

Originalni naučni rad

UDK 339.743(437.6)

DOI 10.7251/SVR1817106V

ISKUSTVA I REZULTATI PRIMJENE REŽIMA DEVIZNOG KURSA U SLOVAČKOJ REPUBLICI

Mr Vlado Vujanić¹

Republika Srpska, Ministarstvo finansija

Prof. dr Vasilj Žarković²

Univerzitet u Banjoj Luci, Ekonomski fakultet Banja Luka

Dr Nikola Žarković³

Narodna banka Srbije

Apstrakt: U otvorenim privredama nosioci ekonomske politike motivisani su ciljevima ostvarivanja unutrašnje i spoljne ravnoteže. Jednostavno rečeno, unutrašnja ravnoteža zahtijeva punu zaposlenost nacionalnih resursa i stabilnost domaćih cijena, a spoljna ravnoteža ostvarivanje ravnoteže tekućeg računa. Slovačka Republika je, tokom svog tranzicionog puta, vrlo uspješno prilagođavala politiku vođenja režima deviznog kursa ostvarivanju cilja postizanja unutrašnje i spoljne ravnoteže. To je radila osmišljeno, pravovremeno i uspješno. Iskustvo Slovačke Republike u vođenju politike deviznog kursa može poslužiti kao dobar putokaz drugim tranzicionim zemljama. Slovačka Republika se ubraja u najusješnije tranzicione zemlje, među vodećim je u privlačenju stranih direktnih investicija, ostvarenim visokim stopama rasta realnog bruto domaćeg proizvoda, izvozno orjentisanoj privredi, čiji motor razvoja čine fabrike velikih multinacionalnih kompanija.

Ključne riječi: *Slovačka Republika, režim deviznog kursa, realan bruto domaći proizvod, zaposlenost, inflacija, tekući račun, strane direktne investicije, ekonomska kriza.*

UVOD

Jedan od osnovnih ciljeva nosilaca ekonomske politike svake zemlje je postizanje unutrašnje i spoljne ravnoteže, uz kontinuiran privredni rast. Jednostavno definisano, unutrašnja ravnoteža zahtijeva punu zaposlenost nacionalnih resursa i stabilnost domaćih cijena, a spoljna ravnoteža

¹ Magistar ekonomskih nauka, e-mail: vladoo1888@gmail.com.

² Doktor ekonomskih nauka, e-mail: vasilj.zarkovic@efbl.org.

³ Doktor ekonomskih nauka, e-mail: nikolaz@blic.net.

ostvarivanje ravnoteže tekućeg računa. Postizanje unutrašnje i spoljne ravnoteže u velikoj mjeri je zavistan od tipa uspostavljene i vođene monetarne politike. Stepenn fleksibilnosti monetarne politike da, primjenom odgovarajućih instrumenata, odgovori na ekonomske cikluse i obezbijedi njihovo pozitivno djelovanje na realna privredna kretanja, u značajnoj mjeri je zavistan od primijenjenog režima deviznog kursa. Režim deviznog kursa, utiče ne samo na kretanje deviznog kursa, već i na obim novčane mase i nivo kamatnih stopa, a time i na međunarodne tokove kapitala, roba i usluga, stabilnost cijena, proizvodnju i zaposlenost. U tom kontekstu, jedan od ključnih zadataka monetarnih vlasti je izbor adekvatnog režima deviznog kursa, prema uslovima u kojima se nalazi nacionalna privreda i u skladu sa definisanim makroekonomskim ciljevima.

Prema klasifikaciji režima deviznih kurseva iz 1998. godine izvršenoj od strane Međunarodnog monetarnog fonda (MMF), izbor režima deviznog kursa podrazumijeva izbor jednog od osam režima, grupisanih prema rastućem stepenu fleksibilnosti: režimi deviznog kursa povezani sa isključenjem nacionalnog monetarnog suvereniteta, valutni odbor, konvencionalno fiksni devizni kurs, paritet deviznog kursa sa horizontalnim koridorom, pokretni paritet, pokretni koridor, upravljano fluktuirajući devizni kurs i nezavisno fluktuiranje. Da bi se omogućila veća usklađenost i objektivnost te poboljšala transparentnost, navedeni sistem režima deviznog kursa je 2009. godine modifikovan⁴.

Uprkos sličnim krajnjim ciljevima i zahtjevanim reformama, iskustvo među evropskim tranzicionim zemljama se značajno razlikuje, kako u pogledu izbora režima deviznog kursa tako i u pogledu ostvarenih rezultata. Stenli Fišer i Retna Sahaj (Stanley Fischer and Ratna Sahay)⁵, u radu pod nazivom „The Transition Economies After Ten Years“, zapažaju da su se mnoge zemlje, u početnoj fazi tranzicije, u obezbjeđivanju podrške procesu dezinflacije, opredijelile za neki od oblika fiksnog deviznog kursa. Na osnovu istraživanja koja su u radu „The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De facto Policies“ sprovedi Andrea Bubula i Inci Otker-Rob (Andrea Bubula and Inci Ötker-Robe)⁶ te publikacija MMF-a, poput Izvještaja o deviznim režimima i ograničenjima, i i vlastitog istraživanja, došlo se do činjenice da je jedan dio evropskih tranzicionih zemalja, zbog održavanja cjenovne stabilnosti, zadržao režim fiksnog deviznog kursa u rigidnom ili konvencionalnom obliku i nakon inicijalne makroekonomske stabilizacije, dok drugi dio zemalja prelazi na fleksibilnije forme režima deviznog kursa.

⁴ Habermeier, K., Kokenyne, A., Veyrone, R. and Anderson, H. (2009). *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements*. International Monetary Fund. WP/09/211.

⁵ Fischer, S. and Sahay, R. (2000). *The Transition Economies After Ten Years*. National Bureau Of Economic Research, Working Paper 7664.

⁶ Bubula, A. and Ötker-Robe, I. (2002). *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De facto Policies*. International Monetary Fund. WP/02/155.

Iskustvo Slovačke Republike je pokazalo da je ova tranziciona zemlja, sada članica Evropske unije (EU) i Ekonomske i monetarne unije (EMU), na početku procesa tranzicije, koristila režim fiksnog deviznog kursa u konvencionalnom obliku da bi obuzdala inflaciju i uspostavila makroekonomsku stabilnost. Nakon uspostavljanja inicijalne makroekonomske stabilnosti, monetarne vlasti Slovačke Republike su krenule putem napuštanja fiksnog deviznog kursa kao nominalnog sidra i prihvatanja fleksibilnijih režima deviznog kursa - režim koridora i režim upravljano fluktuirajućih deviznih kurseva. Specifičnost putanje politike deviznog kursa u Slovačkoj Republici, sa aspekta režima deviznog kursa, u odnosu na ostale tranzicione zemlje, ogleda se u tome što se Slovačka Republika, nakon ulaska u EU, prihvatanjem ERM II mehanizma (2005) ponovo vratila na fiksni režim deviznog kursa u obliku koridora, a od 2009. godine članstvom u EMU i prihvatanjem jedinstvene valute gubi monetarnu autonomiju. Polazeći od toga, naša namjera je da se u ovom radu sagledaju makroekonomske okolnosti koje su uticale na izbor režima deviznog kursa, i da se pokuša ocijeniti doprinos primijenjenih režima deviznog kursa makroekonomskoj stabilnosti Slovačke Republike.

