

DOI: 10.46793/GlasnikDN16.1.129R

Stručni članak

UDK broj

339.727

005.332:330.341]:339.743

COBISS.SR-ID 146629641

Ivana Rakić*

Elektromontaža, Kraljevo, Republika Srbija

Primljen: 25. januara 2024. godine

Vraćen na doradu: 17. februara 2024. godine

Prihvaćen: 22. marta 2024. godine

DEVIZNI KURS, DEVIZNO TRŽIŠTE I POSTOJEĆI ARANŽMANI DEVIZNIH KURSEVA

Apstrakt

Sa protokom vremena dolazilo je kako do promene usvajanih monetarnih sistema, tako i do postepenog razvoja međunarodnog deviznog tržišta (FOREX). FOREX je najpristupačnije i najlikvidnije globalno tržište valuta koje se zasniva na tekućim i investicionim transakcijama. FOREX je počeo značajnije da se razvija ukidanjem fiksnih deviznih kurseva, pojavom fluktuirajućih deviznih kurseva i rastom konvertabilnosti valuta i ima suštinski značaj za međunarodne transakcije roba, usluga i finansijskih sredstava. Pored toga, danas se međunarodno devizno tržište smatra najvećim decentralizovanim tržištem na svetu na kojem je procenjeni dnevni promet u 2022. godini iznosio 6,6 biliona američkih dolara (USD). Ovaj rad je posvećen izučavanju promptnog i terminskog deviznog tržišta, kao i postojećih aranžmana deviznog kursa na osnovu njihove de facto klasifikacije i njihovog mogućeg uticaja na privredne performanse. Međutim, postoje i gledišta na osnovu kojih se tvrdi da ni zvanično proklamovani režim deviznog kursa, ali da ni de facto politika deviznog

* e-mail adresa: ivanarakickata@gmail.com, ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0000-0061-9258>

kursa ne govore u potpunosti o politici deviznog kursa neke zemlje. Stoga je pri proučavanju efekata odabranog režima deviznog kursa na privredne performanse radije potrebno uzeti u obzir prirodu i efekte primenjene monetarne strategije i mera monetarne politike.

Ključne reči: *režim deviznog kursa, FOREX tržište, monetarna politika, de jure i de facto klasifikacija, fiksni i klizeći devizni kursevi, međunarodna trgovina.*

JEL klasifikacija: E42, E52, F31, O24

Uvod

Istovremeno sa promenom ekonomske i političke slike sveta menjali su se i njegovi monetarni sistemi, koje je u određenom trenutku međunarodna zajednica ocenila kao najprihvatljivije. Vremenom je, u vidu dela međunarodnog monetarnog sistema, nastao poseban segment tržišta novca, odnosno valutno ili devizno tržište. Činjenica je da se danas radi o jedinstvenom globalnom tržištu valuta na kome se može trgovati praktično svim vodećim svetskim valutama, što ga čini ubedljivo najpristupačnijim i najlikvidnijim finansijskim tržištem na svetu. Globalizacija robnih i finansijskih tržišta u svetu dovela je do brzog razvoja deviznih tržišta pre svega za tekuće transakcije, a kasnije i za investicione transakcije. Na ova kretanja su uticala dva ključna faktora: a) valutna konvertabilnost i b) brz razvoj kompjuterskih i telekomunikacionih tehnologija, često praćen i velikim državnim rashodima.

Danas savremena tržišta inače imaju dominantnu ulogu u alokaciji resursa i podsticanju tržišnih aktera na efikasno poslovanje, dok državna intervencija često nastaje kao posledica tržišnih neuspeha. Kao izvori tržišnih neuspeha obično se navode nesavršena konkurencija, nesavršene informacije, eksterni efekti, javna dobra i neuspeh u koordinaciji. Uloga države se u ovakvim okolnostima ogleda u primeni raznih oblika državnih intervencija poput regulisanja tržišta, pružanja javnih dobara i usluga, podrške domaćim industrijskim granama i preduzećima kroz zaštitu uvoza, alokacije deviza, odobravanja poreskih olakšica, odobravanja subvencija i namenskih kredita, uspostavljanja vlasništva države nad

preduzećima, bankama, finansijskim institucijama i sl. U savremenim privredama država je takođe zadužena za uvođenje i razvoj institucija, preraspodelu dohotka i održavanje makroekonomske i stabilnosti finansijskog sistema. Pored svoje regulacione i investicione uloge, država je oduvek preuzimala i veliki rizik ulaganja u nova tehnološka rešenja, inovacije, izume i ideje. Država često ima preduzetničku ulogu u privrednom sistemu, dok je retko kada u stanju da ostvari prinos makar i iz jednog dela zarade iz inovacija i novih tehnologija u čijem je finansiranju učestvovala [7, str. 15]. Imajući to u vidu, danas se u literaturi nastavljaju žučne rasprave o ulozi države na tržištu.

Centralna uloga američkog dolara (USD) na svetskim deviznim tržištima zasniva se na činjenici da Sjedinjene Američke Države (SAD) imaju najveći društveni proizvod, visoko dominantno učešće u svetskoj trgovini, kao i visoko razvijeno domaće tržište novca i kapitala. Iz tog razloga na deviznim tržištima svaka valuta dobija svoje kupovne i prodajne kotacije kurseva u odnosu na američki dolar. Devizno tržište je počelo da se značajnije razvija ukidanjem fiksnih deviznih kurseva, pojavom fluktuirajućih deviznih kurseva i rastom konvertabilnosti valuta. Poslovi vezani za devizne depozite, kupovinu i prodaju deviza, poslovi sa finansijskim derivatima u devizama, trgovina deviznim kratkoročnim hartijama od vrednosti i sl. daju obeležje savremenom deviznom tržištu. Devizno tržište je širi pojam od devizne berze jer obuhvata i crno devizno tržište, a poseban značaj ima u povezivanju nacionalnih privreda sa međunarodnim tržišnim okruženjima. Devizno tržište je specijalizovani deo finansijskih tržišta na kome se kupuju i prodaju strana sredstva plaćanja, usklađuje ponuda i potražnja, utvrđuje devizni kurs i upravlja deviznim rezervama zemlje.

