko je u dinarima transmisija ne mora biti kompletna i zavisi od ostala dva faktora, konkurencije i smera promene deviznog kursa. Obično, depresijacija deviznog kursa relativno brzo povećava opšti nivo cena, dok je u slučaju apresijacije transmisija odnosno snižavanje cena sporije, manje ili ne postoji. U tranzicionim, i šire emergentnim ekonomijama, cene pokazuju veću inerciju u slučaju apresijacije (rigidnost naniže) ali su zato veoma fleksibilne u slučaju depresijacije deviznog kursa (fleksibilnost naviše).

2.3 Kanal cene aktive

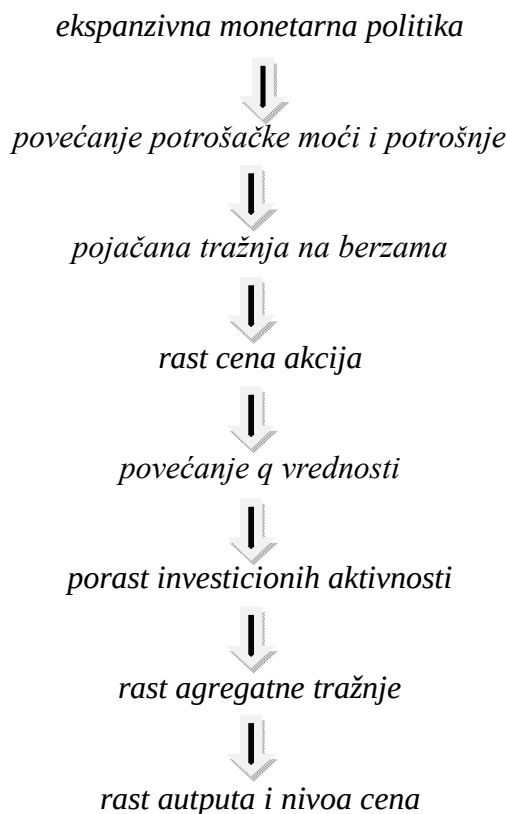
Ključna zamerka monetarista kejnzijanskom pristupu objašnjenja monetarnog transmissionog mehanizma jeste fokusiranje isključivo kamatne stope kao cene aktive, ili u slučaju Tejlora fokusiranje dve cene aktive, kamatne stope i deviznog kursa. Monetaristi dopunjuju teorijski pristup monetarnom transmissionom mehanizmu razmatrajući dva dodatna kanala transmisije. U pitanju su Tobinov q efekat (*Tobin's q theory*) na investicije i efekat bogatstva na potrošnju.

Tobinov q efekat se odnosi na vezu monetarne politike i investicija, konkretno na uticaj monetarne politike na vrednost akcija (P_e) i posledično investicija. Naime q vrednost prema Tobinu (1969) predstavlja tržišnu vrednost preduzeća podeljenu sa troškovima zamene kapitala. Ukoliko je q vrednost visoka, sledi da je tržišna vrednost preduzeća visoka u poređenju sa troškovima zamene kapitala odnosno troškovima nabavke nove opreme i objekata. Preduzeće sa visokom q vrednošću može emitovati akcije i dobiti visoku cenu za iste u poređenju sa cenom

opreme i objekata koji se kupuju. U slučaju visoke q vrednosti investicije će porasti jer preduzeća kupuju nova investiciona dobra sa relativno malom emisijom akcija. Obrnuto je u slučaju niske q vrednosti, investiciona potrošnja se smanjuje. Ukoliko preduzeća ipak nastoje da nabave kapital u slučaju niske q vrednosti, jeftinija je kupovina drugog preduzeća i korišćenje starog kapitala. Monetarna politika svojom retriktivnošću odnosno ekspanzivnošću može uticati na cenu akcija. Ukoliko ponuda novca raste, štednja opada, potrošnja raste. Veća potrošnja se prenosi i na berze, pri čemu veća novčana sredstva i potrošnja vrše pritisak ka rastu cena akcija ($\uparrow P_e$) tj. rastu q vrednosti preduzeća ($\uparrow q$). Rast q vrednosti na gore opisan način povećava investicije, agregatnu tražnju, autput i nivo cena. Mehanizam je, dakle, sledeći:

Šema 5: Povećanje investicija, agregatne tražnje, autputa i nivoa cena:

$$\uparrow M \rightarrow \uparrow P_e \rightarrow \uparrow q \rightarrow \uparrow I \rightarrow \uparrow AD \rightarrow \uparrow Y \text{ i } \uparrow P$$

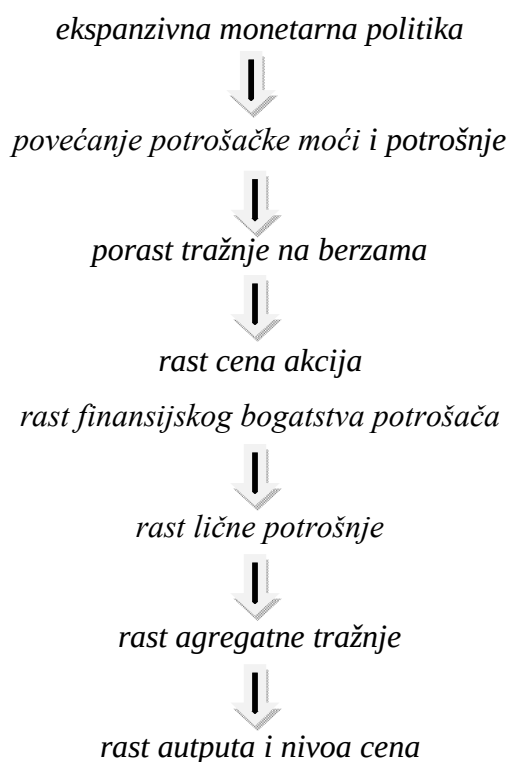


Drugi monetaristički kanal transmisije je efekat bogatstva na potrošnju domaćinstva odnosno ličnu potrošnju. Potrošnja domaćinstva je u modelu životnog ciklusa zavisna od životnih

sredstava potrošača koja se sastoje od ljudskog kapitala, realnog kapitala i finansijskog bogatstva (W). Ključna komponenta finansijskog bogatstva jesu akcije. Ukoliko cena akcija pada, vrednost finansijskog bogatstva se smanjuje, smanjujući životna sredstava potrošača, posledirajući i padom potrošnje. U okviru Tobinovog q efekta je već obrazložen uticaj monetarne politike na cenu akcija. U ovom slučaju transmisioni mehanizam je sledeći:

Šema 6: Tobinovog q efekat:

$$\uparrow M \rightarrow \uparrow P_e \rightarrow \uparrow W \rightarrow \uparrow C \rightarrow \uparrow AD \rightarrow \uparrow Y \text{ i } \uparrow P$$



Ekspanzivna monetarna politika utiče na rast cena akcija, finansijskog bogatstva potrošača ($\uparrow W$), potrošnje domaćinstva, agregatne tražnje, nivoa autputa i cena.

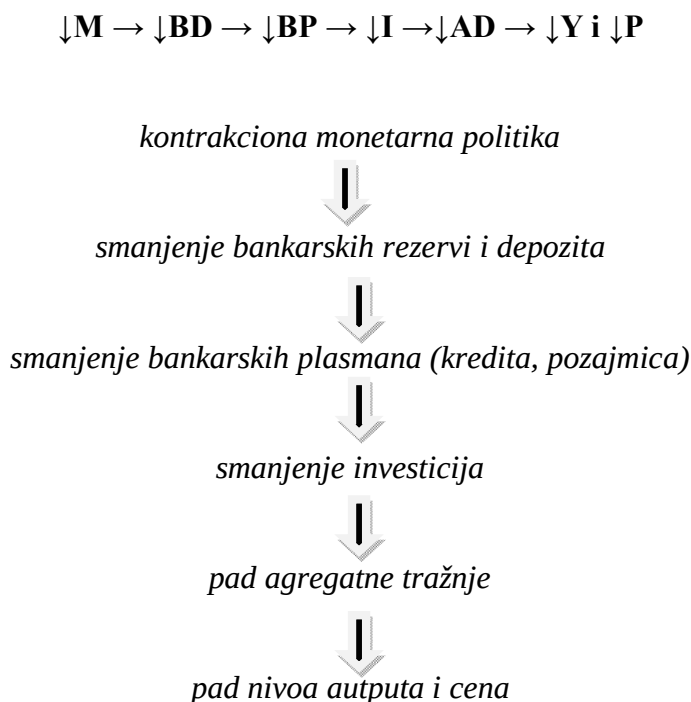
2.4 Kreditni kanal

Novi pogled na transmisioni mehanizam nastao je kao rezultat nezadovoljstva postojećim konvencionalnim shvatanjima klasičnog uticaja putem kamatne stope na nivo investicija i

potrošnje, agregatnu tražnju, output i cene. Novinu predstavlja uključivanje asimetričnih informacija i ugovora koji mogu kreirati poteškoće na finansijskim tržištima. Kreditni kanal transmisije uključuje dva aspekta: kanal bankarskih zajmova (bankarskog kreditiranja) ili efekat bilansa stanja.

Efekat bankarskog kreditiranja se pre svega odnosi na manja preduzeća kao klijenata bankarskog sistema. Naime, velika preduzeća ne moraju sredstava pribavljati isključivo putem banaka, već putem tržišta obveznica i akcija, odnosno, mogu izbeći delovanje kanala bankarskog kreditiranja. Stoga, kontrakciona monetarna politika sa efektima smanjenja bankarskih rezervi i depozita (BD) ima uticaja na smanjenje bankarskih plasmana (BP) što pre svega osećaju „manji” klijenti. Mehanizam transmisije kanala bankarskog kreditiranja je sledeći:

Šema 7: Mehanizam transmisije kanala bankarskog kreditiranja:



Efekat bankarskog kreditiranja slabi sa smanjenjem uloge banaka u finansijskom sistemu usled tendencije pojavljivanja finansijskih inovacija. Međutim, opadanje značajnosti transmisionog kanala bankarskog kreditiranja ne važi i za efekat bilansa stanja. Kanal bilansa stanja deluje putem neto bogatstva preduzeća. Niže neto bogatstvo (cene akcija) znači da zajmodavci u suštini

imaju manji kolateral (pokriće) za njihove zajmove, pa samim tim su i gubici od loše selekcije veći. Zapravo niže neto bogatstvo zaoštrava problem loše selekcije investicionih ulaganja (projekata) i moralnog hazarda jer su vlasnici firmi skloniji rizičnijim investicionim ulaganjima. Pozajmljivanje pomenutim firmama je smanjeno usled povećanog rizika, što vodi ka padu investicione potrošnje, sa ostalim već poznatim posledicama po autput i cene. Monetarna politika može da utiče na bilanse stanja firmi putem promene netobogatstva preduzeća. Kontrakciona monetarna politika uzrokuje pad cena akcija, smanjuje neto bogatstvo firmi, posredno zaoštravajući probleme moralnog hazarda i loše selekcije projekata, uz pad pozajmica, nižu investicionu potrošnju i agregatnu tražnju.

Uzročno-posledični lanac monetarne transmisije može se predstaviti na sledeći način:

Šema 8: Lanac monetarne transmisije

$\downarrow M \rightarrow \downarrow P_e \rightarrow \uparrow \text{problem loše selekcije i moralnog hazarda} \rightarrow \downarrow \text{pozajmice} \rightarrow \downarrow I \rightarrow$
 $\downarrow AD \rightarrow \downarrow Y \text{ i } \downarrow P$



U osnovi je teško empirijski odvojiti delovanje kanala kamatne stope i kreditnog kanala, kako to teorija monetarnog transmissionog mehanizma čini, jer se efekti kamatne stope prenose na poskupljenje/pojeftinjenje kredita putem kojih se finansira lična/investiciona potrošnja. U tom smislu kreditni kanal ne mora se smatrati paralelnim ili nezavisnim kanalom u monetarnom transmissionom mehanizmu, već više shvatiti kao mehanizam putem kog se prenose i naglašavaju konvencionalni efekti kamatne stope.

3. Režimi monetarne politike

Dugoročni cilj monetarne politike je postizanje i održavanje cenovne stabilnosti. Režimi monetarne politike predstavljaju sredstvo ostvarivanja dugoročnog cilja. Razlika između pojedinih režima monetarne politike postoji u pogledu targetiranja krajnjeg cilja direktno (inflaciono targetiranje) ili pak intermedijarnog targeta (deviznog kursa ili ponude novca). U slučaju targetiranja intermedijarnih targeta podrazumeva se relativno stabilna ili bar u značajnoj meri predvidljiva veza između središnjeg i krajnjeg cilja. Zajedničko različitim modalitetima monetarne politike jeste nominalno sidro. Sidro je određena nominalna makroekonomska varijabla koja sidri inflatorna očekivanja u formi deviznog kursa, monetarnog targeta ili inflacionog targeta. Prema Međunarodnom monetarnom fondu (2004) ključni režimi monetarne politike su:

1) Režim sa implicitnim nominalnim sidrom

Kao što naziv režima ukazuje, nominalno sidro nije eksplicitno objavljeno iako implicitno postoji. Monetarna politika targetira određenu nominalnu varijablu koja nije poznata javnosti. Režim sa implicitnim sidrom pruža centralnoj banci značajan manevarski prostor i autonomiju. Problem može biti slaba transparentnost odnosno nemogućnost predviđanja monetarne politike. Ključan preduslov razmatranog režima monetarne politike je visok nivo kredibiliteta monetarnih vlasti temeljen na dugoj istoriji makroekonomske stabilnosti. Uz značajan kredibilitet je moguće uspešno sidriti inflatorna očekivanja i bez eksplicitnog objavljivanja nominalnog sidra odnosno targeta monetarne politike. Najpoznatiji primer implicitnog nominalnog sidra je slučaj Federalnih

rezervi SAD kao kombinacija targetiranja monetarnih agregata sa elementima targetiranja inflacije.

2) Targetiranje monetarnog agregata

Targetiranje monetarnog agregata je bazirano na teorijskoj pretpostavci da je rast cena u dugom roku iniciran rastom ponude novca. Monetarna vlast se fokusira na ciljanje odgovarajuće stope rasta odabranog monetarnog agregata. U okviru režima targetiranja monetarnog agregata neophodno je izabrati vrstu targeta (monetarnog agregata), vrstu koridora za target, kao i način upravljanja izabranim agregatom. Naime, kao target u režimu targetiranja monetarnog agregata ne služi određena stopa rasta, već se ista definiše za kraj godine sa određenim intervalom ili se definiše koridor izabranog monetarnog agregata tokom godine. Prednost pomenutog režima je nezavisnost monetarne politike, suprotno režimu targetiranja deviznog kursa. Međutim, neizvesnosti odnosno problemi u sprovođenju politike targetiranja monetarnog agregata su brojniji. Tri su ključna problema u ovom režimu: *prvi*, monetarni agregat nije u potpunosti jasan niti razumljiv za javnost, pa u tom smislu nije adekvatno nominalno sidro; *drugi*, neophodno je da izabrani target ima stabilnu, pouzdanu i predvidljivu vezu sa cenama što je teže postići u savremenim okolnostima finansijske deregulacije i liberalizacije (vezu bilo kog monetarnog agregata i inflacije je veoma teško predvideti); *treće*, monetarna vlast i ne mora biti u poziciji da dovoljno precizno upravlja izabranim monetarnim agregatom (intermedijarni target). U empirijskom smislu, targetiranje monetarnog agregata nije pružilo zadovoljavajuće rezultate, premda se iskustva razlikuju u zavisnosti od konkretne zemlje. Smatra se da rezultati nisu bili zadovoljavajući u SAD, Kanadi i Velikoj Britaniji u kojima je upravljanje monetarnim agregatima rezultiralo prekomernim oscilacijama kratkoročnih kamatnih stopa. Relativno uspešnija primena targetiranja monetarnog agregata se vezuje za Nemačku i Švajcarsku.

3) Targetiranje deviznog kursa

U okviru režima targetiranja deviznog kursa odnosno politike deviznog kursa kao nominalnog sidra, centralna banka nastoji obezbediti stabilnost nominalnog deviznog kursa u odnosu na zemlju „sidra“ putem promena kamatne stope i intervencijama na deviznom tržištu. Drugim

rečima, monetarna politika je podređena održavanju unapred determinisanog pariteta u odnosu na čvrstu valutu ili korpu valuta. Odbrana pariteta podrazumeva dovoljan nivo deviznih rezervi, ali i adekvatan miks ekonomske politike koji osigurava relativno malu razliku u stopi inflacije konkretne zemlje u odnosu na zemlju (zemlje) sidra. Neadekvatan miks ekonomske politike u smislu preterane ekspanzivnosti inicira probleme nerealnosti postavljenog pariteta, precenjenost valute, apresijaciju realnog deviznog kursa sa propratnim negativnim posledicama po eksternu neravnotežu. Ključni nedostatak režima targetiranja deviznog kursa je gubitak monetarnog suvereniteta u smislu nemogućnosti kontracikličnog delovanja monetarne politike usled podređenosti ka održavanju i odbrani pariteta. Politika deviznog kursa kao nominalnog sidra uključuje sledeće režime deviznog kursa: euroizacija/dolarizacija, valutni odbor, fiksni devizni kurs sa ili bez margina fluktuacije, kao i pokretni paritet sa ili bez margina fluktuacije.

4) Inflaciono targetiranje

Monetarni okvir inflacionog targetiranja podrazumeva javno determinisanje srednjeročnog numeričkog inflacionog targeta sa institucionalnim obavezivanjem od strane monetarne vlasti u smislu poganjanja postavljenih targeta. Ključna karakteristika režima je pojačana komunikacija sa javnošću i tržištem u vezi sa planovima i ciljevima monetarne politike, kao i pojačana odgovornost centralne banke u pogledu postizanja ciljane inflacije. Odluke monetarne politike se rukovode odstupanjem prognozirane inflacije od inflacionog targeta. Targetirana inflacija je intermedijarni target monetarne politike na koji se dominantno deluje operativnim targetom referentne kamatne stope. Imajući u vidu da devizni kurs nije nominalno sidro u ovom režimu, inflatorna očekivanja se sidre prema targetiranom nivou ili koridoru inflacije, dok je devizni kurs bazično determinisan tržišnim snagama.

Međunarodni monetarni fond (2004) u klasifikaciji režima deviznog kursa i monetarne politike ukazuje da pored deviznog kursa, monetarnog agregata i inflacionog targeta postoje još dve opcije režima monetarne politike. Jedna opcija podrazumeva *propisan ili podržan program od strane MMF-a* pri čemu se određuje gornja vrednost za neto domaću aktivu i donja vrednost za devizne rezerve. Pod „*ostalo*“ se podrazumeva monetarni režim targetiranja više varijabli ili nemogućnost dobijanja bilo kakve informacije u vezi sa monetarnom politikom konkretne

zemlje. Dalja analiza isključuje monetarni program propisan od strane MMF jer ne predstavlja autonomnu monetarnu politiku, kao i neidentifikovan režim monetarne politike i targetiranja više varijabli bez eksplicitnog nominalnog sidra.

Prema izveštaju MMF-a iz februara 2009. godine (Međunarodni monetarni fond 2009b), devizni kurs kao nominalno sidro je najzastupljeniji režim monetarne politike sa procentualnim učešćem od 60%, odnosno, 115 od obuhvaćenih 192 zemlje koriste politiku targetiranja deviznog kursa. Sledeći režim po zastupljenosti je režim inflacionog targetiranja sa 23% odnosno 44 zemlje. Slede targetiranje monetarnog agregata sa 11% (22 zemlje) i ostali neidentifikovani, netransparentni režimi sa 6% (11 zemalja).