Strukturu sadržaja rada, osim Uvoda i Zaključka, čine tri međusobno povezana dijela u kojima se razmatra problematika vezana za uspostavljanje adekvatnog režima deviznog kursa sa aspekta ostvarivanja i očuvanja što boljih makroekonomskih pokazatelja nacionalne privrede. *U prvom dijelu rada je prikazan pregled dosadašnjih rezultata empirijskih istraživanja i efekata primijenjenih režima deviznog kursa na osnovne makroekonomske pokazatelje. U drugom dijelu rada su opisane metode istraživanja i korišteni izvori podataka. Treći dio rada čini empirijski dio koji razmatra i analizira efekte primijenjenih režima deviznog kursa na osnovne makroekonomske pokazatelje Slovačke Republike. U zaključku su sumirani ključni rezultati sprovedenog istraživanja.*

1. PREGLED DOSADAŠNJIH ISTRAŽIVANJA

Mnoga empirijska istraživanja pronalaze povezanost između režima fiksnog deviznog kursa i niske inflacije. Jedno takvo je i istraživanje izvršeno od strane Međunarodnog monetarnog fonda (International Monetary Fund)⁷, kojim su obuhvaćene zemlje u razvoju, u periodu 1975-1996. godine, razvrstane na osnovu zvaničnog režima deviznog kursa u dvije osnovne grupe režima (fiksni i fluktuirajući). Istraživanje je pokazalo da je u zemljama koje su primjenjivale režime fiksnog deviznog kursa prosječna stopa inflacije bila manja za 5 do 6 p.p. nego u zemljama sa fluktuirajućim režimima deviznog kursa, uz zapažanje da tokom 1990-ih ove stope inflacije međusobno konvergiraju. U ovoj studiji došlo se i do zaključka da ne postoji jasna veza između režima deviznog kursa i rasta bruto domaćeg proizvoda.

⁷ International Monetary Fund (1997). *Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries*, IV, pp. 78-97.

Studija je pokazala da je prosječna stopa realnog rasta bila veća u zemljama sa fluktuirajućim u poređenju sa zemljama sa režimima fiksnog deviznog kursa. To je djelimično posljedica uključivanja brzo rastuće azijske privrede u grupu zemalja sa fluktuirajućim kursom. Kada se isključe ove zemlje, performanse rasta između ove dvije grupe režima se značajno ne razlikuju.

Eduardo Levi-Jejati i Federiko Sturcneger (Eduardo Levy-Yeyati and Federico Sturzenegger)⁸, u radu pod nazivom "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", na uzorku od 154 zemlje, čije su makroekonomske varijable posmatrane u periodu nakon sloma Bretonvudskog monetarnog sistema, dolaze do rezultata koji takođe ukazuju na povezanost između fiksnog deviznog kursa i niske inflacije, ali samo ukoliko režim fiksnog deviznog kursa traje pet i više godina. Zemlje koje primjenjuju režime fiksnog deviznog kursa, u trajanju od pet i više godina, imaju niže stope inflacije, ali po cijenu sporijeg privrednog rasta. Nasuprot tome, zemlje koje primjenjuju režime fiksnog deviznog kursa, u trajanju manjem od pet godina, u odnosu na zemlje koje primjenjuju fluktuirajući devizni kurs, ostvaruju niže stope privrednog rasta, bez pozitivnih efekta na strani inflacije. Autori su takođe utvrdili da su najveće prosječne stope realnog rasta bruto domaćeg proizvoda per capita ostvarile zemlje sa srednjim režimima i to u iznosu od 2%, zatim zemlje sa fiksnim od 1,2%, a najniže stope su ostvarile zemlje sa fluktuirajućim režimima od 1%.

Prednost fiksnog nad fluktuirajućim deviznim kursom u ostvarivanju cjenovne stabilnosti dokazana je i u studiji Artiš Goš, Mavaš Kureši i Šarlamboš Sangarajds (Atish R. Ghosh, Mahvash S. Qureshi, Charalambos Tsangarides),⁹ pod nazivom „Words vs. Deeds: What Really Matters?“. Istraživanjem je obuhvaćeno 145 zemalja, razvrstanih u tri grupe de facto režima (fiksni, srednji i fluktuirajući) u periodu 1980-2010. godine. Ustanovljeno je da je prosječna stopa inflacije u zemljama sa fiksnim režimima deviznog kursa iznosila 5,8%, sa fluktuirajućim 9,4% i sa srednjim režimima 11,2%. U istraživanju se došlo do zaključka da je niža stopa inflacije posljedica monetarne discipline i većeg povjerenja koje stvara režim fiksnog deviznog kursa.

U istraživanju uticaja režima deviznog kursa na privredni rast, za period prve decenije XXI vijeka, za zemlje Centralne i Istočne Evrope, u radu "Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Central and Eastern European Countries", Iulian Ihnatov i Bogdan Kapraru (Iulian Ihnatov and Bogdan Capraru)¹⁰ zaključuju da su zemlje koje su primjenjivale

⁸ Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2001). Exchange Rate Regimes and Economic Performance. *IMF Staff Papers*, Vol. 47, Special Issue, pp. 62-98.

⁹ Ghosh, A., Qureshi, M. S. and Tsangarides, C. (2011). Words vs. Deeds: What Really Matters? *IMF Working Paper*, WP/11/112.

¹⁰ Ihnatov, I. and Čapraru, B. (2012). Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Central and Eastern European Countries. *Procedia Economics and Finance*, 3, pp. 18-23.

fleksibilnije režime imale bolje pokazatelje rasta u odnosu na zemlje sa fiksnim režimima.

U radu pod nazivom "The impact of the applied exchange rate regimes on the internal balance of transition countries" Vujanić Vlado, Žarković Vasilj i Gligorić Dragan¹¹ istražuju uticaj režima deviznog kursa na osnovne pokazatelje unutrašnje ravnoteže evropskih tranzicionih zemalja, nakon perioda makroekonomske stabilizacije. Na osnovu rezultata istraživanja autori zaključuju da je primjena fluktuirajućih režima deviznog kursa, u razvijenijim evropskim tranzicionim zemljama, uz statistički zanemarljive razlike u prosječnim stopama privrednog rasta, povezana sa nižom stopom nezaposlenosti, te cjenovnom stabilnošću, koja je na približno istom nivou koju, u dugom roku, obezbjeđuju fiksni režimi deviznih kurseva. Takođe, utvrđeno je da primjena fluktuirajućih režima u manje razvijenim tranzicionim zemljama, u dugom roku, ima pozitivan i značajan uticaj na zaposlenost, ali je istovremeno povezana sa znatno višom prosječnom stopom inflacije u poređenju sa fiksnim režimima deviznog kursa.

Mnoga empirijska istraživanja pronalaze povezanost između režima fiksnog deviznog kursa i bilateralne trgovine, potvrđujući njegove pozitivne efekte na obim spoljnotrgovinskih tokova. U istraživanju pod nazivom „National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union“, baziranom na gravitacionom modelu, u kojem Endru Rouz i Erik van Vinkup (Andrew Rose and Eric van Wincoop)¹² analiziraju uticaj valutne unije na međunarodnu trgovinu, u periodu 1970-1995. godine, zaključuju da eliminisanje nacionalnog novca kao značajne prepreke za međunarodnu trgovinu, kroz valutnu uniju, smanjuje trgovinske barijere i na taj način dovodi do značajnog porasta trgovine. Dalje, autori procjenjuju da EMU može dovesti do povećanja trgovine evrozona za više od 50%.