Devizno tržište (Foreign Exchange Market-FOREX) je najveće finansijsko i najlikvidnije tržište na svetu. S obzirom na to da se na njemu određuju relativne cene svetskih valuta, FOREX ima suštinski značaj za međunarodne transakcije roba, usluga i finansijskih sredstava. Krajnji korisnici deviznog tržišta se sastoje od širokog spektra finansijskih i nefinansijskih klijenata širom sveta. Pri tome trgovinske aktivnosti svih njegovih subjekata, kao i njihove interakcije sa tržišnim posrednicima pokreću proces određivanja

deviznog kursa, koji ima uticaj na praktično sve globalne privredne aktivnosti. Kao rezultat toga se javlja daleko veći obim trgovine devizama u odnosu na aktivnosti na globalnom tržištu akcija [6, str. 2].

Za razliku od drugih finansijskih tržišta kao što su tržišta akcija i roba, FOREX nije centralno i organizovano tržište kojim upravlja određeni entitet. To je decentralizovano tržište podeljeno na međubankarsko tržište koje uključuje transakcije između finansijskih institucija i tržište „Over The Counter”[†] koje uglavnom uključuje transakcije između finansijskih institucija i njihovih nefinansijskih klijenata. Značajnu ekspanziju ovog tržišta između 1960. i 1970. godine pokrenula je tendencija ekonomske i finansijske liberalizacije širom sveta [4, str. 755-804]. Devizno tržište je raslo i širilo se na isti način na koji su se kompanije proširile i razvijale svoje poslovanje na međunarodnom nivou u proteklim decenijama. Sa internacionalizacijom transakcija roba i usluga, uz značajno povećanje komercijalne razmene sa drugim zemljama, kompanije su počele da koriste FOREX jer su se u sve većoj meri suočavale sa finansijskim tokovima denominiranim u valutama koje nisu njihova referentna/lokalna valuta.

1. Promptno (spot) i terminsko (forward) devizno tržište

Generalno posmatrano postoje tri vrste transakcija na deviznim tržištima. Prve se izvode na spot tržištima. Spot tržište predstavlja deo FOREX-a na kome se obe strane u transakciji dogovaraju o razmeni valute u relativno kratkom periodu. Tačnije, u jednoj spot transakciji se datum njene realizacije obično dogovara 2 dana nakon zaključenja ugovora, iako banke najčešće koriste realizaciju sledećeg dana. Vremenski razmak između ugovora i izvršenja transakcije omogućava bankama da utvrde detalje transakcije i pravilno izvrše transfer sredstava. Nasuprot tome, plaćanje u terminskoj transakciji

[†] Trgovanje na šalteru ili van berze ili trgovina *ružičastim listovima* koja se obavlja direktno između dve strane, bez nadzora berze. To je u suprotnosti sa trgovinom na berzi, koja se dešava posredstvom organa berze. Trgovanje na berzi nosi sa sobom prednosti jer olakšava likvidnost, obezbeđuje transparentnost i održava trenutnu tržišnu cenu.

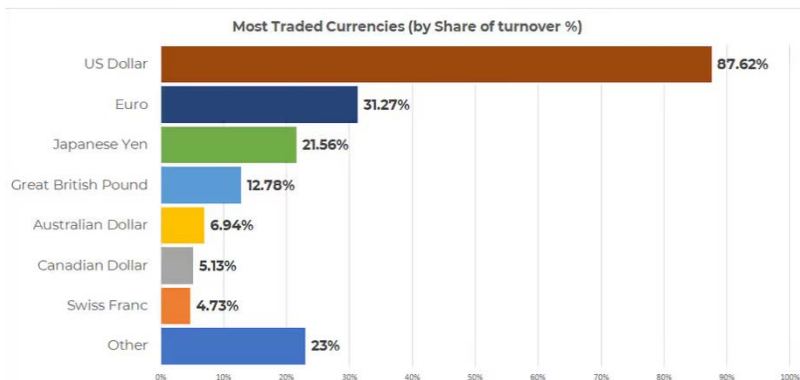
se vrši nakon više od dva radna dana u budućnosti. U tom smislu se terminska valutna transakcija može smatrati obavezujućim ugovorom dveju strana koje razmenjuju jednu valutu za drugu valutu po unapred dogovorenom kursu, u tačno određenom vremenu u budućnosti. Ovo vreme se često naziva i vremenom isporuke, dok je ovaj devizni kurs poznat i kao terminski devizni kurs [12]. Pri tome rok dospeća fjučers ugovora može biti od nekoliko dana, nedelja, meseci, pa čak i do nekoliko godina.