Monetarna ne-autonomija uključuje režime deviznog kursa bez nacionalne valute (dolarizacija/euroizacija) i valutnu uniju. Drugim rečima, rigidni režimi deviznog kursa se odlikuju gubitkom monetarnog suvereniteta. Nominalno sidro predstavlja valuta druge zemlje (dolarizacija/euroizacija) ili zajednička valuta (monetarna unija) pri čemu je stepen transparentnosti u pogledu obavezivanja prema sidru na visokom nivou. Režim karakteriše relativno najviši nivo transparentnosti i najniži nivo diskrecije. Gubitak autonomije monetarnih vlasti u razmatranim režimima deviznog kursa u suštini je njihov ključni nedostatak, jer se i u slučaju monetarne unije, kao i dolarizacije/euroizacije, u potpunosti gubi monetarni suverenitet jer nacionalna valuta i devizni kurs ne postoje.

Slabo, implicitno sidro uključuje zemlje čija je prosečna godišnja stopa inflacije iznad 40%. Transparentnost monetarne politike je niska u skladu sa nedostatkom sidra, dok je stepen diskrecije veoma visok. Zemlje sa slabim sidrom i time lošim inflatornim performansama obično nisu predmet istraživanja imajući u vidu nedostatak jasno definisane monetarne strategije.

U monetarnom režimu deviznog kursa kao nominalnog sidra nominalno sidro je devizni kurs fiksiran za valutu zemlje sidra (ili više zemalja – korpa paritet) koju odlikuje inflatorna stabilnost i visok kredibilitet monetarnih vlasti. Režim deviznog kursa kao nominalnog sidra (odnosno targetiranje deviznog kursa) podrazumeva sledeće aranžmane deviznog kursa: valutni odbor, konvencionalno fiksni paritet, paritet unutar uskog horizontalnog koridora, prilagodljivi i

pokretni paritet Između stavova autora Stone i Bhundia (2004) i Međunarodnog monetarnog fonda (2009b) postoji razlika u pogledu kombinacije režima deviznog kursa i monetarne politike. Naime, stav Međunarodnog monetarnog fonda je da i rigidni režimi deviznog kursa spadaju u režim deviznog kursa kao nominalnog sidra. Stone i Bhundia (2004) rigidne režime deviznog kursa svrstavaju u režim „monetarne ne-autonomije“. Autor smatra da valutni odbor kao rigidni režim deviznog kursa pripada režimu targetiranja deviznog kursa pošto devizni kurs postoji i *de facto* predstavlja čvrsto (zakonski institucionalizovano) sidro. Za razliku od valutnog odbora, režim dolarizacije/euroizacije i monetarne unije podrazumevaju potpuni gubitak monetarnog suvereniteta, pa po mišljenju autora spada u grupu „monetarna ne-autonomija“. Naravno, režim targetiranja kursa je prilično raznovrstan imajući u vidu transparentnost i obavezivanje prema nominalnom sidru s obzirom da uključuje veoma širok spektar režima deviznog kursa od rigidnog (valutni odbor) do pokretnog pariteta uz užu koridor.

Sidro monetarnog agregata koristi određen monetarni agregat kao nominalno sidro. Target monetarnog agregata se javno objavljuje, transparentnost sidra je srednja odnosno nalazi se između opcije izostanka sidra sa jedne strane, i transparentnog i razumljivog sidra tipa deviznog kursa i inflacionog targeta s druge strane. Režim deviznog kursa inkorporiran u datu monetarnu strategiju je režim fleksibilnog deviznog kursa. S obzirom na fleksibilni aranžman deviznog kursa, monetarna autonomija je na relativno visokom nivou uz mogućnost kontraciklične reakcije u slučaju nastanka šokova. Međutim, problem u ovom monetarnom režimu je nestabilna veza između monetarnog agregata i nivoa cena zbog nestabilne tražnje za novcem, čak i u slučaju poganjanja monetarnog targeta. Usled napomenutih suštinskih nedostataka režima, smatra se da su čak i Nemačka i Švajcarska (najpoznatiji slučajevi targetiranja monetarnog agregata tokom sedamdesetih i osamdesetih) *de facto* imale inflacioni target. Monetarno targetiranje prema Međunarodnom monetarnom fondu (2009b) *de jure* upotrebljava 11% zemalja članica MMF-a.

Potpuno (striktno, čisto) inflaciono targetiranje podrazumeva institucionalizaciju jasne obaveze ka pogađanju inflacionog targeta kao nominalnog sidra. Jasna i snažna obaveza ka nominalnom sidru u osnovi i umanjuje prostor za diskreciju monetarnih vlasti (najveća diskrecija je imanentna monetarnim režimima bez snažnog sidra). Potpuno inflaciono targetiranje podrazumeva prethodno ispunjenje svih pretpostavki režima, pa se u praksi zemlje opredeljuju za pripremni

period koji prethodi prihvatanju potpunog inflacionog targetiranja. Prema Međunarodnom monetarnom fondu (2009b) režim inflacionog targetiranja primenjuje 23% zemalja članica MMF-a.

Monetarni režim koji podrazumeva implicitno sidro cenovne stabilnosti kao cilj jasno uključuje postizanje cenovne stabilnosti, ali način postizanja finalnog cilja je manje transparentan, te je obaveza prema sidru implicitna. Neke od zemalja sa cenovnom stabilnošću kao implicitnim sidrom kvantitativno definišu inflacione targete, ali su ostali elementi monetarne politike manje transparentni. Zemlje sa cenovnom stabilnošću kao implicitnim sidrom monetarne politike imaju visok nivo diskrecije, s obzirom da je obavezivanje prema sidru i transparentnost relativno niska. U uslovima istorijski niske inflacije i snažnog kredibiliteta monetarne vlasti, čvrsto nominalno sidro i nije neophodno, naprosto se stabilnost cena podrazumeva kao cilj monetarne politike. Uglavnom razvijene ekonomije mogu da praktikuju ovaj režim uz visok nivo diskrecije, dozvoljavajući koncentrisanje monetarne politike i na neke druge ciljeve - tzv. eklektičko inflaciono targetiranje.

Režim „mekog inflacionog targetiranja“ se primenjuje u okolnostima kada je nemoguće *de facto* upotrebiti samo jedno sidro iako je *de jure* proklamovan režim inflacionog targetiranja. Postoji slabo obavezivanje ka jednom sidru, stepen diskrecije je relativno visok, a postojanje *de facto* više sidra (monetarni agregat, devizni kurs i inflacioni target) upućuje na hibridni model monetarne politike. Zemlje sa razmatranim monetarnim režimom implementiraju politiku koja je tržišno usmerena i orijentisana na budućnost, pri čemu često intervenišu na deviznom tržištu. Ključni razlog nemogućnosti korišćenja samo jednog sidra i čestih intervencija na deviznom tržištu leži u manje razvijenom finansijskom tržištu i neispunjenju svih pretpostavki prihvatanja režima sa jednim sidrom (inflacionim targetom). Stoga, „meko“ inflaciono targetiranje je tranzitorni monetarni režim uglavnom prisutan u zemljama u razvoju (uključujući i emergentne i tranzicione ekonomije) u kojima se nastoje ostvariti strukturne reforme kako bi se ispunile pretpostavke primene jedinstvenog sidra.

Monetarni režim „ne-autonomna monetarna politika“ podrazumeva dva rigidna oblika režima deviznog kursa – dolarizaciju/euroizaciju i monetarnu uniju. S druge strane, autonomna

monetarna politika podrazumeva dve podvarijante, slabo i čvrsto nominalno sidro, imajući u vidu obavezivanje monetarne vlasti ka nominalnom sidru. Čvrsto nominalno sidro može biti devizni kurs ili inflacioni target. Monetarni režim *deviznog kursa kao nominalnog sidra* ili targetiranje deviznog kursa, uključuje sledeće režime deviznog kursa: valutni odbor, konvencionalni fiksni paritet, prilagodljivi i pokretni paritet uz mogućnost postavljanja užih koridora oko centralnog pariteta izraženog u odnosu na jednu ili korpu valuta.

Druga opcija čvrstog sidra je *inflacioni target kao nominalno sidro* pri čemu je inflaciono targetiranje direktno, eksplicitno, čisto i striktno. Režim inflacionog targetiranja podrazumeva fleksibilnije aranžmane deviznog kursa: koridor ili target zonu sa relativno širim marginama fluktuacije (uz mogućnost pokretanja centralnog pariteta), upravljano i slobodno fluktuiranje.

Autonomna monetarna politika sa *slabim nominalnim sidrom* uključuje monetarne režime mekog inflacionog targetiranja, targetiranja monetarnog agregata i implicitne cenovne stabilnosti. Pomenuti režimi se vezuju za relativno fleksibilnije aranžmane deviznog kursa, odnosno, šire target zone, upravljano i slobodno fluktuiranje.

U praksi je ponekad teško identifikovati koji se monetarni režim *de facto* koristi. Klasifikacija Međunarodnog monetarnog fonda je prilično pojednostavljena. Tako, na primer, zemlja koja *de jure* primenjuje politiku targetiranja inflacije, *de facto* može sprovoditi politiku lakog inflacionog targetiranja (više sidra, hibridni, prelazni model), pa čak i politiku targetiranja deviznog kursa. Takođe, zemlje koje *de jure* nisu definisale režim monetarne politike mogu *de facto* sprovoditi režim inflacionog targetiranja ili pojedine elemente datog režima. Samo inflaciono targetiranje je prilično kompleksan režim, ima brojne pretpostavke uspešne primene, a u literaturi i praksi su prisutne različite podvarijante režima inflacionog targetiranja.

4. Devizni kurs kao nominalno sidro

Politika deviznog kursa kao nominalnog sidra ili režim targetiranja deviznog kursa se bazira na održavanju stabilnosti nominalnog deviznog kursa dok su domaće varijable odnosno instrumenti monetarne politike (promene kamatne stope i intervencije na deviznom tržištu) varijabilni i

podređeni održavanju fiksnog deviznog kursa odnosno pariteta. Ključni aspect monetarnog režima targetiranja deviznog kursa predstavlja fiksni devizni kurs u rigidnoj, konvencionalnoj ili središnjoj formi. Naime, ukoliko je definisan paritet nacionalne valute u odnosu na valutu zemlje „sidra“, devizni kurs je target monetarne politike na osnovu kojeg se „sidre“ (sputavaju, smanjuju) inflatorna očekivanja. Paritet može biti rigidni, neopozivo fiksni i institucionalno utemeljen (slučaj valutnog odbora), konvencionalni, prilagodljivi (prilagođava se u slučaju fundamentalnih debalansa), pokretni (mini devalvacije obično u skladu sa inflacionim diferencijalom), sa užim ili nešto širim marginama fluktuacije (ali ne preko 10%, u suprotnom, u pitanju je target zona na prelazu u fleksibilnu zonu sa drugačijom vrstom sidra). Paritet se definiše u odnosu na valutu zemlje koja tradicionalno poseduje inflatornu stabilnost i čija centralna banka ima zavidan kredibilitet u održavanju makro stabilnosti. Međutim, postoji mogućnost da se paritet odredi i u odnosu na valute više zemalja. U tom slučaju, reč je o korpa paritetu sa odgovarajućim ponderima u skladu sa značajem trgovinskog partnera za konkretnu ekonomiju. Oko centralnog pariteta moguće je formirati koridor odnosno margine fluktuacije, a što je širi koridor, veća je autonomnost monetarne politike.

Targetiranjem deviznog kursa „uvozi“ se kredibilitet i niska inflacija iz zemlje „sidra“ (zemlje za čiju je valutu vezana nacionalna valuta). Ovo je ujedno i suštinski motiv primene ovakvog koncepta monetarne politike. Zemlje sa (hiper) inflatornom prošlošću često upotrebljavaju režim deviznog kursa kao nominalnog sidra kako bi se nepostojeći ili poljuljani kredibilitet domaćih monetarnih vlasti praktično „uvezao“ i time redukovala inflatorna očekivanja. Pored uvoza antinflacione monetarne politike i kredibiliteta zemlje sidra, devizni kurs predstavlja veoma transparentno sidro i razumljivo za javnost u pogledu „sidrenja“ (sputavanja, smanjivanja) inflatornih očekivanja. U poređenju sa politikom targetiranja deviznog kursa, targetiranje monetarnih agregata nije transparentna politika jer nije razumljiva javnosti. Pored toga, ne postoji čvrsta veza između kontrole domaće ponude novca (centralna banka je perfektno kontroliše) i krajnjeg cilja monetarne politike (niska stopa inflacije). Između pomenutih varijabli nalazi se tražnja za novcem koja nije pod kontrolom monetarnih vlasti i nemoguće je modelirati pošto istu značajno određuje ponašanje i očekivanja tržišnih učesnika. Režim inflacionog targetiranja odnosno inflacioni target kao sidro je veoma transparentno i razumljivo javnosti. Međutim, veoma kompleksan transmisioni mehanizam sa vremenskom docnjom se nalazi između

referentne kamatne stope i inflacionog targeta (obično indeksa potrošačkih cena, dok je stopa bazne inflacije manje transparentna), te je inflaciono targetiranje veoma zahtevan režim monetarne politike s obzirom na ispunjenje ključnih pretpostavki uspešnog ciljanja inflacije.

Ključni nedostatak politike deviznog kursa kao nominalnog sidra je gubitak monetarne autonomije. Monetarna politika je vezana determinisanim paritetom i ne može prilagođavati instrumente (pre svega kamatnu stopu) u skladu sa domaćim ciljevima, već isključivo u funkciji održavanja pariteta. Nastanak domaćih šokova na strani ponude ili tražnje ne može se anulirati kontracikličnim delovanjem monetarne politike. Pri tome, dodatna negativnost je prelivanje šokova iz zemlje sidra na nacionalnu ekonomiju putem „uvoza“ monetarne politike. Opšte poznata je činjenica, kao što je i ukazano u okviru Poglavlja I, da su meki pariteti (pripadajući režimi deviznog kursa u okviru monetarnog režima targetiranja deviznog kursa, izuzev valutnog odbora) podložni špekulativnim napadima i potencijalnim valutnim krizama. Opasnost je posebno evidentna u predugom održavanju nerealnog pariteta, te hroničnim pogoršanjem konkurentnosti, eksternog debalansa i, posledično, topljenja deviznih rezervi. Otuda važnost vođenja disciplinovane i kredibilne politike u cilju održavanja makroekonomske stabilnosti, pa i političke stabilnosti, kao preduslova održanja razmatranog režima monetarne politike.

Zemlje kojima pogoduje razmatrani režim monetarne politike su male, otvorene ekonomije gde je devizni kurs ključna determinanta inflacije u smislu snažnije transmisije kursa na cene. U takvim okolnostima, fleksibilni kurs bi doneo suviše neizvesnosti uz varijabilnost ključnih makroekonomskih varijabli u maloj, otvorenoj ekonomiji. Kretanje kursa naviše brzo bi se prelivalo na inflaciju, a naniže na pogoršanje eksterne konkurentnosti i usporavanje realne ekonomije imajući u vidu krucijalni značaj spoljno-trgovinskih aktivnosti po opštu privrednu aktivnost. Kompletna makroekonomska pozicija male, otvorene ekonomije je zavisna od kretanja deviznog kursa, pa je sigurnije isti fiksirati uz redukciju neizvesnosti, rizika i transakcionih troškova.

Zatim, zemlje sa izraženom neformalnom finansijskom dolarizacijom/euroizacijom, imaju interes da fiksiraju devizni kurs. Naime, postoji valutno neslaganje između aktivnih i pasivnih pozicija u smislu da su aktivne pozicije odnosno primanja u domaćoj valuti, a pasivne pozicije odnosno

obaveze u inostranoj valuti (dolar odnosno euro). Neformalna finansijska dolarizacija/euroizacija se ogleda u velikom učešću kredita i depozita denominovanih ili 5 dukić (1992) ukazuje da monetarna vlast nije u stanju da pouzdano definiše optimalnu nominalnu količinu novca u uslovima značajne neizvesnosti ponašanja tražnje novca. indeksiranih u inostranoj valuti. Ukoliko se u datim okolnostima dozvoli značajna fluktuacija deviznog kursa (pre svega, depresijacija), obaveze u domaćoj valuti rastu uz negativne efekte po bilanse stanja uz pretnju po makroekonomsku stabilnost.

Situacija održavanja pariteta se izuzetno komplikuje sa liberalizacijom kretanja kapitala, kao što i ukazuje teorija „nemogućeg trojstva“. Nagli prilivi i odlivi kapitala (pre svega, portfolio, špekulativnog kapitala) i špekulativni pritisci na meki paritet mogu kulminirati valutnim krizama. Premda, uvek preostaje opcija uspostavljanja ili održavanja kapitalnih barijera, ali je ta opcija sve manje realna u okolnostima sveopšte finansijske liberalizacije i deregulacije. Stoga, meki pariteti, potpuna finansijska integracija i stabilan kurs čine nemoguću kombinaciju sa aspekta bipolarnog gledišta. Kurs bi trebalo da bude u rigidnoj formi, u formi valutnog odbora, kako bi se eliminisali špekulativni napadi na paritet. U tom slučaju je moguće kombinovati rigidni paritet, potpunu finansijsku integraciju i stabilnost deviznog kursa.

Suština monetarnog režima targetiranja deviznog kursa je u paritetu. Paritet mora biti realan iako je u praksi nemoguće utvrditi realni nivo kursa. Kurs je varijabla koju je nemoguće predvideti bez obzira na postojanje brojnih teorijskih i empirijskih modela determinacije. Jedino su posledice dugog održavanja nerealnog pariteta izvesne i vidljive kroz povećanje deficita tekućeg bilansa (eksterna neravnoteža) i povećanje inflatornih tendencija (inflatorna stabilnost kao aspekt interne ravnoteže) u slučaju precenjenosti valute. Prema tome, ključna opasnost u okviru politike deviznog kursa kao nominalnog sidra je predugo održavanje precenjenog pariteta, odnosno, izbegavanje pravovremene devalvacije ili prelaska na fleksibilniji režim deviznog kursa (tzv. izlazna strategija). Kurs se ili brani deviznim rezervama pa je negativnost održavanja precenjene valute konstantno topljenje deviznih rezervi, ili se održava prilagođavanjem ekonomije (snižavanje cena i nadnica) restriktivnim merama monetarne politike. Obe mere „čuvanja“ pariteta imaju svoje negativnosti. Konstantno topljenje deviznih rezervi može podstaći špekulativne napade odnosno „beg“ iz domaće valute i odliv kapitala uz mogućnost iniciranja

valutne krize. Pri tome, devizne rezerve nisu neograničene, te je opisana solucija dugoročno neodrživa. S druge strane, podizanje kamatne stope i redukcija agregatne potrošnje uz snižavanje nivoa cena, podrazumeva velike žrtve sa aspekta realne ekonomije. Ipak, izbegavanje prilagođavanja kursa (devalvacija) ili ekonomije (redukcija agregatne potrošnje uz sniženje cena) i predugo održavanje nerealnog pariteta naposljetku rezultira još gorim posledicama.

Pored zemalja kojima po prirodi (prema makroekonomskim performansama) odgovara režim targetiranja deviznog kursa, emergentne ekonomije i zemlje u razvoju su upotrebljavale devizni kurs kao nominalno sidro u fazi makroekonomske stabilizacije. Devizni kurs kao nominalno sidro vrlo brzo uspostavlja makrostabilnost. Zapravo, devizni kurs je u pomenutoj fazi jedino adekvatno sidro (inflacioni target, iako transparentan i razumljiv za javnost, nije pravo sidro u procesu dezinflacije). Koristi od brze dezinflacije ubrzo počinju opadati, a troškovi politike deviznog kursa kao nominalnog sidra počinju rasti.