S druge strane, Ilker Domak, Kajl Peters i Jevgenij Juzefovič (Ilker Domac, Kyle Peters and Yevgeny Yuzefovich) u radu „Does the Exchange Rate Regime affect Macroeconomic Performances? Evidence from Transition Economies“, na osnovu rezultata deskriptivne analize koji su bazirani na uzorku od 24 tranzicione zemlje, podijeljene u tri grupe režima deviznog kursa (fiksni, srednje fleksibilni i nezavisno fluktuirajući), tokom 1991-1998. godine, zapažaju da su zemlje sa fiksnim deviznim kursom zabilježile veću prosječnu vrijednost deficita tekućeg računa (-5,2% BDP) u poređenju sa zemljama koje su primjenjivale intermedijarne (-4,7% BDP) i

¹¹ Vujanić, V.; Žarković, V.; Gligorić, D., (2017). *The impact of the applied exchange rate regimes on the internal balance of transition countries*, ECONOMICS, Innovative and Economics Reserch Journal, OIKOS Institut Bijeljina, Volume 5, No. 2, pp. 51-64.

¹² Rose, A. K. and Wincoop, E. (2001). *National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union*. Preuzeto 25.07.2017. sa <http://www.people.virginia.edu/~ev4n/papers/CU.PDF>

fluktuirajuće režime (-3,9% BDP). Analiza je pokazala da učešće deficita tekućeg bilansa u BDP-u, u posmatranom razdoblju, ima opadajući trend od fiksnih - preko srednjih - ka fluktuirajućim režimima deviznih kurseva¹³.

Sabina Herman (Sabine Herrmann)¹⁴, u radu „Do we really know that flexible exchange rates facilitate current account adjustment? Some new empirical evidence for CEE countries“, istražujući odnos između režima deviznog kursa i brzine prilagođavanja tekućeg računa platnog bilansa, na uzorku od 11 zemalja iz centralne, Istočne i Jugoistočne Evrope, u periodu od 1994. do 2007. godine, dolazi do rezultata koji potvrđuju da postoji značajna veza između režima deviznog kursa i brzine prilagođavanja tekućeg računa. Autor zaključuje, ukoliko je režim deviznog kursa više fleksibilan, kreatori politike, mogu očekivati povećanje dinamike procesa prilagođavanja tekućeg računa.

Istraživanje koje je provela respektabilna grupa istraživača na čelu sa Artiš Gošem (Artish Ghos et al.)¹⁵, u studiji pod nazivom „Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility“, potvrdila je da fleksibilni režimi olakšavaju prilagođavanje spoljne ravnoteže. Analizirajući uticaj primjene režima deviznog kursa na spoljnu ravnotežu, na uzorku od 181 zemlje, za period 1980-2011. godina, autori su utvrdili statistički i empirijski značajnu vezu između fleksibilnosti deviznog kursa koji se u zemlji primjenjuje i brzine prilagođavanja spoljne ravnoteže.

Novije istraživanje pod nazivom „Exchange rate regimes and current account adjustment: an empirical investigation“, u kojem je Fernando Eguren-Martin (Fernando Eguren-Martín)¹⁶ odvojeno analizirao industrijske i neindustrijske zemlje, utvrdilo je da su u neindustrijskim zemljama, rigidniji režimi deviznog kursa povezani sa većim i istrajnijim spoljnim debalansima, dok se tekući bilans u industrijskim zemljama nije značajnije razlikovao u zavisnosti od izabranog režima deviznog kursa. Razlog bržeg uspostavljanja ravnoteže pri fleksibilnijim režimima je mehanizam redistribucije (expenditure-switching) odnosno skretanja izdataka od uvoznih ka domaćim proizvodima u uslovima kada se potrošači suočavaju sa promjenom relativnih cijena.

¹³ Domać, I., Peters, K. and Yuzefovich, Y. (2001). *Does the Exchange Rate Regime affect Macroeconomic Performances? Evidence from Transition Economies*. Policy Research. World Bank. WP 2642.

¹⁴ Herrmann, S., (2009). *Do we really know that flexible exchange rates facilitate current account adjustment? Some new empirical evidence for CEE countries*. Discussion Paper Series 1: Economic Studies, 22/2009. Deutsche Bundesbank.

¹⁵ Ghosh, A., Qureshi, M. and Tsangarides, C. (2014). *Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility*. IMF. WP/14/146.

¹⁶ Eguren-Martín, F. (2015). *Exchange rate regimes and current account adjustment: an empirical investigation*. Staff Working Paper No. 544. Bank of England. Preuzeto 06.08.2017. sa <http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2015/swp544.pdf>

2. METODE ISTRAŽIVANJA I PODACI

Sagledavanje makroekonomskih okolnosti koje su uticale na izbor režima deviznog kursa i uticaja primijenjenih režima deviznog kursa na osnovne pokazatelje makroekonomske ravnoteže u Slovačkoj Republici, zasniva se na primjeni grafičke i deskriptivne statističke analize. Da bi se uočile apsolutne i relativne promjene posmatranih makroekonomskih varijabli, kao i njihova tendencija tokom vremena, podaci grupisani u vremenske serije godišnje frekventnosti, prikazani su putem grafikona. Na osnovu grafičke analize kretanja osnovnih makroekonomskih indikatora, dolazi se do saznanja o stanju i tendencijama u slovačkoj ekonomiji. Putem deskriptivne analize opisuju se osnovne karakteristike posmatranih vremenskih serija podataka na godišnjem nivou koje omogućavaju poređenje sa njihovim opšte prihvaćenim ciljnim vrijednostima. Takođe, na osnovu grafičke i deskriptivne analize kretanja osnovnih makroekonomskih indikatora nacionalne privrede, dovodeći istovremeno njihovo kretanje u vezu sa primijenjenim režimom deviznog kursa, dolazi se do saznanja o (ne)opravdanosti primjene izabranih režima deviznog kursa u pojedinim fazama razvoja slovačke privrede.

Iz skupa osnovnih makroekonomskih indikatora koji ukazuju na stanje ekonomije jedne zemlje, izdvojeni su podaci o stopama realnog rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP), inflacije, stopama nezaposlenosti, stanju tekućeg računa platnog bilansa, deviznim rezervama, stranim direktnim investicijama (SDI), kao i podaci o nominalnom deviznom kursu. Podaci o navedenim makroekonomskim varijablama, godišnje frekventnosti, za period od 1993. do 2017. godine, kao i podaci o režimima deviznog kursa preuzeti su iz publikacija MMF, Svjetske banke i slovačke nacionalne statistike.

3. PRIMIJENJENI REŽIMI DEVIZNOG KURSA I MAKROEKONOMSKA KRETANJA U SLOVAČKOJ REPUBLICI

S obzirom da se očekivalo da će proces tranzicije, sa temeljnim promjenama ekonomskog i političkog sistema, izazvati negativne ekonomske efekte, iz rada Stenli Fišer i Retna Sahaj (Stanley Fischer and Ratna Sahay)¹⁷ je vidljivo da je zajednička država Čehoslovačka istovremeno sa započetom liberalizacijom tržišta sprovodila i program makroekonomske stabilizacije. Prioritet programa je bio stavljanje inflacije pod kontrolu i njeno postepeno smanjenje. U tom kontekstu, Čehoslovačka tranzicione reforme započinje uz primjenu režima fiksnog deviznog kursa u konvencionalnom obliku (margine fluktuacija $\pm 0,5\%$), vezujući krunu za korpu od pet valuta (ponderi - DEM 45%, USD 31%, ASH 12%, CHF 8%, GBP 4%).

