Zoran Grubišić *

SISTEM I POLITIKA DEVIZNOG KURSA DANAS U SVETU

EXCHANGE RATE SYSTEM AND POLICY IN THE PRESENT WORLD

APSTRAKT: *Izbor režima deviznog kursa značajan je ne samo sa aspekta njegovog uticaja na trgovinske tokove, već i zbog inflatornih očekivanja. Moguće je da za zemlje koje se suočavaju sa dezinflacijom fiksni devizni kurs predstavlja prikladnije rešenje. Ali, u zemljama sa značajno pogoršanim trgovinskim bilansom i sporim rastom, možda bi fleksibilniji režim predstavljao bolje rešenje. Prema prirodnoj klasifikaciji iz 1980-tih i 1990-tih, srednji režimi mogu da pruže značajne prednosti – njima su obuhvaćene dobre strane oba ekstrema, a istovremeno se izbegavaju mnogi troškovi. Međutim, mnogi eksperti su predvideli da će se režimi deviznog kursa kretati "bipolarno" ka ekstremima, "tvrdim" vezanim ili slobodno fluktuirajućim režimima. Veliki broj zemalja obelodanio je svoju nameru da će omogućiti veću fleksibilnost deviznog kursa. U praksi, međutim, zemlje se pribojavaju fluktuiranja. Ovde razlikujemo razvijene zemlje, nove tržišne ekonomije i druge zemlje u razvoju. Tako, dok zemlje s nerazvijenom tržišnom ekonomijom mogu da steknu kredibilitet vezivanjem svojih deviznih kurseva, tržišnim ekonomijama u razvoju je to teže izvesti i mogle bi da profitiraju ako "nauče da fluktuiraju". Razvijenije ekonomije koje imaju pristup međunarodnim tržištima kapitala u najboljoj su poziciji da profitiraju od fleksibilnosti deviznog kursa. Rezultati istraživanja pokazuju da se udeo zemalja koje usvajaju srednje režime smanjuje u prilog većoj fleksibilnosti ili fiksnosti, što se naročito odnosi na zemlje koje su bolje integrisane u međunarodna tržišta. Međutim, ne postoji konačni zaključak u prilog ideji da će srednji režimi u potpunosti nestati.*

KLJUČNE REČI: *srednji režimi, fiksni režimi, međunarodna tržišta kapitala, tržišta u razvoju*

* Fakultet za trgovinu i bankarstvo »Janićije i Danica Karić«

ABSTRACT: *The choice of exchange rate regime is important, not only in terms of its effect on trade flows, but also with respect to inflation expectations. Countries facing disinflation may find that pegs regimes are more appropriate solution. But where the trade balance account is significantly deteriorated and growth has been sluggish, a more flexible regime might be called for. The natural classification in eighties and early nineties suggests that intermediate regimes may provide important advantages – to capture some of the benefits of both extremes while avoiding many of the costs. However, today many experts predicted that exchange rate regimes would move in a »bipolar« manner to the extremes of »hard« pegs or free floats. An increasing number of countries did announce their intent to allow greater exchange rate flexibility. But, in practice, countries had a »fear of floating«. Distinction is made among advanced, emerging and other developing countries. Emerging markets have stronger links to international capital markets than do other developing economies. Thus, while non-emerging market developing economies may gain credibility through pegging their exchange rates, emerging markets find it harder to do so and could benefit from investing in »learning to float«. More advanced economies with their access to international capital market are best postitioned to enjoy the benefits of flexibility. It is found that the proportion of countries adopting intermediate regimes has indeed been shrinking in favor of greater flexibility or greater fixity, especially for countries more integrated with international markets. But, there is no final conclusion on the idea that intermediate regimes will dissapear.*

KEY WORDS: *intermediate regimes, pegs regimes, bipolar view, international capital markets, emerging markets.*

Od 1975, do 1998, MMF-ova zvanična klasifikacija režima deviznog kursa zemalja članica počivala je na njihovoj zvanićnoj notifikaciji MMF-u.[1] Precizno, *de iure* klasifikacija je pravila razliku između tri glavne kategorije režima:

1) režimi zasnovani na nekoj formi kontrole deviznog kursa (*pegs regimes*);
2) režimi sa ograničenom fleksibilnošću (prelazni režimi) - koji dozvoljavaju deviznom kursu da fluktuira u okviru intervala ili prema utvrđenom dogovoru;
3) fleksibilniji aranžmani – u kojima se rukovodi deviznim kursom ili mu se dopušta da slobodno pliva.

Jedna od ključnih prednosti *de iure* klasifikacije jeste usaglašenost (uzima se u obzir režim deviznog kursa koji je zvanično prijavljen, pa nema mogućnosti različitih interpretacija), često izveštavanje (na kvartalnoj bazi) i duga istorija, na

1 U roku od 30 dana od kada je postala član i promptno nakon bilo koje promene u postojećem rellimu. Rellimi članova su grupisani prema njihovim zvaničnim izveštajima o stepenu fleksibilnosti deviznog kursa.

osnovu čega su se i sprovodile mnoge empirijske analize režima deviznog kursa. Međutim, ovaj sistem je imao i dosta nedostataka, od kojih je verovatno najveći nemogućnost da se napravi razlika između onoga što zemlja tvrdi da radi (*de iure*) i onoga što u stvari radi (*de facto*).

Neke zemlje sa fiksnim režimima su sprovodile česte devalvacije, koristeći devizni kurs u cilju podsticanja izvozne konkurentnosti, samim tim, čineći svoje režime manje različitim od fleksibilnih režima. Druge zemlje su, opet, tvrdile da imaju plivajuće režime, pri čemu su neformalno upravljale deviznim kursom po unapred zacrtanoj putanji. Prema podacima MMF-a (IMF, 1999) oko 60% zemalja koje su klasifikovane kao zemlje sa rukovođeno fluktuirajućim deviznim kursom (*managed floating*), dočekale su kraj 1997, sa nekim oblikom *de facto* fiksnog režima (15% konvencionalno fiksni, 13% režim pokretnih pariteta - *crawling peg*, 20% fleksibilno rukovođeni intervalni režim - *crawling band* i 11% režim horizontalnih invervala). To je, između ostalog, bio rezultat pokušaja da se izbegnu politički troškovi vidljive devalvacije ukoliko bi fiksni devizni kurs bio objavljen. Želja je bila da se koristi devizni kurs kao inflaciono sidro, pri tome izbegavajući rizik napada na njihove valute.

PREDNOSTI I NEDOSTACI FIKSNOG I FLUKTUIRAJUĆEG REŽIMA DEVIZNOG KURSA

Primena režima pokretnih pariteta predstavlja priznanje nemogućnosti očuvanja konkurentnosti sa režimom fiksnog deviznog kursa. „Kada se zemlja suoči sa inflacijom iznad nivoa svojih trgovinskih partnera, držanje fiksnog deviznog kursa podrazumevaće pad konkurentnosti. U nameri da izbegnu produbljivanje deficita, mnoge zemlje su prešle sa režima fiksnog deviznog kursa na režim pokretnih pariteta"[2]. Osnovna karakteristika režima pokretnih pariteta je da po ovom sistemu nacionalna valuta depresira po stopi koja je otprilike jednaka razlici u inflaciji između date zemlje i njenih glavnih trgovinskih partnera. Ideja je da se očuva realni devizni kurs konstantnim povećavanjem nominalnog deviznog kursa. Ovo je, u zemljama koje nisu imale odgovarajuće monetarno pravilo, već im je monetarna politika bila diskreciona, zbog političkih uticaja dovodilo do pojave hronične inflacije i razornog delovanja Pazos-Simonsenovog mehanizma[3]. „Vlada koja ima diskreciono pravo da menja nominalni devizni kurs na-

2 Dornbusch, R., Fischer, S (1994), s. 607

3 Mehanizama za koji je utvrđeno da je postojao u pojedinim latinoameričkim privredama, kao i u bivšoj SFRJ krajem osamdesetih. Više o ovome u radovima: Solimano, A (1989) i Pitić, G., Dimitrijević, B. (1995).

stojaće da zloupotrebi svoju moć, pa će dovesti do inflacije u privredi"[4]. Razlog za to leži u tome što će, pod naizgled prihvatljivim uslovima (kao što je prisustvo rigidnosti na tržištu rada koje sprečava privredu da dostigne nivo pune zaposlenosti), biti optimalno rešenje za vladu da iznenadi privatni sektor neočekivanim devalvacijama. Uvođenjem neočekivanih devalvacija, vlada se nada da će dovesti do smanjenja realnih nadnica i, samim tim, do povećanja zaposlenosti i proizvodnje. U određenoj situaciji, javnost će biti svesna namere vlasti, anticipiraće neočekivane devalvacije, pa će ih učiniti neefektivnim.

