

Duška Gajić*

REŽIMI DEVIZNIH KURSEVA¹*Uvod*

Država u savremenim uslovima permanentno vrši razmenu sa inostranstvom. Ekonomija može biti manje ili više otvorena, ali je međunarodna razmena neminovna pojava u svakom slučaju. Analiziranje tokova otvorene ekonomije u aktivnostima razmene sa inostranstvom zahteva praćenje deviznog kursa. Sa druge strane, u odnosu na režim deviznog kursa koji se u državi primenjuje, data ekonomija se može okarakterisati i vrednovati na određeni način. Kao makroekonomski indikator, devizni kurs predstavlja važnu odrednicu, kako za pojedinačno posmatranje stanja jedne ekonomije, tako i za njeno smeštanje u okvir zajedno sa drugim ekonomijama koje je okružuju i sa kojima je na različite načine povezana. Uprkos činjenici da promene deviznog kursa nemaju stalni efekat na realne varijable, kao što su proizvodnja i zaposlenost, varijacije u deviznom kursu ostaju moćan instrument koji treba da pomogne zemljama da eliminišu važne makroekonomske neravnoteže, poboljšaju izvoznu konkurentnost i učine proces prilagođavanja manje skupim.

Država određuje devizni kurs, u vidu cene sopstvene valute u odnosu na druge valute, štiteći na taj način vlastite interese. Pojedine države aktivno intervenišu na deviznom tržištu, dok druge dopuštaju da valuta slobodno fluktuiru. To zavisi od mnogih karakteristika i trenutnih uslova zemlje koje su obrađene u radu.

Motiv za istraživanje problematike deviznog kursa, u personalnom kontekstu, temelji se na činjenici da je devizno tržište izuzetno sofisticirani kompleks međusobno prožimajućih i uslovljenih pokazatelja i efekata funkcionisanja ekonomije. S obzirom da je domaći prostor veoma ranjiv i senzibilan zbog svoje nedovršenosti u sistemskom i operativnom smislu, krajnje logično proizilazi da je

* Student III godine, Ekonomski fakultet Subotica – Odeljenje u Novom Sadu.

Rad je primljen septembra 2005.

¹ Rad je nagrađen Izuzetnom nagradom na Konkursu za izradu naučnih i stručnih radova studenata Univerziteta u Novom Sadu 2004.

jedna od krucijalnih eksponenti (ne)stabilnosti ekonomije upravo cena domaće valute izražena u stranom novcu.

Rad je podeljen na 3 dela. U prvom delu je obrađena podela deviznih kurseva. Drugi deo posreduje na relaciji fiksni - fleksibilni režim. Poslednji deo posvećen je deviznim kursovima u pojedinim ekonomijama u tranziciji.

Režimi deviznih kurseva

Devizni kursevi određuju razmenu dobara i usluga između zemalja. Država određuje režim deviznog kursa koji odgovara njenim uslovima u određenom periodu. Ne postoji režim koji se može proglasiti za najbolji, upravo zbog činjenice da se pri različitim okolnostima, kursevi drugačije ponašaju. Takođe, uslovi u jednoj državi se menjaju i u skladu sa tim, ne može se odrediti režim deviznog kursa koji je u jednoj državi povoljan za sva vremena.

Teorija i praksa razlikuju više vrsta deviznih kurseva koji se pri diferenciranim ekonomskim okolnostima, geografskoj strukturi i pod drugim uslovima pojavljuju u različitim oblicima.

U stručnoj literaturi izvršena je klasifikacija deviznih kurseva na osnovu tri varijable²:

1. *Nepostojanost deviznog kursa* koja se meri prosečnom apsolutnom procentualnom mesečnom promenom nominalnog deviznog kursa u toku godine.
2. *Nepostojanost promena deviznog kursa* je standardna devijacija procentualnih mesečnih promena deviznog kursa.
3. *Nepostojanost rezervi* se meri prosečnom apsolutnom mesečnom promenom međunarodnih rezervi relativno prema monetarnoj bazi u prethodnom mesecu u cilju sagledavanja monetarnih uticaja na ove promene.