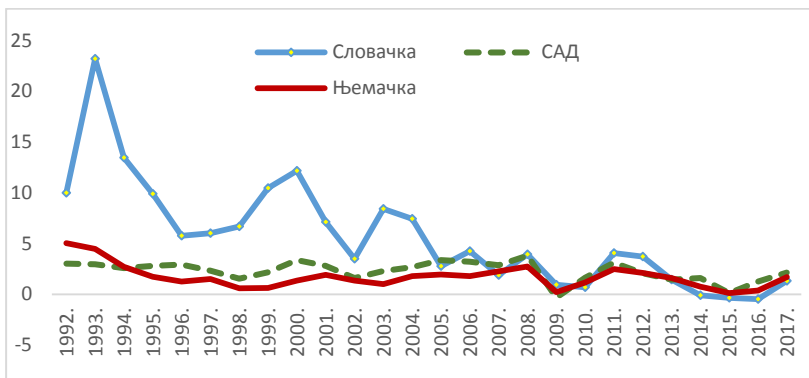
¹⁷ Fischer, S. and Sahay, R. (2000). The Transition Economies After Ten Years. National Bureau Of Economic Research, Working Paper 7664.

Na planu makroekonomskih kretanja, efekti stabilizacione politike koncipirane u okviru zajedničke države, nisu bili zadovoljavajući za Slovačku Republiku. Prema podacima Transition Report 1994., nakon razdruživanja Slovačka Republika je završila 1993. godinu sa negativnom stopom rasta realnog BDP od -3,7% i stopom nezaposlenosti od 14%. U isto vrijeme, uvođenje novog poreskog sistema negativno je djelovalo na povećanje inflacionih očekivanja i stope inflacije koja je 1993. godine iznosila 23%. Negativna makroekonomska kretanja tokom 1992. i 1993. godine, uz nizak kredibilitet monetarnih vlasti, uticali su na opredjeljenje Slovačke Republike da u cilju uspostavljanja makroekonomske stabilnosti, i pored niskog nivoa deviznih rezervi, nastavi sa primjenom konvencionalno fiksnog deviznog kursa. Da bi u određenoj mjeri obezbijedila cjenovnu konkurentnost izvoznog sektora, već u julu 1993. godine, usljed inflacionog pritiska, izvršena je devalvacija krune u odnosu na korpu valuta za 10%. Ovaj paritet je ostao nepromijenjen sve do uvođenja režima upravljano fluktuirajućeg deviznog kursa. Prema istraživanju zvaničnih režima deviznog kursa koje je sproveo Mihael Fromel (Michael Frömmel)¹⁸, u radu pod nazivom "Volatility Regimes in Central and Eastern European Countries Exchange Rates", autor zapaža da je godinu dana kasnije, korpa valuta pojednostavljena pa je umjesto pet obuhvatala dvije valute (60% DEM i 40% USD), a margine dozvoljene fluktuacije deviznog kursa krune su proširene na $\pm 1,5\%$. Režim deviznog kursa krune postavljen na ovakav način je bio u primjeni do januara 1997. godine, kada je izvršeno još jedno proširenje margina fluktuacija deviznog kursa na $\pm 7\%$, što je predstavljalo uvođenje režima koridora. Time je Slovačka praktično napustila politiku fiksnog deviznog kursa kao nominalnog sidra.

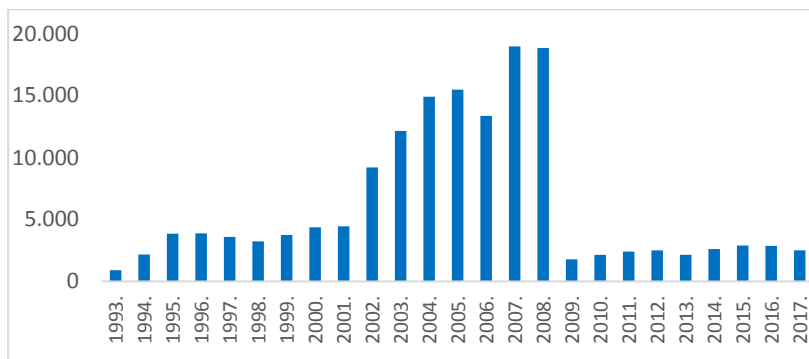
Navedene promjene karakteristika režima deviznog kursa podudaraju se sa trenutkom koji je označio prekretnicu u makroekonomskim kretanjima slovačke privrede. Politikom fiksnog deviznog kursa kao sastavnog dijela antiinflacione strategije, obezbijedena je podrška procesu dezinflacije, što je u kombinaciji sa strukturnim reformama, dalo svoj doprinos ukupnoj stabilizaciji. Miroslav Beblavi (Miroslav Beblavý)¹⁹, u radu pod nazivom "Exchange Rate and Exchange Rate Regime in Slovakia Recent developments", ističe da je za manje od tri godine od monetarne samostalnosti Slovačka imala jednu od najnižih inflacija i jedan od najviših nivoa privrednog rasta među tranzicionim zemljama, te zadovoljavajući nivo deviznih rezervi, visok kredibilitet monetarnih vlasti i suficit tekućeg računa. Na Grafikonu 1. jasno se vidi da je u 1994. godini stopa inflacije smanjena na 13%. Pad stope inflacije uticao je na smanjenje inflacionih očekivanja, što je dodatno podržalo proces dezinflacije, pa se tokom 1996-1998. godine inflacija kretala u intervalu od 6 do 7%.

¹⁸ Frömmel, M. (2006). *Volatility Regimes in Central and Eastern European Countries Exchange Rates*. Discussion Paper No. 333.

¹⁹ Beblavý, M., (2002). *Exchange Rate and Exchange Rate Regime in Slovakia Recent developments*. International Center for Economic Growth European Center, Working Papersnr. 5, Macroeconomic Studies.

Grafikon 1: Stopa inflacije u Slovačkoj, Njemačkoj i SAD

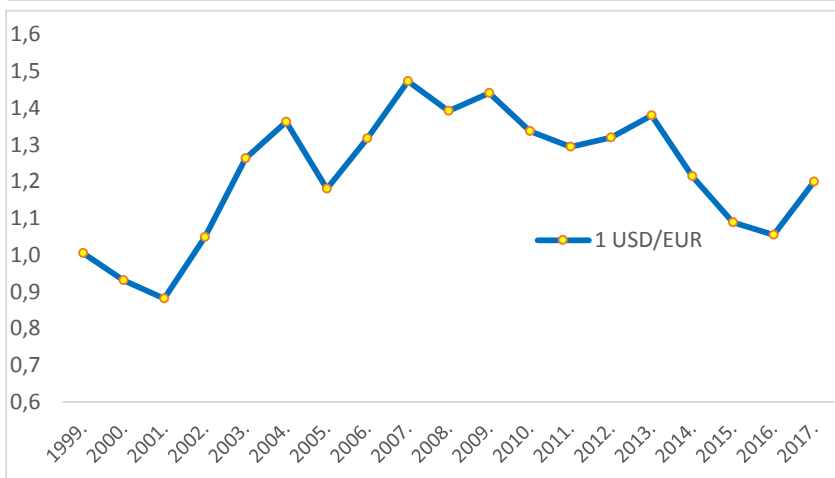
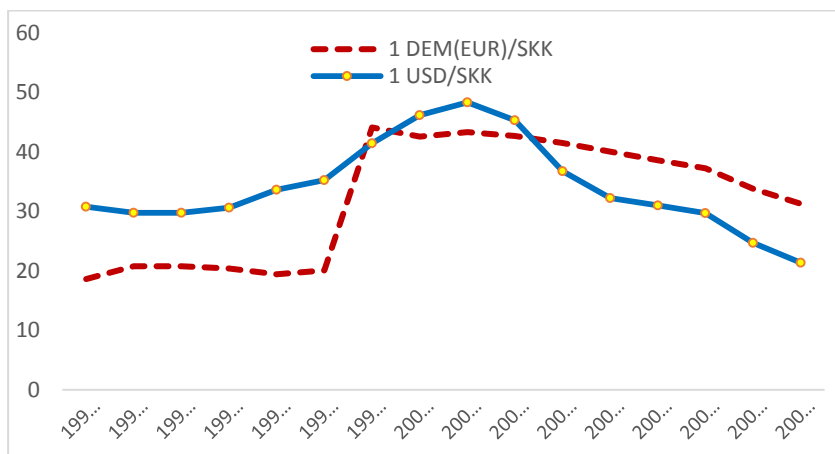
Izvor: Obrada autora na osnovu podataka IMF (2018).