Ključna politička implikacija je da će definisanje (i primena) ograničenja učiniti vladino obavezivanje kredibilnim. Primena fiksnog deviznog kursa će ograničiti sposobnost vlade da iznenađuje privatni sektor putem neočekivanih devalvacija. Obećanja fiskalne discipline će postići željeni kredibilitet i akcije privatnog sektora neće dovesti do inflacije. Fiksni devizni kurs simbolizuje obavezu vlade na određeno ponašanje. Vlada na taj način obećava finansijskoj politici da će raskinuti vezu između emisije novca i budžetskog finansiranja. U zemljama u kojima je centralna banka odgovorna za monetarnu politiku, a vlada za politiku deviznog kursa, obećanja su učinjena od strane dve nezavisne zvanične institucije, što će ojačati kredibilitet. Ipak, u većini zemalja u razvoju, centralnoj banci nedostaje nezavisnost, i fiskalni deficiti se, manje ili više, automatski monetizuju. Problem je, naravno, u privredama sa stohastičkim šokovima (dugoročnim šokovima u odnosima razmene), gde je pravilo promenljivog deviznog kursa, superiorno nad fiksnim deviznim kursom. Kreatori politike su suočeni sa izborom politike deviznog kursa - iako politika fleksibilnog deviznog kursa sadrži i generiše inflacioni pritisak, ona takođe omogućuje zemlji da smanji varijabilitet u proizvodnji (kao posledica šokova u odnosima razmene). Studija Ghosh R., *et al.* (1996) pokazuje da postoji jaka veza između fiksnog deviznog kursa i niske inflacije. U zemljama u razvoju, inflaciona razlika između fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa je iznosila u proseku 10 procentnih poena. Treba napomenuti da čisto deklarativna odluka za fiksni devizni kurs (*de iure* klasifikacija) nije dovoljna da se postigne puno antiinflaciono dejstvo. Zemlje koje su često menjale paritet (iako su zvanično imale fiksan devizni kurs – *de facto* stanje) u proseku su imale 13% inflaciju. Dok je to još uvek bolje nego rezultati fluktuirajućeg deviznog kursa (17%), značajno je gore od zemalja koje su uspele da očuvaju stabilan paritet (7%). To znači da fiksni devizni kurs mora biti obezbeđen uz podršku odgovarajuće monetarne i fiskalne politike. Bitan je *stabilan devizni kurs*, za šta je zaslužna kompletna makroekonomska politika. «Fiksiranjem deviznog kursa, centralna banka odustaje od mogućnosti da utiče na privredu putem monetarne

4 Edwards, S (1995), s. 304

politike. Fiskalna politika, međutim, postaje značajniji instrument za uticaj na proizvodnju i zaposlenost...Pod fiksnim deviznim kursom, instrumenti monetarne politike centralne banke nisu na raspolaganju ako se ima u vidu uticaj na ponudu novca u privredi ili na proizvodnju»[5]. Prethodno istraživanje (Ghosh, R., *et al.* [1996]) je pokazalo da je izbor deviznog režima povezan i sa ekonomskim rastom, preko investicija i povećanja produktivnosti. Fiksni devizni režimi su povezani sa većim investiranjem, dok fluktuirajući režimi ostvaruju brži rast produktivnosti. Pokazalo se da je rast BDP per capita brži sa fluktuirajućim režimom. Poređenjem zemalja utvrđeno je da prelazak ka plivajućem režimu rezultira u povećanju rasta BDP-a za 0.3% godinu dana posle, i više od 1% tri godine posle prelaska sa jednog režima na drugi.

Očigledno je da fiksni devizni kurs igra ulogu psihološkog sidra u borbi protiv inflacije, dok mu je osnovni nedostatak, u slučaju opstajanja inflacije, izvozna konkurentnost. Sa druge strane, fluktuirajući devizni kurs obezbeđuje po definiciji ravnotežu platnog bilansa, ostvaruje bolje rezultate na polju privrednog rasta, ali su mu slabe inflacione performanse. Čini se da se radi o poznatom supstitucionom odnosu (*trade-off*).

Prema Flemingovoj analizi[6] izbor između fiksnog i fluktuirajućeg deviznog kursa zavisi od izvora šokova, da li je on realni ili nominalni, kao i od stepena mobilnosti kapitala. U otvorenoj privredi sa visokom mobilnošću kapitala plivajući devizni kurs pruža amortizere protiv realnih šokova, kao što je promena u izvoznoj tražnji ili u odnosima razmene, dok je fiksni devizni kurs poželjan u slučaju nominalnih šokova, kao što su preokreti u tražnji za novcem.

U otvorenoj privredi fiksiranje deviznog kursa može da doprinese ovakvom opredeljenju samo dok politički troškovi odustajanja od kontrole nisu dovoljno veliki. Ovaj argument se izrazito koristio tokom osamdesetih i devedesetih u Evropi zbog uvođenja valutnog odbora i drugih režima čvrste kontrole u tranziconim zemljama i zemljama sa ubrzanim razvojem tržišta (*emerging markets*).

Argumenti u prilog plivanja deviznog kursa se isto zasnivaju na kredibilitetu i vremenskoj konzistentnosti. »Građenje skupa domaćih institucija koje treba da omogući ostvarenje niske inflacije i dugoročna očekivanja niske inflacije konzistentno je sa monetarnom nezavisnošću koja prati plivajući devizni kurs. Stvaranje nezavisne centralne banke (nezavisne od finansiranja fiskalnog deficita) i utvrđivanje niske ciljane inflacije u većini razvijenih privreda predstavlja domaću strategiju obavezivanja«.[7]

5 Krugman, P., Obstfeld, M (2003), s. 494.
6 Fleming, J.M. (1962)
7 Svensson, L (2000), s. 157.

Ako analiziramo proteklu istoriju primene različitih režima deviznog kursa za 14 razvijenih tržišnih privreda (Bordo, M.D., 2003), može se utvrditi: da su tokom zlatnog standarda (1880-1914) sve zemlje primenjivale fiksni devizni kurs; u međuratnom periodu (1915-1945), sa izuzetkom zlatnog deviznog standarda (1926-1931), većina zemalja je imala neku formu plivanja deviznog kursa; u bretonvudskom sistemu (1946-1971), sa izuzetkom Kanade (1950-1961), koja je primenjivala plivajući režim, većina zemalja je imala prilagodljivu kontrolu; i od 1971, većina zemalja je imala neku formu rukovođenja fluktuacijama, sa izuzetkom Evropske Monetarne Zmije.

U osamdesetim godinama i početkom devedesetih su bili popularni prelazni režimi, kao što su meka kontrola, režim pokretnih pariteta i fleksibilno rukovođeni intervalni režim. U to vreme je izgledalo da ovi režimi najbolje uravnotežuju konfliktne ciljeve – borbu sa inflacionim očekivanjima i očuvanje izvozne konkurentnosti. Posebno su impresivni rezultati koje je ostvario Čile sa politikom fleksibilno rukovođenog intervalnog deviznog kursa. Osnovni cilj je bio očuvanje stabilnosti pezosa u okviru određenog intervala, dozvoljavajući fluktuacije indeksiranog srednjeg nivoa. Interval je postavljen da omogući depresijaciju ili apresijaciju do 12.5 procenata, pre nego što interveniše centralna banka. Srednji devizni kurs je indeksiran prema produktivnosti, tj. prilagođen je mesečnim razlikama između stope rasta cena na malo u Čileu i inflacije čileanskih najvećih trgovinskih partnera.[8] »Opstajuća popularnost prelaznih režima, identifikovano prema prirodnoj klasifikaciji, sugeriše da ovakvi režimi mogu obezbediti važne prednosti. Zaista, odsustvo generalne bipolarne tendencije može biti pokazatelj mogućnosti da su prelazni režimi u stanju da zadrže određene koristi oba ekstrema, pri tome izbegavajući mnoge troškove«.[9]

8 Postoji vrlo malo empirijskih dokaza koji povezuju čileansku stabilizacionu politiku sa postepenim obaranjem inflacije, a takođe se vrlo malo zna i o stepenu u kom su egzogeni faktori (naročito veliko povećanje cene bakra i jak talas privatnih međunarodnih tokova kapitala) uticali na ciklične performanse privrede. Bez jasnog shvatanja uloge politike *vis-a-vis* egzogenih faktora u objašnjavanju čileanskog uspeha teško je utvrditi da li je ovaj uspeh rezultat procesa vođenim od strane domaće politike ili faze endogenog procesa pokrenutim egzogenim šokom. Rezultati analize (Calvo G.A, Mendoza E.G. 1997) pokazuju da su faktori, više nego stabilizaciona politika, odigrali značajnu ulogu u Čileu, kao i da je dinamika ključnih makroekonomskih agregata deo endogenog procesa prilagođavanja spoljnom šoku. Ipak, može se zaključiti da određeni stepen kontrole nad deviznim kursom može, najblaže rečeno, pomoći u obaranju inflacije.

9 Rogoff, K.S., *et al.* (2003), s. 25.

BIPOLARIZACIJA REŽIMA DEVIZNOG KURSA

Danas se ove opcije sve više odbacuju. To je posebno evidentno u zemljama sa otvorenim finansijskim tržištem u ekspanziji (*emerging financial markets*), koje su spoznale da su prelazni režimi skloni krizama. Iskustava zasnovana na nedavno primenjenim inovacijama na finansijskom tržištu doprinela su izvođenju bitnih zaključaka o svojstvima režima deviznog kursa i monetarnog režima.

