

Златибор, 17. септембар 2011.

Волатилност девизног курса и стабилност тржишта

Даме и господо,

Пре годину дана стајао сам овде пред готово истом публиком и говорио о предностима флексибилног девизног курса. Указао сам да је флексибилан девизни курс основа стабилне и ниске инфлације, те да ће флексибилност опстати и у наредном периоду. Истакао сам да се флуктуацијама девизног курса апсорбују екстерни шокови који би се у супротном прелили на инфлацију или економску активност, а говорио сам и о значају који је флексибилан девизни курс имао у ублажавању негативних ефеката кризе на нашу привреду.

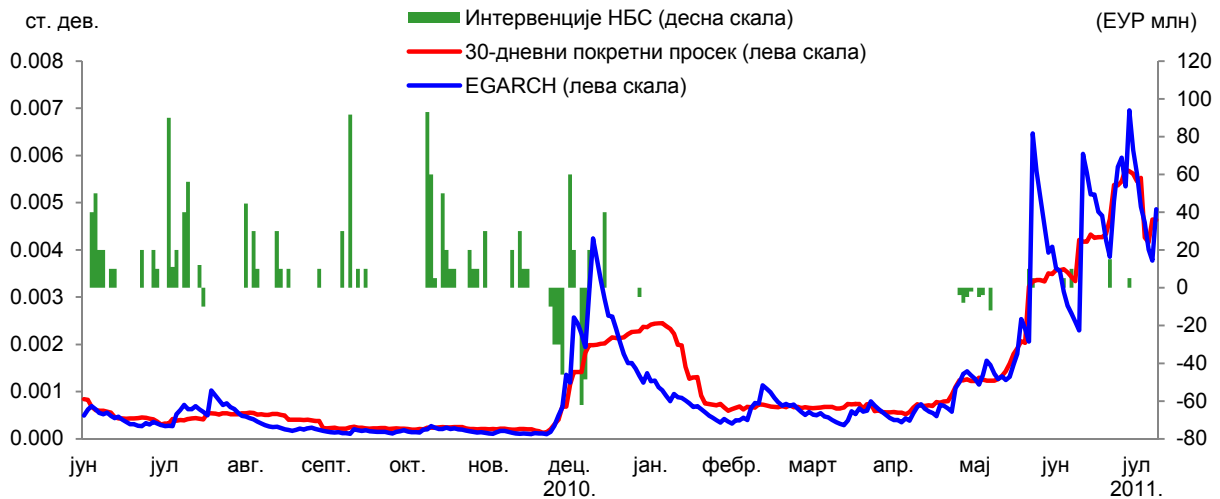
Истовремено сам, међутим, позвао на већу употребу инструмената заштите од девизног ризика, као и на заштиту финансијски мање информисаних делова нашег друштва од непотребне изложености девизном ризику. Тврдио сам да пут којим би требало да идемо није ограничавање флексибилности девизног курса, него веће коришћење динарских и инструмената за заштиту од девизног ризика. У складу с тим, монетарна политика заснована на флексибилном девизном курсу представља камен темељац наших напора усмерених ка повећању употребе динара у економији.

Годину дана касније, ефекти флексибилности девизног курса већ су видљиви. Девизни курс је сада свакако волатилнији. Према неким показатељима¹, дневна волатилност курса троструко се повећала у последњој години, мада је још увек нижа него у земљама које такође имају флексибилан девизни курс, као што су Пољска, Мађарска или Румунија. Очекујемо да тако остане и наредном периоду.

До повећања волатилности девизног курса дошло је у условима смањених интервенција Народне банке Србије (НБС) на девизном тржишту. Уз дневни обим трговине од преко 100 милиона евра, несметано трговање и ниске спредове, девизно тржиште је у последње време било у стању да апсорбује већу понуду и тражњу него што је то раније био случај, и све то уз умерене промене девизног курса и без прекомерних интервенција централне банке. Обим промета на међубанкарском девизном тржишту и обим интервенција централне банке су били у обрнутој корелацији, и то је у складу са искуством које су друге земље у транзицији, на пример Чешка, имале у истој фази развоја тржишта.

¹ Графициони 1.и 2. дају преглед 30-дневног покретног просека и *EGARCH* показатеља дневне волатилности.

