



ВИСОКА ПОСЛОВНА ШКОЛА
СТРУКОВНИХ СТУДИЈА – БЛАЦЕ
Часопис из области економије, менаџмента и
информатике „БизИнфо“
Број 5/2012, стр. 69 - 80
Адреса: Краља Петра I, бр.70, 18420 Блаце

IZBOR REŽIMA DEVIZNOG KURSA

SELECTION OF THE EXCHANGE RATE MODE

Marija Marčetić

Visoka poslovna škola strukovnih studija Blace

Rezime: *Od početka procesa tržišnih reformi u Srbiji vodi se oštra debata oko optimalnog režima deviznog kursa. Trenutno je aktuelan fluktuirajući devizni kurs koji je smenio fiksni režim dok mnogi stručnjaci “prizivaju” u pomoć valutni odbor. U radu se sagledavaju prednosti i mane svakog rešenja u cilju rasvetljavanja uloge deviznog kursa u postizanju ekonomskog boljitka.*

Ključne reči: *devizni kurs, fiksni, fluktuirajući, središnji režimi*

Abstract: *Since the onset of market reforms in Serbia, leading to sharp debate about the optimal exchange rate regime. Currently the actual fluctuating exchange rates that replaced a fixed regime, while many experts "call" to the aid of a currency board. The paper reviews the advantages and disadvantages of each solution in order to elucidate the role of the exchange rate in achieving economic progress.*

Key words: *exchange rate, fixed, floating, central regimes*

1. TRENDОВI U IZBORU REŽIMA DEVIZNOG KURSA

“Intermediate solutions are more likely to be appropriate for many countries than are corner solutions”

Jeffrey A. Frankel (1999)

Ovakav stav na prvi pogled je u koliziji sa analizama koje je izneo S. Fisher na osnovu kojih je u prošloj dekadi opadao nivo središnjih

režima u korist rigidnijih ili fleksibilnijih između ostalog i zbog svetskog trenda pada stopa inflacije.

Tabela 1-1: Distribucija različitih režima deviznog kursa 1990-2001

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Tvrđi režimi	15.7	16.1	19.4	15.9	16.2	16.2	16.2	18.3	18.3	24.2	24.7	25.8
Središnji režimi	69.2	66.5	56.1	58.8	56.8	58.9	58.4	53.2	48.9	40.9	41.4	38.7
Plivajući režim	15.1	17.4	24.4	25.3	27.0	24.9	25.4	28.5	32.8	34.9	33.9	35.5
Ukupno	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Izvor: Babula i Otker-Robe (2002)

Ono što može da pomiri ova dva oprečna stava je da su se središnji režimi pokazali kao interesantna opcija u zemljama koje su na putu ka međunarodnim finansijskim i ekonomskim integracijama. Granične režime preferiraju zemlje koje su na zavidnijem nivou razvoja. U sledećoj tabeli se može uočiti pomenuta tendencija.

Tabela 1-2: Distribucija režima deviznog kursa u različitim zemljama

	Razvijene zemlje			Zemlje u razvoju			Zemlje rastućeg tržišta		
	Tvrđi	Središnji	Plivajući	Tvrđi	Središnji	Plivajući	Tvrđi	Središnji	Plivajući
1990	0.0	73.9	26.1	18.4	68.4	13.2	6.7	76.7	16.7
1995	4.2	54.2	41.7	18.0	59.6	22.4	9.4	81.3	9.4
2001	54.2	4.2	41.7	21.6	43.8	34.6	32.1	21.4	46.4

Izvor: Babula i Otker-Robe (2002)

„Posebno je porastao udeo fleksibilno rukovođenog intervalnog režima i čvrstog rukovođenja fluktuacijama, dok je opalo učešće režima horizontalnih intervala, režima pokretnih pariteta i konvencionalnog fiksnog režima. U velikom broju slučajeva se pokazalo da je pojačavanje tenzije između ciljeva dezinflacije i konkurentnosti bio važan faktor u napuštanju, voljno ili nevoljno, manje fleksibilnog prelaznog režima u korist fleksibilnijeg režima.“¹ Prelazni režimi su potpuno nestali u razvijenim zemljama tokom devedesetih godina. Razloge možemo naći i u ostrim preokretima u

¹ Grubišić, Z., *Sistem i politika deviznog kursa danas usvetu*, Economic Annals no 165, April 2005 - June 2005, citat, str 16.

kapitalnim tokovima ali i političkom izboru ka jačanju monetarne politike.