- Devizni kurs kao nominalno sidro je adekvatan monetarni režim za određenu nacionalnu ekonomiju imajući u vidu njene makroekonomske indikatore, eksterne i strukturne. Targetiranje deviznog kursa se preporučuje ukoliko je zemlja mala i otvorena uz snažnu transmisiju kursa na cene, ima izraženu neformalnu finansijsku dolarizaciju/euroizaciju i veliku podložnost monetarnim šokovima, izraženu trgovinsku koncentraciju i sinhronizovanost poslovnog ciklusa (simetrična podložnost šokovima) sa zemljom (zemljama) sidra kao trgovinskim partnerom (partnerima);
- Devizni kurs kao nominalno sidro je tranzitorni monetarni režim, odnosno, upotrebljava se u cilju postizanja makroekonomske stabilnosti. Vremenom, troškovi primene pomenute politike rastu, pa je usled dugoročne neodrživosti potrebno pravovremeno primeniti izlaznu strategiju iz politike deviznog kursa kao nominalnog sidra ka fleksibilnijim režimima deviznog kursa uz novo sidro monetarne politike. Trend kretanja ka fleksibilnom polu aranžmana deviznog kursa je posebno naglašen u emergentnim ekonomijama motivisan većom fleksibilnošću monetarne politike (Đukić 2004).

5. Inflaciono targetiranje

5.1 Obeležja i pretpostavke režima

Inflaciono targetiranje je najmlađi režim monetarne politike u kom je javno i eksplicitno objavljen primarni, finalni cilj (numerički konkretizovan) u obliku nivoa ili raspona stope inflacije – tzv. inflacioni target. Target u režimu ciljanja inflacije može predstavljati jedinstvena vrednost ili zona fluktuacije, sa ili bez centralne vrednosti. Obično se kao inflacioni target postavlja zona fluktuacije i to u rasponu 1% - 4%. Manje razvijene ekonomije, iako teže datom nivou, na početku inflacionog targetiranja postavljaju zonu fluktuacije na višem nivou. Inflacioni target se definiše za određeni period, ali se može postaviti u obliku padajućeg ili horizontalnog intervala u sukcesivnim periodima. Optimalni period na koji se cilja inflacija nije kratkoročan imajući u vidu vremensku docnju u delovanju instrumenata monetarne politike. Uopšteno govoreći, reč je o periodu u kom mere monetarne politike daju konkretne rezultate u praksi. Imajući pomenuto u vidu, period postavljanja inflacionog targeta je obično 18 – 24 meseca.

Prihvatanje targetiranja inflacije se širilo od ranih devedesetih godina prošlog veka kada su mnoge razvijene, ali i emergentne ekonomije, prihvatile ovaj režim monetarne politike. Prva zemlja koja je prihvatila inflaciono targetiranje kao okvir monetarne politike je Novi Zeland 1990. godine, slede Kanada 1991. godine, Velika Britanija 1992. godine.

Inflaciono targetiranje je prihvatljiva monetarna strategija iz dva razloga (Genberg 2002):

- Monetarna politika u suštini može postići nisku i stabilnu stopu inflacije, bar u prosečnoj vrednosti tokom relativno dugog (jedna do dve godine) vremenskog perioda. Naprotiv, monetarne vlasti ne mogu i ne treba da postignu alternativne ciljeve odnosno realne ekonomske varijable stope nezaposlenosti, nivoa ili stope rasta realnog dohotka, stopu ekonomskog rasta, realni devizni kurs i slično;
- Stabilnost cena doprinosi opštem ekonomskom blagostanju čineći cenovni system transparentnim, izbegavajući neželjene redistribucije dohotka i smanjujući neizvesnost koja šteti dugoročnom investiranju i ekonomskom rastu.

Većina zemalja koje su prihvatile inflaciono targetiranje napustile su druge monetarne režime, odnosno, režim deviznog kursa ili monetarnog targetiranja. Ključna razlika inflacionog targetiranja u odnosu na gore obrazložene režime je nedostatak eksplicitnog i jedinstvenog intermedijarnog targeta, kao što je devizni kurs u režimu targetiranja kursa odnosno monetarni agregat u slučaju monetarnog targetiranja. Iako režim inflacionog targetiranja može imati različite forme i podvarijante, sledeći elementi se mogu identifikovati kao karakteristični za odnosni monetarni režim (Mishkin 2007, 2004):

- Ne postoji eksplicitni intermedijarni target;
- Stabilnost cena je primarni i finalni cilj monetarne politike;
- Finalni cilj je i kvantifikovan, tzv. numerički target stope inflacije;
- Česta komunikacija sa javnošću i, shodno tome, transparentna monetarna politika;
- Centralna banka ima veću odgovornost za postizanje odnosno poganjanje postavljenih targeta inflacije.

U poređenju sa ostalim monetarnim režimima, inflaciono targetiranje se direktno fokusira na cenovnu stabilnost, a ne indirektno putem određenog indikatora kao što je ponuda novca (monetarni agregat) ili devizni kurs. Naime, direktno targetiranje inflacije podrazumeva da je nominalno sidro u isto vreme i finalni cilj, dok se u indirektnim monetarnim režimima tipa monetarnog targetiranja i targetiranja deviznog kursa kao sidro koristi intermedijarni target putem kog se indirektno kontroliše finalni cilj.

Jedna od prednosti režima inflacionog targetiranja je transparentnost monetarne politike. Upoznavanje javnosti sa namerama monetarnih vlasti i načinom donošenja odluka u vezi sa referentnom kamatnom stopom, kao i svim ključnim prognozama u vezi sa targetiranom i očekivanom inflacijom i njenim determinantama, veoma je bitan faktor za sidrenje inflatornih očekivanja. Iako je transparentnost monetarne politike jedna od ključnih karakteristika režima inflacionog targetiranja, ne postoji konsenzus kolika transparentnost treba da bude. Tako, na primer, Centralna banka Engleske objavljuje čak i različita mišljenja članova monetarnog odbora

pri donošenju odluka, dok druge centralne banke saopštavaju samo konačne odluke donete konsenzusom.

Dobra strana režima je i koncentrisanje na srednji rok što uzima u obzir činjenicu relativno duge monetarne transmisije. Ključna prednost inflacionog targetiranja je autonomnost monetarne politike. Inflaciono targetiranje podrazumeva relativno fleksibilniji režim deviznog kursa, odnosno, kompatibilan je sa režimom target zone (koridora), upravljanim i slobodnim fluktuiranjem. Odsustvo potrebe da se određeni paritet brani i oslobađanje instrumenata monetarne politike za druge domaće ciljeve i kontraciklično delovanje, čini osnovu argumenta nezavisnosti monetarne politike. Navedeno važi samo ukoliko je kurs zaista fleksibilan odnosno ponaša se kao apsorber eksternih realnih i nominalnih šokova, kao i domaćih realnih šokova.

Ukoliko se kretanje kursa u skladu sa tržišnim snagama *de facto* ograničava, odnosno, ukoliko se u pozadini *de jure* inflacionog targetiranja krije *de facto* (i) targetiranje deviznog kursa (pored inflacionog targeta) tada se situacija prilično komplikuje a argument nezavisnosti monetarne politike relativizira. U režimu inflacionog targetiranja devizni kurs ne bi trebalo da predstavlja sidro već isključivo indikator transmisije i jednu od determinanti inflacije. Ali, ako je kanal deviznog kursa dominantan u uslovima snažne transmisije kursa na cene, što je imanentno brojnim emergentnim i tranzicionim ekonomijama, tada je isti neophodno ograničiti da bi se postigao inflacioni target. U takvim okolnostima, pored kamatne stope kao operativnog targeta (varijabla koju centralna banka direktno determiniše u skladu sa devijacijom očekivane od targetirane inflacije), centralna banka kao operativni target koristi i devizni kurs na koji direktno i indirektno utiče. Ovakav monetarni režim ne odslikava najbolje teorijski okvir inflacionog targetiranja, već je više hibridna varijanta inflacionog targetiranja iznuđena u nepovoljnim makroekonomskim okolnostima manje razvijenih zemalja.

5.2 Inflaciono targetiranje u emergentnim i tranzicionim ekonomijama

Emergentne ekonomije za razliku od razvijenih zemalja više pažnje posvećuju formalnom institucionalnom okviru što se može tumačiti krhkošću makroekonomske stabilnosti, „naniže“ rigidnim inflatornim očekivanjima, manje razvijenim finansijskim tržištem, lošijom pozicijom

monetarnih vlasti u smislu nezavisnosti, većoj podložnosti valutnim krizama i konačno nedovoljno snažnim kredibilitetom monetarnih vlasti. Sledeća razlika između razvijenih i emergentnih ekonomija u sprovođenju režima inflacionog targetiranja je manje oslanjanje emergentnih ekonomija (bar u početku primene ovog monetarnog režima) na ekonometrijske modele uz češće intervencije na deviznom tržištu. Emergentne ekonomije formulišu inflacione targete za kraći period u obliku koridora, a ne centralne vrednosti. Razlike su svakako posledica strukturnih promena kroz koje prolaze emergentne (i tranzicione) ekonomije usled kojih postaju podložne različitim šokovima, a posebno eksternom šoku naglih priliva/odliva tokova kapitala. Većina centralnih banaka u emergentnim ekonomijama su napredovale u organizacionom aspektu kako bi unapredile transparentnost i odgovornost prema javnosti čestim izveštavanjima o donešenim odlukama i publikovanjem Izveštaja o inflaciji.

Mishkin (2007) istražuje makroekonomske performanse ekonomija koje su prihvatile režim inflacionog targetiranja i poredi ih sa performansama razvijenih, industrijskih zemalja koje ne targetiraju inflaciju. Autor zaključuje da režim inflacionog targetiranja ima pozitivne efekte u vidu snižavanja stope inflacije na dugi rok, slabijeg reagovanja inflacije na šokove deviznog kursa i cena nafte, jačanja nezavisnosti i poboljšanja efikasnosti monetarne politike. Ipak, koristi primene inflacionog targetiranja su veće ukoliko su zemlje već izvršile dezinflaciju i mogu da postave stacionarne inflacione targete. Mishkin konstatuje da se uprkos koristima koje produkuje režim inflacionog targetiranja ne može tvrditi da su performanse zemalja sa razmatranim režimom bolje od performansi razvijenih zemalja koje ne targetiraju inflaciju. Performanse razvijenih zemalja koje targetiraju inflaciju su slične performansama kontrolne grupe razvijenih zemalja bez eksplicitnog nominalnog sidra. Takođe, performanse razvijenih zemalja koje targetiraju inflaciju su znatno bolje od performansi emergentnih ekonomija sa istim režimom monetarne politike.

Za uspešno ciljanje inflacije neophodno da budu ispunjeni sledeći preduslovi:

- Snažna fiskalna pozicija;
- Relativno niski nivo inflacije;
- Relativno predvidljiv i razumljiv monetarni transmisioni mehanizam;

- Razvijen finansijski sistem: razvijeno finansijsko tržište koje omogućava nemonetarno finansiranje pozajmica Vlade i razvijeno tržište novca koje omogućava relativno brze efekte instrumenata monetarne politike;
- Nezavisnost centralne banke i jasan mandat usmeren ka ostvarivanju cenovne stabilnosti;
- Kapacitet centralne banke da modelira i predvidi inflaciju;
- Odsustvo drugog nominalnog sidra (deviznog kursa), osim inflacionog targeta;
- Transparentna i odgovorna monetarna politika.

Pored navedenih indikatora, bitno je istaći i preduslov makroekonomske stabilnosti ili relativno niske inflacije. Naime, inflaciono targetiranje nije monetarna strategija koja se koristi u obaranju visokih stopa inflacije u sklopu programa makroekonomske stabilizacije. U okolnostima makroekonomske nestabilnosti nije moguće implementirati ključne elemente inflacionog targetiranja, pre svega, projekciju inflacije i inflatornih očekivanja, kao i transmisiju instrumenata monetarne politike.

Mishkin (2004) naglašava da su za emergentne ekonomije pri sprovođenju inflacionog targetiranja, za razliku od razvijenih ekonomija, kritični sledeći aspekti:

- Slabe fiskalne institucije;
- Slabe finansijske institucije, uključujući nadzor i regulaciju od strane vlade;
- Niska kredibilnost monetarnih institucija;
- Valutna supstitucija i dolarizacija obaveza;
- Podložnost naglim zaustavljanjima priliva kapitala.

Pojam prihvatanja novog režima monetarne politike može da se protumači kao jasan signal da su:

- 1) Centralne banke posvećene cenovnoj stabilnosti;
- 2) Centralne banke nezavisne od vlade i drugih aktera na makroekonomskoj sceni koji mogu biti posvećeni drugim ciljevima;
- 3) Finansijske pozicije vlade održive bez monetizacije deficita;

- 4) Devizni kursevi izgubili ulogu sidra (ili središnjeg targeta) u politici dezinflacije;
- 5) Projekcije inflacije glavni središnji target čije objavljivanje pomaže u sidrenju inflatornih očekivanja;
- 6) Centralne banke prihvatile strategiju uključenja svih relevantnih informacija, uključujući strukturni i širok analitički okvir donošenja odluka o monetarnoj politici.

Može se zaključiti da emergentne ekonomije i, u okviru istih, zemlje u tranziciji imaju specifičnosti koje ih distanciraju u odnosu na razvijene ekonomije. Emergentne i tranzicione ekonomije se brzo menjaju usled strukturnih promena, ali i podložnosti eksternim šokovima kao posledica trgovinske i kapitalne liberalizacije. Makroekonomski ambijent emergentnih i tranzicionih ekonomija je „ranjiviji“, varijabilniji i podložniji valutnim krizama. Određeni faktori suštinski otežavaju kombinaciju fleksibilnijeg aranžmana deviznog kursa i inflacionog targetiranja, dok se ostali institucionalni aspekti (pre svega, nezavisnost centralne banke, koordinacija fiskalne i monetarne vlasti, transparentnost i odgovornost centralne banke, razvoj finansijskog tržišta) mogu poboljšati.

6. Upravljanje fluktuiranjem deviznog kursa u monetarnom režimu targetiranja inflacije

Počevši od devedesetih godina prošlog veka, inflaciono targetiranje prihvata sve veći broj, uglavnom razvijenijih zemalja. Najveći broj zemalja sa fleksibilnim režimima deviznog kursa primenjivao je politiku monetarnog targetiranja. U okviru režima monetarnog targetiranja centralne banke postavljaju kamatnu stopu da bi se izbegao suvišni rast monetarnih agregata, odnosno, kontrolišući intermedijarni target (u ovom slučaju monetarni agregat) nastoji se ostvariti cenovna stabilnost. Devizni kurs nije značajan činilac monetarne politike u okolnostima targetiranja monetarnih agregata. Početkom devedesetih, dominantni režim monetarnog targetiranja postepeno zamenjuje inflaciono targetiranje. Targetiranje inflacije se ne ograničava na neku određenu varijablu, kao što je monetarni agregat u režimu monetarnog targetiranja, ili devizni kurs u režimu targetiranja deviznog kursa. Dakle, ne postoji eksplicitni i jedinstveni intermedijarni target već više varijabli utiče na predviđanje inflacije i reakciju centralne banke, dok je ključni cilj ostvarenje postavljenog inflacionog targeta. Imajući u vidu da inflaciono targetiranje većinom prihvataju manje i otvorenije ekonomije, devizni kurs ima značajnu ulogu u

pogledu transmisije na nivo cena. Transmisija kursa na cene je brža nego transmisija kamatne stope. U takvim okolnostima, kretanje deviznog kursa je itekako bitno sve dok isti utiče na finalni cilj (inflacioni target), a direktno i indirektno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa predstavljaju značajne instrumente monetarnih vlasti.

6.1 Problem fluktuacija deviznog kursa u emergentnim i tranzicionim ekonomijama

Mishkin (2006) naglašava da je problem fluktuacija deviznog kursa u emergentnim ekonomijama, koje primenjuju monetarni režim inflacionog targetiranja, posebno naglašen jer oštre depresijacije mogu prouzrokovati finansijsku krizu. Centralne banke koje targetiraju inflaciju ne mogu priuštiti zanemarivanje kretanja deviznih kurseva, pa je ublažavanje prekomernih fluktuacija u pomenutim ekonomijama realnost. Mishkin ukazuje i da postoji opasnost da se devizni kurs transformiše u nominalno sidro sa suvišnim usresređivanjem monetarne vlasti na kretanja deviznog kursa.

I zemlje u tranziciji su u manjoj ili većoj meri suočene sa potrebom ograničavanja fluktuacija deviznog kursa. Situacija u kojoj monetarne vlasti *de facto* targetiraju devizni kurs i inflaciju upućuje na koegzistenciju dva sidra odnosno dva targeta. Dualni targeti i sidra komplikuju sprovođenje režima inflacionog targetiranja jer, kao što je istaknuto, režim inflacionog targetiranja podrazumeva isključivu fokusiranost na stopu inflacije kao nominalno sidro. Takođe, kao i kod režima deviznog kursa, može se identifikovati razlika između *de facto* i *de jure* primenjenog režima monetarne politike. Iako monetarna vlast *de jure* targetira inflaciju, *de facto* može postojati i prikriveno ciljanje deviznog kursa. Ovo je jedan aspekt – da se ukaže na distinkciju između *de jure* i *de facto* primenjenog monetarnog režima. Drugi aspekt je da se objašnjeni hibridni režim sa dva sidra i targeta smatra pripremnom varijantom za prihvatanje potpunog, čistog, striktnog inflacionog targetiranja ili pak modalitetom inflacionog targetiranja prikladnim za pojedine emergentne i tranzicione ekonomije. Može se smatrati da je hibridni monetarni koncept zapravo jedna od varijanti inflacionog targetiranja tipična za emergentne i tranzicione ekonomije u kojima makroekonomske okolnosti ne dozvoljavaju striktno sprovođenje čistog oblika targetiranja inflacije.

Emergentne ekonomije i zemlje u tranziciji u razvojnem i tranzicionom procesu moraju sprovesti postepenu ili naglu liberalizaciju kretanja spoljnotrgovinskih i tokova kapitala – tzv. trgovinska i kapitalna liberalizacija i deregulacija. Time ove zemlje postaju podložne eksternim šokovima i to na dva načina: prvi, nagli preokreti u kretanju kapitala; i drugi, šokovi spoljnotrgovinske prirode, na primer šokovi odnosa razmene i poremećaji inostrane tražnje. Podložnost eksternim šokovima jedan je od krucijalnih argumenata u korist fleksibilnih režima deviznog kursa. Naime, devizni kurs koji slobodno fluktuiira apsorbuje šokove izolujući unutrašnju ekonomiju i sprečavajući negativne reperkusije po internu ravnotežu. Druga strana priče je odgovor na pitanje: Da li monetarne vlasti mogu dopustiti relativno slobodne fluktuacije deviznog kursa? Ukoliko je odgovor ne, tada se gubi krucijalni argument deviznog kursa kao apsorbera šokova.

Opštepoznato je da se promene deviznog kursa prenose na ekonomiju (transmisija deviznog kursa na cene) indirektnim i direktnim kanalom. Direktni kanal je veoma brz i podrazumeva promenu relativnog odnosa uvoznih/izvoznih cena i prenošenje na nivo potrošačkih cena. Imajući u vidu da je deo potrošačke korpe uvoznog karaktera, poskupljenje/pojeftinjenje uvoznih proizvoda usled depresijacije/apresijacije deviznog kursa reflektuje se na povećanje/snižavanje nivoa potrošačkih cena odnosno na stopu inflacije. S druge strane, s obzirom da promena deviznog kursa menja odnos relativnih cena izvoznih i uvoznih proizvoda, depresijacija/apresijacija deviznog kursa pojeftinjuju/poskupljuju domaće izvozne proizvode i, ukoliko su inostrana i domaća tražnja dovoljno elastične, povećava/smanjuje neto-izvoz kao komponentu agregatne tražnje. Dejstvo promene deviznog kursa na agregatnu tražnju predstavlja indirektni kanal transmisije deviznog kursa koji deluje sa manjom brzinom odnosno izvesnom docnjom u porencju sa direktnim kanalom.