Opadajuća popularnost prelaznih režima takođe je vezana za svetski trend pada stopa inflacije. Kontrole deviznog kursa, kao i režim valutnog odbora, često su se pokazali efektivnim u zaustavljanju inflacije, naročito hiperinflacije. »Za zemlje koje su želele da sačuvaju izvesnu fleksibilnost, prelazni režimi su imali za cilj da spreče razvijanje nepoželjne veze između devalvacija i inflacionih očekivanje putem intervalnog režima i pokretnih pariteta, usput sprečavajući postepene gubitke u konkurentnosti dopuštanjem da devizni kurs »puzi«. Sa inflacijom koja je generalno pod kontrolom u većem delu sveta, izgleda da danas ima manje potrebe za prelaznim režimima«.[10]

Sa prelaznim režimima koji su bili u centralnom polju svih velikih valutnih kriza u poslednjim godinama, rasla je podrška tzv. bipolarnom gledištu (*bipolar view*) po kome su čvrsta kontrola i slobodno plivanje jedini režimi kompatibilni sa tekućim stepenom integracije finansijskog tržišta i, samim tim, zemlje sa visokom kapitalnom mobilnošću su (ili bi trebalo da) napustile prelazne režime i opredelile se za jedan od ova dva ekstrema.[11]

Tokom prošle decenije, mnoge zemlje su postepeno napuštale prelazne režime i primenjivale jedan ili drugi ekstrem: plivajući kurs ili čvrstu kontrolu, kao što je režim valutnog odbora, priključenje valutnoj uniji (zajednička nadnacionalna valuta) ili dolarizacija.

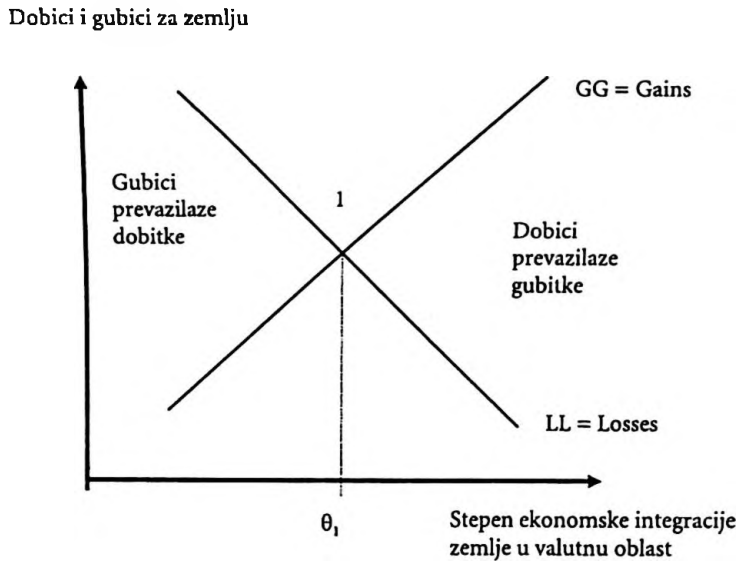
a) *Zajednička nadnacionalna valuta* – može pojačati monetarni kredibilitet, i finansijsku stabilnost i ekonomsku integraciju zemalja koje se nalaze u okviru regiona. Moguća opcija bi bila formiranje nezavisne valutne unije po ugledu na Evropsku Monetarnu Uniju (EMU). Zemlje koja imaju znatnu trgovinsku razmenu između sebe imaće najviše koristi od smanjenja transakcionih troškova i neizvesnosti uslovljene valutnim rizicima zahvaljujući uvođenju zajedničke valute. To predstavlja povoljno rešenje za zemlje koje su u velikoj meri otvorene prema međunarodnoj trgovini. Takođe, ako zemlje poseduju slične ekonomske

10 Berg, A., *et al.* (2003), s. 1.

11 Bipolarno gledište se drugačije naziva i "nestajuća ili nedostajuća sredina" (*missing middle*), ili "rešenja iz uglova" (corners solutions). Više o inicijalnoj diskusiji kod Eichengreen, B (1994) i Fisher, S (2001).

uslove, one će težiti da sprovedu i sličnu monetarnu politiku, u kom slučaju ne bi bila skupa ograničenja koja nameće zajednička valuta. U osnovi se radi o pitanju da li zemlje imaju slične privredne cikluse i kakva je korelacija njihovog ekonomskog rasta. »To se može predstaviti kao rastuća kriva GG, koja pokazuje da dobici u vidu monetarne efikasnosti od pridruživanja oblasti fiksnog deviznog kursa rastu kako raste ekonomska integracija zemlje u valutnu oblast....Sa druge strane, silazna LL kriva pokazuje da gubici vezani za ekonomsku stabilnost od pridruživanja uniji fiksnog deviznog kursa opadaju kako raste ekonomska integracija zemlje u valutnu oblast«.[12] To je prikazano na sledećoj slici:

Slika:.Gubici i dobici za zemlju od priključenja valutnoj oblasti (Krugman, Obstfeld, 2003)



Presek između GG i LL krive u tački 1 odlučuje o kritičnom nivou ekonomske integracije q_1, iznad kojeg odluka da se pridruži valutnoj oblasti donosi pozitivne neto ekonomske koristi za zemlju.

12 Krugman, P., Obstfeld, M (2003), s. 619, 623.

Sa finansijske strane, u slučaju da ceo region bude pogođen iznenadnim finansijskim šokom, zajednički odgovor monetarne politike bi se uklopio u interes svih zemalja. Iskustvo EMU naglašava potrebu za političkim obavezivanjem na zajedničku valutu, pri čemu se posebno ističe vreme potrebno da se razviju zajedničke institucije koje bi podržale prilagođavanje zbog rezultujućeg ekonomskog i političkog pritiska.

b) *Unilateralna dolarizacija* – usvajanje US dolara kao domaćeg zakonskog sredstva plaćanja je alternativni metod »uvoza« monetarne stabilnosti i kredibiliteta. U generalnom kontekstu, »dolarizacija« znači usvajanje bilo koje strane valute kao zvaničnog sredstva plaćanja. Treba istaći da se pod ovim ne podrazumeva neformalna ili *de facto* dolarizacija u kojoj strana valuta cirkuliše zajedno sa domaćom vlautom i koristi se da se izvrši denominacija bankovnih računa ili druge finansijske aktive.

Iz razloga što je dolarizacija unilateralna, ne zahteva se dug proces izgradnje zajedničkih institucija i postizanja konsenzusa. Naravno, zemlja koja usvoji US dolar (ili neku drugu stranu valutu) odriče se mogućnosti kreiranja sopstvene monetarne politike kao mogućeg odgovora na potrebe domaće privrede, i pri tome prebacuje na inostranu centralnu banku profite koje ta centralna banka pravi putem štampanja novca (senjoraž).

Za mnoge zemlje, glavni dobitak od dolarizacije bi mogao da bude neutralizacija slabog kredibiliteta domaćih monetarnih institucija, koji je uglavnom prouzrokovan prošlim probijanjem obećanja vezanih za devizni kurs, istorijom monetarnog finansiranja fiskalnog deficita ili bankarskog sistema, i visokom inflacijom. Slab monetarni kredibilitet otežava funkcionisanje svih režima deviznog kursa. Režimi fiksnog deviznog kursa ili prelazni režimi dovode do visokih kamatnih stopa koje otežavaju privatne investicije i predstavljaju izazov za fiskalnu održivost. Sa druge strane, režim plivajućeg deviznog kursa pati od visoke kolebljivosti i dovodi do epizoda »prebacivanja«.

c) *Režim valutnog odbora* – Vaiutni odbor je monetarno-devizna institucija kod koje pri permanento fiksnom deviznom kursu postoji puna konvertibilnost nacionalne valute. Ovaj koncept je privukao veliku pažnju krajem dvadesetog veka kao rezultat dobrih makroekonomskih performansi koje su ostvarile neke zemlje koje su ga koristile, a pre svih Hong-Kong, Argentina (1992), Estonija (1993), Litvanija(1994) i Bugarska. Ovaj koncept obezbeđuje tri važne performanse: konvertibilnost, nisku inflaciju i kredibilitet ekonomske politike. Međunarodni Monetarni Fond često insistira na primeni ovog koncepta kao dela sveukupnog stabilizacionog programa.

Valutni odbor se po pravilu uvodi kada postoji visoka inflacija, nestabilan devizni kurs, nekonvertibilnost nacionalne valute i nizak kredibilitet monetarne

politike. Najčešće se vezuje za male otvorene privrede, ali Argentina je primer da ga mogu koristiti i relativno velike zemlje. Valutni odbor nema nikakva diskreciona prava, već se celokupna emisija i povlačenje novca sprovodi po unapred utvrđenim strogim pravilima, odnosno njegova monetarna politika je pasivna i potpuno automatska.