Posvećenost jedne zemlje jednom režimu deviznog kursa zavisice i od uklapanja ekonomske politike u okvire teorije nemogućeg trojstva. Teorija nemogućeg trojstva upućuje da je nemoguće ispuniti tri cilja ekonomske politike odjednom; potpunu integraciju u međunarodno finansijsko tržište; autonomno delovanje monetarne politike; fiksni devizni kurs. Opcija kombinovanja stabilnosti deviznog kursa i određenog stepena fleksibilnosti monetarne politike je primena središnjih režima deviznog kursa. Međutim negativna strana primene središnjih režima otvara put špekulativnim tokovima kapitala, što je osnovna okosnioca bipolarne teorije o nestajanju središnjih režima deviznog kursa.

Prema izveštaju MMF (2009b) 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.

Pored zvanične klasifikacije režima deviznog kursa (*de jure*) koju ćemo nabrojati u nastavku, MMF takođe objavljuje i *de facto* klasifikaciju zemalja sa stanovišta izbora deviznog kursa (2006). Prema istraživanju Reinhart i Rogoff (2002)² došlo se do zaključka da je 45% oficijelno fiksnih deviznih kurseva u suštini imalo karakteristike upravljanog ili slobodnog fluktuiranja, da 53% zemalja deklarativno upravljano fluktuirajućih deviznih aranžmana *de facto* spada u grupu fiksnih pariteta, pokretnih pariteta ili uskih target zona. Pomenuti raskorak oficijelne i suštinske primene određenog režima deviznog kursa se naziva *de facto* vs *de jure* klasifikacija. „Strah od plivanja“ („*fear of floating*“) karakterističan je za veliki broj zemalja sa *de jure* fluktuirajućim deviznim aranžmanima uz česte intervencije na deviznom tržištu.

² Reinhart, C., Rogoff, K., (2002), *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, <http://papers.nber.org/papers/w8963.pdf>

2. PRO ET CONTRA IZBORA REŽIMA DEVIZNOG KURSA

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. Rigidne režime deviznog kursa predstavljaju dolarizacija/euroizacija, monetarna unija i valutni odbor i njihova zajednička karakteristika je odricanje od monetarnog suvereniteta. Poželjno je da je fiskalna pozicija stabilna, a neophodan je odgovarajući nivo deviznih rezervi za odbranu pariteta. Rigidni režimi se primenjuju u slučaju niskog kredibiliteta monetarnih vlasti ili pristupanja monetarnoj uniji. Najveće koristi za zemlju će se ispoljiti u slučaju jakih trgovinskih veza sa zemljom sidra kao i kroz nepostojanje bojaznosti od iznenadne devalvacije, pri tom se mora imati u vidu gubitak koristi od senjoraža.

Kod valutnog odbora je novčana masa vezana za platnobilansnu poziciju. S obzirom da je nivo novčane mase ekvivalentan deviznim rezervama, promene nivoa novčane mase će biti inicirane jedino prilivom ili odlivom deviza što umnogome podseća na zlatni standard. Kritika valutnog odbora su veliki troškovi prilagođavanja u okruženju visokih razlika inflacije u zemlji u poređenju sa inflacijom u zemlji valute sidra. Zbog prevelikog rasta cena dolazi do apresijacije valute i gubitka konkurentnosti. Proces dezinflacije zahteva značajne socijalne troškove. Prigovor valutnom odboru je da je prilično skup. Emisija novca centralne banke u ovom slučaju neće doneti nikakve koristi jer se podrazumeva da će se kupiti inostrana valuta koja ne donosi kamatu³.