Transmisija deviznog kursa na nivo cena se može tumačiti kroz zavisnost određene ekonomije od izvozno-uvoznih aktivnosti odnosno relativne otvorenosti/zatvorenosti ekonomije. Ukoliko je zemlja relativno zatvorena i manje zavisi od spoljnotrgovinskih aktivnosti, transmisija kursa je manje značajna. Relativno otvorene ekonomije sa većom zavisnošću od spoljno-trgovinskih aktivnosti imaju veću transmisiju kursa na cene. S obzirom da su zemlje u tranziciji relativno otvorene i manje ekonomije, transmisija je uglavnom značajna.

Postoji još jedan razlog ograničavanja fluktuacija deviznog kursa u vezi sa inflatornim očekivanjima, nominalnim sidrom i kredibilitetom monetarne politike. Manje razvijene ekonomije imaju veoma uporna i rigidna „naniže“ inflatorna očekivanja usled ranijih inflatornih iskustava i nedovoljnog kredibiliteta monetarnih vlasti da suzbije inflatorne epizode. Takođe, tradicionalno sidro u takvim ekonomijama predstavlja devizni kurs. Stanovništvo, finansijski i privredni sektor i sindikati, dakle svi sektori čija se inflatorna očekivanja prate od strane monetarnih vlasti, znaju da rast kursa znači višu inflaciju. Premda, postoje i mišljenja da uvođenje inflacionog targetiranja uz fleksibilniju varijantu režima deviznog kursa vremenom doprinosi padu inflatornih očekivanja i indeksacije nadnica i cena unazad (Mihskin 2004, 2007). Situacija u kojoj je kurs tradicionalno sidro inflatornih očekivanja, nezavisno od *de jure* implementiranog monetarnog režima, je obično povezana i sa finansijskom euroizacijom (ili dolarizacijom) usled nedovoljnog poverenja u monetarne vlasti da održe vrednost domaće valute. Znajući da viši kurs znači višu inflaciju, tržišni učesnici konvertuju domaću u stranu aktivu (dolare ili eure) kako ne bi doživeli pad neto-bogatstva. Povećana tražnja za stranom valutom dalje kreira depresijacijske pritiske, što opet pojačava transmisiju na inflaciju uz pojačana inflatorna očekivanja. Drugim rečima, neizvodljivo je dopustiti slobodnu fluktuaciju kursa ukoliko je kurs tradicionalno sidro i ukoliko je transmisija kursa na cene značajna. U takvim okolnostima, fluktuacije kursa se, ili moraju čvrsto ograničiti, ili prihvatiti rigidni režim deviznog kursa odnosno režim deviznog kursa kao nominalnog sidra.

Već je napomenuto da su zemlje u tranziciji (i emergentne ekonomije) usled trgovinske i kapitalne liberalizacije podložne naglim preokretima u tokovima kretanja kapitala i poremećajima spoljnotrgovinskih tokova – tzv. eksternim šokovima. Razvijene ekonomije obično nisu suočene sa naglim fluktuacijama kursa usled slabije podložnosti eksternim šokovima i zahvaljujući stabilnim makroekonomskim indikatorima. U zemljama u kojima se sprovode strukturne reforme, a makroekonomska stabilnost je krhka, fluktuacije kursa (usled pada inostrane tražnje i pada cena izvoznih proizvoda, kao i naglih odliva kapitala) mogu izazvati ozbiljne posledice, pa i ugroziti inflacioni target. Nagli odlivi kapitala, pre svega kratkoročnih portfolio tokova, pad inostrane tražnje i pogoršanje odnosa razmene izazivaju depresijaciju deviznog kursa uz prelivanje na stopu inflacije i ugrožavanje inflacionog targeta. Monetarne

vlasti u datim okolnostima moraju ograničiti kursne fluktuacije kako bi se izbegao promašaj inflacionog targeta.

Sledeća grupa problema u suštini proizilazi iz neformalne finansijske euroizacije/dolarizacije u zemljama u tranziciji što je naravno povezano i sa prethodnim faktorima. Neformalna finansijska euroizacija je posledica negativne monetarne prošlosti i nepoverenja u monetarne vlasti, režim monetarne politike i domaću valutu. Usled nepoverenja u domaću valutu odnosno nepoverenja da monetarne vlasti mogu održati realnu kupovnu moć i realnu vrednost imovine, tržišni učesnici prelaze iz domaće u stranu valutu u nastojanju da održe neto-bogatstvo nepromenjenim. S obzirom da monetarna autonomija postoji, te zvanična monetarna politika i domaća valuta (nasuprot zvaničnoj dolarizaciji/euroizaciji kao režimima deviznog kursa odnosno posledičnoj monetarnoj ne-autonomiji kao režimu monetarne politike), primanja se izražavaju u domaćoj valuti, dok se obaveze denominuju ili vezuju za stranu valutu. Tako, stanovnici deponuju sredstva u bankama u devizama, a banke odobravaju kredite sa deviznom klauzulom. Otuda, neformalna finansijska euroizacija/dolarizacija se obično posmatra kao udeo depozita i kredita u stranoj valuti u odnosu na ukupnu količinu depozita i kredita ili u odnosu na količinu depozita i kredita u domaćoj valuti.

U okolnostima izražene finansijske euroizacije/dolarizacije monetarne vlasti ne mogu priuštiti slobodne fluktuacije deviznog kursa, jer snažnija depresijacija deviznog kursa ugrožava bilanse stanja firmi, neto-bogatstvo stanovništva, kao i fiskalnu poziciju imajući u vidu servisiranje javnog duga u stranoj valuti. Pri značajnoj depresijaciji se znatno više sredstava (primanja) u domaćoj valuti mora odvojiti da bi se servisirali dugovi u stranoj valuti. Pomenuti efekti su u literaturi poznati kao efekti bilansa stanja (*balance sheet effect*), zatim valutno neslaganje (*currency mismatching*) i „izvorni greh“ (*original sin*). Problemi u vezi sa finansijskom dolarizacijom/euroizacijom se posebno apostrofiraju u slučaju emergentnih i tranzicionih ekonomija. Efekat bilansa stanja se odnosi na situaciju kada su obaveze denominovane u stranoj, a imovina i primanja u domaćoj valuti, pa se u slučaju depresijacije deviznog kursa više sredstava mora izdvojiti za servisiranje obaveza što pogoršava bilanse stanja firmi. Slično važi i za sektor stanovništva s tim da se tumačenje ne odnosi na bilans stanja već neto-bogatstvo, neto-imovinu, neto-blagostanje, u smislu da navedene kategorije opadaju usled depresijacijedeviznog kursa.

Valutno neslaganje ukazuje na različitu denominaciju aktivnih i pasivnih pozicija, jer su aktivne izražene u domaćoj, a pasivne u stranoj valuti. A „izvorni greh“ se odnosi na nemogućnost zemalja u razvoju da pozajmice na međunarodnom tržištu kapitala vrše u domaćoj valuti, već samo u rezervnim valutama jer investitori odbijaju da diverzifikuju portfolio u smislu pružanja šanse i valutama manje razvijenih zemalja. Dakle, „izvorni greh“ je povezan sa valutnim neslaganjem aktive i pasive, kao i efektom bilansa stanja sa istim pritiskom po monetarne vlasti – nije moguće dozvoliti značajniju depresijaciju deviznog kursa.

6.2 Podvarijante režima upravljanog fluktuiranja

U literaturi koja se bavi teorijskim i empirijskim istraživanjem fluktuirajućih režima deviznog kursa prisutna je svojevrsna konfuzija u pogledu definisanja režima fleksibilnog deviznog kursa. Ipak, preovladava mišljenje da u praksi ne postoji režim slobodnog ili čistog fluktuiranja. Iako većina istraživača ne uvažava slobodno fluktuiranje kao praktičnu, već isključivo kao teorijsku opciju, konfuzija nastaje pri diferenciranju režima upravljanog ili kontrolisanog fluktuiranja. Neki autori (na primer Williamson 2000) smatraju upravljano fluktuiranje vrstom središnjeg režima, dok većina autora pod fleksibilnim režimima podrazumeva slobodno i upravljano fluktuiranje. Prema zvaničnom stavu rigidnim režimom deviznog kursa imaju visoke nivoe deficita tekućeg bilansa (Estonija, Litvanija, Latvija), baš kao i zemlje sa režimom upravljanog fluktuiranja (Poljska, Češka, Slovačka). Međunarodnog monetarnog fonda (2009), upravljano fluktuiranje je režim u kom je devizni kurs tržišno determinisan, ali se zadržava mogućnost intervencije monetarnih vlasti u cilju sprečavanja prekomernih oscilacija koje prete da ugroze finansijsku stabilnost. Prema istaknutoj definiciji MMF-a nema reči o tome da se kursem upravlja u smislu sprečavanja tržišnih pritisaka kako bi se pratila (targetirala) putanja ili čak nivo kursa.

U praksi targetirati inflaciju podrazumeva da se ne targetira nijedna druga varijabla, pre svega devizni kurs kao najčešći alternativni monetarni okvir. Evidentno je da pojedine monetarne vlasti, iako *de jure* primenjuju fleksibilni režim deviznog kursa, *de facto* intervenišu u većoj ili manjoj meri na deviznom tržištu. Pri tome, ne postoji verzija slobodnog ili čistog fluktuiranja u praksi, samo u teorijskim modelima. Model čistog fluktuiranja implicira potpuno slobodno fluktuiranje kursa u odnosu na ponudu i tražnju na deviznom tržištu, odnosno, u pomenutom modelu ne sme

biti nikakvih intervencija monetarnih vlasti. S obzirom da je devizni kurs najvažnija cena u ekonomiji, jer neposredno i posredno utiče na sve ključne makroekonomske indikatore i ciljeve ekonomske politike, isti se nadzire i kontroliše u većoj ili manjoj meri. Dakle, u praktičnom smislu, može se govoriti samo o upravljanoj fluktuaciji, odnosno, formiranju kursa u skladu sa ponudom i tražnjom, bez čestih i planiranih intervencija na deviznom tržištu (koje deformišu tržišnu putanju kursa), uz retke i *ad hoc* intervencije kako bi se ublažile suviše dnevne oscilacije koje prete da ugroze finansijsku stabilnost.

U radu Bofinger-a i Wollmershauser-a (2001) su režimi fluktuirajućeg kursa klasifikovani na: čisto fluktuiranje (bez intervencija), nezavisno fluktuiranje (ublažavanje fluktuacija kursa) i upravljano fluktuiranje (targetiranje deviznog kursa). Autor smatra da je prvi navedeni režim teorijski model bez empirijskog uporišta, da je drugi model *de facto* upravljano fluktuiranje, a da je treći navedeni model (upravljano fluktuiranje) hibridna, netransparentna varijanta središnjeg režima deviznog kursa. Treću, netransparentnu, varijantu nije moguće svrstati u postojeće središnje režime. Najbliža je vrsti koridora sa širim marginama fluktuacije (ali u ovom slučaju ne postoje objavljene margine fluktuacije), pri čemu se dozvoljava izvesna fluktuacija kursa koja se procenjuje u skladu sa postavljenim ciljevima. U režimu targetiranja inflacije, fluktuacija se dozvoljava sve dok ne ugrožava inflacioni target, a iznad te granice se kurs neposredno ili posredno ograničava. Ne postoji paritet, a samim tim ni target deviznog kursa, jer targetiranje kursa podrazumeva režime od valutnog odbora do pokretnog pariteta sa užim marginama fluktuacije. Hibridni neidentifikovani režim deviznog kursa u spektru napred analiziranih režima, od rigidnog ka fleksibilnom, mogao bi se locirati između koridora ili target zone sa jedne strane i upravljanoj fluktuaciji s druge strane. U posmatranom režimu je reč o čvrsto upravljanoj ili „prljavom” fluktuaciji uz distinkciju *de jure* i *de facto* primenjene forme režima.

Emergentne i tranzicione ekonomije često nisu u prilici da ignorišu kretanje deviznog kursa, jer isti utiče i na eksternu i na internu makro stabilnost, inače veoma krhku u slučaju razmatranih ekonomija. Naime, depresijacija kursa se sprečava usled već postojećeg (hroničnog, rastućeg) deficita tekućeg bilansa, dok se depresijacija kursa u velikoj meri prelijeva na inflaciju. U pomenutim okolnostima, nije moguće dozvoliti slobodno, pa čak ni značajno fluktuiranje kursa jer bilo kakva pomeranja, nagore ili nadole, pogoršavaju situaciju na internom ili eksternom

planu. Sporni podrežim upravljanog fluktuiranja u emergentnim i tranzicionim ekonomijama nazovimo „prljavim” fluktuiranjem i podrazumevamo da se kursem *manipuliše*, odnosno, ne interveniše se samo da bi se ublažile fluktuacije, ali se ni ne targetira kurs. U režimu „prljavog” fluktuiranja se reaguje (interveniše na deviznom tržištu) *ad hoc*, relativno često, uz konstantni nadzor monetarnih vlasti jer značajnija fluktuacija kursa ugrožava makroekonomsku (i internu i eksternu) poziciju, a pre svega inflatornu stabilnost (u formi inflacionog targeta u režimu inflacionog targetiranja).

Đukić (2006) takođe potvrđuje diferenciranje režima upravljanog fluktuiranja na „režim čvrsto kontrolisanog fluktuirajućeg kursa” (*tightly managed floating*) i „druge kontrolisano fluktuirajuće režime” (*other managed floating*). Čvrsto kontrolisano fluktuiranje ne podrazumeva jasnu putanju deviznog kursa, ali je kurs generalno stabilan s obzirom na snažan monitoring monetarnih vlasti. U drugim režimima upravljanog fluktuiranja se na devizni kurs utiče, ali na *ad hoc* bazi.

Očigledno režim upravljanog fluktuiranja prema literaturi pokriva više podrežima u zavisnosti od frekventnosti i cilja intervencija na deviznom tržištu:

- Prikriveno, *de facto* targetiranje deviznog kursa;
- Manipulacija fluktuacijama deviznog kursa;
- Ublažavanje fluktuacija deviznog kursa.

De facto targetiranje kursa podrazumeva sprečavanje kretanja kursa prema tržišnim snagama i usmeravanje prema neobjavljenom paritetu uz eventualno uske margine fluktuacije. Jasno je da je režim prikrivenog targetiranja kursa oblik središnjeg režima.

Manipulacija fluktuacijama dozvoljava izvesnu fleksibilnost, ali ograničenu, imajući u vidu nemogućnost monetarnih vlasti da dozvole značajniju fluktuaciju zbog poremećaja makrostabilnosti. Ne postoji prikriveni paritet, već vlasti reaguju prema proceni, *ad hoc*, ali se kurs konstantno nadzire i reaguje promptno na svaku fluktuaciju koja pretila da ugrozi ciljeve ekonomske politike (a pre svega targetiran, željeni nivo inflacije). Problem je pre svega u

nepovoljnim makroekonomskim okolnostima, jer „prljava“ fluktuiranje primenjuju ekonomije koje ne smeju dozvoliti značajniju fluktuaciju s obzirom na:

- Eksternu neravnotežu - sprečavanje značajnije depresijacije;
- Internu neravnotežu u formi slabe realne ekonomije - povezanost kursa sa izvozom i prilivom stranih direktnih investicija;
- Internu neravnotežu u formi pretećih inflatornih pritisaka - „naniže“ rigidna inflatorna očekivanja, snažna indeksacija nadnica i cena usled (hiper) inflatornih situacija, snažna transmisija depresijacije kursa na nivo potrošačkih cena;
- Značajna finansijska dolarizacija/euroizacija - jer depresijacija izaziva negativan efekat bilansa stanja usled valutnog neslaganja.

Režim manipulisanja fluktuacijama deviznog kursa ili „prljava“ fluktuiranje bi se mogao svrstati u središnji režim deviznog kursa.

Ublažavanje fluktuacija je tipični udžbenički model upravljanog fluktuiranja jer se reaguje samo onda kada su fluktuacije suviše i prete da ugroze finansijsku stabilnost. Pomenuti model upravljanog fluktuiranja praktikuju razvijene ekonomije (pre svega, SAD, EMU, Japan) zahvaljujući povoljnijim makroekonomskim performansama, a pre svega stabilnijoj makroekonomskoj poziciji na internom i eksternom planu, slabijoj transmisiji kursa na cene i odsustvu finansijske dolarizacije/euroizacije. Od tri pomenuta podrežima ili podvarijante *de jure* upravljanog fluktuiranja, ovaj režim je *de facto* fluktuirajući.

Režim upravljanog fluktuiranja u suštini ima dve ključne podvarijante:

- 1) Meko upravljanje, odnosno, ublažavanje fluktuacija;
- 2) Čvrsto upravljanje, odnosno, manipulacija fluktuacijama kursa ili tzv. „prljava“ fluktuiranje.

Poenta je u otkrivanju kakva je varijanta upravljanog fluktuiranja u suštini zastupljena. Identifikacija prirode intervencija je empirijski prilično istražena i uglavnom se koristi analiza

vremenskih serija promene deviznih rezervi i kamatnih stopa. Ukoliko je varijacija pomenutih serija značajna, dok je varijacija nominalnog deviznog kursa slaba, radi se o upravljanoj fluktuiranju. Ali, teško je povući granicu u kojoj meri su varijacije deviznih rezervi i kamatne stope (direktno i indirektno uticanje na devizni kurs) prihvatljive da bi se režim okarakterisao kao meko (ublažavanje fluktuacija) ili čvrsto (prljavo fluktuiranje) upravljanje kursem.

6.3 Podvarijante režima inflacionog targetiranja

Okvir monetarne politike podrazumeva i odabir adekvatnog režima deviznog kursa. Režim inflacionog targetiranja, kao što je napred izneto, ne uključuje režime deviznog kursa koji pripadaju monetarnom režimu targetiranja deviznog kursa odnosno politici deviznog kursa kao nominalnog sidra: valutni odbor (nije uključena dolarizacija/euroizacija jer u ovim režimima kurs ne postoji, i monetarna unija, jer u ovom slučaju ne postoji suverena monetarna politika), konvencionalni fiksni paritet, prilagodljivi paritet, pokretni paritet, pokretni paritet sa uskim marginama fluktuacije. Međutim, središnji režimi tipa koridora sa širim marginama fluktuacije jesu kompatibilni sa targetiranjem inflacije, kao i režimi upravljanog/slobodnog fluktuiranja. Moguće je targetirati inflaciju dokle god postoji značajna fluktuacija kursa, odnosno, dokle god kurs nije targetirana varijabla. Jer za režim inflacionog targetiranja, između ostalih pretpostavki, neophodno je da: inflacioni target bude postavljen numerički na srednji rok i da se kamatna stopa centralne banke formira u skladu sa očekivanim odstupanjem buduće inflacije (simulira se modelom) i ciljne, targetirane inflacije (postavlja se u skladu sa ciljevima ekonomske politike, npr. putanja ka nivou EMU za tranzicione ekonomije). Ono što je problem u kombinaciji inflacionog targetiranja i prljavog fluktuiranja je teškoća implementacije date kombinacije sa aspekta monetarnih vlasti. Naime, neophodno je da:

- Inflacioni target postigne (zbog kredibiliteta i ostavarivanja ciljeva monetarne politike); Da se ne targetira kurs (što je teško ako postoji interna/eksterna neravnoteža, finansijska dolarizacija/euroizacija i dominacija kanala deviznog kursa u monetarnom transmisionom mehanizmu);
- Pozna je transmisioni mehanizam (u kom pravcu, koliko snažno i koliko dugo deluju efekti instrumenata monetarne politike);

- Pronađe pravi model za simulaciju buduće inflacije i reakciju monetarne vlasti u skladu sa odstupanjem očekivane od targetirane inflacije;
- Otkrije model u vezi sa reakcijom monetarnih vlasti koji će inkorporirati ključni instrument (referentnu kamatnu stopu), i intervencije na deviznom tržištu kao pomoćni i često neophodni instrument imajući u vidu brži, snažniji i sigurniji efekat na nominalni devizni kurs – kamatna stopa i devizni kurs su operativni targeti monetarne politike.