Na osnovu izloženih varijabli razlikuju se fiksni i fleksibilni devizni kursevi, kao i *crawling peg* (puzajući model) i *dirty float* (prljavo fluktuirajući), koji su po karakteristikama kombinacija dva prethodno navedena režima.

Fleksibilne devizne kurseve karakteriše nepostojanje značajne državne intervencije na deviznom tržištu i visoka nepostojanost nominalnog deviznog kursa. Obrnuto, fiksni devizni kurs ne fluktuiira, dok rezerve fluktuiraju.

Crawling peg se odlikuje promenama nominalnog deviznog kursa sa stabilnim prirastom, uz aktivnu intervenciju na deviznom tržištu i nisku nepostojanost promena deviznog kursa.

Dirty float ili *managed float* karakteriše visoka promenljivost svih varijabli. Aktivna intervencija samo delimično ublažava fluktuacije deviznog kursa.

² Vidi šire: E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, A de facto Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note, <http://www.utdt.edu/~ely>, 2002, p. 3

Režimi koji su po osobinama klasifikovani između fiksnih i fleksibilnih su *srednji režimi* koji poseduju visoku nepostojanost svih varijabli, reflektujući nepostojanost deviznog kursa uprkos aktivnoj intervenciji. Neki autori (Levy-Yeyati i Sturzenegger) ih smatraju negativnim zbog malog uticaja na ekonomski rast, u poređenju sa fleksibilnim kursovima.³ Drugi stručnjaci smatraju da su prelazni režimi prihvatljivi za zemlje koje se još nisu otvorile za kapitalne tokove. Statistika pokazuje da se prelazni režimi kontinuirano koriste u zemljama u razvoju. Dakle, u odsustvu institucionalne stabilnosti, upravo prelazni režimi mogu pojačati kredibilitet politike i efekat disciplinovanja monetarne politike, što je preduslov za buduće fluktuiranje deviznog kursa.

Postoje devizni kursevi koji ispoljavaju malu varijabilnost sve tri promenljive i ne mogu se podvesti ni pod jedan režim. Takvi devizni kursevi nemaju naročiti uticaj na ekonomiju.

Danas široko prihvaćenu klasifikaciju su izvršili Eduardo Levy-Yeyati i Federico Sturzenegger. Podelili su režime na fluktuirajuće, fiksne, *crawling peg*, *dirty float* i one koji se ne mogu svrstati ni pod jedan režim. Neki ekonomisti su dali i drugačija objašnjenja problema. Jeffrey A. Frankel je naveo devet vrsta deviznih kurseva, počevši od najrigidnijih ka fleksibilnijim⁴:

- a) *Currency union*; Domaća valuta je ista kao u susednoj zemlji ili u zemlji sa kojom data država sarađuje. Primer je Evropska Monetarna Zajednica (evro). Predstavlja najčvršću povezanost sa fiksnim deviznim kursom.
- b) *Currency board*; Monetarna institucija koja izdaje samo onu valutu koja ima puno pokriće u stranoj aktivi. Devizni kurs nisu fiksirale samo političke vlasti, već je to i utvrđeno pravnim putem. Prvi *currency board* su osnovali Britanci na Mauricijusu 1849. godine. Posle se upotreba proširila na 70 britanskih kolonija. Hong Kong je prihvatio 1983, Argentina 1991, Bugarska 1997, Bosna 1998. Za njegovo uspešno sprovođenje potrebno je postojanje fiskalne discipline, snažan finansijski sistem, vladavina prava. Najčešće valute za koje se druge valute fiksiraju su američki dolar, britanska funta, evro i japanski jen.
- c) *"Truly fixed"* (stvarno fiksni); Primer je fiksiranost valuta mnogih država za dolar.
- d) *Adjustable peg* ("fiksni, ali prilagodljiv"); Primer je Izrael pre nego što su proširene margine fluktuiranja.
- e) *Crawling peg*; U državama sa visokom inflacijom *peg* se može redovno podešavati u nizu mini-devalvacija, koje se dešavaju jednom nedeljno.