„Unilateralna eurizacija nije režim monetarne politike koji bi se mogao preporučiti Srbiji. Visok deficit tekućeg računa platnog bilansa predstavljao bi opasnost odliva evra u inostranstvo. Dolarizacija bi značila trajan gubitak emisione dobiti i gubitak dela deviznih rezervi, kao i gubitak mogućnosti korišćenja politike deviznog kursa. Vrlo je verovatno da bi takva odluka naišla na protivljenje Evropske unije i da bi čak mogla usporiti proces pristupanja EU. Evro treba uvesti u Srbiju, u sklopu redovne procedure, a to znači nakon pristupanja EU i

³ Kovačević, R., (2002), *Devizni kursevi*, režimi i politika, IST, Beograd 2002, str 147

potom učešća u *ERM II* i ispunjavanja Mاستrihtskih kriterijuma konvergencije“.⁴

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.

Središnji režimi predstavljaju korak u pravcu veće fleksibilnosti monetarne politike, ali uz gubitak čvrstine nominalnog sidra i mogućnost špekulativnih udara. Uključuju konvencionalni (klasični) fiksni paritet, prilagodljivi paritet, pokretni paritet, uži/širi koridor ili target zona. Prednost ovih hibridnih režima je upotreba deviznog kursa kao sidra monetarne politike. Ključna negativnost rigidnih režima je potpuna podređenost monetarne politike održavanju pariteta. U apostrofiranoj privlačnosti središnjih režima krije se i njihova najveća opasnost - ne pružaju dovoljan stepen kredibiliteta monetarnim vlastima i adekvatno nominalno sidro inflatornih očekivanja, niti dovoljno autonomno delovanje monetarnih vlasti.

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. 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. Fleksibilni devizni kurs prati stanje na deviznom tržištu u užem smislu, a u širem smislu predstavlja refleksiju stanja ukupne ekonomije. S obzirom da reaguje na ponudu i tražnju za devizama kurs depresira u slučaju rasta tražnje za inostranom valutom, izvoz se povećava što koriguje platnobilansnu poziciju. Postoji jasna veza izmenu promene kursa i spoljašnje ravnoteže. Monetarne vlasti zemlje sa hroničnim deficitom tekućeg bilansa mogu biti pod pritiskom podsticanja depresijacije deviznog kursa kako bi se poboljšala eksterna konkurentnost i izvozne

⁴ Fabris, N., (2006), *Euroizacija kao instrument monetarne politike Srbije*, Ekonomski anali 168, Ekonomski fakultet Beograd, mart

aktivnosti. Monetarne vlasti zemlje sa hroničnim suficitom tekućeg bilansa mogu biti pod pritiskom podsticanja apresijacije domaće valute kako bi se eksterni debalans ispravio. 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 aspekt unutrašnje ravnoteže. Indirektni uticaj deviznog kursa na agregatnu tražnju i agregatnu ponudu, osim na cene, utiče i na autput 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.

Fluktuirajućem kursu se obično zamera da znatno oscilira odražavajući uglavnom ne-fundamentalne uticaje, tako da kreira nepotrebnu nestabilnost, neizvesnost i verovatno drži valutu u zoni stalne precenjenosti ili potcenjenosti. Fluktuirajući devizni kurs obezbeđuje po definiciji ravnotežu platnog bilansa, ostvaruje bolje rezultate na polju privrednog rasta, ali su mu slabe inflacione performanse. Zemljama sa nepovoljnijom diverzifikacijom izvoza i proizvodnje, u smislu zavisnosti od malog broja izvoznih proizvoda, odgovara fleksibilniji oblik deviznog aranžmana odnosno ne pogoduje im monetarni režim targetiranja deviznog kursa. Izbor između fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa zavisi od izvora šokova, da li je on realni ili nominalni, kao i od stepena mobilnosti kapitala⁵.