U ortodoksnom valutnom odboru postoji 100% (ili veće) pokriće domaće valute rezervnom konvertibilnom valutom, što znači da, ukoliko se sva lica koja poseduju domaću valutu pojave sa zahtevom za konverziju, ona će se moći izvršiti. Njegova glavna prednost je u tome što se ukida centralna banka (odnosno nezavisna monetarna politika) i što se čvrstim pravilima sprečavaju kreatori ekonomske politike da emituju novac bez pokrića. Ovime se faktički sprečava vođenje politike mekog budžetskog ograničenja na svim nivoima, jer ne postoji emisija novca, odnosno direktno kreditiranje države, banaka i preduzeća. Glavni nedostatak valutnog odbora je u tome što u slučaju platnobilansnog deficita dolazi do smanjenja novčane mase, što može imati recesione efekte.

d) *Plivajući devizni kurs* – često se postavlja pitanje mogu li se sa fleksibilnošću deviznog kursa i nezavisnom monetarnom politikom postići značajni domaći ciljevi, kao što je stabilnija proizvodnja. Nedavna iskustva sugerišu da plivajući režimi zaista dopuštaju deviznom kursu da se odgovarajuće pomera kao odgovor na šokove, iako su ponekad reakcije kamatnih stopa takođe oštre. Izgleda da je fleksibilnost deviznog kursa bila od pomoći u ublažavanju promena u proizvodnji u svetlu nepovoljnih šokova, pri čemu je uticaj na inflaciju bio umereno nizak. Takođe, izgleda da su plivajući režimi postepeno postajali sve efektivniji, kako je vreme proticalo, pojačavao se kredibilitet i sistem postajao sve čvršće ukorenjen. Čile je, na primer, prošao kroz dve epizode pritiska na devizni kurs, u drugoj polovini 1998, i u drugoj polovini 2000. U prvoj su se kamatne stope znatno povećale, u kontekstu monetarne politike sa dva cilja (inflacijom i eksplicitnim intervalom deviznog kursa), i privreda se našla u oštroj recesiji. U septembru 2000, vlasti su napustile interval i oslobodile plivanje deviznog kursa, i kao rezultat toga oštra depresijacija nije bila praćena povećanjem kamatnih stopa. Nije bilo recesije, pri čemu se inflacija blago povećala. »Na osnovu ovog iskustva može se zaključiti da je Čile postepeno uvećavao kredibilitet tokom 1998, i uspešno je iskoristio u 2000, kako bi devizni kurs 'plivao bez straha'«.[13]

Sve veći uspesi plivajućih režima pravdaju se sa sistematičnim činjenicama. Ekonometrijske procene funkcija reakcije monetarne politike (kako centralna banka prilagođava kamatne stope kao odgovor na izmenjene ekonomske uslove) korišćene su kako bi se utvrdilo da li je zemlja sa plivajućim deviznim kursom u

13 Berg, A., *et al.* (2003), s. 27.

stanju da poveća ili spusti kamatne stope kao odgovor na izmenjene domaće okolnosti. Da li zemlje obaraju kamatnu stopu kada je inflacija ispod ciljane ili kada je nezaposlenost previsoka, ili ih pritisak sa finansijskog tržišta sprečava u tome? Primeri nekoliko zemalja koje su dovoljno dugo imale istoriju plivajućeg deviznog kursa upućuju na zaključak da su one bile u mogućnosti da na koristan način menjaju kamatne stope kako bi dejstvovali suprotno promenama u domaćim ekonomskim uslovima.

Još jedna karakteristika koja pokazuje dobro funkcionisanje plivajućeg deviznog kursa jeste da on odgovarajuće reaguje i na eksterne šokove. Kada su, na primer, odnosi razmene u padu, čini se razumnim da zemlja oslabi nacionalnu valutu i, samim tim, olakša potrebno prilagođavanje u relativnim cenama. Zemlje sa ubrzanim razvojem tržišta koje koriste plivajući devizni kurs, u principi i reaguju na ovakav način na negativne šokove u odnosima razmene. »U velikom uzorku zemalja u razvoju tokom poslednje tri decenije, zemlje koje imaju fiksni devizni kurs i koje su se suočile sa negativnim šokovima u odnosima razmene postigle su depresijaciju realnog deviznog kursa tek nakon vremenskog pomaka od dve godine, dok su u međuvremenu iskusile veliki pad u realnom BDP-u. Suprotno tome, zemlje sa plivajućim deviznim kursem ispoljile su na takav udar u odnosima razmene veliku nominalnu i realnu depresijaciju, pri čemu je kasnije došlo do određene inflacije, ali zato mnogo manjih gubitaka u proizvodnji«.[14]

Izgleda da većina zemalja u razvoju, koje nemaju dominantnog ekonomskog partnera i koje su sistematskim merama pojačale kredibilitet, mogu imati dosta koristi od fleksibilnosti plivajućeg režima deviznog kursa. U praksi zemalja sa ubrzanim razvojem tržišta, plivanje je retko »čisto«, vlasti često intervenišu na deviznom tržištu i sprovode monetarnu politiku stalno osluškujući pritiske na međunarodnom finansijskom tržištu. Ipak, plivanje olakšava prilagođavanje na šokove i dopušta korišćenje autonomne monetarne politike. Može se zaključiti da plivanje daje dosta koristi, pri čemu se ne plaćaju veliki troškovi u vidu gubitka kredibiliteta ili povećane kolebljivosti deviznog kursa.

ZVANIČNA KLASIFIKACIJA REŽIMA DEVIZNOG KURSA

Stvarni režim deviznog kursa u određenoj zemlji se može razlikovati od zvanične notifikacije. Tokom poslednje decenije, veliki broj zemalja koje su se zvanično deklarisale za plivajući devizni kurs u stvarnosti su postavile za operativni cilj stabilnost deviznog kursa. »Divergencija između zvanične i stvarne politike može odražavati, između ostalog, brigu oko političkog troška preduzimanja vi-

14 *Ibid.*, s. 27.

dljive devalvacije pod formalno objavljenom fiksnošću, ili »strah od plivanja«, kako bi ograničio potencijalni uticaj depresijacije deviznog kursa na inflaciju i bilans stanja tamo gde je visok stepen dolarizacije ili velika izloženost deviznog kursa u domaćoj privredi«.[15]

Ova divergencija je, s druge strane, bila korišćena kao izazov za validnost bipolarnog gledišta. Pravo pitanje je da li bi bipolarno gledište i dalje bilo podržano ako bi se analiza bazirala na *de facto* režimima deviznog kursa. Rezultujuća divergencija između *de iure* i *de facto* režima smanjila je transparentnost politike deviznog kursa, bacajući senku na implikacije politike koje su izvedene na osnovu istraživanja i radova koji su koristili *de iure* klasifikaciju.[16]

Iz tog ugla je potrebno prvo navesti trenutnu MMF-ovu nomenklaturu *de facto* deviznog kursa, koja je usvojena u 1999-oj godini, i od tada važi kao zvanična.[17]

I Režimi čvrste kontrole

1) Bez sopstvenog pravnog sredstva plaćanja

a) Formalna dolarizacija – režim deviznog kursa sa drugom valutom kao pravnim sredstvom plaćanja. Ovo predstavlja kompletnu predaju nezavisnosti vlasti nad domaćom monetarnom politikom i može se smatrati najčvršćom formom režima kontrole.

b) Valutna unija – članovi unije dele isto pravno sredstvo plaćanja. Primenom ovog režima vlasti, takođe, odustaju od kontrole nad domaćom monetarnom politikom i, samim tim, ovi režimi se vide kao modeli čvrste kontrole deviznog kursa.

2) Režim valutnog odbora (CBAs - *currency board arrangements*) – zasniva se na eksplicitnom pravnom obavezivanju za razmenom domaće valute za određenu stranu valutu prema fiksnom kursu, kombinovano sa restrikcijom od strane vlasti da domaća valuta ostane u potpunosti pokrivena stranom aktivom, eliminišući tradicionalnu funkciju centralne banke kao što je monetarna kontrola i vršenje funkcije zajmodavca u zadnjoj instanci (*lendor of last resort*).

II Prelazni režimi

1) Meka kontrola

a) Konvencionalni fiksni režim - Zemlja (formalno ili *de facto*) utvrđuje svoju valutu u fiksnom odnosu prema drugoj valuti ili valutnoj korpi, pri čemu se ta korpa formira od valuta glavnih trgovinskih ili finansij-

15 Babula, A., Otker-Robe, I (2002), s. 4.

16 Prema analizi deviznih kurseva *de iure* je i utvrđena prethodna veza između fiksnog deviznog kursa i inflacije.

17 *Ibid.*, s. 14.

skih partnera, a njeni ponderi odražavaju geografsku distribuciju trgovine, usluga ili kapitalnih tokova. Ta struktura može biti i standardizovana (kao SDR – specijalna prava vučenja). Devizni kurs može da fluktuira u okviru uske margine od 2% između minimalne i maksimalne vrednosti kursa, najmanje tri meseca. Fleksibilnost monetarne politike je, iako ograničena, veća nego u režimima čvrste kontrole.

b) Horizontalni intervali – valuti se dozvoljava da se kreće u okviru margina fluktuacije od najmanje +,- 1% oko formalnog ili de facto fiksnog deviznog kursa. Vlasti su spremne da odbrane granice intervala putem direktne intervencije (intervencijama na deviznom tržištu) ili indirektnom intervencijom (agresivnim korišćenjem politike kamatne stope, uvođenjem deviznih regulativa ili putem intervencije od strane druge javne institucije) kako bi održale devizni kurs u okviru postavljenih ograničenja. U ovom režimu može se priuštiti određeni stepen diskrecije monetarne politike, što zavisi od širine intervala.

c) Režim pokretnih pariteta (*crawling peg*) – Valuta se prilagođava periodično prema jedinstvenoj valuti ili valutnoj korpi u manjim iznosima prema fiksnom kursu ili kao odgovor na promene u izabranim kvantitativnim indikatorima (prošlim razlikama u inflaciji sa glavnim trgovinskim partnerima, razlici između projektovane inflacije glavnih partnera, razlici između zvaničnog i deviznog kursa određenog na paralelnom tržištu).

   c1) Gledanje unapred – prilagođavanje se zasniva na politici pasivne akomodacije razlika u prošloj inflaciji prema pravilu održavanja realnog deviznog kursa.

   c2) Gledanje unazad – prilagođavanje se vrši prema unapred objavljenoj fiksnoj stopi i/ili postavljenim razlikama u inflaciji, uglavnom kada devizni kurs ima ulogu sidra.

d) Fleksibilno rukovođeni intervalni režim (*crawling band*) – valuta se održava u okviru margina fluktuacije od +,- 1% oko formalnog ili *de facto* centralnog deviznog kursa. Prilagođavanje se vrši periodično u manjim iznosima po fiksnoj stopi, ili kao odgovor na promene u izabranim kvantitativnim indikatorima. Obavezivanje na očuvanje kursa u okviru određenog intervala predstavlja ograničenje za vođenje monetarne politike, pri čemu stepen nezavisnosti zavisi od širine intervala.