Fjučers transakcija omogućava pojedincu ili preduzeću da se unapred dogovori o kupovini deviza sa ciljem da izvrši međunarodno plaćanje u budućnosti ili da proda devize kojima će u budućnosti raspolagati. Veliki se deo jednostavnih (direktnih) fjučers transakcija obavlja u cilju zaštite od valutnog rizika koji proizilazi iz međunarodne trgovine. Međutim, pored valutnog rizika fjučers ugovori se često zaključuju i radi zaštite od rizika kamatnih stopa [13, str. 305]. Kod terminske kupovine ili prodaje deviza odmah se dogovara budući kurs. Suprotna alternativa bi bila kupovina ili prodaja deviza sa spot transakcijom, gde bi se kompanija suočila sa neizvesnošću u vezi sa potencijalnom promenom kursa i snosila povezani rizik dok se transakcija ne završi. Treći tip transakcije je svop, koji se sastoji od istovremene kupovine i prodaje određene vrednosti deviza tokom dva različita datuma u budućnosti. U terminskoj razmeni, iznos deviza koje se kupuju na licu mesta (ili forvard sa brzim datumom dospeća) se istovremeno prodaje unapred (tj. na duži period). Na osnovu svega sledi da berze mogu biti atraktivno sredstvo za kompanije ili institucionalne fondove za realizaciju svojih privremenih ulaganja u stranim valutama.

Promptne devizne transakcije su transakcije trenutne kupovine ili prodaje deviza. Sprovode se na promptnom deviznom tržištu i po spot kursevima (kotacijama), pri čemu se posao realizuje odmah po njegovom zaključenju. Termin „odmah po zaključenju transakcije” u praksi označava da se transakcija izvršava istog dana kada je i zaključena, ili sa zakašnjenjem od najviše dva radna dana. Konkretna dužina kašnjenja zavisi od tehničkih kapaciteta sredstava komunikacije, običaja u pojedinim finansijskim centrima, kao i od razlika u vremenskim zonama između njih. Sa druge strane je terminskim deviznim ugovorom između banke i kupca (može biti i

druga banka) predviđeno izvršenje ugovora na određeni datum u budućnosti, uz zamenu određenih valuta po ceni utvrđenoj na dan zaključenja ugovora. Terminski ugovori se obično zaključuju na period od 1 mesec, 3 meseca, 6 meseci, 9 meseci i 1 godinu.

Danas se FOREX tržište smatra najvećim decentralizovanim tržištem na svetu na kojem je procenjeni dnevni promet u 2022. godini iznosio 6,6 biliona USD. Ovo je najveće globalno finansijsko tržište na kojem je tokom poslednjih godina promet značajno rastao, sa procenjenim dnevnim obimom trgovine od 5,3 biliona USD u 2013. godini i 5,1 bilion USD u 2016. godini, pa sve do iznad 6 biliona USD nakon 2020. godine. Ove impozantne cifre FOREX duguje međusobnoj povezanosti svih zemalja u globalnoj privredi. Ono je otvoreno tokom 24 časa i 5 radnih dana nedeljno, sa različitim finansijskim centrima u svom sastavu širom sveta koji se otvaraju i zatvaraju u različito vreme. Ovo dalje znači da je ovo tržište globalno posmatrano uvek otvoreno omogućujući trgovcima da kupuju i prodaju valute u bilo kom trenutku. Široka dostupnost mogućnosti trgovanja uslovljena pojavom digitalnih platformi za online trgovanje doprinele su rastu broja trgovaca devizama na malo i ogromnoj likvidnosti ovog tržišta. Pored toga je njegova vrednost takođe uslovljena i tražnjom za različitim valutama, kao i aktivnostima centralnih banaka i vlada koje mogu uticati na vrednost valute prilagođavanjem kamatnih stopa, vođenjem aktivne ekonomske politike, potpisivanjem odgovarajućih trgovinskih sporazuma, odobravanjem stimulativnih paketa pomoći i dr. [10]. Naredna Slika 1 ukazuje na valute kojima se najviše trgovalo na FOREX tržištu u 2021. godini, od kojih se u najvećoj meri ističu USD, euro i japanski jen.



Slika 1. Učešće najzastupljenijih valuta na FOREX tržištu u 2021. godini

Izvor: [19]

Danas postoji mnogo teorijskih i empirijskih debata o uticaju efikasnosti različitih sistema deviznog kursa na makroekonomsku i finansijsku stabilnost zemlje. Do nedavno je ova rasprava bila usmerena na izbor odgovarajućeg režima deviznog kursa u zemljama u tranziciji [9, str. 1]. Poredeći uticaj fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa na stabilnost finansijskog i bankarskog tržišta, De Grauwe i Grimaldi su došli do zaključka da su režimi fiksnog deviznog kursa u svetu intenzivnih finansijskih integracija postali izuzetno krhki. Naime, pošto između deviznog tržišta i bankarskog sektora postoji jaka uzajamna veza, svaka se kriza sa deviznog tržišta može lako *preliti* na bankarski sistem, dovodeći na taj način i do pojave svojevrsne *blizanačke krize* (*twin crisis*). Međutim, autori zaključuju da i fleksibilni devizni kursevi mogu takođe doprineti pojavi bankarskih kriza, posebno u zemljama u razvoju. Razlog ovome leži u činjenici da fleksibilnost deviznog kursa obično odražava neuspeh nacionalnih vlasti u sprovođenju stabilne i predvidljive politike. Pored toga, devizni kurs se retko kada koristi kao alat za poboljšavanje procesa prilagođavanja nakon makroekonomskih poremećaja. Konačno, on se daleko češće javlja kao značajan izvor monetarne i makroekonomske nestabilnosti koja direktno ugrožava i stabilnost bankarskog sektora. Stoga se u vidu jedinog logičnog

rešenja nameće uvođenje strogog nadzora nad poslovanjem banaka [8, str. 43].