Glavni nedostatak fiksnog kursa je činjenica da se njime može izazvati nesklad između stabilnog nominalnog kursa i razlika između inflacija u zemlji i državi referentne valute, što, u slučaju špekulativnog udara, u krajnjem dovodi do pucanja režima i valutne krize. Studije pokazuju da postoji jaka veza između fiksnog deviznog kursa i niske inflacije. U zemljama u razvoju, inflaciona razlika između fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa je iznosila u proseku 10 procentnih poena. Fiksni devizni režimi su povezani sa većim

⁵ Grubišić, Z., (2005), *Sistem i politika deviznih kurseva danas u Svetu*, Economic Annals no 165, April 2005 - June 2005

investiranjem i imaju ulogu psihološkog sidra u borbi protiv inflacije, a osnovna mana mu je smanjena konkurentnost.

Tabela 1-3: Kriterijumi izbora deviznog režima

Karakteristike privrede	Implikacije željenog sistema fleksibilnosti
Veličina privrede	ukoliko je veća privreda, utoliko je veći zahtev za fleksibilnim kursom.
Otvorenost	ukoliko je privreda otvorenija utoliko je manje atraktivan fleksibilan kurs
Diversifikacija proizvodne/izvozne strukture	ukoliko je privreda više diversifikovana utoliko je prihvatljiviji fleksibilan devizni kurs
Geografska koncentracija trgovine	ukoliko je veći udeo trgovine zemlje sa jednom velikom zemljom veći je podsticaj za vezivanje za valutu te zemlje
Odstupanje domaće inflacije od svetske inflacije	ukoliko je odstupanje stope domaće inflacije od inflacije glavnih trgovinskih partnera veće, utoliko je potrebnije češće podešavanje deviznog kursa (za zemlje sa ekstremno visokom inflacijom, fiksni devizni kurs može obezbediti veći kredibilitet i disciplinu stabilizacionom programu)
Stepen ekonomske/finansijske otvorenosti	ukoliko je veći stepen finansijskog razvoja, utoliko je prihvatljiviji režim fleksibilnog deviznog kursa
Mobilnost radne snage	ukoliko je veći stepen mobilnosti radne snage, kada su nadnice i cene nefleksibilne nadole, lakše je i jeftinije prilagođavanje spoljnim udarima u režimu fiksnog kursa
Inostrani nominalni udari	ukoliko su češći inostrani nominalni udari poželjniji je fleksibilan devizni kurs
Domaći nominalni udari	ukoliko su češći domaći nominalni udari poželjniji je fiksni devizni kurs
Realni šokovi	ukoliko je veća osetljivost privrede na domaće i inostrane realne šokove – utoliko je poželjniji fleksibilan devizni kurs
Kredibilitet nosioca ekonomske politike	ukoliko je manji antiinflacioni kredibilitet kreatora ekonomske politike utoliko je veća privlačnost fiksnog deviznog kursa kao nominalnog sidra

Izvor: R.Kovačević: Devizni kursevi, IST, Beograd 2002, str. 4

3. JIE I DEVIZNI KURS

Jedna od ekonomski značajnijih posledica izbora režima deviznog kursa je nivo deviznih rezervi potreban da se kurs održi na projektovanim vrednostima. Troškovi finansiranja rezervi mogu biti viši od prihoda na niskokamatonosne i nekamatonosne pozicije. Po pravilu rigidniji režimi zahtevaju viši nivo deviznih rezervi od slobodnijih režima. Režim fiksnog kursa zahteva dovoljne rezerve za obezbeđenje konvertibilnosti, dok valutni odbor zahteva rezerve u visini primarnog novca, a fluktuirajući kurs ostvalja više prostora za rešenja što se tiče nivoa deviznih rezervi.

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. Po pravilu suočene sa pretnjom monetarne nestabilnosti, ekonomije u tranziciji se često odlučuju na “uvoz monetarne politike”, tj. sidre svoju valutu za valutu najvećeg spoljnotrgovinskog partnera. Ova politika se praktično sprovodi tako što se primeni neki od rigidnih deviznih režima.