Postići sve navedeno, u okolnostima kada postoji interna i/ili eksterna neravnoteža, finansijska dolarizacija/euroizacija, snažna transmisija kursa na cene, veoma je teško. Ako uključimo i efekte preliivanja trenutne svetske finansijske ekonomske krize, monetarne vlasti imaju izuzetno težak zadatak održavanja razmatrane kombinacije režima deviznog kursa i monetarne politike.

6.4 Indirektno i direktno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa u režimu inflacionog targetiranja

Pored intervencija na deviznom tržištu odnosno upotrebe deviznih rezervi kako bi se direktno ograničile fluktuacije kursa u režimu inflacionog targetiranja, postoji još jedna mogućnost uticaja na kurs. U pitanju je nepokriveni paritet kamatne stope odnosno uticaj na devizni kurs putem politike kamatne stope. Pomenuti uticaj se, suprotno direktnom kroz intervencije na deviznom tržištu, naziva indirektni uticaj na devizni kurs. Imajući u vidu da nepokriveni paritet kamatne stope ne funkcioniše u praksi u skladu sa željenim očekivanjima, odnosno indirektni uticaj na fluktuacije često nije dovoljan kako bi se ograničile fluktuacije deviznog kursa, monetarne vlasti brže, direktnije i sigurnije mogu uticati na kurs putem deviznih rezervi odnosno putem intervencija na deviznom tržištu.

Intervencije na deviznom tržištu u principu utiču na monetarnu bazu (kupovina deviza kreira novčanu masu, a prodaja deviza redukuje novčanu masu), te da bi iste bile efektne vrši se sterilizacija odnosno uklanjanje posledica po novčanu masu. Sterilizovana intervencija na deviznom tržištu ne ostavlja efekte po novčanu masu, ne postoje iznuđene promene kamatne stope, pa se direktan uticaj na fluktuacije kursa smatra nezavisnim instrumentom monetarne politike.

S druge strane, nivo kamatne stope pri liberalizovanom tržištu kapitala odrenuje I atraktivnost ulaganja u domaću valutu odnosno priliv i odliv eksternog portfolio kapitala. Relativno viši nivo referentne kamatne stope prema nepokrivenom kamatnom paritetu privlači inostrani kapital, povećava ponudu deviza stvarajući apresijacijske pritiske. Relativno niža referentna kamatna stopa prema nepokrivenom kamatnom paritetu destimuliše ulaganje u repo operacije odnosno domaću valutu usled nižeg prinosa te se odliv portfolio kapitala reflektuje putem depresijacijskih pritisaka na domaću valutu. Dejstvo referentne repo kamatne stope na devizni kurs ukazuje na indirektni uticaj na kurs ili indirektno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa.

Fluktuacije kursa mogu se najsigurnije i najbrže ograničiti putem intervencija na deviznom tržištu iako je data mera nepopularna, direktna i netržišna u uslovima fleksibilnog deviznog kursa. Kupovina deviznih rezervi u cilju ograničavanja apresijacije kursa i prodaja deviznih rezervi u cilju ograničavanja depresijacije kursa predstavljaju direktni uticaj na kurs odnosno **direktno** upravljanje fluktuacijama deviznog kursa. S obzirom da devizni kurs *de facto* značajan kanal u monetarnom transmisionom mehanizmu, značajniji što je zemlja manja i otvorenija, u meri u kojoj isti utiče na finalni cilj, mora se direktno ili indirektno ograničiti. Direktno upravljanje fluktuacijama kursa ima smisla samo ako je intervencija na deviznom tržištu sterilizovana. U suprotnom, u odsustvu sterilizacije, intervencije na deviznom tržištu se ne bi mogle koristiti kao poseban instrument monetarne politike.

Imajući u vidu potrebu upravljanja fluktuacijama deviznog kursa u režimu inflacionog targetiranja, monetarna vlast kao jedan od indikatora u donošenju odluka monetarne politike koristi i indeks monetarnog stanja (*Monetary Condition Index - MCI*). Indeks monetarnog stanja je ponderisan prosek promena kamatne stope i deviznog kursa u odnosu na njihove vrednosti u baznom periodu ukazujući na relativno popuštanje ili zatezanje monetarne politike. Indeks monetarnog stanja može se prikazati na sledeći način:

$$MCI_t = w_i (i_t - i_0) + w_e (e_t - e_0) + 100, \quad w_i + w_e = 1.$$

U navedenom identitetu $it-i0$ označava promenu kamatne stope odnosno razliku tekuće u odnosu na baznu kamatnu stopu. Razlika tekućeg i baznog nominalnog deviznog kursa odnosno promena nominalnog deviznog kursa označena je sa $et-e0$ (izraženo u logaritmima). Ponder uz varijablu deviznog kursa je označen sa w_e i prezentuje efekat koji kurs ima na cene, a ponder kamatne stope w_i označava efekat koji kamatna stopa ima na cene. Ponderi deviznog kursa i kamatne stope reflektuju ocenjene uticaje pomenutih varijabli na agregatnu tražnju tokom određenog perioda, najčešće tokom dve godine (vremenska docnja u monetarnom transmisionom mehanizmu). Pošto je u pitanju indeks čije se kretanje prati tokom vremena, ponderisan prosek promena kamatne stope i deviznog kursa se sabira sa 100. Povećanje indeksa iznad 100 znači da su kamatne stope povećane (restriktivnost) i/ili devizni kurs povećan (apresijacija indirektno notiranog deviznog kursa ili apresijacija nominalnog efektivnog deviznog kursa), što ukazuje na povećanje restriktivnosti MCI u tekućem u odnosu na bazni period. Pad MCI indeksa ispod 100 ukazuje na ekspanzivniju monetarnu politiku koja prozilazi iz pada kamatne stope i/ili pada (depresijacije) indirektno notiranog kursa ili nominalnog efektivnog deviznog kursa.

Aktivni uticaj (manipulacija, orkestriranje) na devizni kurs odnosno upravljanje fluktuacijama deviznog kursa u emergentnim i tranzicionim ekonomijama može voditi ka pogrešnoj politici u slučaju kada se ekonomija suočava sa realnim šokovima, obično šokovima odnosa razmene. Suština MCI je da kamatna stopa i devizni kurs u proseku imaju poništavajuće uticaje na inflaciju; kada devizni kurs depresira što obično vodi višem nivou inflacije u budućnosti, kamatna stopa treba da raste kako bi se poništio inflatorni efekat deviznog kursa na inflaciju. Uticaj deviznog kursa na inflaciju zavisi od vrste šoka koji je uslovio promenu deviznog kursa. Ukoliko je depresijacija deviznog kursa prouzrokovana *odlivom portfolio kapitala*, onda zaista vodi ka višoj inflaciji a kamatna stopa treba da raste kako bi poništila negativni inflatorni impuls. S druge strane, ukoliko je *realni šok* uzrokovao depresijaciju deviznog kursa (negativni odnosi razmene, odnosno, pad inostrane tražnje za domaćim proizvodima), smanjuje se agregatna tražnja i stvara se deflatorni efekat. U tom slučaju, kamatna stopa treba da se snizi a ne da poraste kako sugerise MCI. Prema tome, MCI treba da predstavlja pomoćni indikator u vođenju monetarne politike, a ne ključni i jedini indikator upotrebljen neovisno od okolnosti odnosno šokova koji poganaju određenu ekonomiju.

Ograničavanje fluktuacija deviznog kursa odnosno upravljanje fluktuacijama je ekonomska realnost, jedino je pitanje u kojoj meri se iste ograničavaju i koji se način dominantno koristi, indirektni putem kamatne stope ili direktni putem deviznih rezervi.

III POGLAVLJE: PREDUZETNIČKI PROJEKAT ŠKOLA ENGLESKOG JEZIKA “ŠERLOK”

1. Poslovni plan

1.1 Rezime

Škola engleskog jezika (Šerlok) je centar engleskog jezika koji nudi kurseve engleskog jezika za odrasle, decu kao i osobama kojima je znanje iz engleskog jezika neophodno za realizovanje svakodnevnih aktivnosti na radnom mestu. Predavači u školi su Nevena Petrović i Marijana Stanković, dokazani stručnjaci sa višegodišnjim iskustvom u održavanju kurseva. Njihova ekspertiza i mnogobrojni kontakti koje su ostvarili u karijeri će pomoći školi da brzo osvoji solidno tržišno učešće i pridobije veliki broj dugoročnih polaznika.

Programi će biti realizovani kao kursevi u trajanju od 4 meseca, u grupama od maksimalno 15 polaznika. Ciljno tržište čine studenti kojima je zbog budućeg zaposlenja neophodno znanje iz engleskog jezika, kompanije koje žele da unaprede svoje zaposlene u pogledu znanja engleskog jezika, kao i roditelji dece uzrasta 6 i više godina koji shvataju potrebu za što ranijim ovladavanjem svoje dece veštinama engleskog jezika.

Škola je cenu formirala na nivou od 350 EUR za kurs za odrasle, 400 EUR za poslovni kurs a 250 EUR za dečiji kurs. Cena je povoljna s obzirom na cene kurseva koje organizuju vodeći konkurenti. Škola nudi razne popuste, a politika naplate potraživanja je COD. Troškovi promocije projektuju se na 13.000 EUR godišnje, od kojih je najveći deo za mesečno štampanje i insertovanje leafleta u jednom dnevnom i jednom nedeljnom listu.

Kursevi će se održavati u savremeno opremljenom i klimatizovanom prostoru u ulici Vodovodska I deo 24b koji je u vlasništvu većinskog vlasnika Igora Savića. Preduzeće će samo opremiti prostor,

kupovinom kvalitetnog kancelarijskog nameštaja, savremenih računara i ugradnjom 4 klima uređaja.

Pored dvoje predavača, u preduzeće će biti zaposlena i jedna poslovna sekretarica, sa višom stručnom spremom i adekvatnim prethodnim radnim iskustvom.

Tabela 1: Visina apsolutnih investicionih ulaganja je prikazana tabelom:

<i>Vrsta ulaganja</i>	<i>Nabavna vrednost</i>	<i>Izvor finansiranja</i>
Tehnološka oprema	4,290 EUR	Sopstvena sredstva
Kancelarijska oprema	6,090 EUR	Sopstvena sredstva
Trajna obrtna sredstva	577 EUR	Sopstvena sredstva
UKUPNO	10,429 EUR	

Tabela 2: Projektovani finansijski rezultati su izrazito povoljni:

<i>Finansijski pokazatelji</i>	<i>Iznos pokazatelja</i>
Prosečan neto dobitak	13,947
Prosečan neto priliv u EUR	15,675
IRR	55%
NPV(disk.stopa 10%)	27,518
Period povraćaja	1 god. 1 mes. i 9 dana

2. Operativni plan

2.1 Opis usluga

Šerlok se bavi organizovanjem kurseva engleskog jezika. Predviđena su 3 kursa, nastava za odrasle, poslovni kurs i dečiji kurs. Kursevi će trajati 4 meseca a polaznici će učestvovati u interaktivnom radu.

2.1.1 Nastava za odrasle

Nastava traje 4 meseca i organizuje se u grupama do 15 polaznika slične starosti i sličnog nivoa znanja jezika. Klasifikacioni testovi se koriste da bi se utvrdio nivo znanja polaznika. Postoje 2 semestra, prvi od 1. septembra do 30. decembra i drugi od 1. februara do 30. maja. U okviru ovog kursa postoji 5 različitih nivoa: početni, srednji 1 (*preintermediate*), srednji 2 (*intermediate*), srednji 3 (*upperintermediate*) i viši nivo engleskog jezika. Svaki od navedenih nivoa traje 64 časa, što se realizuje u periodu od 4 meseca. Nastava za svaki od navedenih nivoa odvija se dva puta nedeljno po dva časa (trajanje jednog časa je 45 minuta). Nastava se odvija u moderno opremljenom prostoru gde se koriste bele table, flip čart, CD\DVD plejer i video oprema. Uglavnom se pripremaju polaznici za Kembridž ispite FCE, CAE, CPE, ali radi se i sa polaznicima kojima su potrebne priprema za polaganje drugih ispita. Škola obezbeđuje mnogo besplatnog materijala i primere testova tako da polaznici polože ispit sa lakoćom. Uvežbavaju se sve 4 veštine učenja jezika: slušanje, čitanje, pisanje i konverzacija. Cilj je da se pomogne polaznicima da usvoje pojmove koji su direktno vezani za profesiju kojom se bave kao i da savladaju sve probleme koji se javljaju u toku učenja jezika.

Početni kurs

Početni kurs pruža, pre svega, upoznavanje i savladavanje članova engleskog jezika i forme rečenica engleskog jezika kao osnove za sve ostalo. Polaznici uče osnove gramatike engleskog jezika, vrste reči i tvorbu reči i vremena neophodna za najosnovniju komunikaciju (zapričanje o prošlosti, sadašnjosti, planovima za budućnost...). Svaka lekcija (od ukupno 14), pored vežbi vezanih za 4 jezičke veštine (pričanje, čitanje, slušanje i pisanje), sadrži i dodatak namenjen za usvajanje termina neophodnih za sporazumevanje u svakodnevnom životu. Teme u ovom odeljku su: davanje podataka o sebi, telefoniranje, davanje direkcija za snalaženje u gradu i na ulici, sporazumevanje u prodavnici,

na stanici, aerodromu itd. Od dodatnih materijala koristiće se alternativna gramatička vežbanja za razumevanje i utvrđivanje nastavnog gradiva.

Srednji 1 (preintermediate) kurs:

Predstavlja nastavak učenja nakon savladanog osnovnog nivoa. Prvih nekoliko lekcija predstavljaju obnavljanje jezičkih i gramatičkih celina iz prethodnog nivoa. Pored tekstova za obradu i čitanja, kojima se jača izgovor i obogaćuje fond reči, postoji i puno audio materijala sa autentičnim razgovorima i intervjuima čiji je cilj provera stepena razumevanja pomenutih tekstova. Nove reči su takođe integrisane u posebnom odeljku koji se naziva *vocabulary*. Od polaznika se očekuje da dosta pažnje posveti samostalnom radu kod kuće. Od dodatnih materijala koristi se lektira za čitanje i razgovor na času kao i gramatička vežbanja za uobličavanje i bolje razumevanje obrađenih tekstova.

Srednji 2 (intermediate) kurs

Velika pažnja na ovom nivou poklanja se gramatici engleskog jezika. Date su jasne gramatičke prezentacije u svakoj lekciji, sa osnovnim pravilima vezanim za formu i upotrebu gramatičkih jedinica. Postoji dosta praktičnih aktivnosti, koje variraju od vođenih do mehaničkih preko polukontrolisanih do potpuno slobodnih aktivnosti. Kad god je moguće aktivnosti su personalizovane, čime se pruža mogućnost polaznicima da pričaju o sebi i saznaju više o kolegama iz grupe. Na početku svake lekcije postoji kratko vežbanje (*test your grammar*) kojim se polaznici upućuju na jezičke ciljeve lekcije. Na kraju kursa polaznici polažu test.

Srednji 3 (upperintermediate) kurs

Tradicionalni pristup je usmeren na jasno fokusiranje na gramatiku, uz duboku analizu i objašnjenja kroz razne aktivnosti i tekstove. Komunikativni pristup stavlja akcenat na značaj individualnog rada polaznika, čime polaznici dobijaju priliku da sami otkriju pravila i izražavaju sopstveno mišljenje. *Test your grammar* je deo koji se nalazi na početku svake lekcije i čiji je cilj da pokaže polaznicima koliko znaju o ciljnoj gramatici te lekcije. Vežbanja su raznovrsna, počev od praćenih i kontrolisanih do potpuno slobodnih tj. individualnih. U svakoj lekciji postoji bar jedno vežbanje za obradu sve 4 jezičke veštine: pričanje, slušanje, čitanje i pisanje. Tekstovi za čitanje su uglavnom iz časopisa (*current, club, team*), dnevnih novina, naučnih magazina, odlomci iz knjiga i biografije. Tekstovi za slušanje su iz radio intervju, a tu su i pesme, radio program i oglasi. Pričanje se provlači kroz sve

vežbe i velika pažnja se pridaje pravilnom izgovoru i intonaciji, kao i bogaćenju i proširivanju vokabulara polaznika.

Viši kurs

Nadovezuje se na srednji 3 kurs engleskog jezika. Kurs je namenjen polaznicima koji imaju vrlo dobro znanje iz engleskog jezika. Pored udžbenika koji je namenjen ovom nivou, polaznici sada uglavnom koriste i čitaju tekstove iz novina, časopisa, odlomke iz knjiga, biografije i naučne magazine. Ovo je poslednji kurs i kao takav koristi polaznicima da upotpune svoje znanje i povećaju još više fond reči. Cilj je da se nauči iznošenje mišljenja, da se postavljaju pitanja i odgovara na zahtev i ponudu i da se samostalno pišu složeni sastavi. Akcenat je na stručnim terminima koji su neophodni polaznicima zbog posla kojim se bave.

2.1.2 Poslovni kurs

Engleski jezik je nezamenljivo sredstvo komuniciranja u domenu međunarodne trgovine, poslovanja, finansija, reklame i sličnih oblasti koje spadaju u naučnu discipline ekonomije u najširem smislu. Polaznici su uglavnom zaposleni u određenim firmama, ali i osobe koje žele da ovladaju poslovnim engleskim jezikom radi uspešnog zaposlenja. U okviru poslovnog kursa takođe postoji 5 nivoa, početni, *preintermediate*, *intermediate*, *upperintermediate* i *advanced*. Polaznici bi po završetku ovog kursa trebalo da usvoje široku terminologiju engleskog jezika u oblasti ekonomije, da koriste stručnu literaturu na engleskom jeziku, da interpretiraju vizuelne podatke sa grafikona, tabela i diagrama, da razviju sposobnost numeričkog izražavanja kao i izražavanje rastućih i opadajućih trendova. Naglasak se daje učenju složenica, ustaljenih frazalnih sklopova, proširivanju rečnika približnim sinonimnim izrazima. Radi se i selektivno obnavljanje i obrada gramatičke građe važne za oblast engleskog poslovnog jezika. Polaznici treba da budu obavešteni o temi o kojoj će se razgovarati na svakom narednom času i da aktivno učestvuju u diskusiji. U nastavi se koristi metod simulacije određenih tema iz poslovnog konteksta. Cilj je da polaznici učestvuju u živim diskusijama i razviju svoje komunikativne veštine. Takođe se koristi i analiza primera iz prakse, pri čemu se u osnovnom tekstu prikazuju stvarni slučajevi o kompanijama koje se suočavaju sa izvesnim problemima, a od polaznika se traži razvijanje sposobnosti za donošenje odluka i rešavanje problema. Polaznici se podstiču i na pisani oblik komunikacije, kroz sastavljanje oglasa za upražnjena radna

mesta, pisanje molbe za posao ili biografije, kao i pisanje kraćih sastava na određene teme koje se na času obrađuju. Na kraju kursa škola podnosi izveštaj o radu grupe.