³E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger u radu: To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes, 2002, <http://www.utdt.edu/~ely>, p. 8

⁴J. A. Frankel u radu: No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times, 1999, NBER Working Paper 7338, pp. 3-5

Najbolji primer je Čile. Stopa "puzanja" se može namerno podesiti na stopu koja je niža od predviđene inflacije u nastojanju da se postepeno izađe iz inflacionog ciklusa, kao što je bila praksa nekih zemalja krajem 1970-tih. Drugi način je da se ne preduzima ništa protiv inflacije, već da se ona prihvati kao neminovnost i u nastojanjima da se dođe do stabilnog realnog deviznog kursa, isti se indeksira sa nivoom cena.

- f) *Basket peg*; Devizni kurs je fiksiran za više valuta, a ne samo za jednu, što je sasvim logično za zemlje koje vrše međunarodnu razmenu sa geografski udaljenim zemljama (azijske zemlje). Teorijski gledano, nema nikakvog razloga zašto *basket peg* ne bi mogao da bude jednako rigidan kao i devizni kurs koji se fiksira za jednu valutu. U praksi, međutim, većina zemalja koja koristi ovaj režim drži u tajnosti odnos valuta u *basket peg*-u i često vrši podešavanje tog odnosa kako ne bi mogao da bude otkriven.
- g) *Target zone* ili *band*; Država interveniše kada devizni kurs pređe utvrđene margine. Primer: kursni mehanizam (*ERM - Exchange Rate Mechanism*) osnovan 1979, prema kome je jedan broj evropskih zemalja vršio podešavanja u rasponu od plus ili minus 2.25% (još uvek se koristi u Danskoj). Naravno, ako je ovaj raspon dovoljno uzan, onda se target zona približava fiksnom kursu (kao što je 1% širine opsega koji je važio po *Bretton Woods* sistemu i koji je još uvek zvanična definicija fiksnog pega); ako je raspon dovoljno širok, onda se približava fluktuirajućem (kao što je 15% širine kursnog mehanizma nakon 1993, koji još uvek koristi Grčka).
- h) *Managed float* ili *dirty float*; Definiše se kao intervencija na deviznom tržištu po potrebi u smislu kupovine valute kada apresira, prodavanja valute kada depresira. U stilizovanoj verziji, država koja upotrebljava ovaj režim reaguje na fluktuiranja od 1% u tražnji za domaćom valutom prilagođavajući do nivoa varijabilne ponude valute za K%, a ostali deo se ostavlja da se pojavi u ceni - deviznom kursu. Kada je K oko 1, onda je devizni kurs fiksni, a kada je oko 0, onda je devizni kurs fluktuirajući.
- i) *Free float* (slobodno fluktuirajući); Centralna banka se ne meša na deviznom tržištu, već dozvoljava domaćoj ponudi i tražnji da reguliše tržište. SAD je tipičan primer skoro čisto fluktuirajućeg deviznog kursa.

Levy-Yeyati i Sturzenegger ovih devet grupa svrstavaju u svoje četiri grupe: prva tri su *fiksni*, sledeća tri su *crawling peg*, naredna dva su *prljavo fluktuirajući* i konačno *slobodno fluktuirajući*.⁵

Kada je reč o vrstama i razvoju deviznih kurseva, mislim da je važno spomenuti i objasniti *Bretton Woods* sistem, koji se u literaturi konstantno pojavljuje kao vrlo bitna pojava i period za genezu režima deviznih kurseva.

⁵ E. Levy- Yeyati, F. Stutzenegger, A de facto Classification ..., op. cit., p. 3

Bretton Woods sistem je internacionalni monetarni sistem koji je bio baziran na stabilnim i prilagodljivim deviznim kursovima. Valuta svake zemlje-članice imala je paritet izražen u dolarima težine ili nominalne vrednosti koja je bila na snazi 1. jula 1944. SAD su bile jedina država koja je prodavala zlato u zamenu za nacionalnu valutu 1944. Svaka valuta je mogla da se konvertuje u drugu valutu čim dostigne spoljnu granicu dozvoljenih margina fluktuacija, a tako stečeni dolari mogli su da se pod istim uslovima menjaju za zlato. Devizni kursevi nisu bili permanentno fiksni, već su se dešavale povremene devalvacije određenih valuta. Posle pritiska na sistem 1960-tih godina i gubitka poverenja u dolar, došlo je do kolapsa ovog sistema 1971. i širenja upotrebe fluktuirajućih deviznih kurseva.