Grafikon 2: Devizne rezerve (uključujući zlato), mil. USD

Izvor: Obrada autora na osnovu podataka World Bank (2018).

Politika liberalizacije režima deviznog kursa, u kombinaciji sa monetarnom stabilizacijom i strukturnim reformama, doprinijela je stabilnom rastu deviznih rezervi, tako da su sa 0,9 milijardi USD u 1993. godini porasle na 3,9 milijardi USD u 1995. godini (Grafikon 2). Takođe, relativno dobri rezultati ostvareni su i na planu deviznog kursa slovačke kruna. Tokom 1993. godine devizni kurs je iznosio oko 30,8 kruna za dolar, ali je uz izvjesna kolebanja dostigao iznos od 33,6 kruna za dolar u 1997. godini (Grafikon 3). Istovremeno, zabilježena je nominalna i realna apresijacija kruna u odnosu na njemačku marku. Veća stopa inflacije u Slovačkoj Republici u odnosu na inflaciju u Njemačkoj, dovela je do realne apresijacije kruna. Apresijacija je pozitivno djelovala na obuzdavanje inflacije i negativno na cjenovnu konkurentnost izvoznog sektora, pogotovu što je Njemačka jedan od najznačajnijih spoljnotrgovinskih partnera, i to je imalo negativno dejstvo na stanje tekućeg računa platnog bilansa (Graf. 6).

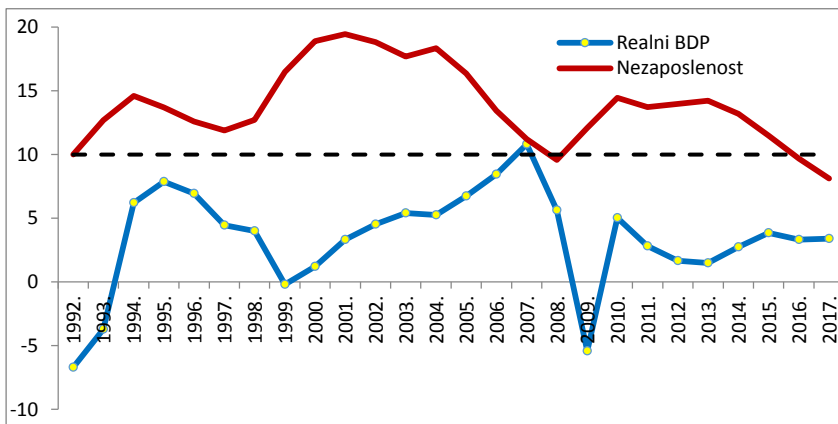
Grafikon 3: Nominalni kurs kruna prema USD i DEM (EUR) i evra prema USD



Izvor: Obrada autora na osnovu podataka NBS (2018).

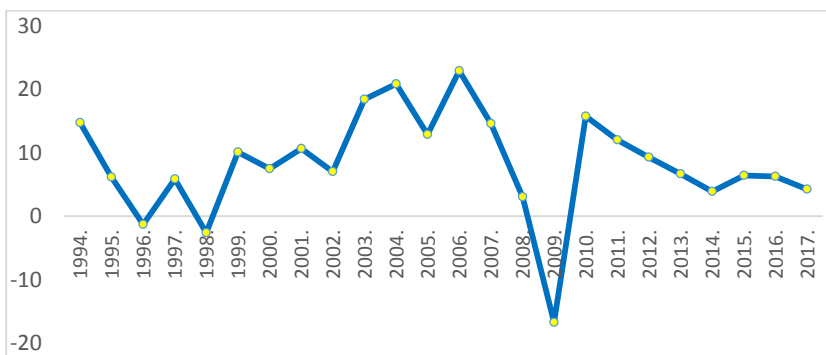
U realnom sektoru ekonomije, stabilizacija cijena i relativno stabilan devizni kurs, kroz smanjenje nivoa rizika za investitore, imali su pozitivno dejstvo na oživljavanje privredne aktivnosti. Realni rast BDP je, poslije četvorogodišnjeg pada vezanog sa liberalizacijom spoljne trgovine i cijena i padom tražnje, od 1994. godine pokazao visoke stope rasta. Stopa prosječnog rasta realnog BDP-a je, u periodu 1994-1996. godina, iznosila 6 % (Grafikon 4). Stopa nezaposlenosti je bila u postepenom padu, tako da je 1997. godine iznosila oko 12%. Značajan pokretački faktor visokih stopa privrednog rasta bili su rast domaće potrošnje, podržan ekspanzivnom fiskalnom (budžetskom) politikom. Od 1999. godine pa do globalne ekonomske krize 2008. godine slovačka privreda je imala visoke stope rasta izvoza koje su se godišnje kretale između 6 i 15% (Grafikon 5). Drugim riječima, proces reformi je oživio privrednu aktivnost, prije svega industrijsku proizvodnju i poboljšao izvozne performanse privrede, što je na kraju imalo i pozitivne efekte na saldo tekućeg računa (Grafikon 6).

Grafikon 4: Stopa rasta realnog BDP-a i stopa nezaposlenosti



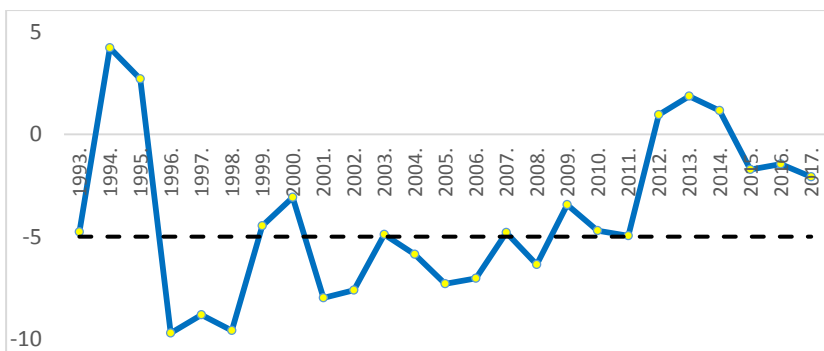
Izvor: Obrada autora na osnovu podataka Transition Report (1999) i IMF (2018).

Grafikon 5: Izvoz roba i usluga, godišnje stope rasta



Izvor: Obrada autora na osnovu podataka IMF (2018).

Grafikon 6: Saldo tekućeg računa, % BDP



Izvor: Obrada autora na osnovu podataka IMF (2018).