2) Čvrsto rukovođenje fluktuacijama – vlast utiče na kretanje deviznog kursa putem intervencija kako bi očuvala dugoročni trend, bez određivanja unapred zacrtane putanje ili bez postavljanja operativnog cilja (»prljavo plivanje«). In-

tervencija može biti direktna ili indirektna, pri čemu su indikatori upravljanja kursom krajnje subjektivni (platnobilansna pozicija, devizne rezerve, razvoj paralelnog tržišta, itd.), a prilagođavanje ne mora biti automatsko. Intervencije se zasnivaju na pažljivom posmatranju, što generalno dovodi do utvrđivanja stabilnog deviznog kursa.

III Plivajući režimi

1) Druga rukovođenja fluktuacijama bez unapred određene putanje za devizni kurs – vrlo sličan režimu čvrstog rukovođenja fluktuacijama, uz dodatni stepen fleksibilnosti u odlučivanju o taktici kojom se postiže željena putanja. Ovde se na devizni kurs utiče na *ad hoc* način.

2) Nezavisno plivanje – devizni kurs je određen tržišnim uslovima. U ovim režimima monetarna politika je nezavisna od politike deviznog kursa.

Treba napomenuti neke smernice koje su bile primenjene pri utvrđivanju određene kategorije režima deviznog kursa:

- Stabilnost deviznog kursa sama po sebi nije dovoljna da bi se određeni režim klasifikovao kao režim kontrole, osim ukoliko dokumenti iz različitih izvora ne pruže dokaze da je vlast formalno ili neformalno tražila da se sačuva stabilan devizni kurs prema datoj valuti ili valutnoj korpi. Kada su dostupne informacije ukazivale da je vlast postavila kao operativni cilj očuvanje stabilnosti deviznog kursa i da je devizni kurs najmanje četiri meseca ostao u okviru oscilacija manje od 2% prema datoj valuti, režim je klasifikovan *de facto* kao konvencionalni fiksni režim;

- Zemlje su klasifikovane u grupu onih koje koriste režim pokretnih intervala kada postoje dokazi u vidu dokumenata (podržani putem podataka vezano za nominalni i realni devizni kurs) o formalnoj objavi ili neformalnom sprovođenju politike postepenih depresijacija valute u malim iznosima sa ili bez formalnog ili neobjavljenog intervala, prema određenoj formuli;

- Zemlje se takođe klasifikuju da sprovode (fiksirani ili puzajući) režim kontrole kada se objavi režim intervala, ali se ograniče kretanja deviznog kursa putem intervencija u okviru uskog intervala;

- Režim se klasifikovao kao rukovođeno fluktuirajući, pre nego kao režim kontrole, kada je zvanično objavljen režim bio fiksni, ali je zvanični kurs bio predmet čestih devalvacija u okviru kratkog vremenskog perioda (Bangladeš tokom 1995-97), ili kada zemlja zadržava višestruke devizne kurseve, a većina transakcija se realizuje po tržišnom (zvaničnom ili zvanično drugom priznatom) kursu, pre nego po fiksnom zvaničnom deviznom kursu. Kao opšte pravilo, kada su zemlje zadržale višestruke devizne kurseve, klasifikacija režima se zasnivala na utvrđivanju deviznog kursa koji je primenjen na većinu transakcija;

- Pri izboru između rukovođeno fluktuirajućeg i nezavisno fluktuirajućeg, odlučujući faktor je bilo prisustvo određenih dokaza da je direktna ili indirektna intervencija imala za cilj očuvanje dugoročnog trenda deviznog kursa, u većoj meri nego samo sprečavanje prevelikih oscilacija deviznog kursa. U čvrstom rukovođenu fluktuacijama, smatralo se da vlasti imaju za cilj stabilan devizni kurs putem pažljivog posmatranja i kontrolisanja deviznog kursa, pri čemu se takva stabilnost ne može jasno identifikovati kroz posebne epizode kontrola (puzajuće ili intervalne – primeri Paragvaja i Singapura).

TREND PRIMENE REŽIMA DEVIZNOG KURSA

Jednostavna analiza trenda *de facto* režima deviznog kursa izgleda da potvrđuje ranije iznetu tvrdnju da je, tokom prošle dekade, učešće zemalja koje su primenjivale prelazne režime opadalo u korist veće fleksibilnosti ili veće fiksnosti (Fischer, S., 2001). Međutim, pomenuto istraživanje je potvrdilo da ovaj trend važi za prelazne režime u razvijenim zemljama i u zemljama sa ubrzanim razvojem tržišta koja su već integrisana u međunarodne kapitalne tokove. Sa druge strane, prelazni režimi, uprkos padu u korišćenju, nastavljaju da se kontinuirano koriste u mnogim zemljama u razvoju koje nisu na ubrzanom putu. Drugo istraživanje je pokazalo (Babula, A., Otker-Robe, I., 2002) da se obim u kome je korišćenje prelaznih režima deviznog kursa opadalo razlikovao po pojedinim tipovima prelaznih režima, sa tendencijom kretanja od manje fleksibilnih prema fleksibilnijim prelaznim režimima. U sledećoj tabeli se može uočiti pomenuta tendencija.

Tabela: Evolucija specijalnih prelaznih režima deviznog kursa (u % od ukupnog broja prelaznih režima na kraju godine)

	1990	1995	2000	2001
Konvencionalni fiksni re žim (u %)	63,6	51,4	57,1	56,9
Fiksni re žim prema jednoj valuti (u %)	35,5	36,7	44,2	43,1
Fiksni re žim prema valutnoj korpi (u %)	28,2	14,7	13,0	13,9
Režim horizontalnih intervala (u %)	12,7	11,9	7,8	6,9
Režim pokretnih pariteta (u %)	13,6	11,0	9,1	5,6
Fleksibilno rukovo đeni intervalni re žim (u %)	2,7	9,2	7,8	8,3
Čvrsto rukovo đenje fluktuacijama (u %)	7,3	16,5	18,2	22,2
Ukupno (u %)	100,0	100,0	100,0	100,0
Članovi MMF-a sa prelaznim re žimima	110	109	77	72
(u % od ukupnog članstva u MMF-u)	69,2	58,9	41,4	38,7
Ukupan broj članova MMF-a	159	185	186	186

Izvor: Babula, A., Otker-Robe, I. (2002)

Mnoge zemlje su napustile režime meke kontrole, ali su zato druge nastavile da se oslanjaju na neku formu kontrole deviznog kursa primenjujući neki od prelaznih režima. Posebno je porastao udeo fleksibilno rukovođenog intervalnog režima i čvrstog rukovođenja fluktuacijama, dok je opalo učešće režima horizontalnih intervala, režima pokretnih pariteta i konvencionalnog fiksnog režima. U velikom broju slučajeva se pokazalo da je pojačavanje tenzije između ciljeva dezinflacije i konkurentnosti bio važan faktor u napuštanju, voljno ili nevoljno, manje fleksibilnog prelaznog režima u korist fleksibilnijeg režima. U slučaju manje fleksibilnih prelaznih režima, pojava ovih režima u velikoj meri je koincidirala sa sve češćim pritiskom na deviznom tržištu. Međutim, oštar pad u slučaju horizontalnog intervalnog režima u velikoj meri se objašnjava supstitucijom ERM intervala u korist članstva u EMU, što predstavlja deo planirane političke i ekonomske integracije. Režim pokretnih pariteta, koji je bio vrlo popularan među visokoinflatornim zemljama, bio je napušten tokom kriza ili je primenjena fleksibilnija varijanta uvođenjem intervala.[18] »Fleksibilno rukovođeni intervalni režim je ponudio veću fleksibilnost iz ugla kapitalnih tokova i izbegavanja oštrih odstupanja od ravnotežnog deviznog kursa, dok je zadržao, u određenom stepenu, ulogu sidra sa redovnim pomacima u vidu mini-devalvacija. Udeo režima čvrstog rukovođenja fluktuacijama povećavao se kako je vlast pokušavala da zadrži ulogu sidra za devizni kurs bez unapred datog obećanja vezano za određeno kretanje deviznog kursa «.[19]

Ovo udaljavanje od prelaznih režima isto je tako bilo posebno karakteristično za razvijene zemlje i zemlje sa ubrzanim razvojem tržišta koje su visoko integrisane u međunarodno tržište kapitala (Fisher, S., 2001 i Rogoff, K.S., *et al.*, 2003). Prelazni režimi su potpuno nestali u razvijenim zemljama. Tokom devedesetih, to je uglavnom bio rezultat zamene intervalnih režima plivajućim (Norveška, Švedska, Velika Britanija) ili u kontekstu promena u sveukupnom okviru monetarne politike (slučaj Islanda, nedavno). U zemljama sa ubrzanim razvojem tržišta, došlo je, takođe, do prelaska na plivajuće režime (Babula, A., Otker-Robe, I., 2002, s. 36). Kao primer, uzmimo činjenicu, da je u toj grupi zemalja, režim nezavisnog plivanja važio u 1990, u 6,7% slučajeva, a u 2001, u 34,4%. Isto tako, u zemljama u razvoju u 1990, neki oblik plivanja deviznog kursa (čvrsto rukovođenje, druga rukovođenja fluktuacijama i nezavisno plivanje) koristilo je 20% kandidata, dok se u 2001, ovaj procenat povećao na oko 45. Ovaj

18 Na primer: Rusija (1998), Brazil i Kazahstan (1999), Turska (1994,2001) i Venecuela (1994) su napustile crawling peg tokom valutne krize, dok su drugi, uključujući Portugal (1990), Meksiko (1991), Indonezija, Poljska i Šri Lanka (1995), Honduras (1996) i Belorusiju i Rumuniju (2001) uveli intervale oko pokretnih pariteta.