Fiksni vs. fleksibilni devizni kursevi

Fiksni devizni kurs

Fiksni devizni kurs je režim u kojem *monetarne vlasti određuju kupovne i prodajne stope za svoju valutu u izrazu druge valute*. Prodajne i kupovne stope bi međusobno mogle biti jednake, ali u većini sistema se razlikuju u okviru određenog opsega dozvoljenih fluktuacija.⁶ Ukoliko se devizni kurs nađe iznad vrednosti margine, centralna banka interveniše kako bi zaustavila dalji rast. Centralna banka to čini prodajom sopstvene valute i kupovinom strane u ekvivalentnoj vrednosti. Ako devizni kurs padne ispod dozvoljenog opsega, centralna banka takođe reaguje. U ovom slučaju kupuje sopstvenu valutu i prodaje tuđu u ekvivalentnom iznosu. Prodaja druge valute ne može dugo da traje pošto se na taj način smanjuju devizne rezerve, pa se pribegava alternativnim rešenjima.

Dakle, država svojom intervencijom sprečava slobodne promene deviznog kursa. Za fiksne devizne kurseve je karakteristična *niska nepostojanost deviznog kursa* (prosečna apsolutna promena 0.20% mesečno, a 2.31% kod fleksibilnih) i *visoka nepostojanost rezervi* (14.68%, a 4.59% kod fluktuirajućih).⁷ Oni koji zastupaju *hard peg* kao njegove prednosti ističu uticaj na stabilniju ekonomsku sredinu, brži ekonomski rast i smanjenje inflacije.⁸ Kao posledica činjenice da nema fluktuacija deviznog kursa, stiče se utisak da je ekonomska situacija stabilna, što naravno ne mora biti tako. Što se tiče inflacije, kada država želi da je snizi, pribegava fiksiranju kursa ili čak prihvata drugu valutu. Radnici, kao i menadžeri koji određuju

⁶ M. Obstfeld, K. Rogoff u radu: *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, 1995, NBER Working Paper 5191, p. 2

⁷ Detaljnije: E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, 2002, <http://www.utdt.edu/~ely>, p. 9

⁸ S. Edwards, E. Levy-Yeyati u radu: *Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers*, 2003, NBER Working Paper 9867, p. 1

najamnine očekuju da će inflacija biti niska u budućnosti. Održava se nizak nivo inflacije za svaki nivo outputa. To je razlog zašto države fiksiraju devizni kurs za drugu valutu.⁹ Druge prednosti fiksnog deviznog kursa su da redukuje troškove transakcija i rizik deviznog kursa, koji potencijalno deluje destimulišuće na trgovinu i investicije. Fiksiranje deviznog kursa valuti "velikog" suseda eliminiše rizik i podstiče međunarodnu razmenu i investicije. Fiksni devizni kursevi sprečavaju kompetitivnu apresijaciju i depresijaciju.¹⁰

U slučaju fiksiranja valute za drugu valutu, recimo dolar, prednost fiksiranja se ogleda u tendenciji ka integraciji i jačanju tržišne razmene sa zemljom za čiju se valutu fiksirala, ili sa drugom zemljom koja se fiksirala za istu valutu. Dakle, fiksni devizni kursevi, kao i prihvatanje iste valute (EMU) pomažu regionalnoj ekonomskoj integraciji zbog olakšavanja procesa razmene. Zemlje koje imaju manjak partnera za razmenu, naročito one u razvoju, bi mogle da ih steknu fiksiranjem valute za drugu valutu.¹¹

Problem ovog režima se javlja kada u državi dođe do iznenadnog i permanentnog pada tražnje za njenim izvozom. Tada, pri fiksnom kursu, ne postoji mogućnost prilagođavanja rigidnih cena uvoza i izvoza u kratkom roku i dolazi do pada domaće zaposlenosti i outputa.¹² Upravo ta nemogućnost prilagođavanja šokovima je veliki nedostatak fiksnih deviznih kurseva. Od 1946. do 1971. mnoge zemlje su fiksirale svoje valute za dolar u okviru *Bretton Woods*-kog sporazuma. Vrlo malo zemalja je uspeło da održi svoj kurs fiksiran za drugu valutu duže od 5 godina. Tržišta kapitala u svetu su danas postala prevelika za fiksiranje deviznog kursa.¹³