Devizni kurs je u tesnoj vezi i sa pojmom Monetarne trileme koji podrazumeva da jednoj zemlji stoje na raspolaganju sledeće tri mogućnosti pri koncipiranju svoje monetarne politike: a) stabilnost deviznog kursa, b) sloboda prekograničnih tokova kapitala, odnosno finansijska integracija i c) ostvarivanje autonomije monetarne politike. Pošto se radi o međusobno konfliktnim i isključivim monetarni ciljevima, Monetarna trilema sugerše da zemlja u datom trenutku može da bira i sprovodi samo dva od tri ponuđena cilja. Trilema se inače zasniva na modelu Mundell-Flemingove trileme koji ukazuje na inherentnu nestabilnost pri istovremenoj primeni svih dostupnih opcija u okviru uspostavljanja i vođenja monetarne politike zemlje [16, str. 56]. U skladu sa polaznom hipotezom Monetarne trileme, u uslovima rastuće finansijske međuzavisnosti savremenih zemalja može se zaključiti da monetarna politika može da bude nezavisna samo u fleksibilnim aranžmanima deviznog kursa. Naime, u režimu fiksnog deviznog kursa i u uslovima slobodnih tokova kapitala, domaće kamatne stope se ne mogu samostalno formirati, dovodeći i do gubitka monetarne autonomije posmatrane zemlje [19].

2. Devizno-kursni aranžmani u savremenom svetu

Problem izbora deviznog kursa je izuzetno kompleksna tema i u literaturi se sreću razne njegove klasifikacije, kako u zavisnosti od samog autora, tako i u zavisnosti od toga da li se istraživanje vrši po *de facto* ili po *de jure* klasifikaciji [5, str. 31-49]. Između dva ekstrema, odnosno fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa postoji niz deviznih kurseva i aranžmana koji se naširoko primenjuju u praksi. Razvoj ovih varijantni aranžmana deviznog kursa uzrokovan je pre svega željom da se iskoriste prednosti i umanje nedostaci ova dva ekstrema deviznog kursa. Pre nego što definišemo različite devizno-kursne aranžmane koji se nalaze između pomenutih teorijskih ekstrema, naredne pasuse posvećujemo analizi faktora koji opredeljuju izbor deviznog kursa.

Kod utvrđivanja „optimalnog” sistema deviznog kursa potrebno je uzeti u obzir dve temeljne teze: a) prvu, da nijedan sistem deviznih

kurseva nije sam po sebi permanentan, kao i b) drugu, da pojedine privrede variraju svoje sisteme deviznih kurseva između različitih mogućih opcija, zavisno od konkretne makroekonomske situacije, tako da „optimalni sistem deviznog kursa” za pojedinu zemlju može da varira. Ovo je razlog tome da je vrlo teško dati predlog optimalnog sistema deviznih kurseva za pojedinu ekonomiju.

Izbor između fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog kursa nije jednostavan i u literaturi postoji ceo niz različitih predloženih opcija. Kritike korišćenja fiksnog deviznog kursa zasnivaju se na činjenici kako se nacionalne vlasti odriču dva važna instrumenta: kamatne stope i deviznog kursa. Pristalice korišćenja fluktuirajućeg deviznog kursa navode kako bi ovakav režim trebalo koristiti jer osigurava nezavisnu monetarnu politiku, te mogućnost korišćenja deviznog kursa kao automatskog stabilizatora kretanja u privredi i vraćanja sistema u ravnotežu. Sa druge strane, neki od argumenata protiv korišćenja fleksibilnog deviznog kursa su: (potencijalni) nedostatak discipline centralnih banaka koje se više ne moraju pridržavati pravila fiksnog kursa, poremećaji na tržištu novca i uticaj špekulacija na stabilnost koji je snažniji kod fleksibilnih režima, negativan uticaj na međunarodnu trgovinu i investicije koji nestaje jer je cene teže predvideti i dr. Neki ekonomisti smatraju da dilema između fiksnog ili fluktuirajućeg kursa ne bi smela biti primarna, već da bi se trebalo baviti dilemom između vođenja dobre ili loše makroekonomske politike. U sledećoj Tabeli 1 je predstavljen izbor adekvatnog režima deviznog kursa u zavisnosti od karakteristika posmatrane privrede.

Tabela 1. Izbor između fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa u zavisnosti od karakteristika privrede

Karakteristike privrede	Implikacije željenog sistema fleksibilnosti
Veličina privrede	Što je privreda veća, to su i jači zahtevi za fleksibilnim deviznim kursom
Diversifikacija proizvodne/izvozne strukture	Što je privreda više diversifikovana, to je i prihvatljiviji fleksibilni devizni kurs

Geografska koncetracija trgovine	Što je veći udeo trgovine zemlje sa jednom velikom zemljom, to je i veći podsticaj za vezivanje njenog deviznog kursa za valutu te zemlje
Odstupanje domaće inflacije od svetske inflacije	Ukoliko je odstupanje domaće inflacije od inflacije glavnih trgovinskih partnera veće, utoliko je potrebno češće podešavanje deviznog kursa
Stepen ekonomske/finansijske otvorenosti	Što je veći stepen ekonomskog i finansijskog razvoja, to je i pogodniji fleksibilni devizni kurs
Mobilnost radne snage	Ukoliko je veći stepen mobilnosti radne snage, kada su nadnice i cene rigidne nadole, lakše je prilagođavati se spoljnim udarima u uslovima fiksnog deviznog kursa
Inostrani nominalni udari	Ukoliko su češći nominalni udari, poželjniji je voditi politiku fleksibilnog deviznog kursa
Realni šokovi	Ako je veća osetljivost privrede na domaće ili inostrane šokove, utoliko je pogodniji fleksibilni devizni kurs
Kredibilitet kreatora ekonomske politike	Ukoliko je manji antiinflacioni kredibilitet kreatora ekonomske politike, utoliko je veća privlačnost fiksnog deviznog kursa kao nominalnog sidra