19 Babula, A., Otker-Robe, I, s. 21.

trend je još izraženiji u razvijenim zemljama gde je nezavisno plivanje u 1990, bilo primenjeno u 21,7% slučajeva, dok je taj procenat skočio u 2001, na 41,7.

Mnogi su prešli na fleksibilnije režime sledeći oštar preokret u kapitalnim tokovima do kog je došlo tokom devedesetih, dok su drugi, kao rezultat slobodnog političkog izbora, rešili da ojačaju monetarnu politiku. Prelazak ka većoj fleksibilnosti takođe je odražavao želju da se ograniče špekulativni kapitalni tokovi, koje uglavnom podstiču mehanizmi kontrole ili režimi čvrstog rukovođenja deviznim kursem. Ipak, nekoliko zemalja sa tržištem u ubrzanom razvoju su primenile rigidnije režime deviznog kursa (Argentina, Bugarska, Ekvador), oštro smanjujući ili potpuno odustajući od monetarne autonomije, sa nadom da će takav režim proizvesti veću disciplinu i ojačati politički kredibilitet, samim tim čineći valute manje izloženim špekulativnim pritiscima. To se, međutim, uglavnom doživljava kao prelazna faza, dok se ne steknu svi potrebni uslovi za prelazak na neki od plivajućih režima deviznog kursa.

Veći stepen polarizacije režima deviznog kursa u ovim zemljama je proistekao iz principa »nemogućeg trojstva« (*imposible trinity*),. koji se zasniva na zaključku da se samo dva od tri cilja: stabilnost deviznog kursa, kapitalna mobilnost i nezavisnost monetarne politike, mogu simultano postići (Fisher, S., 2001, i Frankel, J.A., 1999). Mundell-Fleming-ov model (Mundell, R.A., 1963, i Fleming, J.M., 1962) dodatno je doprineo obogaćivanju znanja vezano za izbor režima deviznog kursa i princip nemogućeg trojstva ili trileme. Prema ovom modelu proizilazi da su kreatori ekonomske politike suočeni sa dva principijelna izbora:

1) da izaberu efektivne instrumente ekonomske politike pri datom stepenu finansijske integracije i režimu deviznog kursa;

2) da pod određenim preferencijama prema instrumentima ekonomske politike izaberu stepen finansijske integracije i režim deviznog kursa.

Opstanak prelaznih režima se često ispituje pošto zemlje pokušavaju da održe stabilan devizni kurs, pri čemu se monetarna politika usmerava na postizanje domaćih ciljeva u okruženju sa povećanom kapitalnom mobilnošću. To, opet, dovodi do problema pošto se monetarna politika opterećuje sa dva zadatka, bilo da na domaćem planu postoji cilj u vidu dezinflacije ili razvoja, zajedno sa usmerenjem monetarne politike na očuvanje stabilnosti deviznog kursa. Rastuća integracija na finansijskim tržištima, do koje dolazi u poslednjim godinama, prinudila je zemlje da izaberu između stabilnosti deviznog kursa ili monetarne nezavisnosti, što vodi ka polarizaciji režima. Ovde, ipak, treba napomenuti, da je obim monetarne nezavisnosti ostao ograničen otporom da se, uz datu visoku kolebljivost kapitalnih tokova u ovim zemljama, prihvate široke fluktuacije u deviznom kursu. Prelazni režimi su ostali opipljiva varijanta samo za one zemlje koje se još nisu otvorile za kapitalne tokove. »U zemljama u razvoju, koje su slabo izložene

međunarodnim kapitalnim kretanjima, izgleda da su relativno rigidni režimi – kontrole i prelazna fleksibilnost – pojačali kredibilitet politike i, samim tim, pomogli u postizanju niske inflacije uz relativno niske troškove (u vidu izgubljenog rasta, većih oscilacija u privrednom rastu, ili češćih kriza). Ostvarenje superiornih performansi režima zasnovanih na kontroli deviznog kursa zahtevalo je obavezivanje putem objavljivanja datog cilja i dalje je pojačano putem konzistentne makroekonomske politike koja je dopustila duže trajanje datih režima«.[20]

Suprotno tome, u zemljama sa ubrzanim razvojem tržišta, sa njihovom većom izloženošću međunarodnim kapitalnim tokovima, rigidnost režima je praćena, posebno tokom devedesetih, sa češćim bankarskim i, posebno, skupim »blizanačkim« krizama koje su uključivale i finansijski sektor (budžetski deficit) i platnobilansne turbulencije. Štaviše, rigidni sistemi nisu bili praćeni dobicima u vidu niže inflacije ili viših stopa rasta. Istovremeno, kretanje ka čistoj fleksibilnosti je bilo zabranjeno zbog brige da veliki preokreti u deviznom kursu mogu imati negativne posledice.

U razvijenim zemljama, slobodno plivanje je bilo praćeno bržim rastom nego drugi režimi deviznog kursa, bez pojave viših stopa inflacije. Ovakva korist je rezultat jako izražene nominalne rigidnosti u razvijenim privredama, koje daju flekstibilnim režimima deviznog kursa važnu ulogu u realokaciji resursa koja sledi nakon realnih šokova. »Štaviše, sa visokom izgrađenošću finansijskog tržišta, široko rasprostranjena mogućnost zaduživanja izražena u domaćoj valuti i instrumenti hedžinga (zaštite od rizika, prim. autora) smanjuju negativne posledice loše utvrđenog deviznog kursa, koje posebno potencira tzv. strah od plivanja«.[21]

Bez obzira na sve opravdane uzroke, uočeni trend prelaska sa prelaznih režima ne može pružiti jake dokaze da će prelazni režimi nestati, što tvrde određeni zagovornici gledišta »nedostajuće sredine« ili »bipolarnog stanja«. Na osnovu primene modela Markovljevog lanca, koristeći procene verovatnoće tranzicija između tri režima (čvrste kontrole, prelaznih režima i plivanja), (Masson, P.R., 2001, s. 571-586), kao i testa strukturne stabilnosti tipa hi kvadrat (Babula, A., Otker-Robe, I., 2002, s. 37-41), što je konzistentno i sa statističkim testom hipoteze da li će svi prelazni režimi nestati (izbor režima deviznog kursa se svodi na čvrstu kontrolu ili plivanje), došlo se do sledećih zaključaka:

- bez obzira na trend u periodu 1990-2001, istorija promena režima deviznog kursa od čvrste kontrole, preko prelaznih režima do fluktuirajućeg deviznog kursa ne ukazuje da će prelazni režimi nestati;
- analiza strukturne nestabilnosti se mora tumačiti sa krajnjim oprezom – test upućuje na zaključak da trend prema polarizaciji može biti rezultat činjenice

20 Rogoff, K.S., *et al.* (2003), s. 25.
21 *Ibid.*, s. 26.

da je u većini zemalja postojala manja verovatnoća da će u drugoj polovini devedesetih napustiti dva ekstrema nakon izlaska iz prelaznog režima.

Samim tim, bilo bi neophodno dodatno istraživanje buduće evolucije režima deviznog kursa, kako bi se ispitalo da li će se trend produžiti i dovesti do konkretnijih dokaza za ili protiv hipoteze o »nedostajućoj sredini«.

»Iako je u proseku utvrđeno da se fleksibilnost deviznog kursa povećava sa razvijenošću finansijskog tržišta, rezultati takođe sugerišu da se performanse bilo kog režima mogu pojačati konzistentnim makroekonomskim upravljanjem«.[22]

PERFORMANSE REŽIMA DEVIZNOG KURSA

INFLACIONE PERFORMANSE

Može se sumirati da je inflacija u slučaju fiksnog režima deviznog kursa znatno niža nego u slučaju prelaznog režima ili slobodnog plivanja. To je postignuto zbog većeg poverenja u valutu (efekat kredibiliteta) i niže stope monetarnog rasta (efekat disciplinovanja). Utvrđeno je (IMF, 2003) da je medijana stope inflacije za fiksne režime bila značajno niža u odnosu na fluktuirajuće režime, iako se ta razlika smanjivala tokom vremena.[23] Čak su i mnogo rigoroznije studije, gde su se kontrolisale druge determinante inflacije (Ghosh, *et al.*, 2003, Edwards, S., Magendzo, I., 2003a,b), potvrdile ovaj stav. Ispostavlja se, međutim, da je važno uočiti razliku između različitih tipova zemalja. U proseku, fiksni režimi i prelazni režimi su praćeni sa znatno nižim stopama inflacije nego plivajući režimi, ali se ta korist u borbi protiv inflacije prvenstveno odnosi na zemlje u razvoju, a ne na razvijene privrede i tržišta u ubrzanom razvoju.