2.1.3. Dečiji kurs

Osnovna ideja škole Šerlok je da deca kontinuiranim učenjem, od predškolskog nivoa, kroz osnovnu i srednju školu, u uzrastu od 16-17 godina dostignu nivo CEF (*first certificate in English*). To je nivo znanja koji omogućava potpuno samostalnost u upotrebi jezika i njegovom daljem učenju. Dostizanje ovog nivoa podrazumeva teme za odrasle i razvijeno apstraktno misljenje, pa se polaganje ovog ispita i ne savetuje pre 16-te godine. Deca mogu da počnu da uče u bilo kom uzrastu, ali iznad 6 godina sa ili bez prethodnog znanja. Programi prate razvoj intelektualnih i motoričkih sposobnosti dece i time omogućavaju da deca rade odgovarajucim tempom i kroz aktivnosti zanimljive za njihov uzrast (igra, gluma, muzika). Izuzetno je važno razvijanje samostalnosti u učenju kroz učenje strategija koje podižu svest o ulozi samog polaznika u procesu učenja. Termini za dečiji kurs su prilagođeni potrebama dece zbog školskih obaveza. Kurs se ne održava za vreme zimskog i prolećnog raspusta. Predviđena su dva nivoa: osnovno za školsku decu i viši za školsku decu. Čas traje 55 minuta i organizuje se 2 puta nedeljno u terminima koji odgovaraju deci zbog školskih obaveza. Teme koje se obrađuju su prilagođene dečijem uzrastu. Obrađuju se lekcije o porodici, radnicima, super herojima, kompjuterima. Kurs traje 9 meseci sa ukupnim fondom od 64 časa.

Tabela 3: Kalendar održavanja kurseva

KURS	2011	2012	2013
kurs za odrasle	01.09.-30.12. 01.02.- 30.05.	01.09.-30.12 01.02.- 30.05.	10.09.-30.12. 01.02.- 30.05.
poslovni kurs	15.09.-30.12. 15.02.- 15.06.	10.09.-30.12. 10.02.- 10.06.	15.09.-30.12 15.02.- 15.06.
dečiji kurs	01.09.-30.05.	01.09.-30.05.	01.09.-30.05.

2.2. Opis tehničkih rešenja i objekata za pružanje usluga

U uslužnom preduzeću dominira ljudski kapital tako da ulaganja u tehnološka sredstva nisu velika u odnosu na ulaganja koja su neophodna za potrebe proizvodnog preduzeća. Potrebno je nabaviti 2 bele magnetne table - aluminijumski ram x - line profil 120x90, kao i jednu *flipchart* magnetnu tablu sa

postoljem (tri noge) "eko chart" 90x60 za korišćenje *flipchart table* potrebna su 3 bloka A1 - blanko 20 listova, 2 osnovna seta za magnetnu tablu (markeri, mini sunder, tečnost za čišćenje), magneti 20 mm x 5mm u vrednosti od 12 EUR. Potrebno je takođe nabaviti 2 Samsung CVV29-Z404N televizora po ceni od 257 EUR/kom kao i 2 Samsung DVD-VR335 rekordera po ceni od 275 EUR/kom. U osnovnu opremu spada i nabavka 2 Fuicu Siemens S6410 notebook kompjutera po ceni od 810 EUR/kom i jedan kancelarijski (stoni) računar *Intelligence Pro* H8-256C sa LG L194WS monitorom i Samsung MFCSCX-4200 *all-in-one* laser printer skener fax uređajem, po ceni od 1230 EUR ukupno. Svi kompjuteri su *Microsoft Windows XP* operativnim sistemom. Za potrebe *wireless* Internet konekcije u školi, neophodan je i Edimax AR-7044SG+A *wireless router* sa hardverskim *firewall*-om, po ceni od 120 EUR. Za celokupnu opremu kao dobavljač odabrana je firma "Web house" doo, Durmitorska 3, Beograd (www.webhouse.com). Ukupni troškovi tehnološke opreme su 4298 EUR. Firma Web ima najpovoljniju ponudu u poređenju sa nekim beogradskim firmama koje predstavljaju alternativu za nabavku opreme.

Tabela 3: Komparativni prikaz cena tehnološke opreme konkurenata na tržištu:

Osnovni elementi ponude	Web house	Comtrade	Big apple	Gigatron
nabavna vrednost	4298	6120	4930	5045
garantni rok (god)	3	5	3	5
troš. Inv. Održavanja	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Kao sedište škole odabrana je stambena jedinica od 125 m², u zgradi u ulici Vodovodska I deo 24b, 11000 Beograd. Lokacija je na opštini Čukarica, tako da su usluge škole dostupne velikom broju potencijalnih polaznika koji žive u velikim, stambenim objektima na toj opštini kao i u drugim susednim opštinama i naseljima. Dobra saobraćajna povezanost sa ostalim delovima Beograda je uticala na izbor lokacije. Prostor se iznajmljuje od g-dina Zorana Rankovića, koji je jedini vlasnik zgrade. Sa g-dinom Rankovićem potpisan je ugovor o iznajmljivanju na 3 godine, uz naknadu od 800 EUR mesečno i unapred plaćen iznos za prvih 6 meseci, od 4800 EUR. U pronalazenju adekvatnog prostora korišćene su advokatske usluge "Marković" Karađorđev trg 9, koja je za svoje usluge naplatila proviziju od 500 EUR. Ovaj stan je izabran između 3 lokacije koje su ponuđene i odabran je zbog velikog broja stambenih objekata u blizini. Troškovi zakupnina svih ponuđenih stanova su bili isti. Stan ima 3 sobe, 2 sobe površine 40 m² će se koristiti kao učionice, a treća površine 30m² će se

koristiti kao kancelarija za zaposlene (osnivače), a u predsoblju se nalazi sto poslovne sekretarice i čekaonica. Stan ima 2 WC-a. Godišnji troškovi iznajmljivanja prostora su 9600 EUR. Još jedan ključni element koji se mora spomenuti jeste i literatura koju će škola koristiti na svojim kursevima. Polaznici će sami nabavljati literaturu, tako da ona nije uračunata u cenu kursa. Polaznici će udžbenike nabavljati od Instituta za strane jezike. U okviru kursa za odrasle koristiće se sledeći udžbenici - *Step by step, workbook*, Jelena Kovačević, *New directions, workboak*, Ivana Medojević, *Crossroads, workbook*, Ranko Ivančević, *Horizons, workbook*, Marija Miljković, *Look ahead, workbook*, Marko Stevanovic. Udžbenici koji će se koristiti ne dečijem kursu su: *Rainbow, workbook*, Jelena Kovačević i *Keep it up, workbook*, Ivana Medojević. Za poslovni kurs koristiće se *Market leader, Brian Gaulter, Oxford*. Škola se opredelila za korišćenje sledećih rečnika-*Longman active study dictionary* i *Longman business English dictionary*. Knjige se nabavljaju od institute za strane jezike i polaznici škole imaju na njih popust od 10%. Polaznici od škole dobijaju svesku i fasciklu. Škola nabavlja sveske i fascikle od knjižare Sunce i to sveske po ceni od 3 EUR\kom a fascikle po ceni od 4 EUR\kom. Takođe potrebno je odštampati testove koji se rade na početku i na kraju kursa u 480 primeraka, tako da dolazimo do krajnje cifre od 134 EUR. Ukupni troškovi nabavke literature za školu iznose 1814 EUR.

Važan element jeste i kancelarijski nameštaj. Za svaku učionicu potrebno je nabaviti po 10 stolova za polaznike, dakle ukupno 20 Beta stolova, dimenzija 135x70x75, po ceni od 100 EUR\kom i 20 kancelarijskih stolica Jazz po ceni od 60 EUR\kom. U kancelariji za zaposlene će se nalaziti 2 veća stola Harizma 200, dimenzija 200x120x70 po ceni od 350 EUR\kom, 2 stolice Office 100 po ceni od 480 EUR ukupno, kao i 3 Jazz stolice. Takođe u svakoj učionici će se nalaziti po jedan sto i stolica za predavača i to Comfort sto, dimenzija 160x100x75 po ceni od 200 EUR\kom i 2 Vega 02 stolice po ceni od 180 EUR\kom. U čekaonici će se nalaziti sto Harizma 200 i stolica Office 100, kao i 3 stolice Jazz. Ukupni troškovi kancelarijskog nameštaja su 6090 EUR. Dobavljač za kancelarijski nameštaj je Forma Ideale doo, Čukarička Padina-Lazarevački drum 155a, 11000 Beograd.

Tabela 4: Ponuda je izabrana kao najpovoljnija od 4 izbora dobavljača:

Dobavljač	Forma Ideale	Ekolinea	Craftsman	Braneks
Nabavna vrednost	6090	8680	7920	9180

Mora se nabaviti i adekvatna klimatizacija. Za te potrebe biće nabavljena 4 klima uređaja LG KS-G12AH snage 12000 BTU, koji će biti postavljeni u svakoj prostoriji. Cena uređaja sa instalacijom je 450 EUR\kom, tako da su ukupni troškovi za sva 4 uređaja 1000 EUR. Dobavljač je preduzeće Lavelelektronik,doo Makenzijeve 46,11000 Beograd. Ovo preduzeće se već 10 godina bavi uvozom i instalacijom klima uređaja. Ostali ponuđači nude iste cene, ali preduzeće Lavelelektronik ima najbolje reference.

2.3 Podaci o kapacitetima

S obzirom na činjenicu da svi kursevi traju 4 meseca, da postoji 5 kurseva za odrasle, 5 za poslovni kurs i 2 za decu, da na svakom kursu može prisustvovati najviše 15 polaznika, i da na svakom kursu postoje po dve grupe, škola godišnje može da realizuje 24 kurseva odnosno da primi 720 polaznika. Ali treba imati u vidu da preduzeće ima 2 zaposlena koja mogu održavati kurseve i da oni ne mogu da postignu održavanje tolikog broja kurseva, kako zbog zamora koji održavanje kurseva izaziva tako i zbog drugih obaveza. Takođe, zbog individualnih i godišnjih odmora u julu i avgustu, kao i velikog broja neradnih dana u januaru, bilo bi neracionalno održavati kurseve u ovim mesecima (kalendar održavanja kurseva prilagođen je ovoj činjenici), pa maksimalni tehnički kapacitet možemo proceniti na 15 kurseva, odnosno oko 330 polaznika godišnje. Kapacitete možemo realno predstaviti na sledeći način:

Tabela 5: Kapaciteti škole engleskog jezika “Šerlok”:

godina	broj kurseva	broj polaznika	god.tehn. kapacitet	god.opt. kapacitet	god.iskor. tehn.kapac.	god.iskor. optim.kapac
2011	6	175	300	220	58%	80%
2012	6	205	300	220	68%	93%
2013	6	220	300	220	77%	100%

2.4 Analiza organizacionih i kadrovskih aspekata

Osnovna karakteristika kadrovskih aspekata je mali broj ljudi-dvoje predavača i jedna poslovna sekretica. Predavači imaju platu od 800 EUR/mesečno, s obzirom da drugi deo prihoda mora rasporediti na druge troškove i vlasnicima. Plata poslovne sekretarice je 400 EUR/mesečno. Godišnji troškovi plata u sledeće tri godine iznose 24000 EUR.

2.5 Predviđena obuka zaposlenih

Danas je apsolutni zahtev za sve predavače engleskog jezika da se nastavi profesionalno učenje i usavršavanje. Škola planira da pošalje Nevenu Petrović na metodološki kurs "učiti najmlađe" na *Cambridge* jer će ovaj kurs približiti principe i objasniti probleme koji se javljaju prilikom podučavanja najmlađih polaznika, a takođe omogućava da se razvije sopstvena sigurnost kroz upotrebu proširenog spektra instrumenata, tehnika i nastavnih aktivnosti. Ovaj kurs pohađala bi u julu 2012. u trajanju od 2 nedelje (30x45) časova nedeljno.

Marijana Stanković će pohađati metodološki kurs "novi trendovi u nastavi"- gde će se upoznati sa najnovijim dostignućima u metodologiji nastave engleskog jezika, kao i kako ovi trendovi mogu da inspirišu polaznike. Kurs će se održati u avgustu 2012. na *Cambridge*-u u trajanju od 2 nedelje. Ukupni troškovi obuke su 1500 EUR.

2.6 Analiza zaštite životne sredine i zaštite na radu

S obzirom na delatnost kojom se bavi, škola nema nikakav uticaj na životnu sredinu. U prostorijama će biti postavljen protiv požarni aparat. Osvetljenje će biti 220-240 LUX, a uz pomoć klima uređaja temperature će biti regulisane na 24°C. U prostorijama će biti zabranjeno pušenje i konzumiranje alkoholnih pića, što će biti vidno označeno.

3. Marketing plan

3.1 Plan prodaje

3.1.1 Opis tržišta i osnovni tržišni podaci

Osnovno tržište koje škola engleskog jezika cilja je grad Beograd sa oko 2 miliona stanovnika. Pouzdano se ne zna tačan broj škola engleskog jezika, ali se smatra da se taj broj kreće od 800 do 1500 u Srbiji, ali da ima oko 90 zaista ozbiljnih konkurentskih škola.

3.1.2 Ciljni segmenti

Postoji više segmenata koje škola cilja:

- Roditelji dece uzrasta od 6 i više godina koji shvataju potrebu za što ranijim ovladavanjem svoje dece engleskim jezikom.
- Studenti, koji zbog budućeg zaposlenja moraju da ovladaju engleskim jezikom (škola je razvila kurseve za studente ekonomskih nauka).
- Kompanije koje žele da unaprede svoje zaposlene u pogledu znanja engleskog jezika.
- Šira javnost, odnosno pojedinci različitih starosnih doba koji žele da nauče ili unaprede engleski jezik iz ličnih potreba.

Prva tri segmenta su posebno značajna jer shvataju značaj poznavanja engleskog jezika danas. Roditelji shvataju da njihova deca mogu mnogo efikasnije da uče jezik u manjim grupama gde se deci poklanja veća pažnja nego na časovima engleskog jezika u osnovnim školama. Takođe, studenti savladavaju jezik brže i bolje u manjim grupama nego na fakultetu, a pohađaju kurseve i da bi lakše položili ispite iz engleskog jezika. Kompanije više od svih razumeju koliki je značaj engleskog jezika u današnjem biznisu, stoga šalju svoje zaposlene na različite kurseve engleskog jezika koji odgovaraju potrebama njihovog radnog mesta.

3.1.3 Tržišni trendovi

U oblasti edukacije engleskog jezika postoje sledeći trendovi:

- Kratkovide kompanije koje ne shvataju koliki je značaj engleskog jezika danas u svetu kao i u Srbiji pa smanjuju budžet za ove potrebe.
- Holistički orijentisane kompanije, koje su kontinuelno okrenute ka budućnosti te stoga razumeju značaj dobrog poznavanja engleskog jezika i ne smanjuju svoj budžet za ove potrebe.
- Pojedinci koji razumeju da je znanje engleskog jezika neophodno za uspešno snalaženje na rednom mestu kao i na tržištu rada.

3.1.4 Rast tržišta

Prema procenama, poslednjih 5 godina ovo tržište je raslo po stopi od 10%, a trend rasta se predviđa na 15%-20% godišnje u sledeće tri godine. Na kretanje tražnje u budućnosti najviše utiču povećana svest menadžera o značaju investicija u ljudski kapital kao sredstva za postizanje i održavanje

konkurentne prednosti, kao i povećana svest zaposlenih o potrebi usavršavanja engleskog jezika radi poboljšanja performansi na radnom mestu kao i zainteresovanost zaposlenih o potrebi da im finansiraju ovakve kurseve. Istraživanja pokazuju da rastu i budžeti firmi za potrebe finansiranja kurseva u proseku između 10% i 15% godišnje. S druge strane raste i svest roditelja o potrebi upisivanja svoje dece na ovakve kurseve kako bi što bolje pripremili svoju decu za buduće zaposlenje. Raste i svest studenata o potrebi usavršavanja engleskog jezika najviše zbog uslova koji se postavljaju u oglasima od strana firmi koje žele da zaposle nova lica.

3.1.5 Potrebe tržišta

Osnovna potreba je kvalitetno i temeljno učenje. Poznavanje engleskog jezika je bez sumnje jedan od najvažnijih uslova za zaposlenje. Kompanijama su neophodni stručnjaci sa izuzetnim znanjem engleskog jezika. To danas nije luksuz nego postaje normalno i uobičajeno. Engleski jezik je zastupljen u svim sferama života. Znacaj poznavanja engleskog jezika u svetlu najnovijih kretanja svetske privrede, koju karakteriše globalizacija poslovanja, postaje sve izraženiji. Engleski jezik je nezamenljivo sredstvo komunikacije u domenu međunarodne trgovine, poslovanja, finansija, reklama i sličnih oblasti.

3.1.6 Swot analiza

Snage (<i>strengths</i>) • Dobro osmišljeni kursevi • Orijentisanost na potrebe polaznika • Stručan nastavnički kadar • Bezbednost i sigurnost polaznika	Slabosti (<i>weaknesses</i>) • Vreme neophodno da se napravi proboj na tržište • Nedovoljna trenutna informisanost klijenata o postojanju škole • Nedostatak finansijskih sredstava u ekonomiji zbog globalne krize
Šanse (<i>opportunities</i>) • Povećana zahtevnost tržišta prilikom zapošljavanja • Povezanost osnivača sa drugim stručnjacima koji mogu biti angažovani za potrebe proširenja asortimana	Pretnje (<i>threats</i>) • Veliki broj konkurenata • Nelojalna konkurencija • Mogućnost osetnog uticaja negativnih konkurentskih kretanja

3.1.7 Analiza konkurencije

Na ovom tržištu postoji više konkurenata:

- Renomirane i dokazane škole stranih jezika, sa stručnim kadrovima, kao što su Narodni univerzitet "Božidar Adžija" (www.bozidaradzija.com), koji ima širi spektar delatnosti i pored engleskog jezika drži kurseve i ostalih jezika a vrši i obuke na računaru i Institut za strane jezike www.isj.rs) koji ima i izdavačku delatnost.
- Škole koje su se specijalizovale samo za održavanje kurseva engleskog jezika kao što je Britanika school (www.britanikaschool.com) i Oksford (www.oxford.com) koja ima stručni kadar i izuzetnu reputaciju.
- Osnovne i srednje škole u Srbiji kao i Filološki fakultet u Beogradu www.fil.bg.ac.rs)
- Samostalni predavači koji drže časove engleskog jezika po pozivu.

Danas na ovom tržištu postoji zaista veliki broj konkurenata, zahvaljujući atraktivnosti ove delatnosti, ali će i u budućnosti doći do ulaska novih konkurenata na tržište, koje nažalost nije moguće sa lakoćom predvideti. Na intenzitet konkurencije utiču i niske ulazne barijere, pre svega niske potrebne investicije, kao i nepostojanje izlaznih barijera. Horizontalna integracija je izražena kod nekih konkurenata (većih škola engleskog jezika kao i visokoškolskih institucija) jer raspolažu i kadrovima i prostorom potrebnim za obavljanje delatnosti, a može se očekivati i ulazak novih konkurenata po ovom osnovu. Takođe ovakvi konkurenti imaju mogućnost vertikalne integracije unazad jer mogu da upotrebljavaju materijale koje koriste za edukaciju studenata i za edukaciju putem kurseva. Nivo globalizacije je nizak jer tržište, nije dovoljno atraktivno za ulazak stranih firmi koje se bave ovom delatnošću (ali dolaze i strani predavači koji drže pojedine kurseve u okviru domaćih firmi).

3.1.8 Marketing strategija

Izuzetno je važno da Šerlok ima jasnu marketinšku strategiju koja će omogućiti snažan prodor na tržište, kao i zauzimanje dobre pozicije za dalju ekspanziju, ali i odbranu od novih potencijalnih konkurenata.

3.1.8.1 Pozicioniranje

Šerlok želi da se pozicionira kao ozbiljna firma, koja održava kurseve engleskog jezika i pri tome koristi najmodernije metode u oblasti održavanja istih, uz najnoviju opremu, i izuzetno stručne predavače sa dugogodišnjim iskustvom čime će polaznicima biti obezbeđeno da ovladaju engleskim jezikom na najbolji način. Stoga naša poruka će glasiti da je Šerlok ozbiljna firma i da polaznici neće pogrešiti ako nas izaberu.