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. Tranzicione zemlje sa izrazitom nezvaničnom finansijskom euroizacijom ne bi trebalo da prihvataju fleksibilnije devizne aranžmane, jer monetarna vlast ne može da utiče na euroizovani deo ekonomije, otuda mala korist od veće fleksibilnosti monetarne politike imanentne fleksibilnijim formama deviznog kursa. Pri tome, veliki broj kreditnih i depozitnih aktivnosti je denominovano ili klauzulom vezano za euro, te značajnije fluktuacije kursa (pre svega depresijacija) izazivaju značajne poremećaje sa aspekta bilansa stanja (*balance sheet effect*). Pomenuti problem se naziva valutno

neslaganje (*currency mismatching*) aktivnih (primanja, imovina) i pasivnih (dugovi, obaveze) pozicija i u takvim okolnostima veća depresijacija urušava životni standard granana i ugrožava funkcionisanje preduzeća. Danas se, međutim, širom regiona sreću gotovo svi poznati varijeteti politike deviznog kursa.

Tabela 1-4: Režimi deviznog kursa u regionu

Zemlja	Režim deviznog kursa
Albanija	Slobodno fluktuiranje
Bosna	Valutni odbor (evro)
Crna Gora	Eurizacija
Hrvatska	Rukovođeno fluktuiranje(uska zona fluktacije)
Makedonija	Fiksni kurs (evro)
Srbija	Rukovođeno fluktuiranje(široka zona fluktacije)

Krećući se od najrigidnijih ka najliberalizovanijih režima srećemo: a) valutnu supstituciju (Crna Gora), b) valutni odbor (Bosna i Hercegovina), c) kontrolisano fluktuirajući kurs (Srbija, Hrvatska, Makedonija), d) nezavisno-fluktuirajući kurs (Albanija). Po kriterijumu “devizne rezerve/novčana masa (M1)”, sve države u regionu su, bez obzira na primenjen devizni režim, sposobne da ispune kriterijume potrebne za klasični valutni odbor. Međutim izbor fluktuirajućeg kursa nije dao veću slobodu nosiocima monetarne vlasti u ovom slučaju. Prevelik nivo deviznih rezervi je ipak determinisan nekim drugim faktorima, očigledno, relativno visokim nivoom uvoza robe i usluga. „Glavna prednost deviznog režima primenjenog u Srbiji od oktobarskih političkih promena vidi se u izbalansiranoj kombinaciji fleksibilnih i rigidnih elemenata. Mada su se ekonomske vlasti deklarativno opredelile za kontrolisano fluktuirajući devizni kurs i zadržale bazne ingerencije nad monetarnom politikom i nadzorom u finansijskom sistemu u nezavisnoj centralnoj banci, sistem sadrži dosta ograničenja i rigidnih elemenata. U Srbiji se, bar u monetarnim operacijama, unilateralno prihvataju identiteti karakteristični za valutni,odbor.“⁶

Galić i Fabris (2006)⁷ su mišljenja da su čvrsti režimi optimalni za zemlje JIE. Izborom nekog od rigidnih režima vodila bi se politika

⁶ Marinković, S., (2006), *Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja*, Economic Annals no 168, January 2006 - March 2006, str. 10

⁷ Galić, J., Fabris, N., (2006), *Politika deviznog kursa kao instrumenta konkurentnosti*, Savetovanje ekonomista, Miločer

koja bi olakšala integraciju zemlje u EU. U tim slučajevima posle izvesnog vremena potrebno je da se izvrše izvesna usklađivanja nivoa cena jer se odgovornost za inflaciju prenosi na zemlju za čiju valutu se vezuje devizni kurs. Politika vezivanja nacionalne valute za evro unosi element predvidljivosti u spoljnu trgovinu. Negativna strana ove politike deviznog kursa se ogleda u ograničenim mogućnostima vođenja monetarne politike. Ukoliko imamo u vidu da je učešće neformalne eurizacije u ovom regionu jako visoko, onda je i bez fiksiranja deviznog kursa limitirana mogućnost instrumenata monetarne politike.