Fleksibilni devizni kurs

Fleksibilni devizni kursevi determinisani su delovanjem deviznog tržišta koje je u potpunosti slobodno, kompetitivno tržište, bez ikakvih intervencija centralne monetarne institucije. U takvim konkurentskim uslovima, deluju zakoni ponude i tražnje, kao i na ostalim kompetitivnim tržištima, što znači da je *devizni kurs određen ponudom i tražnjom za određenom valutom*.

Mnogi faktori utiču na ponudu i tražnju za određenom valutom. Pojedini deluju u određenim vremenskim intervalima, a drugi trajno. Porast domaćih izvoznih cena utiče na tražnju za domaćom valutom, ali u zavisnosti od cenovne elastičnosti inostrane tražnje za domaćim proizvodima. Ako je tražnja neelastična, nema mogućnosti supstitucije uvoza iz drugih zemalja, tražnja za domaćom valutom raste,

⁹ J. A. Frankel, op. cit., p. 11

¹⁰ Ibid. pp. 9-10

¹¹ G. A. Calvo, F. S. Mishkin u radu: *The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries 2003*, NBER Working Paper 9809, p. 18

¹² M. Obstfeld, K. Rogoff, op.cit., p. 2

¹³ Ibid. pp. 5-7

valuta apresira. Ako je tražnja za domaćim proizvodima elastična, postoji mogućnost uvoza iz drugih zemalja, tražnja za domaćom valutom opada i valuta depresira. Rast uvoznih cena inostranih proizvoda takođe utiče na promene na deviznom tržištu. Ukoliko je cenovna elastičnost tražnje za inostranim proizvodima velika, proizvodi se mogu kupiti i od domaćih proizvođača, ponuda domaće valute se smanjuje, valuta apresira. Ako je tražnja za inostranim proizvodima neelastična, iznosi koji se izdvajaju za kupovinu stranih proizvoda rastu, raste količina ponuđene domaće valute na deviznom tržištu, valuta depresira. Promena nivoa cena u smislu rasta cena zbog inflacije u obe zemlje je još jedan faktor koji utiče na promene deviznog kursa. Ukoliko je inflacija viša u domaćoj privredi, domaći izvoz postaje relativno skuplji, dok je inostrani uvoz relativno jeftiniji. Domaća valuta depresira. Kapitalni tokovi takođe utiču na promene na deviznom tržištu. Značajno kretanje investicionih fondova apresira valute kapitalno-uvoznih, a depresira valute kapitalno-izvoznih zemalja. Strukturalne promene, u smislu promene tehnologije, novi proizvodi, menjaju stanje na deviznom tržištu.¹⁴

Pri fleksibilnom deviznom kursu, plaćanje bi uvek bilo uravnoteženo, zato što bi cena - devizni kurs - bila slobodna da stvara ravnotežu. Prodaja dolara bi mogla da se desi samo u slučaju istovremene kupovine dolara od strane drugog lica. Sistem fluktuirajućih kurseva bi omogućio da se direktno krećemo ka slobodnoj razmeni robe i usluga.¹⁵

Za fleksibilne devizne kurseve je karakteristična *velika varijabilnost deviznog kursa i mala varijabilnost rezervi*.