Izvor: [14]

Moguće je razlikovati devet aranžmana deviznog kursa, počevši od krajnje rigidnih, pa sve do aranžmana sa rastućom fleksibilnošću i to sledećim redosledom [5, str. 31-49]:

Fiksni devizni režimi

1. Monetarna unija (monetary union);

2. Dolarizacija ili euroizacija (dollarization, euroization);
3. Valutni odbor (currency board)

Središnji devizni režimi:

1. Prilagodljivi pariteti (adjustable peg);
2. Pokretni pariteti (crawling peg);
3. Korpa valuta (basket peg);
4. Target zona (target zone);

Fleksibilni devizni režimi:

1. Rukovođeno ili kontrolisano fluktuiranje (managed floating);
2. Slobodno fluktuiranje (clean floating).

De facto klasifikacija je značajna kao relativno nova zvanična klasifikacija deviznih kurseva Međunarodnog monetarnog fonda (MMF), koja je zamenila, po mišljenju mnogih analitičara, zastarelu *de jure* klasifikaciju. Od 1975. do 1998. godine, zvanična klasifikacija režima deviznog kursa MMF-a kategorisala je zemlje članice prema njihovom zvaničnom sistemu obaveštavanja i podnošenju izveštaja MMF-u o politici deviznog kursa koju vode. Od zemalja članica se zahtevalo da obaveste MMF o svojim zvaničnim politikama deviznog kursa u roku od 30 dana od pristupanja, a nakon toga da redovno i tačno obavestavaju MMF o svim eventualnim promenama u svojim režimima. Režimi država članica su grupisani prema njihovim zvaničnim izjavama o stepenu fleksibilnosti deviznog kursa koji dozvoljavaju u praksi.

De jure klasifikacija je tako razlikovala tri glavne kategorije:

- režimi fiksno deviznog kursa,
- režimi sa ograničenom fleksibilnošću,
- fleksibilni režimi deviznog kursa.

Uprkos činjenici da je ova klasifikacija imala neke prednosti, od kojih su se glavne ogledale u razumljivosti i tačnosti, postojao je niz nedostataka u ovom sistemu alokacije režima deviznog kursa, od kojih je svakako najveći činjenica da on nije mogao da obuhvati razlike između zvaničnih i stvarnih kurseva država članica.

U cilju otklanjanja ovih nedostataka, MMF je usvojio novu klasifikaciju režima deviznog kursa, koja se zasniva na stvarnim (*de facto*) politikama kursa koje vode države članice umesto na zvanično proklamovanim (*de jure*) podacima država članica. Nova *de facto* klasifikacija prerasla je u zvaničnu klasifikaciju MMF-a u januaru 1999. godine i detaljnija je od *de jure* klasifikacije.

Međutim, postoje i gledišta na osnovu kojih se tvrdi da ni zvanično proklamovani režim deviznog kursa, ali da ni *de facto* politika deviznog kursa ne govore u potpunosti o politici deviznog kursa neke zemlje. Ovo tim pre što zemlje koje tvrde da imaju plivajuće kurseve, a koje u stvari imaju relativno stabilne devizne kurseve ne krše nužno svoje preuzete obaveze kao što se to ponekada tvrdi. Stabilnost deviznog kursa se može javiti kao rezultat optimalno odabranih monetarnih strategija, dok zemlje koje aktivno koriste monetarne instrumente za stabilizaciju svojih deviznih kurseva možda sa razlogom ne žele da objavljuju i da se obavezuju vođenju politike fiksnog deviznog kursa usled straha od špekulativnih napada [11, str. 129-130].

Dakle, nova *de facto* klasifikacija pravi jasnu razliku između sledećih režima [2, str. 15]:

- *režim sa drugom valutom kao zvaničnom valutom zemlje* – zemlja koristi valutu druge zemlje kao jedinu legalnu valutu. Primer za to je takozvana dolarizacija, koja podrazumeva potpuno odricanje zemlje od svoje monetarne nezavisnosti;
- *režim valutne unije* – zemlje koje pripadaju valutnoj ili monetarnoj uniji imaju zajedničku valutu, koja je ujedno i jedina zvanična valuta u njihovim članicama. Usvajanjem takvog režima, zemlje se odriču svoje monetarne autonomije i stoga je ovaj režim jedna od tvrdih valutnih veza;
- *režim valutnog odbora* – u ovom slučaju država se obavezuje da razmenjuje domaću valutu za stranu valutu po fiksnom kursu i da emituje domaći novac samo ako postoji pokriće u stranoj valuti. To znači da centralna banka gubi svoje tradicionalne funkcije, kao što su zajmodavac u krajnjoj instanci i vođenje monetarne politike;
- *konvencionalni režim fiksnog kursa* – država se obavezuje na to da održava kurs na određenom nivou u odnosu na

određenu stranu valutu ili korpu stranih valuta. Korpu obično formiraju valute najvažnijih trgovinskih partnera zemlje, a zemlja takođe može vezati valutu za neku veštačku valutu, kao što su specijalna prava vučenja. Ovde nema zahteva da se paritet neopozivo održava na istom nivou. Kurs može da fluktuiru u granicama od +/- 1 % oko centralnog kursa, ili maksimalne i minimalne vrednosti kursa ostaju u granicama od 2 % najmanje tokom tri meseca. Država mora biti spremna da održava fiksni paritet direktnim ili indirektnim intervencijama na tržištu. Fleksibilnost i autonomija monetarne politike je smanjena, ali je veća nego u režimima čvrstog vezivanja jer centralna banka zadržava inače smanjene funkcije, a država takođe ima mogućnost, doduše retko, da promeni nivo kursa;