Međutim, visoke stope privrednog rasta, zasnovane na rastu domaće potrošnje koja se značajno oslanjala na uvoz, i nastavak liberalizacije cijena imalo je za posljedicu veći rast cijena odnosno inflacije u odnosu na rast cijena i inflacije ključnih trgovinskih partnera, što je vršilo pritisak ka depresijaciji (devalvaciji) domaće valute. S obzirom da su bile utvrđene dozvoljene margine fluktuiranja deviznog kursa u odnosu na utvrđeni paritet, veće stope inflacije u Slovačkoj Republici u odnosu na stope inflacije ključnih trgovinskih partnera, vodile su apresijaciji realnog kursa slovačke kune. Sve veća neujednačenost između kretanja nominalnog i realnog deviznog kursa, ugrožavala je cjenovnu konkurentnost izvoznog sektora te je negativno djelovala na saldo tekućeg računa. Stopa rasta izvoza je u 1996. i 1998. godini imala negativan predznak. Opadajuće stope rasta izvoza i rast domaće potrošnje, koji je u značajnoj mjeri podrazumijevao potrošnju roba iz uvoza, rezultirali su visokim deficitom tekućeg računa od -10% BDP-a 1996. godine. Usporavanje rasta izvoza i još uvijek nizak priliv stranih direktnih investicija (SDI) imali su negativan efekat na tempo kumuliranja deviznih rezervi zemlje..

Da bi u okolnostima sve veće otvorenosti nacionalne privrede, podstakli konkurentnost izvoznog sektora i spriječile daljnji rast deficita tekućeg računa i izbjegli značajniji pad deviznih rezervi, monetarne vlasti Slovačke Republike su odlučile da napuste konvencionalno fiksni paritet i opredijele se za fleksibilniji oblik fiksnog režima deviznog kursa. Praktično, to je značilo proširenje margina dozvoljenog fluktuiranja deviznog kursa u odnosu na utvrđeni paritet u okvirima od $\pm 7\%$ i prelazak na režim valutnog koridora sa primjenom od januara 1997. godine. Nakon uvođenja režima valutnog koridora uslijedio je period slabije depresijacije nominalnog deviznog kursa. Međutim, zadržavanje deficita tekućeg računa na nivou od -9% BDP-a, uz pad deviznih rezervi ispod nivoa zabilježenog na kraju 1996. godine te usporavanje rasta BDP-a i ubrzanje rasta stope inflacije, ukazuje na to da promjena režima deviznog kursa u smjeru veće fleksibilnosti, tokom perioda 1997-1999. godina, nije ispunila očekivanja.

Visok deficit tekućeg računa, praćen niskim prilivom SDI, karakteristika je slovačke privrede u periodu 1996. - 1999. godina. Jedan od razloga izostanka značajnijeg priliva SDI, koje su u periodu 1993-1999. godina iznosile svega oko 0,3 milijarde USD prosječno godišnje, leži u značajno usporenom tempu privatizacije državnih preduzeća i izabranom modelu privatizacije preduzeća - vaučerska privatizacija, u kojem strani investitori nisu uzeli značajnije učešće. Žarković Vasilj²⁰ u monografiji "Privatizacija u Centralnoj i Istočnoj Evropi" navodi da su kreatori tadašnje ekonomske politike vjerovali da će poslije privatizacije doći do većeg priliva stranog kapitala kroz direktne pregovore sa novim privatnim vlasnicima.

²⁰ Žarković, V., (2012), *Privatizacija u Centralnoj i Istočnoj Evropi, monografija*. Banja Luka: Grafomark.

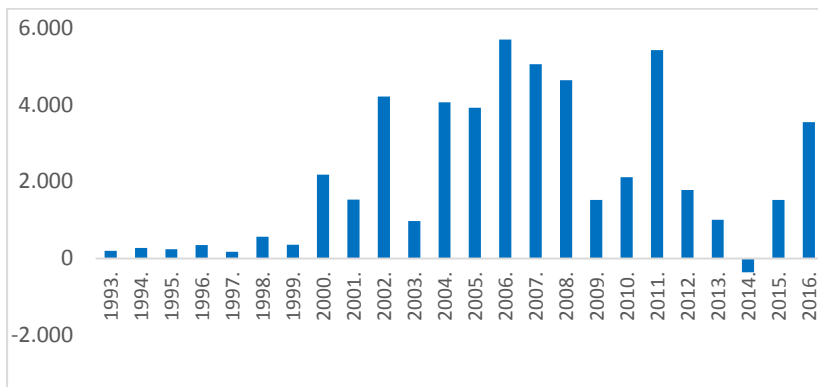
S obzirom na to da su nepovoljne tendencije na makroekonomskom planu nastavljene nakon prelaska na režim valutnog koridora, monetarne vlasti su, usljed naglašene spoljne neravnoteže, odlučile da već u oktobru 1998. godine pređu na upravljano fluktuirajući režim deviznog kursa u kombinaciji sa implicitnim inflacionim targetiranjem. Prelaskom na upravljano fluktuirajući režim deviznog kursa, je motivisano, ne samo time da se tržištu ostavi mogućnost da pronađe ravnotežni devizni kurs, već i niskim nivoom deviznih rezervi nakon neuspješne odbrane fiksnog kursa 1998. godine, i time je započeo period značajne depresijacije deviznog kursa krune (Grafikon 3), ali bez značajnijeg uticaja na poboljšanje stanja tekućeg računa. Istovremeno, depresijacija krune imala je negativno dejstvo na ubrzavanje stope inflacije koja je 1999. godine probila granicu od 10%.

Da bi zaustavila nepovoljne makroekonomske tendencije i ojačala konkurentnost privrede, Slovačka Republika 1999. godine pravi zaokret u ekonomskoj politici i postaje otvorenija prema stranim investitorima. U osnovi, to je značilo ubrzanje procesa privatizacije državnih preduzeća, uključujući i banke, i uvođenje određenih stimulativnih mjera (poreskih i finansijskih) u cilju privlačenja stranih direktnih investicija. Već naredene, 2000. godine ostvaren je priliv SDI u iznosu od 2 milijarde USD, a u periodu 2000-2009. godine, ostvaren je kumulativni priliv od 26,3 milijarde USD (Grafikon 7.). Međutim, ubrzanje strukturnih reformi, praćeno tendencijom depresijacije krune, proizvelo je naglo povećanje stope inflacije, koja je 1999. i 2000. godine iznosila 11%, odnosno 12%, respektivno.

Zaokret koji je Slovačka Republika napravila u ekonomskoj politici i uvođenje određenih stimulativnih mjera rezultirao je snažnim prilivom inostranog kapitala. U okolnostima fluktuirajućeg deviznog kursa, priliv kapitala je zaustavio depresijaciju i pokrenuo tendenciju apresijacije nominalnog deviznog kursa krune koja je imala pozitivno dejstvo na smanjenje inflacije i njeno dugoročno održavanje na jednocifrenom iznosu. U periodu koji je prethodio ulasku Slovačke Republike u ERM II sistem, inflacija se kretala u intervalu od 3,5 do 8,4%. Značajno manje stope inflacije koje su se, i pored dinamičnog privrednog rasta, kretale od 2 do 4%, ostvarene su tokom participiranja u ERM II sistemu.

Ubrzana privatizacija i restrukturiranje preduzeća odrazilo se na povećanje stope nezaposlenosti, koja je 2000. i 2001. godine iznosila oko 19%. Rast nezaposlenosti je doveo do pada zarada, što je slabljenjem domaće tražnje djelovalo na stagnaciju, odnosno usporavanje rasta privrede. Stopa rasta realnog BDP-a u 1999. godini iznosila je 1,5%, a u 2000. godini 2%. S druge strane, pad zarada je imao pozitivne efekte na jačanje konkurentnosti slovačke privrede, a u kombinaciji sa usporenim privrednim rastom, i na kretanje stope inflacije koja je već 2002. godine svedena na 3,5%. Uz to, pad zarada, u kombinaciji sa stimulativnim mjerama i integracijom u EU i EMU, učinili su Slovačku Republiku jednom od najprivlačnijih zemalja za strane direktne investicije.