3.1.8.2 Marketing miks

Proizvod-Šerlok pruža tržištu uslugu za kojom postoji intenzivna tražnja, pre svega zbog razvoja svesti ljudi o neophodnosti savladavanja engleskog jezika. Nakon završetka svakog kursa koristiće se ankete, uz pomoć kojih će se prikupljati mišljenja naših polaznika o potrebama eventualnih izmena i dopuna u programima, kao i o uvođenju novih kurseva kao i kurseva iz drugih jezika. S obzirom na iskustvo predavača, usluga koju pružamo biće visoko fleksibilna i prilagođavaće se lako zahtevima tržišta kao i polaznika na kursu.

Cena-Cene će biti formulisane na nivou prihvatljivom za trenutni stepen razvoja tržišta: 350 EUR za kurs za odrasle, 400 EUR za poslovni kurs, a 250 EUR za dečiji kurs. Ova cena je povoljna s obzirom na cene kurseva koje organizuju vodeći konkurenti. U zavisnosti od reakcije konkurencije kao i procene elastičnosti cena, ove cene će biti korigovane tj. u određenoj meri smanjene.

Distribucija-Kursevi će biti organizovani u posebno opremljenim prostorijama u sedištu škole, koje imaju adekvatnu klimatizaciju, savremenu tehnološku opremu kao i obezbeđen maksimalni komfor polaznika.

Promocija-S obzirom da je u pitanju nova škola, biće neophodan snažan napor da se stekne prepoznatljivost. Za ovo će biti korišćen direktni marketing, distribuiranjem promotivnog materijala (leafleta sa osnovnim podacima o ponudi usluga) značajnim potencijalnim klijentima na adresu njihovih sedišta. Škola će se takođe jednom mesečno reklamirati putem insertovanja leafleta u jednom dnevnom listu visokog tiraža (Blic) po ceni od 300 EUR za 5000 insertovanih leafleta kao i u jednom nedeljniku (Yellow cab) po ceni od 200 EUR za 5000 insertovanih leafleta. Uz troškove štampanja od 0,5 EUR po leafletu za 14000 štampanih leafleta godišnje (10000 distribuiranih insertovanjem i 4000

distribuiranih direktnim slanjem potencijalnim klijentima), ukupni troškovi promocije će biti 13000 EUR godišnje. Prodaja će se vršiti direktno preko uslužnog telefona u sedištu škole kao i preko web sajta (www.serlok.rs). Kao sredstvo unapređenja prodaje koristiće se popust od 10% za dva polaznika koja kreću istovremeno, 15% za tri i više polaznika i 10% popusta za svaki sledeći upisani kurs.

3.1.9 Plan plasmana usluga

Planiran plasman bazira se na umerenim procenama o rastu tržišta, na maksimalnom dozvoljenom broju učesnika na kursovima (15 učesnika), kao i broju treninga koji se može održati godišnje imajući u vidu 1. broj zaposlenih predavača, i 2. činjenicu da se kursevi ne održavaju u januaru, julu i avgustu. Planirana prodaja, izražena kao ukupni broj učesnika godišnje, odgovara kalendaru održavanja kurseva (iz kog se može videti da će se kursevi za odrasle i poslovni kursevi održavati 2 puta godišnje, a dečiji kurs jednom godišnje). Cena kursa za odrasle je 350 EUR, za poslovni kurs 400 EUR a 250 EUR za dečiji kurs (što će biti značajan element konkurencije, s obzirom da kurs od 3 meseca kod vodećeg konkurenta Božidar Adžije košta 420 EUR. Polaznicima se nudi i popust od 10% za dva polaznika koja kreću istovremeno, 15% za tri i više polaznika i 10% popusta za svaki sledeći upisani kurs. Početna vrednost pri planiranju obima plasmana:

Tabela 6: Plan plasmana usluga:

KURS	2011	2012	2013
kurs za odrasle	75	85	90
poslovni <i>kurs</i>	75	85	90
dečiji kurs	25	35	40
ukupno	175	205	220

3.2 Plan nabavke

Osnovni input koji škola koristi u svom radu su udžbenici koje će polaznici koristiti u svom radu. Udžbenike polaznici sami plaćaju tako da škola u vezi njih nema nikakve troškove. Polaznici nabavljaju udžbenike od Instituta za strane jezike gde kao polaznici naše škole imaju popust od 10%. Potrebno je odštampati testove, koji se rade na početku i na kraju kursa, u 480 primeraka, po 4 strane,

dakle 1920 strana u crno beloj tehnici na papiru od 120g/m² po ceni od 0,07 EUR/str. Što znači da su ukupni troškovi štampanja za celu godinu 134 EUR. Štampanje obavlja firma Kopi centar, Gospodar Jevremova 36 koji je izabran u konkurenciji sa još dve firme (*Copy Top, Delta Copy*), koje su ponudile identične cene kopiranja, ali je Kopi centar ponudio garanciju da štampanje testova može biti obavljeno u roku od 24h. Svaki naš polaznik dobija svesku i fasciklu od škole. Sveske se nabavljaju po ceni od 3 EUR/kom a fascikle po ceni od 4 EUR/kom. Kao dobavljač izabrana je knjižara Sunce, Gandijeva 136, koja je izabrana u konkurenciji sa još 2 knjižare (Varijant, Savremena administracija), ali je knjižara Sunce izabrana jer je ponudila najpovoljnije cene. Troškovi materijala po polazniku iznose 7,30 EUR. Kada se ove informacije povežu sa informacijama o brojevima učesnika iz plana plasmana usluga dobijaju se sledeći godišnji troškovi nabavke materijala:

Tabela 7: Godišnji troškovi nabavke materijala:

troškovi	2011	2012	2013
kursevi	964	1183	1511
ukupno	964	1183	1511

Škola koristi ADSL internet vezu, brzine 768/192 kbps, koju obezbeđuje preko provajdera "BeotelNet" ISP doo, Sarajevska 56, Beograd. Godišnji troškovi pretplate iznose 1000 EUR.

4. Finansijski plan

4.1. Uvodne napomene

U finansijskim projekcijama koje slede može se na prvi pogled naići na nekoliko nelogičnosti. Naime, delatnost kojom se preduzeće bavi ima određene specifičnosti-najveći deo fiksnih troškova čine troškovi plata, varijabilni troškovi su zastupljeni u malom procentu u ukupnim troškovima, preduzeće koristi COD (Cash on delivery) politiku naplate potraživanja, ali takođe i njegovi dobavljači vode politiku COD prema preduzeću što obesmišljava izračunavanje pojedinih racio brojeva (pogotovo pokazatelja aktivnosti) zbog izrazitog učešća fiksnih troškova u ukupnim, dinamički pokazatelji efikasnosti daju donekle neuobičajene rezultate (pogotovo interna stopa prinosa), a analiza senzitivnosti pokazuje da je preduzeće izrazito podložno negativnim efektima čak i manjeg pada

prodaje, što iziskuje da budu pripremljeni kontigentni planovi delovanja u ovakvim situacijama pogotovo na polju snižavanja troškova. Preduzeće se finansira isključivo iz sopstvenih sredstava.

Tabela 8: Ulaganja u stalnu imovinu:

vrsta ulaganja	nabavna vrednost	početak nabavke	uslovi plaćanja
tehnološka oprema	4,290	31.decembar 2010	100% odmah
kancelarijska oprema	6,090	31.decembar 2010	100% odmah
UKUPNO	10,388		

Napomena: S obzirom da sva ulaganja nastaju odjednom, nema potrebe posebno praviti tabelu dinamike stvarnih ulaganja, a ni tabelu ulaganja sa stanovišta preduzeća, pošto se ne koriste spoljni izvori finansiranja.

Tabela 9: Ulaganja u trajna obrtna sredstva:

Obrtna sredstva	Vrednosno iskazane god.potrebe u 2011 god.	Vrednosno iskazane god.potrebe u 2012 god.	Vrednosno iskazana god.potrebe u 2013 god.	Koef. Obrta	Potrebe u 2011.	Potrebe u 2012.	Potrebe u 2013.
I Poslovanjem uslovljena trajna obr					2,076	2,414	2,619
Stampani materijali	964	1,183	1,511	24	41	50	63
Potraživanja	62,500	72,500	77,500	36	1,736	2,014	2,153

Gotovina	10,764	12,600	14,508	36	299	350	403
II Izvori traj. Obrt.sred.					2,027	2,033	2,042
Dobavljači štampanih materijala	964	1,183	1,511	36	27	33	42
Obaveze po osnovu plata	24,000	24,000	24,000	12	2,000	2,000	2,000
Iznos traj. Obrt.sred.					49	381	577
razlika od prethodne god.					0	332	196

Tabele 10 (1, 2 i 3): Ukupan prihod:

(1) 2011. godina

Usluga	Broj polaznika	Prihod po polazniku	Ukupan prihod u EUR
Kurs za odrasle	75	350	26,250
Poslovni kurs	75	400	30,000
Dečiji kurs	25	250	6,250
UKUPNO	175		62,500

(2) 2012. godina

Usluga	Broj polaznika	Prihod po polazniku	Ukupan prihod u EUR
Kurs za odrasle	85	350	29,750
Poslovni kurs	85	400	34,000
Dečiji kurs	35	250	8,750
UKUPNO	205		72,500

(3) 2013. godina

Usluga	Broj polaznika	Prihod po polazniku	Ukupan prihod u EUR
Kurs za odrasle	90	350	31,500
Poslovni kurs	90	400	36.000
Dečiji kurs	40	250	10,000
UKUPNO	220		77,500

Tabela 11(1-11): Rashodi:

(1) Troškovi štampanih materijala (ostale neproizvodne usluge)

Vrsta troška	Jedinica	Cena (EUR)	Godišnji trošak 2011.	Godišnji trošak 2012.	Godišnji trošak 2013.
Štampanje za kurseve	po učesniku	0,30	40	49	62
Nabavka sveski	po učesniku	3	396	486	621
Nabavka fascikli	po učesniku	4	528	648	828
UKUPNO			964	1,183	1,511

(2) Troškovi amortizacije

Stalna imovina	Nabavna vrednost	Vek trajanja (god.)	God. amortizacija	Sad. Vred. 2011.	Sad. Vred. 2012.	Sad. Vred. 2013.
Tehnološka oprema	4,290	5	858	3432	2574	1716
Kancelarijska oprema	6,090	7	870	5220	4350	3480

(3) Troškovi platnog prometa

Vrste troška	Parametar	Troš. Po parametru	God.troš. 2011.	God.troš. 2012.	God.troš. 2013.
Provizija	neto prihod	0,5%	313	363	388
UKUPNO			313	363	388

(4) Troškovi plata

Radno mesto	Broj radnika	Prosečna mesečna neto plata	Godišnji troškovi
Predavač	2	1,600	19,200
Poslovna sekretarica	1	400	4,800
UKUPNO			24,000

(5) Troškovi marketinga

Vrste troška	Godišnji troškovi
Štampanje leafleta	7,000
Insertovan je leafleta	6,000
UKUPNO	13,000

(6) Troškovi stručnog obrazovanja

Vrste troška	Trošak,2009.
Obuka Nevene Petrović i Marijana Stanković	1,500
UKUPNO	1,500

(7) Troškovi poreza

Vrste troška	God.trošak
Isticanje imena firme na posl.prostoru	600
UKUPNO	600

(8) Troškovi osiguranja

Vrste troška	parametar	Cena po parametru	God.trošak
Osiguranje posl.prostora	Po m ² (god.)	7	875
Osiguranje zaposlenih	Po zaposlenom	85	255
UKUPNO			1,130

(9) Investiciono održavanje

Vrsta troška	Trošak(%)	God.trošak
Kancelarijska oprema	1,00%	429
Tehnološka oprema	1,00%	609
UKUPNO		1,038

(10)Troškovi zakupnine

Vrste troška	Mesečni trošak	God.trošak
Zakupnina posl.prostora	800	9,600
UKUPNO		9,600

(11)Ostali troškovi

Vrste troška	2011	2012	2013
Komunalne usluge	1,000	1,000	1,000
Usluge advokata	500	0	0
Ostale usluge	1,000	1,000	1,000
UKUPNO	2,500	2,000	2,000

Tabela 12: Bilans uspeha:

Godina	2011	2012	2013
<i>Prihodi od prodaje usluga</i>	<i>62,500</i>	<i>72,500</i>	<i>77,500</i>
Troškovi plata	24,000	24,000	24,000
Troškovi marketinga	13,000	13,000	13,000
Troškovi stručnog obrazovanja	0	1,500	0
Ostale neproizvodne usluge	964	1,183	1,511
Troškovi zakupnina	9,600	9,600	9,600
Investiciono održavanje	1,038	1,038	1,038
Usluge advokata	500	0	0
Troškovi komunalnih usluga	1,000	1,000	1,000
Ostale usluge	1,000	1,000	1,000
Troškovi amortizacije	1,728	1,728	1,728
Troškovi platnog prometa	313	363	388
Troškovi osiguranja	1,130	1,130	1,130
Troškovi poreza	600	600	600
<i>Ukupni rashodi</i>	<i>54,873</i>	<i>56,142</i>	<i>54,995</i>
Bruto dobitak	7,627	16,358	22,505
Poreznadobit(10%)	763	1,636	2.251
Neto dobitak	6,864	14,722	20,254
Kumulativni neto dobitak	6,864	21,586	41,840

Tabela 13: Izveštaj o novčanim tokovima:

Godina	2011	2012	2013
Priliv od prodaje usluga	62,500	72,500	77,500
Rezidualna vrednost			
<i>Ukupni prilivi</i>	<i>62,500</i>	<i>72,500</i>	<i>77,500</i>
Troškovi plata	24,000	24,000	24,000
Troškovi marketinga	13,000	13,000	13,000
Troškovi stručnog obrazovanja	0	1,500	0
Ostale neproizvodne usluge	964	1,183	1,511
Troškovi zakupnina	9,600	9,600	9,600
Investiciono održavanje	1,038	1,038	1,038
Usluge advokata	500	0	0
Troškovi komunalnih usluga	1,000	1,000	1,000
Ostale usluge	1,000	1,000	1,000
Troškovi platnog prometa	313	363	388
Troškovi osiguranja	1,130	1,130	1,130
Troškovi poreza	600	600	600
Porez na dobit	763	1,636	2,251
<i>Ukupni odlivi</i>	<i>53,908</i>	<i>56,050</i>	<i>55,575</i>
Neto priliv	8,592	16,450	21,982
Kumulativni neto priliv	8,592	25,042	47,024

Tabela 14: Bilans stanja:

Godina	2011	2012	2013
AKTIVA (A+B)	19,279	34,33	54,776
A. Stalna imovina	8,652	6,924	5,196
Tehnološka oprema	3,432	2,574	1,716
Kancelarijaks aoprema	5,22	4,350	3,480
B. Obrtna imovina	10,627	27,406	49,58
Potraživanja	1,736	2,014	2,153
Gotovina	299	350	403
Gotovina iz neto priliva	8,592	25,042	47,024
PASIVA (C+D)	19,279	34,330	54,776
C. Kapital	17,252	32,297	52,734
D Kratkoročne obaveze	2,027	2,033	2,042
Dobavljači	27	33	42
Obaveze po osnovu plata	2,000	2,000	2,000

Tabela 15: Ekonomski tok:

Godina	31.12.2010.	2011	2012	2013
Priliv od prodaje usluga		62,500	72,500	77,500
Neto rezidualna vrednost				
Ukupni prilivi		62,500	72,500	77,500
Troškovi plata		24,000	24,000	24,000
Troškovi marketinga		13,000	13,000	13,000
Troškovi stručnog obrazovanja		0	1,500	0
Ostale neproizvodne usluge		964	1	2
Troškovi zakupnina		9,600	9,600	9,600
Investiciono održavanje		1,038	1,038	1,038
Usluge advokata		500	0	0
Troškovi komunalnih usluga		1,000	1,000	1,000
Ostale usluge		1,000	1,000	1,000

Troškovi platnog prometa		313	363	388
Troškovi osiguranja		1,130	1,130	1,130
Troškovi poreza		600	600	600
Porez na dobit		763	1,636	2,251
Ukupni odlivi		53,908	56,050	55,518
Neto priliv	-10,388	8,592	16,450	21,982
Investiciona ulaganja	10,388			
Kumulativni neto priliv	-10,388	-1,796	14,654	36,636
Period povraćaja je 1. godinu, 1 mesec i 9 dana				
Diskontni faktor		0,909	0,826	0,751
Diskontovani neto priliv	-10,388	7,810	13,588	16,508
Investiciona ulaganja (disk. Iznos)	10,388			
Disk. Kumulativni neto priliv	-10,388	-2,578	11,010	27,518
NPV	27,518			
Disk. Per.pov. Je 1 godina, 2 meseca i 10 dana				
IRR	55%			
Indeks rentabilnosti	2,65			

Napomena: Visoka IRR i visok indeks rentabilnosti su posledica karakteristika delatnosti, koja ne zahteva značajnija materijalna ulaganja, s obzirom na novčane prilive koje generiše. Kada bi se uloženo znanje i iskustvo predavača nekakokvantifikovali i uneli u analizu, verovatno bi bili dobijeni znatno drugačiji rezultati.

Tabela 16: Finansijska analiza:

Pokazatelji	2011	2012	2013
1) Pokazatelji likvidnosti			
Opšti ratio likvidnosti	5,24	13,48	24,28
Rigorozni ratio likvidnosti	5,24	13,48	24,28
Neto obrtna sredstva	8,600	25,373	47,538
2) Pokazatelji finansijske strukture			
Odnos pozajmljenih i ukupnih izvora	10,51%	5,92%	3,73%
Odnos dugoročnih i ukupnih izvora	89,49%	94,08%	96,27%
3) pokazatelji rentabilnosti			
Stopa poslovnog dobitka	12,20%	22,56%	29,04%
Stopa neto dobitka	10,98%	20,31%	26,13%
Koeficijent efikasnosti	113,90%	129,14%	140,92%
Stopa prinosa na ukupna sredstva		54,92%	60,92%
Stopa prinosa na sopstvena sredstva		59,43%	71,36%

Napomena: Pokazatelji aktivnosti nisu računati jer preduzeće svojim kupcima nudi isključivo COD uslove plaćanja. Takođe, vrednosti pokazatelja aktivnosti treba posmatrati uslovno, jer i dobavljači nude samo COD uslove plaćanja. Visoke vrednosti stope prinosa u drugoj i trećoj godini specifičnost su delatnosti preduzeća. Pokazatelji likvidnosti nam govore da se radi o izuzetno likvidnom preduzeću, a pokazatelji finansijske strukture da se radi o zadovoljavajućoj zaduženosti. Parcijalni pokazatelji rentabilnosti su veoma povoljni tako da možemo zaključiti da se radi o veoma dobrom finansijskom stanju preduzeća. Indikatori globalne rentabilnosti su takođe vrlo povoljni.

ZAKLJUČAK

Na bazi analize karakteristika i mehanizama funkcionisanja režima deviznog kursa, uz istorijski osvrt na primenjene oblike vezivanja valuta u međunarodnom monetarnom sistemu, može se zaključiti da svaki režim ima prednosti i nedostatke, kao i izvesne koristi i žrtve. Nije moguće unificirati zaključak o idealnom režimu deviznog kursa na nivou svetske ekonomije, kao ni na nivou nacionalnih ekonomija.

Posmatrajući međunarodne monetarne odnose iz istorijske perspektive, mehanizam funkcionisanja zlatnog standarda i Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema ukazuje na prednosti i nedostatke uspostavljanja i održavanja pariteta. Fiksni devizni kurs, kao osnova međunarodnog monetarnog sistema, podrazumevao je delovanje automatskog mehanizma uravnotežavanja i prilagođavanja u zlatnom standardu. Simetričnost mehanizma odnosi se na prihvatanje deflatornog prilagođavanja za zemlje članice sa deficitnom pozicijom, a inflatornog sa zemlje sa suficitnom pozicijom. Prekidanje automatizma inflatorno-deflatornog mehanizma, u cilju sprečavanja negativnih posledica po unutrašnju ravnotežu, označio je i kraj zlatnog standarda. Bretonvudski sistem nije bio simetričnog karaktera zbog ključne pozicije dolara u Međunarodnom monetarnom sistemu, dok su ostale zemlje prilagodljivim paritetom vezivale svoje valute za dolar. Neprimereno ekspanzivna ekonomska politika SAD, neusklanena sa zlatnim paritetom dolara, vremenom je dovela do pada poverenja u zlatnu konvertibilnost dolara i raspada međunarodnog monetarnog sistema.