- *režim plivajućeg fiksnog kursa* – valuta je vezana za određenu stranu valutu ili korpu stranih valuta, ali se nivo paritetne vrednosti valute prilagođava u redovnim intervalima kao odgovor na promene nekih makroekonomskih pokazatelja (razlika između domaćih i inostrane inflacije u prošlom i budućem periodu) ili se automatski prilagođava za manje fiksne vrednosti. Moguće je razlikovati fluktujuće fiksne kurseve unazad i unapred. Kurs se obrće unazad kada promenom pariteta zemlja odgovori na prethodne razlike između domaće i inostrane inflacije, a unapred kada se kurs koristi kao sidro protiv inflacije, odnosno kada se novi paritet postavi na prethodno utvrđeni nivo, ali iznad ili ispod očekivane razlike između domaće i inostrane inflacije;
- *režim fiksnog kursa u horizontalnom opsegu* – u kom slučaju valuta može da fluktuiru unutar +/-1 procenat oko formalno utvrđenog kursa. Država je dužna da direktnim ili indirektnim intervencijama na deviznim tržištima čuva ili brani granice kretanja deviznog kursa;
- *režim fiksnog kursa u fluktuirajućem opsegu* – država održava kurs u granicama od najmanje +/-1 odsto oko formalno utvrđenog kursa, koji se može prilagođavati za manje fiksne vrednosti u redovnim intervalima ili

prilagođavati promenama u određenim makroekonomskim pokazateljima [17]. Kao i kod režima fluktuiranog fiksnog kursa, takođe možemo razlikovati režime unapred i obrnuto, odnosno unazad. Sama fleksibilnost režima zavisi od širine opsega u kome se kurs kreće. Monetarna politika je i dalje ograničena zbog obaveze da se kurs drži u granicama;

- *regulisan režim fleksibilnog kursa* – ovde zemlje utiču na kretanje kursa aktivnom intervencijom, direktno ili indirektno na deviznom tržištu, bez prethodnog objavljivanja ili obavezivanja na to da će održavati određeni nivo kretanja kursa. U okviru ovog režima razlikujemo strogo regulisan i drugačije, odnosno alternativno regulisan devizni kurs;
- *režim nezavisnog klizanja* – u ovom slučaju kurs u potpunosti određuje tržište. U ovim režimima je monetarna politika u principu potpuno nezavisna od politike deviznog kursa.

Prema ovoj se klasifikaciji režim sa valutom koja nije zvanična valuta, režim valutne unije i režim valutnog odbora smatraju režimima čvrstog vezivanja. Kao srednji režimi definisani su tzv. *soft peg* režimi (konvencionalni fiksni režim, fluktuirajući fiksni kurs, fiksni kurs u horizontalnom pojasu, fiksni kurs unutar plivajućeg pojasa) i režim regulisanog fleksibilnog kursa. Režimi nezavisnog klizanja i različito kontrolisanog klizanja spadaju u klizne režime.

Glavni izvor za klasifikaciju zemalja prema *de facto* režimu deviznog kursa su informacije dobijene od strane MMF-a kroz bilateralne konsultacije, vođene intervjuue i tehničku pomoć koju MMF pruža svojim članicama. Utisci dobijeni na osnovu toga se zatim dopunjuju drugim izvorima informacija kao što su članci, novinski izveštaji i drugi, a potkrepljuju se analizama ponašanja deviznih kurseva i deviznih u datoj zemlji [2, str. 11].

Utvrđivanje šta zemlje zapravo rade sa svojim deviznim kursovima je razumljivo veoma složen zadatak, osim u slučaju režima čvrstog vezivanja, gde su vlade prinuđene na to da se pridržavaju zvaničnog *de jure* režima. Ali ovaj zadatak je najsloženiji u slučaju kada zemlje koje zvanično proglase režim regulisanog ili nezavisno plivajućeg kursa koriste indirektno ili direktne intervencije

na deviznom tržištu kako bi održale kurs na željenom nivou. Prilikom razvrstavanja zemalja u pojedinačne režime, MMF se grubo pridržavao sledećih smernica:

- Stabilnost deviznih kurseva sama po sebi nije dovoljna da se režim definiše kao fiksni režim, osim ako dokumenti iz različitih izvora ne ukažu na to da država formalno i neformalno nastoji da održi stabilan kurs u odnosu na određenu stranu valutu ili korpu valuta. Kada dostupne informacije ukažu na to da vlada nastoji da održi stabilan devizni kurs i da je on fluktuirao u rasponu od najviše dva procenta u odnosu na određenu stranu valutu ili korpu valuta tokom protekla četiri meseca, režim se definiše kao konvencionalni fiksni kurs.
- Teže je identifikovati kurseve vezane za korpu valuta, posebno kada je sastav korpe nepoznat. Osim u slučajevima kada je bilo očigledno da zemlje ne slede zvaničnu politiku, *de jure* klasifikacija je zadržana.
- Zemlje su definisane kao zemlje sa fluktuirajućim fiksnim kursom onda kada su postojali dokumentovani dokazi o formalnoj deklaraciji o neformalnoj nameri da se vodi politika postepene, niske depresijacije valute sa ili bez formalno definisanog opsega deviznog kursa.
- Ako su zemlje definisale i formalno najavile opseg u kome će se kurs kretati, a istovremeno najavile ograničeno kretanje kursa u granicama unutrašnjeg opsega, definisale su se i kao zemlje sa fiksnim ili plivajućim režimom fiksnog kursa.
- Režim je definisan kao regulisani klizni kurs, a ne kao fiksni kurs onda kada je zvanični režim bio režim fiksnog kursa, ali je zvanični kurs često devalvirao u kratkim vremenskim intervalima, ili kada je zemlja održavala više kurseva i kada je većinu transakcija vršila po višem tržišnom kursu nego po zvaničnom fiksnom kursu. Kada zemlja koristi više kurseva, režim se definiše na osnovu kursa koji se koristi u većini transakcija.
- Odlučujući faktor u odlučivanju da li neka zemlja ima režim upravljanog fleksibilnog deviznog kursa ili nezavisni klizni režim bio je dokaz o tome da li je indirektna ili direktna

intervencija na deviznom tržištu u većoj meri korišćena da bi uticala na dugoročno kretanje kursa; inače bi bilo neophodno da se spreči prekomerna volatilnost deviznog kursa.

Iz navedenog je jasno da ih nova *de facto* klasifikacija deviznih kurseva deli na daleko detaljniji i precizniji način od *de jure* klasifikacije.

Zaključak

Globalno devizno tržište je najlikvidnije i najveće finansijsko tržište na svetu, a devizni kursevi praktično predstavljaju najvažniji ekonomski faktor međunarodne trgovine. Sa porastom obima i vrednosti međunarodne trgovine, predviđanje kretanja ovih deviznih kurseva postaje sve važnije. Veoma je važno napomenuti i da je globalno devizno tržište decentralizovano i da funkcioniše zahvajući razvijenim i neprednim telekomunikacionim tehnologijama.

Devizni kurs ima važnu ulogu u određivanju trgovinskih performansi zemlje. Nezavisno od toga da li je određen egzogenim šokovima ili monetarnom politikom, relativna vrednost valuta i njihova volatilnost često imaju važne posledice na međunarodnu trgovinu, platni bilans i ukupne ekonomske performanse jedne zemlje [15, str. iii]. Skorija empirijska istraživanja pokazuju da globalni šokovi poput pandemije COVID-19 nemaju uticaja na volatilnost deviznog kursa, barem ne na volatilnost kursa eura prema USD, ukazujući i na otpornost finansijskog tržišta na egzogene šokove [1, str. 1]. Promene u deviznim kursevima utiču na rast ili smanjenje obima uvoza i izvoza. Jaka domaća valuta utiče na pad izvoza i rast uvoza, dok slabljenje domać e valute obično podsticajno deluje na izvoz, a destimulativno na uvoz. Stoga se realni devizni kurs javlja kao jedan od ključnih oblika relativnih cena u privredi, definišući istovremeno stopu razmene domaće robe i usluga inostranom robom i uslugama. Kao rezultat toga promene u deviznom kursu imaju snažne implikacije po celu privredu koje se dalje prenose kroz kanale međunarodne trgovine [3].

Devizni kurs predstavlja cenu valute jedne zemlje izraženu u valuti druge zemlje. Putem deviznog kursa uspostavlja se veza između cena u zemlji i inostranstvu. Devizni kurs se formira u

preseku ponude i tražnje za devizama. Promene deviznog kursa na duži rok odražavaju promene u platnom bilansu zemlje, i to posebno odnos ponude i tražnje za izvozom/uvozom robe i usluga. Ukoliko dođe do porasta uvozne tražnje to će dovesti do porasta vrednosti strane valute (aprecijacija), odnosno do pada vrednosti domaće valute (deprecijacija). To praktično znači da će cene uvozne robe porasti. Sa druge strane, porast izvozne tražnje dovešće do aprecijacije domaće i deprecijacije strane valute, dok će cene izvozne robe porasti. Na deviznom tržištu se vrši koncentracija ponude i tražnje deviza po različitim osnovama. Ukoliko država nema strogu deviznu kontrolu, kojom se ekonomskim subjektima nalaže da pribavljene devize prodaju državi (najčešće po arbitrarno utvrđenom kursu) ili kojom se raspolaganje ograničava samo na deo pribavljenih deviza (tzv. retencionna kvota), ponuda i tražnja za devizama u normalnim uslovim izražava kretanje tekućih i kapitalnih transakcija u platnom bilansu.

Kretanja deviznog kursa su važna monetarnim vlastima. Pridodajući važnost raznim indikatorima, nosioci monetarne vlasti biraju kursni sistem uz čije će se sprovođenje najbolje delovati na ciljanu varijablu. Nakon odabira „optimalnog“ kursnog mehanizma, monetarne vlasti bi trebalo da deluju na kretanje varijabli koje imaju bilo direktan, bilo indirektan uticaj na ciljanu promenljivu. Ipak, promene deviznog kursa se događaju i nezavisno od monetarnih aktivnosti u uslovima slobodnog kretanja kapitala.