Grafikon 7: Strane direktne investicije, neto prilivi, milioni tekućih USD



Izvor: Obrada autora na osnovu podataka World Bank (2018).

Snažan priliv SDI je već od 2002. godine bio osnovni pokretački faktor dinamičnog privrednog rasta. Najveće strane direktne investicije su vezane za automobilsku industriju. Vodeće svjetske multinacionalne kompanije imaju svoje fabrike u Slovačkoj Republici. Automobilska industrija čini više od trećine industrijske proizvodnje i izvoza, a zapošljava uz kooperante oko 100.000 radnika. Slovačka Republika je obezbijedila vodećim svjetskim kompanijama iz automobilske industrije oslobađanje od plaćanja poreza na dobit u trajanju od deset godina. Stopa rasta realnog BDP-a, u periodu 2002-2008. godina, iznosila je 6,6%, prosječno godišnje. Stopa nezaposlenosti je postepeno opadala tako da je 2008. godine bila ispod 10%. Priliv stranog kapitala i dinamičan privredni rast vršili su pritisak na rast stope inflacije, ali je ona ostala u prihvatljivim granicama sa prosječnom stopom oko 5%. Devizne rezerve su na kraju 2008. godine dostigle 18 milijardi USD, a devizni kurs krune od 2002. godine karakteriše tendencija apresijacije. Međutim, deficit tekućeg računa platnog bilansa je i dalje bio visok te je u periodu 2001-2008. godine prosječno godišnje iznosio oko 6,5% BDP-a.

Višegodišnji privredni rast zaustavila je globalna ekonomska i finansijska kriza koja je u Slovačkoj Republici 2009. godine, uz deflacione pritiske, prouzrokovala negativnu stopu rasta realnog BDP-a od -5,4%. Pod uticajem krize dolazi do naglog i značajnog pada izvozne tražnje i priliva SDI. Međutim, ekonomski oporavak zemalja najznačajnijih spoljnotrgovinskih partnera Slovačke Republike, je već u 2010. godini uticao na oporavak privrede sa stopom rasta realnog BDP od 5%. U periodu nakon početne krize Slovačka Republika je zabilježila relativno zadovoljavajuće performanse privrede, uključujući i suficit u tekućem računu platnog bilansa. Međutim, krajem 2011. i početkom 2012. godine usljed novog talasa krize koja je različito pogodila zemlje članice EMU, Slovačka Republika se ponovo suočila sa poteškoćama i neizvjesnošću. To se najviše odnosilo na usporavanje izvoza, smanjenje kreditne aktivnosti i pad priliva SDI tako da je njena privreda, nakon oporavka, ponovo usporila

rast. Poređenja radi, priliv SDI 2008. iznosio je oko 4,1 milijardu USD, a u 2014. godini manje od 1 milijardu USD. Tokom globalne ekonomske i finansijske krize Slovačka Republika je ostvarivala značajno bolje rezultate u odnosu na Evropsku uniju i evrozonu. U periodu 2007-2017. godina imala je prosječnu godišnju stopu realnog rasta BDP-a u iznosu od 2,45%, dok je Evropska unija u istom period imala prosječnu godišnju stopu realnog rasta BDP od 0,77%, a evrozona 0,57%. Na tržištu rada, svjetska ekonomska i finansijska kriza zaustavila je tendenciju opadanja nezaposlenosti, izazivajući značajnije poremećaje, u smislu pogoršanja, tako da je stopa nezaposlenosti sa 9,6% 2008. godine skočila na 14,5% 2010. godine. Na Grafikonu 4. jasno se uočava da je stopa nezaposlenost tek 2016. godine svedena na nivo ispod 10%. Tokom 2012-2016. godine, uprkos ekspanzivnoj monetarnoj politici Evropske centralne banke, usljed relativno sporog oporavka svjetske privrede, praćenog padom cijena nafte i hrane na svjetskim tržištima, usljedili su deflacioni pritisci koji su rezultirali niskim stopama inflacije i njenim prelaskom u deflaciju. Naime, slovačka ekonomija je doživjela blagu deflaciju koja je trajala od 2014. do 2016. godine. U isto vrijeme, pod uticajem globalne krize, preko pada kupovne moći i investicija, došlo je do uspostavljanja tendencije opadanja deficita tekućeg računa platnog bilansa tako da je 2012. godine zabilježen suficit tekućeg računa u iznosu od 1% BDP. Na Grafikonu 6. se vidi da stanje tekućeg računa platnog bilansa, u periodu 2015-2017. godina karakteriše održiv nivo deficita koji se kreće oko 2% BDP-a.

Potrebno je naglasiti da je Slovačka Republika, upravo u godini kada je svjetska ekonomska kriza dostigla svoj vrh, nakon nešto više od tri godine participiranja u ERM II sistemu, u januaru 2009. godine, pristupila EMU i time izvršila posljednju promjenu režima deviznog kursa koja je podrazumijevala prihvatanje monetarne (valutne) unije i ostanak bez nacionalne monetarne politike. Naime, kao posljedica želje za čvršćom integracijom sa zemljama članicama EU i EMU, Slovačka Republika je u novembru 2005. godine prihvatila primjenu režima fiksnog pariteta u odnosu na evro ($\text{€} = 38,455\text{SKK}$), ali sa širokim marginama dozvoljenih fluktuacija kursa od $\pm 15\%$. Praktično, Slovačka Republika je prihvatila valutni režim Evropske unije sa zonama dozvoljenih tržišnih fluktuacija deviznog kursa krune od $\pm 15\%$, tzv. ERM II sistem. U periodu participiranja u ERM II izvršena su dva prilagođavanja centralnog pariteta, i to: u martu 2007. godine ($\text{€} = 35,4424\text{SKK}$) i maju 2008. g ($\text{€} = 30,126\text{SKK}$). Od 2009. g. članstvom u EMU i prihvatanjem jedinstvene valute Slovačka Republika gubi monetarni suverenitet i prenosi ga na Evropsku centralnu banku.

ZAKLJUČAK

Ključni ciljevi kreatora ekonomske politike svake zemlje je ostvarenje unutrašnje i spoljne ravnoteže. Jednostavno definisano, unutrašnja ravnoteža zahtijeva punu zaposlenost nacionalnih resursa i stabilnost domaćih cijena,

a spoljna ravnoteža ostvarivanje ravnoteže tekućeg računa. Slovačka Republika je, tokom svog tranzicionog puta, prilagođavala politiku vođenja režima deviznog kursa ostvarivanju cilja postizanja odgovarajuće unutrašnje i spoljne ravnoteže.

U prvim godinama tranzicije primjenjivala je režim fiksnog deviznog kursa u konvencionalnom obliku sa malim marginama fluktuacije (+/-0,5%) u odnosu na utvrđeni paritet prema korpi valuta, što je doprinijelo obaranju inflacije i ekonomskom rastu. Međutim, visoke stope rasta, zasnovane na rastu potrošnje, koja se značajno oslanjala na uvoz, i nastavak liberalizacije cijena imala je za posljedicu veći rast inflacije u odnosu na inflaciju ključnih trgovinskih partnera, što je vodilo apresijaciji realnog deviznog kursa slovačke krune, slabljenju cjenovne konkurentnosti privrede na međunarodnom tržištu i rastu deficita tekućeg računa. To je nametalo potrebu uspostavljanja fleksibilnijeg režima deviznog kursa, pa su monetarne vlasti odlučile da prošire margine fluktuacije deviznog kursa slovačke krune u odnosu na utvrđeni paritet na +/- 7% sa primjenom od prvog januara 1997. godine. Promjena režima deviznog kursa u smjeru veće fleksibilnosti nije dala očekivane rezultate. Deficit tekućeg računa je dostigao visok nivo od oko 10% BDP, došlo je do pada realnog bruto domaćeg proizvoda, pada izvoza i rasta inflacije.