Rigidni oblici režima deviznog kursa obezbeđuju makroekonomsku stabilnost zahvaljujući čvrstom nominalnom sidru, ali ne obezbeđuju potrebnu fleksibilnost monetarnoj politici da reaguje kontraciklično na makroekonomske šokove. Središnji režimi predstavljaju korak u pravcu veće fleksibilnosti monetarne politike, ali uz gubitak čvrstine nominalnog sidra i mogućnost špekulativnih udara. Fluktuirajući režimi podrazumevaju fleksibilnost delovanja monetarne politike u smeru postizanja drugih makroekonomskih ciljeva, ali devizni kurs više nije nominalno sidro i ne može stabilizovati inflatorna očekivanja. Simplificiran zaključak u vezi sa primenom rigidnog režima glasi: rigidni režimi bi se mogli preporučiti zemljama čije su ekonomije male,

otvorene i zavisne od svetskog tržišta; makroekonomski nestabilnim ekonomijama sa neophodnim čvrstim sidrom; i ekonomijama koje pristupaju valutnoj zoni, a koristi od pristupanja istoj prevazilaze gubitak monetarnog instrumenta ekonomske politike. Fleksibilni režimi bi se mogli preporučiti relativno zatvorenijim ekonomijama koje mogu crpeti koristi deviznog kursa kao apsorbera šokova i u kojima kurs nije ključno sidro za tržišne učesnike i dominantan kanal monetarne transmisije. Prelazak sa fiksnog na fleksibilni devizni kurs je monetarna putanja često praktikovana od strane emergentnih i pojedinih tranzicionih ekonomija. Većina emergentnih i tranzicionih ekonomija su u fazi uspostavljanja makroekonomske stabilnosti koristile devizni kurs kao nominalno sidro, da bi se sa napretkom ekonomskog razvoja preusmeravale na fleksibilniji oblik deviznog kursa sa upotrebom drugog sidra.

Uprkos detaljnoj analizi troškova i koristi primene određenog režima deviznog kursa, nije moguće jednostavno doneti zaključak o adekvatnom režimu. Odluka o izboru režima uključuje širok spektar makroekonomskih performansi, a posebno uticaj kursa na stanje interne i eksterne ravnoteže. S obzirom na promenu makroekonomskih okolnosti i izazova sa kojima se nacionalne ekonomije suočavaju, jednom doneta odluka o izboru režima deviznog kursa se često preispituje. Dinamičan makroekonomski ambijent se posebno odnosi na emergentne i tranzicione ekonomije imajući u vidu proces uključivanja u svetsko tržište, trendove trgovinske i kapitalne liberalizacije, kao i podložnost eksternim šokovima. Specifičnost tranzicionih zemalja je transformacija javnog u privatni sektor u kombinaciji sa procesom ekonomskog razvoja, realnom i nominalnom konvergencijom na putu ka EU (a kasnije i EMU). Bez obzira na suočavanje sa sličnim izazovima na putu konvergencije, i tranzicione ekonomije karakteriše diverzitet u primenjenim režimima deviznog kursa. Pomenuta činjenica potvrđuje prethodno iznet zaključak, da je nemoguće predložiti unificiran recept za odabir idealnog režima deviznog kursa. Odluka o izboru režima deviznog kursa nije definitivna uz nužno prihvatanje i negativnih aspekata odabranog režima.

Monetarnim vlastima zemalja u razvoju je neophodno čvrsto nominalno sidro kako bi se obuzdala inflatorna očekivanja. Najčešće rešenje, sa brzim efektima po uspostavljanje makroekonomske stabilnosti, predstavlja režim deviznog kursa kao nominalnog sidra. Pojednim

ekonomijama je targetiranje deviznog kursa prihvatljiv monetarni režim na duži rok, dok je određenom broju zemalja pomenuti režim poslužio samo u svrhu uspostavljanja makroekonomske stabilnosti. Privremena upotreba deviznog kursa kao nominalnog sidra ukazuje da je režim targetiranja deviznog kursa tranzitornog karaktera. Tranzitorni režim targetiranja kursa vremenom kreira rastuće troškove, a opadajuće koristi, pa je posebno bitno u pravo vreme sprovesti izlaznu strategiju. Određenom broju zemalja, s obzirom na makroekonomske performanse i indikatore, kao i stanja unutrašnje i spoljašnje ravnoteže, odgovara targetiranje kursa na dugi rok. Zemlje koje targetiraju kurs upotrebljavaju rigidne režime (valutni odbor) ili određene oblike središnjeg (konvencionalni, prilagodljivi i pokretni paritet uz uske margine fluktuacije) režima deviznog kursa.

Imajući u vidu fokus master rada na zemlje koje su sa monetarnog režima deviznog kursa kao nominalnog sidra prešle na režim inflacionog targetiranja, kombinacija upravljanog fluktuiranja i ciljanja inflacije je od posebnog značaja. Fleksibilna kombinacija režima deviznog kursa i monetarne politike je prihvatljivija za razvijenije ekonomije, dok je u slučaju emergentnih i tranzicionih ekonomija suočena sa izvesnim preprekama. Zemlje u razvoju ne mogu zanemariti kretanje kursa, pa je kurs drugi operativni target (pored kamatne stope) kojim se utiče na finalni cilj u vidu inflacionog targeta. Kretanje kursa je bitno usled izražene transmisije depresijacije kursa na nivo potrošačkih cena. Kanal deviznog kursa je veoma brz i snažan, za razliku od kanala kamatne stope koji deluje sa značajnim vremenskim pomakom i posredno, putem agregatne tražnje. Emergentne i tranzicione ekonomije su stoga prinunene da „upravljaju” fluktuacijama kursa, naniže (zbog izražene eksterne neravnoteže) i naviše (zbog preliivanja na inflaciju). Iako je i suvišna apresijacija nepoželjna, monetarne vlasti su pre svega skoncentrisane na sprečavanje ekscesnih fluktuacija nagore koje se prelivaju na inflaciju, primarni i finalni cilj svake monetarne vlasti. Iako je transmisioni mehanizam deviznog kursa ključni razlog upravljanja fluktuacijama deviznog kursa, fluktuacijama se „upravlja” i usled izražene finansijske dolarizacije/euroizacije jer bi značajnije slabljenje valute doprinelo otežanoj otplati duga u domaćoj valuti u različitim sektorima ekonomije. Zemlje u razvoju karakterišu i rigidna „naniže” inflatorna očekivanja usled inflatorne prošlosti i često neuspešnom borbom monetarnih vlasti u sputavanju inflacije. Tržišni

učesnici vezuju rast kursa za rast inflacije, a takvu percepciju nije lako promeniti. Stoga, čvrsto sidro je i dalje neophodno na razvojnom i tranzicionom putu.

Kada je reč o režimu inflacionog targetiranja i nominalnom sidru inflacionog targeta, određene zaključke nije moguće doneti na bazi *de jure* režima deviznog kursa i monetarne politike. Neophodno je identifikovati podvarijante režima inflacionog targetiranja i upravljanog fluktuiranja. Režim inflacionog targetiranja može biti u obliku striktnog ili „čistog” inflacionog targetiranja ili fleksibilnog. Emergentnim ekonomijama se preporučuje striktno inflaciono targetiranje jer bi fleksibilno, u smislu targetiranja i realnih varijabli, smanjilo transparentnost monetarne politike i zbunilo tržišne učesnike u pogledu prioriteta i reakcija monetarne politike.

Drugim rečima, fleksibilno inflaciono targetiranje obično sprovode razvijene ekonomije ili zemlje u razvoju u poodmakloj fazi targetiranja inflacije i razvojnog procesa kada kredibilitet i sidro neće biti ugroženi ispunjavanjem i drugih ciljeva, pored inflacionog targeta. Međutim, zemlje u razvoju često nisu poziciji da odmah prihvate sve elemente i pretpostavke režima ciljanja inflacije, te često na početku prihvataju politiku „mekog” inflacionog targetiranja kao pripremu za prihvatanje potpunog ili striktnog oblika.

Upravljanje fluktuacijama je praktični režim (za razliku od slobodnog fluktuiranja) ali sa nekoliko podvarijanti. Podvarijanta ublažavanja fluktuacija deviznog kursa uz dozvoljavanje bazične determinisanosti kursa tržišnim snagama je *de facto* upravljano fluktuiranje prema definiciji. Distinkcija *de jure* i *de facto* režima je prisutna ukoliko se fluktuacijama kursa čvrsto upravlja u smislu manipulacije fluktuacijama kursa usled nepovoljnih makroekonomskih okolnosti. Podvarijanta čvrstog ili „prljavog” fluktuiranja bi se mogla locirati u delu središnjih režima, iako target deviznog kursa nije objavljen. I treća podvarijanta razlike *de jure* i *de facto* režima je prikriveno targetiranje kursa iako je režim *de jure* fleksibilan. Treća podvarijanta nije predmet interesovanja, već razlika između ublažavanja i manipulacije fluktuacijama kursa u tranzicionim zemljama. Upravljanje fluktuacijama se može sprovoditi indirektno putem kamatne stope i direktno putem intervencija na deviznom tržištu. Sterilizacija je neophodna kako bi se direktno upravljanje fluktuacijama koristilo odvojeno od politike kamatne stope.

Perspektiva opstanka jednog preduzetničkog poslovnog poduhvata u smislu prilagođavanja različitim merama monetarne politike, usko je povezana između ostalog sa makroekonomskim okruženjem u kojem posluje i poslovnim planom koji je u skladu sa situacijom. Naime, prihodi i sve finansijske računice predstavljene u tački 4 III poglavlja su izražene u evrima (stranoj valuti) dok je standard stanovništva (na koji utiče inflacija u značajnoj meri) kritični factor uspeha za ovu firmu. U tom smislu monetarne vlasti imaju veliku odgovornost da zajedno sa ostalim ekonomskim vlastima pre svega fiskalnom omoguće stabilan kurs domaće valute u kojoj većina građana Republike Srbije zarađuje i stabilnost cena kako bi standard življenja omogućavao da se pored osnovnih životnih potreba sredstva utroše i na učenje stranih jezika.

U smislu strategije koju jedna ovakva firma može imati, sama činjenica da su sve finansijske računice izražene u evrima osigurava firmu od potencijalnih valutnih pritisaka u smislu preterane depresijacije domaće valute čime bi se stvorili i inflatorni pritisci, a time bi se i uticalo na smanjenje traženje za uslugama kompanije “Šerlok”. Takođe, u slučaju da dođe do nekih nepredviđenih okolnosti uzokovanih ekonomskom krizom, kompanija bi mogla da se fokusira na samo jednu ciljnu grupu, da smanji troškove i da time napravi osnov za strategiju preživljavanja. Jedino se takvim pristupom može osigurati opstanak preduzetnicima u jednom tranzicionom društvu.

Imajući u vidu realan značaj tercijarnog sektora danas i vodeći se dobijenim vrednostima pokazatelja profitabilnosti (kako statičkim, tako i dinamičkim), može se izvući zaključak da je ulaganje u poslovni poduhvat škole engleskog jezika “Šerlok” opravdano i da nosi pozitivne rezultate. Sa druge strane ukoliko analiziramo trenutnu situaciju vezanu za efekte svetske ekonomske krize možemo zaključiti da će potražnja usluga obrazovanja u zemlji porasti u narednom periodu jer u doba krize ljudi koji su bez posla ulažu u svoje obrazovanje i unapređuju se za neka bolja vremena. Uz adekvatan operativni i marketing plan istaknut u ovom master radu i finansijsku isplativost samog projekta može se zaključiti da bi ovaj poduhvat bio rentabilan i profitabilan.

Zaključak je da određeni potencijalni nedostaci kao što su pogrešan marketinški nastup, sužena i nedovoljna ponuda edukativnih kurseva i zavisnost od celokupne ekonomske situacije u zemlji, mogu uticati na slabije poslovanje preduzeća, ali da se jednim detaljnim poslovnim planom kao što je onaj predstavljen u poglavlju III oni minimiziraju i investitori mogu krenuti u pravom smeru i na pravi način uložiti svoja sredstva.

LITERATURA

- **Bofinger, Peter, i Timo Wollmershauser.** 2001a. "Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order." CEPR Discussion Paper No. 3064
- **Dimitrijević, Jasna.** 2007. Monetarna politika – kanali transmisije na cene: godinu dana ciljanja inflacije. http://www.fren.org.yu/attachments/031_km10-14-lupa3-transmisijanacene.pdf.
- **Đukić, Đorđe.** 1992. *Monetarna vlast i stabilnost novca*. Drugo izdanje, Čačak: Litopapir.
- **Đukić, Đorđe.** 2004. „The choice of optimal exchange rate regime in small open economy.“ *Ekonomika misao*, 37(1-2): 56-73.
- **Đukić, Đorđe.** 2006. *Centralna banka i finansijski sistem*. Drugo izdanje, Čačak: Litopapir.
- **Dwyer, Gerald P.** 1993. "Rules and Discretion in Monetary Policy." http://research.stlouisfed.org/publications/review/93/05/Rules_May_Jun1993.pdf.
- **Flood, Robert P., i Andrew K. Rose.** 1996. "Fixes: Of the Forward Discount Puzzle." *Review of Economics and Statistics*. <http://www.jstor.org/pss/2109962>.
- **Flood, Robert P, i Andrew K. Rose.** 2001. "Uncovered Interest Parity in Crisis." <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/uipcs.pdf>
- **Frenkel, Jeffrey.** 1999. „No single currency regime is right for all countries at all times.“ NBER Working Paper 7338.
- **Genberg, Hans.** 2002. "Inflation Targeting – The Holy Grail of Monetary Policy." HKIMR Working Paper No. 2/2002. http://www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_46_wp200202_text.pdf.
- **Horska, Helena.** 2004. "Inflation Targeting in Central and Eastern European Countries." Doktorska disertacija. University of Economics Prague, Faculty of Economics and Public Administration.
- **Hufner, Felix.** 2004. *Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument – Evidence for Inflation Targeting Countries*. New York: Physica-Verlag Heidelberg.
- **Jansson, Catrin.** 2006. "Which model generates the best predictions on the future spot rate? – a comparison between three different forms of the UIP model." <http://biblioteket.ehl.lu.se/olle/papers/0001882.pdf>

- **Khan, Mohsin S.** 2003. "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy." IMF Working Paper WP/03/56.
- **Lafleche, Therese.** 1997. "The impact of exchange rate movements on consumer prices." Bank of Canada Review, Winter 1996-1997.
- **McCallum, Bennett T.** 2004. "Misconceptions Regarding Rules vs. Discretion for Monetary Policy." *Cato Journal*, 23(3).
<http://www.cato.org/pubs/journal/cj23n3/cj23n3-5.pdf>.
- **Međunarodni monetarni fond.** 2004. "Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks."
<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm>
- **Međunarodni monetarni fond.** 2009b. "De facto classification of exchange rate regimes and monetary policy frameworks."
<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.
- **Međunarodni monetarni fond.** 2009b. "De facto classification of exchange rate regimes and monetary policy frameworks."
<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.
- **Međunarodni monetarni fond.** 2004. "Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks."
<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/0604.htm>.
- **Mishkin, Frederic S.** 1995. "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism". *Journal of Economic Perspective*
<http://userwww.service.emory.edu/~skrause/E711/PartI/Mishkin-1995.pdf>.
- **Mishkin, Frederic S.** 2007. *Monetary Policy Strategy*. MIT Press.
- **Mishkin, Frederic S.** 2004. "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries." NBER Working Paper 10646.
- **Mishkin, Frederic S.** 2006. "Strategija monetarne politike: Kako smo dospeli ovde?" *Panoeconomicus*, 53(4): 359-388.
- **Narodna banka Srbije.** 2001. *Ekonomski pregled – april 2001*.
<http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/90/prestale.html>.

- **Narodna banka Srbije.** 2006. *Memorandum Narodne banke Srbije o principima novog okvira monetarne politike – na putu ka ostvarenju ciljeva niske inflacije.*
http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/30/memorandum_novi_okvir_mon_pol_05092006.pdf.
- **Narodna banka Srbije.** 2007-2010. *Izveštaj o inflaciji.*
<http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/90/ioi.html>.
- **Narodna banka Srbije.** 2008a. *Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije kao monetarnoj strategiji.*
http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/30/memorandum_monetarna_strategija_122008.pdf.
- **Narodna banka Srbije.** 2009a. *Novi model za srednjeročnu projekciju.*
http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/30/30_9/model_srednoroc_inflacija.pdf.
- **Narodna banka Srbije.** 2008b. *Izveštaj o inflaciji – avgust 2008.* Beograd: Narodna banka Srbije.
- **Narodna banka Srbije.** 2009b. *Statistički bilten – maj 2009.* Beograd: Narodna banka Srbije.
- **Narodna banka Srbije.** 2009c. *Strategija i ciljevi monetarne politike.*
http://www.nbs.rs/export/internet/cirilica/30/30_3/index.html.
- **Narodna banka Srbije.** 2009e. *Izveštaj o inflaciji – februar 2009.* Beograd: Narodna banka Srbije.
- **Narodna banka Srbije.** 2009f. *Izveštaj o inflaciji – maj 2009.* Beograd: Narodna banka Srbije.
- **Olafsson, Tjorvi Thorvardur.** 2007. "Carry trade and monetary policy in a very small open economy: the Icelandic saga."
<http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5193#258,1,Carry>
- **Schwartz, Anna J.** 1996. "U.S. Foreign Exchange Market Intervention Since 1962." *Scottish Journal of Political Economy*, 43(September 1996): 379-97.
<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/119952799/PDFSTART>
- **Stone, Mark R., i Bhundia J. Ashok.** 2004. "A New Taxonomy of Monetary Regimes." IMF Working Paper WP/04/191.
- **Stanišić, Milovan Prof. dr. i Stanojević Ljubiša Doc. dr.** 2007 "Revizija u bankarstvu" Izdavač: Univerzitet Singidunum, Beograd, ISBN: 978-86-84277-65-9.
- **Stanišić, Milovan Prof. dr. i Stanojević Ljubiša Doc. dr.** 2008 "Evaluacija i Rizik - Praktikum"

Izdavač: Univerzitet Singidunum, Beograd, **ISBN:** 978-86-7912-095-3.

- **Stanišić, Milovan Prof. dr. i Stanojević Ljubiša Doc. dr.** 2008 “Metodologija revizije banaka”
Izdavač: Univerzitet Singidunum, Beograd, **ISBN:** 978-86-7912-163-9.
- **Suranovic, Steven M.** 2005. “Foreign Exchange Interventions with Floating Exchange Rates.”
International Finance Theory and Policy - Chapter 70-4: Last Updated on
3/28/05.
<http://internationalecon.com/Finance/Fch70/F70-4.php>.
- **Taylor, John B.** 1993. “Discretion versus policy rules in practise.” Rad predstavljen na
Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39 (1993) 195-214 North Holland.
- **Williamson, John.** 2006. “Choosing Monetary Arrangements for the 21st Century: Problems of
a Small Economy.”
<http://www.iie.com/publications/pb/pb06-8.pdf>
- **Wollmershauser, Timo.** 2003. “A Theory of Managed Floating”. Inaugural Dissertation.
Wurzburg.
http://www.opus-bayern.de/uni_wuerzburg/volltexte/2004/867/pdf/wollmershaeuser.pdf