Zemlje koje slede politiku stabilnog deviznog kursa i koje su stoga klasifikovane kao njegovi *de facto* nosioci, ali koje istovremeno objavljuju plivajuće devizne kurseve, to čine jer obavezivanje na fiksni devizni kurs povećava verovatnoću njegovih većih promena, možda i kao posledica špekulativnog testiranja samog obavezivanja. Sa druge strane bi migracije iz *de facto* fiksnih deviznih kurseva mogle da budu traumatičnije za zemlje koje su zvanično objavile fiksni devizni kurs. U svakom bi slučaju proučavanje efekata različitih režima deviznih kurseva na privredni razvoj u većoj meri trebalo da uzme prirodu monetarne strategije i primenjenih mera monetarne politike nego što je to slučaj sa njihovom *de facto* ili *de jure* klasifikacijom. Ovo tim pre što bi razna

empirijska istraživanja o uticaju najava politike trebalo da uzmu oba tipa deviznog kursa, kao i njihove uzajamne relacije.

Bibliografija

1. Balaban, S., Milenković, I., Joksimović, M. (2023). The Euro exchange rate's resistance to the exogenous shock caused by COVID-19. *Strategic Management*, u štampi.
2. Babula, A., Otker-Robe, I. (2002). The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De facto Policies. Working Paper. IMF, Washington D.C.
3. Bayoumi, T. (1996). International Trade and Real Exchange Rates. In: *Exchange Rate Movements and Their Impact on Trade and Investment in the APEC Region*. International Monetary Fund, Washington D.C. <https://doi.org/10.5089/9781557756008.084>
4. Bénassy, J. P. (1976). Théorie du déséquilibre et fondements microéconomiques de la macroéconomie. *Revue économique*, 755-804.
5. Beker, E. (2006). Devizno kursni aranžmani – od ekstrema do “normale”. *Panoeconomicus*, vol. 53, no. 1, str. 31-49.
6. Chaboud, A., Rime, D., Sushko, V. (2003). The foreign exchange market. BIS Working Papers No. 1094. April 2003. BIS, Basel.
7. Dašić, D. (2020). Preduzetnička država. *Glasnik za društvene nauke*, god. 12, br. 12, str. 15-40.
8. De Grauwe, P., Grimaldi, M. (2002). Exchange rate regimes and financial vulnerability. *EIB Papers*, Vol. 7, Issue 2. European Investment Bank, Luxembourg, str. 33-48.
9. Drabek, Z., Brada, J. C. (1998). Exchange Rate Regimes and the Stability of Trade Policy in Transition Economies. WTO Staff Working Paper ERAD-98-07. World Trade Organization, Geneva.
10. Forex Academy. (2023). How much is the forex market worth 2022? March 26, 2023. Dostupno na <https://www.forex.academy/how-much-is-the-forex-market-worth-2022/>

11. Genberg, H., Swoboda, A. K. (2005). Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter? IMF Staff Papers, Vol. 52, Special Issue. International Monetary Fund, Washington D.C.
12. ING Financial Markets. (2019). FX Derivatives. ING Financial Markets, Bruxelles. Dostupno na https://www.ingwb.com/binaries/content/assets/solutions-and-products/hedging-solutions/foreign-exchange/ing_financial_markets-product_description-fx_forward_be-en.pdf
13. Jeremić, Z. (2008). Praktikum za finansijska tržišta. Univerzitet Singidunum, Beograd.
14. Kovačević, R. (2002). Devizni kursevi – režimi i politika. Institut za spoljnu trgovinu, Beograd.
15. Nicita, A. (2013). Exchange Rates, International Trade and Trade Policies. Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series No. 56. United Nations, New York and Geneva.
16. Madžar, L. (2023). Testing the Monetary Trilemma Theory on the example of Serbia. *Ekonomika*, Vol. 69, No. 4, pp. 55-67. DOI: 10.5937/ekonomika2304055M
17. Madžar, Lj. (2023). Change as a Form of Existence and Survival. *Glasnik za društvene nauke*, Vol. XV, No. 15, pp. 39-118.
18. Simić, M., Madžar, L., Balaban, S. (2024). The Reliability of the Monetary Trilemma Theory on the Example of Transition Countries. *Teme*, u štampi
19. Surgetrader. (2021). All About Forex Market Size and Liquidity. 20. jul 2021. godine. Dostupno na <https://surgetrader.com/all-about-forex-market-size-and-liquidity/>

EXCHANGE RATE, FOREIGN EXCHANGE MARKET AND ACTUAL EXCHANGE RATE ARRANGEMENTS

Abstract

With the passage of time, there was a change in the adopted monetary systems, as well as the gradual development of the international foreign exchange market (FOREX). FOREX is the most accessible and liquid global currency market based on current and investment transactions. FOREX began to develop more significantly with the abolition of fixed exchange rates, the emergence of fluctuating exchange rates and the growth of currency convertibility. Hence, FOREX is essential for international transactions of goods, services and financial assets. In addition, today the international foreign exchange market is considered the largest decentralized market in the world with an estimated daily turnover of 6.6 trillion US dollars (USD) in 2022. This paper is dedicated to the study of the spot and forward foreign exchange market, as well as existing exchange rate arrangements based on their de facto classification and their possible impact on economic performance. However, there are also points of view based on which it is claimed that neither the officially proclaimed exchange rate regime, nor the de facto exchange rate policy speak fully about the exchange rate policy of a country. Therefore, when studying the effects of the chosen exchange rate regime on economic performance, it is rather necessary to take into account the nature and effects of the applied monetary strategy and monetary policy measures.

Key words: *exchange rate regime, FOREX market, monetary policy, de jure and de facto classification, fixed and floating exchange rates, international trade.*

JEL classification: E42, E52, F31, O24