Prema proceni Rogoff, K.S., *et al.* (2003, s.26) u zemljama u razvoju, inflacione performanse se pogoršavaju sa fleksibilnošću deviznog kursa. Rezultat je pokazao da fiksni režimi imaju najnižu inflaciju, oko 2,5% godišnje niže nego u zemljama sa prelaznom fleksibilnošću; plivajući režimi su pokazali inflacione rezultate za 8% veće nego režimi sa prelaznom fleksibilnošću. Treba primetiti da, iako razlika između kontrolnih i prelaznih režima nije statistički značajna, razlika između kontrolnih i plivajućih režima je izrazito značajna.

U tržištima sa ubrzanim razvojem, inflacione performanse ne pokazuju značajnu vezu sa većom fleksibilnošću deviznog kursa. Međutim, kada se preovlađujući režimi u poslednjih par godina koriste kao objašnjavajuća varijabla,[24] postoje

22 *Ibid.*, s. 26.

23 Mnogo detaljnije o ovome kod Ghosh, S., *et al.* (2003).

24 Kako bi se minimizirao uticaj relativno visoke prolaznosti režima deviznog kursa u ovoj grupi zemalja.

određene činjenice koje ukazuju na to da se, kao i u zemljama u razvoju, inflacija povećava sa fleksibilnošću, što se može objasniti »strahom od plivanja«, pošto uticaj na smanjenje cena zahteva određeno vreme. Za razvijene tržišne privrede činjenice pokazuju da inflacija čak opada sa povećanom fleksibilnošću deviznog kursa.

Iznad svega, ovi rezultati sugerišu da može biti određenih prednosti od kontrole i prelaznih režima deviznog kursa u zemljama u razvoju, što možda odražava činjenicu da, u odsustvu zdravih institucija i kvalitetnih izveštaja, one mogu pojačati kredibilitet politike i efekat disciplinovanja monetarne politike. Ovo, naravno, ne podrazumeva blanko preporuku za usvajanje kontrolnih režima, pošto, prilikom donošenja odluke, treba uzeti u obzir mnogobrojne specifične karakteristike određene zemlje, uključujući izbor odgovarajućeg nivoa na kome treba fiksirati devizni kurs. Pošto zemlje dobiju pristup međunarodnom tržištu kapitala, nema nikakvih dokaza da se inflacija može smanjiti primenom rigidnih režima deviznog kursa.

Izgleda da postoje jaki razlozi za uvođenje veće fleksibilnosti deviznog kursa kako zemlje postaju bogatije. Sa ekonomskim napredovanjem, inflacione koristi od kontrolnih i prelaznih režima se gube, možda najviše zbog utvrđenog kredibiliteta politike, jakih institucija i kvalitetnih izveštaja. Istovremeno, rizik koji prati fleksibilnost deviznog kursa opada kako se vladi i privatnim subjektama olakšava pozajmljivanje u njihovim valutama.

Međutim, dok se zemlje u razvoju i privrede sa ubrzanim razvojem tržišta mogu pripremiti, ukoliko im institucionalni napredak to dozvoli, za dobru perspektivu plivajućeg deviznog kursa, one mogu više dobiti od režima koji zaista usvajaju. »Za zemlje u razvoju, inflacione koristi koje prate režim kontrole deviznog kursa veće su ukoliko se radi o objavljenom cilju stabilizacione politike. Kao dodatak tome, kontrolni režimi imaju koristi od utvrđivanja, tokom vremena, uspešnog sistema izveštavanja, koje stvara preduslove za konzistentnu makroekonomsku politiku«.[25]

PRIVREDNI RAST

Neki autori (Dornbusch, R., 2001) tvrde da inflacione prednosti od kontrolnih i prelaznih režima deviznog kursa, nad plivajućim režimima, putem smanjivanja kamatnih stopa i smanjene neizvesnosti, pomažu privredni rast. Drugi autori (Calvo, G.A., Vegh, C.A., 1998) tvrde da je cena tih inflacionih koristi od, prvenstveno, kontrolnih, i prelaznih režima, smanjenje privrednog rasta, dok određeni autori (Eichengreen, B., 1994) zaključuju da izbor režima deviznog kursa ne

25 Rogoff, K.S., *et al.* (2003), s. 54.

utiče na privredni rast. Rogoff K.S., *et al.* (2003) se na velikom uzorku svih zemalja slaže da obe klasifikacije (*de iure* i *de facto*) ne pokazuju praktično nikakvu vezu između fleksibilnosti deviznog kursa i rasta.

Ipak, i ovde se situacija razlikuje po pojedinim tipovima zemalja zavisno od nivoa privrednog razvoja na kom se nalaze. Tako, za zemlje u razvoju, izgleda da privredni rast opada sa povećanom fleksibilnošću, iako efekat nije statistički značajan. Samim tim, već pomenuta tvrdnja da je niža inflacija povezana sa većom rigidnošću deviznog kursa izgleda da nema svoj trošak u vidu smanjenja rasta. Ali, isto tako, ni niža inflacija nema merljive povoljne efekte putem, na primer, nižih kamatnih stopa i smanjene neizvesnosti. Za tržišta u ubrzanom razvoju, veza između rasta i režima deviznog kursa je isto neodređena, kao i u slučaju inflacije.

Kao kontrast ovome, za razvijene tržišne privrede, slobodno plivanje postiže značajno bolje performanse u vidu privrednog rasta nego ostali režimi deviznog kursa. Zaista, rezultati sugerišu da je za razvijene privrede rigidnost deviznog kursa monotono praćena sa sporijim rastom (što je još očiglednije kada su režimi sa vremenskim pomakom). Pošto u razvijenim zemljama veću rigidnost ne prate inflacione koristi (zaista, jedino što je moguće jeste da se inflacione performanse pogoršaju sa većom rigidnošću režima), izgleda da postoji opšta korist (kako u pogledu dimenzije inflacije, tako i u dimenziji privrednog rasta) od plivanja deviznog kursa.

Porast korisnosti uticaja fleksibilnih režima sa povećavanjem nivoa razvijenosti zemlje potpuno je konzistentan sa gledištem da plivajući režimi omogućavaju brže prilagođavanje nakon šokova. Takođe, sa jačim institucijama i (naročito) dubokim finansijskim sektorom, razvijene privrede nisu predmet »straha od plivanja« koji je tipičan za zemlje sa ubrzanim razvojem tržišta. U skladu sa ovim utvrđeno je (Bordo, M., Flandreau, M., 2001, Calvo, G.A., Reinhart, C., 2002) da tamo gde je domaće finansijsko tržište nerazvijeno, pozajmljivanje u stranoj valuti stvara znatne rizike oštrih promena u neto bogatstvu preduzeća kada je devizni kurs fleksibilan. Kako pozajmljivanje u domaćoj valuti postaje realnija opcija, troškovi uvođenja fleksibilnosti opadaju. »Ideja da su bolje institucije upravo ta snaga koja leži iza različitih rezultata između razvijenih privreda i zemalja u razvoju je dodatno podržano testom robustnosti«.[26] U istorijskoj perspektivi režima (Bordo, M.D., 2003), dodatno je potvrđeno da su razvijene privrede uvek bile uspešnije u upravljanju supstitucionim odnosom pri postizanju kredibiliteta i zadržavanju fleksibilnosti.

Konačno, kada se razmotri veza između režima deviznog kursa i oscilacija u obimu proizvodnje, izgleda da, koristeći prirodnu klasifikaciju, oscilacije rasta ne

26 *Ibid.*, s. 46.

variraju sistematski po određenim režimima u svim zemljama. Generalni nedostatak veze između režima deviznog kursa i oscilacija u rastu prikriva činjenicu da, u osnovi, te veze nema za zemlje u razvoju, ali da je fleksibilnost deviznog kursa praćena sa povećanom kolebljivošću rasta u slučaju razvijenih privreda i u tržištima sa ubrzanim razvojem. Takve povećane oscilacije u rastu sa fleksibilnošću kursa u razvijenim privredama su potpuno u saglasnosti sa prethodnim nalazima da je fleksibilnost praćena sa većim rastom i nižom inflacijom.

Za tržišta u ubrzanom razvoju situacija je kompleksnija. Ovde, na prvi pogled izgleda da su veće oscilacije u vezi sa većom fleksibilnošću. Međutim, izgleda da prenos kolebljivosti od rigidnih ka fleksibilnim režimima više važi za devedesete, kada su zemlje koje su identifikovane kao tržišta sa ubrzanim razvojem počele da koriste u značajnoj meri međunarodni kapital. Zajedno sa većom verovatnoćom da dođe do »blizanačke krize« (istovremene pojave budžetskog i platnobilansnog deficita), kao što je već pomenuto, ovo je izgleda dodatno pojačalo mišljenje da su rigidni režimi loše rešenje za tržišta u ubrzanom razvoju.