Ističe se⁸ da su kreatori ekonomske politike u Srbiji “upali u zamku” težnje da deviznom kursu dodele dva zadatka u ostvarenju makroekonomske stabilnosti. Prvi zadatak je bio obaranje inflacije nakon čega se prešlo na fluktuirajući kurs sa ciljem očuvanja platnobilansne ravnoteže. Rezultat u tom trenutku je najviša inflacija u Evropi i visoki deficit tekućeg računa. Po Fabrisu (2006) deficit iako visok nije glavna briga ovih zemalja jer je uredno servisiran kapitalnim prilivom kroz proces stranog investiranja. Deficit tekućeg računa može biti i rezultat stranog investiranja kroz visok uvoz sirovina, repromaterijala, opreme. Na kraju je podcrtno da politiku deviznog kursa ne treba nikako žrtvovati radi promovisanja izvoza jer dugoročno neće doneti očekivane rezultate.

4. ZAKLJUČAK

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 tranzicione ekonomije imajući u vidu proces

⁸ Fabris, N., (2006), *Izbor režima deviznog kursa u procesu pristupanja Evropskoj uniji*” Savetovanje ekonomista Srbije i Crne Gore, Budva

uključivanja u svetsko tržište, trendove trgovinske i kapitalne liberalizacije, kao i podložnost eksternim šokovima. Srbija je u procesu tranzicije prevalila dugačak put od fiksnog do fleksibilnog rećima deviznog kura (u kome je još uvek), da bi na kraju tog procesa počelo da vlada mišljenje o preferiranom “uvozu monetarne politike” i tj. o optimalnoj primeni valutnog odbora. Izbor režima deviznog kursa je u većini situacija *trade off* između nezavisne monetarne politike i liberalizacije kapitalnog računa. Obzirom da je Srbija otvorena privreda sa čestim nominalnim udarima, uz veliku osetljivost privrede na domaće i inostrane realne šokove – utoliko je poželjniji fleksibilan devizni kurs. Izborom nekog od rigidnih režima vodila bi se politika koja bi olakšala integraciju zemlje u EU. U tim slučajevima posle izvesnog vremena potrebno je da se izrše izvesna usklađivanja nivoa cena jer se odgovornost za inflaciju prenosi na zemlju za čiju valutu se vezuje devizni kurs. Politika vezivanja nacionalne valute za evro unosi element predvidljivosti u spoljnu trgovinu. Negativna strana ove politike deviznog kursa se ogleda u ograničenim mogućnostima vođenja monetarne politike. Ukoliko imamo u vidu da je učešće neformalne eurizacije u ovom regionu jako visoko, onda je i bez fiksiranja deviznog kursa limitirana mogućnost instrumenata monetarne politike.

LITERATURA

1. Grubišić, Z., *Sistem i politika deviznog kursa danas usvetu*, Economic Annals no 165, April 2005 - June 2005, citat, str 16.
2. Reinhart, C., Rogoff, K., (2002), *The Modern History of Exchange Rate Ar-rangements: A Reinterpretation*, <http://papers.nber.org/papers/w8963.pdf>
3. Kovačević, R., (2002), *Devizni kursevi*, režimi i politika, IST, Beograd 2002, str 147
4. Fabris, N., (2006), *Euroizacija kao instrument monetarne politike Srbije*, Ekonomski anali168, Ekonomski fakultet Beograd,mart
5. Grubišić, Z., (2005), *Sistem i politika deviznih kurseva danas u Svetu*, Economic Annals no 165, April 2005 - June 2005
6. Marinković, S., (2006), *Izbor deviznog režima: rezultati i ograničenja*, Economic Annals no 168, January 2006 - March 2006, str. 10
7. Galić, J., Fabris, N., (2006), *Politika deviznog kursa kao instrumenta konkurentnosti*, Savetovanje ekonomista, Miločer

8. R.Kovačević: Devizni kursevi, IST, Beograd 2002, str. 4