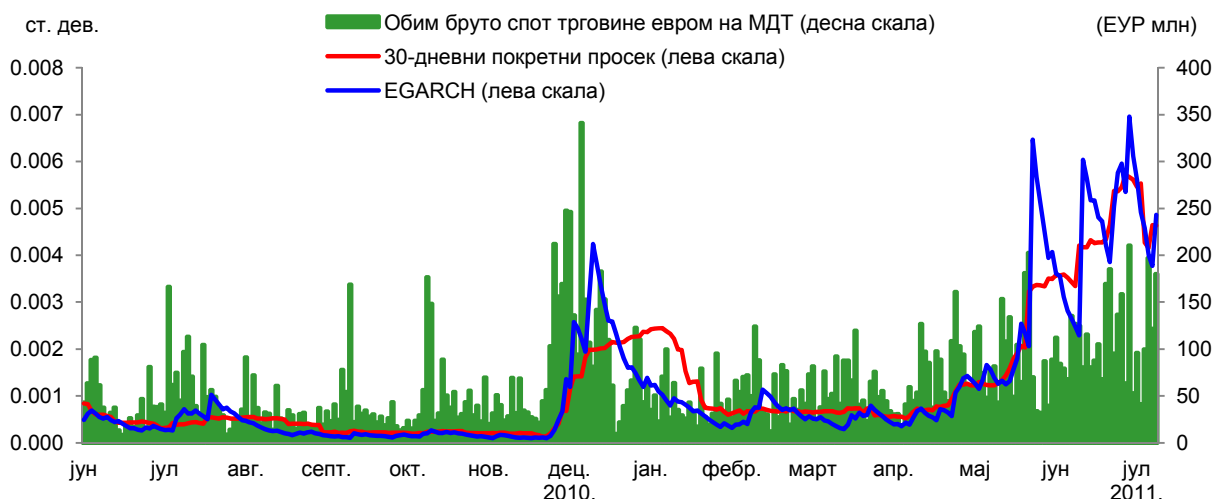
Графикон 1. Интервенције НБС и краткорочна волатилност девизног курса



У Србији је дневна волатилност девизног курса повећана почетком ове године, након што је НБС готово у потпуности престала да интервенише крајем 2010. Потом је, након смиривања у првим месецима 2011, волатилност још једном почела да расте у мају ове године – и то поново након што је НБС престала да интервенише.

Иако би јаче интервенције НБС сигурно ублажиле волатилност на девизном тржишту, оне би такође успориле његов даљи развој. Истраживања указују да краткорочна волатилност курса повећава обим промета на међубанкарском девизном тржишту и уједно појачава арбитражу тржишних учесника.

Графикон 2. Краткорочна волатилност девизног курса и обим трговине на МДТ



Наше скорашње искуство даје директан одговор на познату дилему о старости кокошке и јајета. Мање интервенције централне банке на међубанкарском девизном тржишту повећава краткорочну волатилност девизног курса, што подстиче развој тржишта и обим трговања, чинећи тржиште отпорнијим на шокове и на тај начин умањујући потребу за интервенцијама НБС.

Поред подршке креирању тржишта, већа краткорочна волатилност такође би требало да поспеши развој девизног тржишта дестимулисањем краткорочног шпекулативног понашања. Дневна промена девизног курса од 1% представља релативно велики трошак за инвеститора који жели да у кратком року профитира од курсних разлика, али знатно мањи трошак за инвеститора који дугорочно улаже у на пример државне обвезнице. На тај начин, већа краткорочна волатилност је вероватно допринела и већој стабилности финансијског система Србије.

НБС прати и ефекте волатилности девизног курса на степен динаризације. НБС је недавно почела да објављује квартални извештај о динаризацији. Иако већ има охрабрујућих знакова, процес динаризације је дугорочан и јасни трендови још нису потпуно видљиви. Ипак, примећује се све већа динаризација на пољу банкарских кредита. Већи степен динаризације може се повезати и са већом месечном волатилношћу девизног курса. Портфолио модели финансијског посредовања² показују да комбинација циљања инфлације и повећане волатилности девизног курса подстиче коришћење домаће валуте и дестимулише употребу страних валута. Прелиминарна економетријска анализа података за Србију за последње три године показује да заиста постоји релативно јака веза између повећане волатилности девизног курса и вишег степена динаризације. Налази указују да већа месечна волатилност девизног курса повећава динаризацију кредита уз временску доцњу од око два месеца.

Такође, већа флексибилност девизног курса доприноси и слабљењу преносног ефекта девизног курса на домаће цене. Према анализи коју је НБС недавно спровела, преносни ефекат девизног

²На пример: A. Ize and E. Levy-Yeyati (2003), *Financial Dollarization*, *Journal of International Economics*, Vol. 59, стр.323–347.

курса на цене у Србији смањен је током последњих неколико година, од почетка финансијске кризе, тј. пада *Lehman Brothers-a*.

Главне поенте мог данашњег говора су укратко: емпиријски подаци, искуства других земаља, као и стручна анализа показују да већа краткорочна волатилност девизног курса погодује развоју девизног тржишта. Индиректно, она омогућава и мање присуство Народне банке на девизном тржишту и доприноси већој стабилности тржишта, кроз привлачење дугорочнијег капитала и дестимулисање прилива краткорочног врућег капитала. Такође, већа флексибилност девизног курса позитивно утиче и на степен динаријације, као и на коришћење инструмената заштите од девизног ризика.

Треба међутим истаћи да, иако наш дугорочни циљ остаје пуна флексибилност девизног курса, све док девизно тржиште у Србији не постане довољно дубоко и ефикасно, Народна банка Србије остаје спремна да својим значајним девизним резервама, интервенише и обезбеди нормално функционисање тржишта, уколико то буде потребно. Ми ћемо ипак пажљиво одмеравати своје интервенције како не бисмо угрозили тренутно динамичан процес структурног развоја девизног тржишта у Србији.

Захваљујем се на вашој пажњи и желим вам успешно годишње заседање.