Na ovo se nadovezuje tzv. problem »prvobitnog greha«. Iz razloga što su mnoge zemlje sa ubrzanim razvojem finansijski nerazvijene i uglavnom su imale ceo istorijat visokih inflacija i mekog budžetskog ograničenja, one nisu u stanju da bilo dugoročno pozajmljuju u sopstvenoj valuti ili da pozajmljuju iz inostranstva, osim u stranim valutama, kao što je dolar. Ovo ih prema nekim autorima (Eichengreen, B., Hausmann, R. 1999) izlaže ozbiljnim problemima vezano za rok dospeća i neravnotežno utvrđeni devizni kurs. U svetlu valutnih kriza, devalvacija može dovesti do ozbiljnih problemima sa bilansima stanja, široko rasprostranjenim bankrotstvima i dužničkim odnosima. Ovo je bio slučaj u Istočnoj Aziji tokom devedesetih, kao i slučaj Argentine, pošto je napustila režim valutnog odbora u 2001. »Prvobitni greh« stvara problem za tržišta u ubrzanom razvoju koja primenjuju plivajući režim, pa čak i za ona koja su usvojila čvrste kontrole. Još jedan problem za zemlje sa ubrzanim razvojem koje imaju plivajući režim je u tome da devalvacije, u svetlu široko rasprostranjene indeksacije i istorijata visokih inflacija, možda neće dati efekat na polju realne ekonomije.

Ovi problemi sugerišu da prelazni režimi mogu još uvek odigrati svoju ulogu u ovim zemljama. »Takođe, veoma je važno praviti razliku između, sa jedne strane, srednjih i velikih zemalja sa ubrzanim razvojem tržišta, koja imaju potencijal i kreću se u smeru politika razvijenih privreda i usvajaju domaća nominalna sidra, kao što je postavljanje operativnih ciljeva za inflaciju kao rezultat nezavisnosti centralne banke; i sa druge strane, mala vrlo otvorena tržišta u ubrzanom razvoju koja mogu ostvariti najbolje rezultate sa valutnim unijama«.[27]

27 Bordo, M.D. (2003.), s. 7,8

ZAKLJUČAK

Istraživanja zasnovana na zvaničnoj klasifikaciji MMF-a prema notifikaciji samih zemalja članica MMF-u (*de iure*) su pokazala da postoji jaka veza između fiksnog deviznog kursa i niske stope inflacije. Ipak, i tu su se pokazale razlike zavisno od toga da li je zemlja u praksi podržavala fiksnost deviznog kursa. Očigledno je da je stabilnost deviznog kursa bila rezultat kompletne makroekonomske politike, a ne samo izbora režima deviznog kursa. Primetno je da fiksni devizni kurs igra ulogu psihološkog sidra u borbi protiv inflacije, dok mu je osnovni nedostatak, u slučaju opstajanja inflacije, izvozna konkurentnost. Upravo zbog toga su tokom osamdesetih i početkom devedesetih bili izrazito popularni prelazni režimi deviznog kursa, kao što su meka kontrola, režim pokretnih pariteta i fleksibilno rukovođeni intervalni režim. Tada je izgledalo da ovi režimi najbolje uravnotežuju konfliktne ciljeve – borbu sa inflacionim očekivanjima i očuvanje izvozne konkurentnosti.

Međutim, pokazalo se da su prelazni režimi skloni valutnim krizama, tako da je poslednjih godina počela da raste podrška tzv. bipolarnom gledištu, po kome su čvrsta kontrola i slobodno plivanje jedini režimi kompatibilni sa visokim stepenom integracije finansijskih tržišta i, samim tim, zemlje sa visokom kapitalnom mobilnošću su tokom prošle decenije napustile prelazne režime i opredelile se za jedan od dva ekstrema: plivajući kurs ili čvrstu kontrolu, kao što je režim valutnog odbora, priključenje valutnoj uniji (zajednička nadnacionalna valuta) ili dolarizacija. Ovi rezultati su u potpunosti kompatibilni sa čuvenim Mundell-Flemingov-im modelom i iz njega proizašlim principom nemogućeg trojstva. Pokazalo se da stepen integracije zemlje u međunarodne kapitalne tokove odlučujuće utiče na postavljena ograničenja u pogledu monetarnog režima i režima deviznog kursa.

Takve nalaze su potvrdila i savremena istraživanja zasnovana na najnovijoj klasifikaciji režima deviznog kursa MMF-a prema onome šta zemlja stvarno radi na polju deviznog kursa (*de facto*). Ipak, i ovde su se pokazale određene razlike po pojedinim grupama zemalja. Naime, dok je za razvijene tržišne privrede i zemlje koje su na ubrzanom putu integracije u međunarodno finansijsko tržište, plivajući devizni kurs pokazao superiorne performanse, pokazalo se da kod zemalja u razvoju koje su slabo izložene međunarodnim kapitalnim kretanjima, relativno rigidni režimi – kontrole i prelazna fleksibilnost – mogu pojačati kredibilitet politike i, samim tim, pomoći u postizanju niske inflacije uz relativno male troškove (u vidu izgubljenog rasta, većih oscilacija u privrednom rastu, ili češćih valutnih kriza). Kontrolni režimi omogućavaju ovim zemljama da, dok se ne integrišu u međunarodne kapitalne tokove, utvrde svoje institucije, omoguće izra-

du kvalitetnih izveštaja i, nakon toga, primene fluktuirajući devizni kurs bez straha od tzv. posebno skupih blizanačkih kriza koje su uključivale i finansijski sektor (budžetski deficit) i platnobilansne turbulencije. Bez obzira na sve opravdane uzroke, uočeni trend napuštanja prelaznih režima ne može pružiti jake dokaze da će prelazni režimi u potpunosti nestati, što tvrde određeni zagovornici bipolarnog gledišta.

LITERATURA

1) Babula, A., Otker-Robe, I. 2002. "The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies" IMF Working Paper: WP/02/155. Monetary and Exchange Affairs Department.
2) Berg, A., Borensztein, E., Mauro, P. 2003. «Monetary Regime Options for Latin America». *Finance & Development.* IMF. Volume 40, Number 3.
3) Bordo, M.D., Flandreau, M. 2001. "Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization". *NBER Working Paper.* National Bureau of Economic Research. No. 9654.
4) Bordo, M.D. 2003. "Exchange Rate Regime Choice in historical Perspective". *IMF Working Paper.* IMF. Washington. WP/03/160.
5) Calvo G.A, Mendoza E.G. 1997. *Empirical Puzzles of Chilean Stabilization Policy,* seminar on Chile Development Lessons and Challenges, Economic Development Institute of the World Bank, Washington D.C.
6) Calvo, G.A., Vegh, C.A. 1998. "Inflation Stabilization and Balance of Payments Crises in Developing Countries". Paper has been prepared for publication in the Handbook of Macroeconomics. North Holland.
7) Calvo, G.A., Reinhart, C. 2002. "Fear of Floating". *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 117.
8) Dornbusch R, Fischer S, 1994. *Macroeconomics,* Interanational edition. McGraw-Hill, Inc.
9) Dornbush, R. 2001. «Fewer Monies, Better Monies». *NBER Working Paper.* National Bureau of Economic Research. Cambridge. Massachusetts. No. 8324.
10) Edwards S, 1995. „Exchange Rates, Inflation, and Disinflation: Latin American Experiences", *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy,* Cambridge.
11) Edwards, S., Magendzo, I. 2003a. "A Currency of One?þ Own: An Empirical Investigation on Dollarization and Independent Currency Unions". *NBER Working Paper.* National Bureau of Economic Research. No. 9514.
12) Edwards, S., Magendzo, I. 2003b. "Strict Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation. *NBER Working Paper.* National Bureau of Economic Research. No. 9820.
13) Eichengreen, B. 1994. *International Monetary Arrangements for the 21st Century.* Brookings Institution. Washington.
14) Eichengreen, B., Hausmann, R. 1999. "Exchange Rates and Financial Fragility". *NBER Working Paper.* National Bureau of Economic Research. No. 7418.
15) Fisher, S. 2001. "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives.* Volume 15, No 2.
16) Fleming, J.M. 1962. »Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates« u *An Opet Economy Macroeconomics Reader.* 2002. Routledge. London.
17) Frankel, J.A. 1999. "No Single Currency Regime is Right For All Countries or at All Times". *Essays in International Finance.* Princeton University Press. Princeton. No. 215.
18) Ghosh A.R, Guide A. Ostry J.D, Wolf H, 1996. „Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?", *Economic issues,* IMF.
19) Ghosh, S. Gulde, A., Wolf, H.C. 2003. *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences.* Cambridge Mass. MIT Press.

20) IMF. 1999. »Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues«. *World Economic and Financial Surveys.* International Monetary Fund. Washington.
21) IMF. 2003. »Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues«. *World Economic and Financial Surveys.* International Monetary Fund. Washington.
22) Krugman, P., Obstfeld, M. 2003. *International Economics: Theory and Policy.* Addison-Wesley, Int.
23) Masson, P.R. 2001. "Exchange Rate Regime Transitions". *Journal of Development Economics.* Volume 64.
24) Mundell, R.A. 1963. »Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates« u An Open Economy Macroeconomics Reader. 2002. Routledge. London.
25) Pitiæ, G., Dimitrijeviæ, B. 1995. "Two Yougoslav Hyperinflations: A Comparative Analysis". *Industrija.*
26) Rogoff, K.S., Husain, M., Mody, A., Brooks, R., Oomes, N. 2003. "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes". *IMF Working Paper.* IMF. Washington. WP/03/243.
27) Solimano, A. 1989. "Inflation and the Costs of Stabilization". *CED, The World Bank Working Papers.*
28) Svensson, L. 2000. "Open Economy Inflation Targeting". *Journal of International Economics.* No. 50.