Da bi zaustavila nepovoljna makroekonomska kretanja monetarne vlasti su odlučile da od oktobra mjeseca 1998. godine pređu na upravljano fluktuirajući režim deviznog kursa. Paralelno sa tim slovačka vlada pravi zaokret u ekonomskoj politici i postaje otvorenija prema stranim investitorima. U osnovi to je značilo ubrzanje procesa privatizacije državnih preduzeća, uključujući i banke, i uvođenje privlačnih stimulativnih mjera (poreskih i finansijskih) u cilju privlačenja stranih direktnih investicija. To je doprinijelo velikom prilivu stranih direktnih investicija, realnom rastu bruto domaćeg proizvoda, rastu izvoza, rastu zaposlenosti, povećanju deviznih rezervi i smanjenju deficit tekućeg računa.

Slovačka Republika se ubraja u najuspješnije tranzicione zemlje, među vodećim je u prilivu stranih direktnih investicija, sa ostvarenim visokim stopama realnog rasta bruto domaćeg proizvoda i izvozno orjentisanom privredi. Slovačka Republika je i u period globalne ekonomske i finansijske krize ostvarivala bolje ekonomske rezultate u odnosu na Evropsku uniju i evrozonu. U period 2007.- 2017. ostvarila je prosječnu godišnju stopu realnog rasta bruto domaćeg proizvoda od 2,45%, dok je za isti period Evropska unija imala prosječnu godišnju stopu realnog rasta bruto domaćeg proizvoda od 0,77%, a evrozona 0,57%. Uspjeh Slovačke Republike može da posluži kao dobar putokaz, drugim tranzicionim zemljama, u vođenju uspješne monetarne i ekonomske politike.

EXPERIENCES AND RESULTS OF THE APPLICATION OF THE FOREIGN EXCHANGE REGIME IN SLOVAKIA

Vlado Vujanic MSc, professor Vasilj Zarkovic PhD, Nikola Zarkovic PhD

Abstract: In open economies, economic policymakers are motivated by the goals of achieving internal and external balance. Simply put, the internal balance requires the full employment of national resources and the stability of domestic prices, and the external balance achieving the balance of the current account. During its transition, the Slovak Republic has successfully adapted the policy of conducting the foreign exchange rate regime to achieve the goal of achieving internal and external balance. It worked sensibly, timely and successful. The experience of the Slovak Republic in managing the exchange rate policy can serve as a good guideline for other transition countries. The Slovak Republic is one of the most successful transition countries, among the leading in attracting foreign direct investments, achieved by high growth rates of real gross domestic product, export-oriented economy, whose development engine is made up of factories of large multinational companies.

Key words: Slovakia, foreign exchange rate regime, economic growth, unemployment, inflation, current account, foreign direct investment, economic crisis.

LITERATURA

1. Beblavý, M., (2002). *Exchange Rate and Exchange Rate Regime in Slovakia Recent developments*. International Center for Economic Growth European Center, Working Papers nr. 5, Macroeconomic Studies.
2. Bubula, A. and Ötker-Robe, I. (2002). *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De facto Policies*. International Monetary Fund, WP/02/155.
3. Domaç, I., Peters, K. and Yuzefovich, Y. (2001). *Does the Exchange Rate Regime affect Macroeconomic Performances? Evidence from Transition Economies*. Policy Research. World Bank. Working Paper 2642, pp. 1-76. Preuzeto 19.07.2017. sa http://www.academia.edu/13102487/_Does_the_Exchange_Rate_Regime_affect_Macroeconomic_Performance.
4. Dornbusch, R. (1988). *Real Exchange Rates and Macroeconomics: A Selective Survey*. National Bureau of Economic Research. Working Paper 2775.
5. Dragutinović, D. (2008). *Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije*. Narodna banka Srbije. Radni papiri 12. Preuzeto 29.01.2013. sa https://www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_0/2008_12_DD.pdf
6. Eguren-Martín, F. (2015). *Exchange rate regimes and current account adjustment: an empirical investigation*. Staff WP No. 544. Bank of England. Preuzeto 06.08.2017. sa <http://www.bankofengland.co.uk/research/Documents/workingpapers/2015/wp544.pdf>
7. Fischer, S. and Sahay, R. (2000). *The Transition Economies After Ten Years*. National Bureau Of Economic Research, Working Paper 7664.
8. Frankel, J. A. (2003). *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*. National Bureau Of Economic Research, Working Paper 10032.
9. Frömmel, M. (2006). *Volatility Regimes in Central and Eastern European Countries Exchange Rates*. Discussion Paper No. 333.

10. Ghosh, A., Qureshi, M. S. and Tsangarides, C. (2011). *Words vs. Deeds: What Really Matters?* IMF, Working Paper. WP/11/112.
11. Ghosh, A., Qureshi, M. and Tsangarides, C. (2014). *Friedman Redux: External Adjustment and Exchange Rate Flexibility*. IMF, Working Paper, WP/14/146. Preuzeto 06.08.2017. sa <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14146.pdf>
12. Habermeier, K., Kokenyne, A., Veyrune, R. and Anderson, H. (2009). *Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements*. IMF, WP/09/211.
13. Herrmann, S., (2009). *Do we really know that flexible exchange rates facilitate current account adjustment? Some new empirical evidence for CEE countries*. Discussion Paper Series 1: Economic Studies, 22/2009, Deutsche Bundesbank.
14. Masson, P. R. (1999). *Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU*. IMF Policy Discussion Paper, 5, International Monetary Fund, Washington, D.C.
15. Ihnatov, I. and Căpraru, B. (2012). *Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Central and Eastern European Countries*. Procedia Economics and Finance, 3.
16. International Monetary Fund (1997). *Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries*, IV, 78-97. Preuzeto 17.03.2016. sa <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1097/pdf/octweo04.pdf>
17. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1097/pdf/octweo04.pdf>
18. International Monetary Fund (2018). *World Economic Outlook Database*. Preuzeto 19.10.2018 sa <http://www.imf.org>
19. Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2001). *Exchange Rate Regimes and Economic Performance*. IMF Staff Papers, Vol. 47, Special Issue, pp. 62-98.
20. Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2002). *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: a Reinterpretation*. National Bureau Of Economic Research. WP 8963.
21. Rogoff, K., Husain, A. M., Mody, A., Brooks, R. and Oomes, N. (2003). *Evolution and Performances of Exchange Rate Regimes*. International Monetary Fund. WP/03/243.
22. Rose, A. K. and Wincoop, E. (2001). *National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union*. Preuzeto 25.07.2017. sa <http://www.people.virginia.edu/~ev4n/papers/CU.PDF>
23. Transition Report (1999). EBRD, London.
24. Vujančić V., Zarković V. and Gligorić, D. (2017). *The impact of the applied exchange rate regimes on the internal balance of transition countries*, ECONOMICS, Innovative and Economics Reserch Journal, OIKOS Institut Bijeljina, Volume 5, No. 2, pp. 51-64.
25. Žarković, V. (2012). *Privatizacija u Centralnoj i Istočnoj Evropi, monografija*. Banja Luka: Grafomark.