J. G. Smith izneo je oštru kritiku ovom režimu deviznih kurseva, ali se ipak nije opredelio u korist fiksnog deviznog kursa. U slučaju apresijacije valute, izvoz je nekompetitivan, što ostavlja posledice na privredu. Kada devizni kurs depresira, firme neće automatski povećati izvoz, a ni zaposlenost, zato što ne znaju, niti mogu da pretpostave šta će se desiti sa kursom u roku od šest meseci, ili godinu dana. To je slučaj i sa multinacionalnim kompanijama, koje nisu u stanju da racionalno planiraju buduće operacije i investicije kada promene deviznog kursa mogu da uzrokuju promene tržišnog stanja svakog meseca. Naravno, rešenje problema nije povratak na fiksni devizni kurs.¹⁶

Pre 20, 30 godina najčešća zamerka fleksibilnim deviznim kursovima bila je ta da veća varijabilnost deviznog kursa kreira nesigurnost i da rizik može da obeshrabri

¹⁴ Vidi šire: K. Josifidis, Makroekonomija, principi teorije politike, poglavlje XII Makroekonomija otvorene privrede, izdavač: Vedes, Beograd, 2004, p. 369

¹⁵ Detaljnije: M. Friedman, Kapitalizam i sloboda, izdavač: Global Print, Novi Sad, 1997, p. 119

¹⁶ J. G. Smith u radu: Exchange Rate Management, rad je prezentovan na Konferenciji o alternativama neoliberalizmu, 2002, pp. 1-2

međunarodnu razmenu i investicije.¹⁷ Međutim, ta nesigurnost ne bi trebalo da postoji u stabilnim ekonomskim uslovima.

Prednosti fleksibilnih deviznih kurseva se ogledaju u tome što fleksibilnost omogućuje nezavisnost monetarne politike i dopušta prilagođavanje šokovima. Monetarna politika je samostalna upravo zbog nemešanja države u vidu određivanja margina kretanja kursa. Prilagođavanje eksternim šokovima je omogućeno tako što se na recesiju reaguje monetarnom ekspanzijom i depresijacijom valute. Time se stimuliše tražnja za domaćim proizvodima i ekonomija se vraća na željeni nivo autputa i zaposlenosti brže nego što bi se proces odigrao u slučaju fiksnog deviznog kursa.¹⁸ Fleksibilnost deviznog kursa je uvek predstavljala oruđe za jačanje inostrane konkurentnosti.

Fleksibini devizni kursevi omogućuju ograničavanje kratkoročnog priliva kapitala i podupiru stabilnost finansijskog sistema.¹⁹

Ubrzana integracija na finansijskim tržištima naterala je monetarne vlasti da izaberu između stabilnosti deviznog kursa i monetarne nezavisnosti, što vodi ka polarizaciji režima. Upravo ta večita dilema između dve krajnosti u smislu izbora između fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa, uslovlila je nastanak mnogih rasprava i radova na temu izbora deviznog kursa.

Ranih 1950-tih godina, Milton Friedman se opredelio u korist fleksibilnih deviznih kurseva, upravo zbog mogućnosti upotrebe nominalnog deviznog kursa za izolovanje ekonomije od šokova u uslovima rigidnih cena. Dakle, u uslovima rigidnosti cena, devizni kurs je od velikog značaja, zato što od njega zavisi kojom će se brzinom cene prilagođavati na šokove. Ako se radi o fleksibilnom deviznom kursu, cene se mogu odmah prilagoditi, posredstvom promena nominalnog deviznog kursa, dok su prilagođavanja u slučaju fiksnog deviznog kursa mnogo sporija.²⁰

Kad države zapadnu u ozbiljne finansijske teškoće zbog lošeg unutrašnjeg monetarnog upravljanja ili zbog bilo kojeg drugog razloga, one na kraju moraju da pribegnu fluktuirajućim kursovima. Nikakva kontrola razmene niti direktna ograničenja nisu mogla da im omoguće fiksiranje kursa koji bi mnogo odstupao od ekonomske realnosti. Shodno tome, neosporna je istina da su fluktuirajući kursevi često povezani sa finansijskom i ekonomskom nestabilnošću - kao na primer, u hiperinflacijama ili drastičnim inflacijama. Lako je zaključiti, kao što mnogi i jesu, da fluktuirajući kursevi stvaraju ovu nestabilnost. Mi želimo sistem u kojem cene mogu slobodno da se kreću, ali sistem u kojem su sile koje ih određuju dovoljno stabilne, tako da se cene kreću u umerenom obimu. Krajnji cilj je svet u

¹⁷ J. A. Frankel, op. cit., p. 12

¹⁸ Ibid. pp. 12-13

¹⁹ Vidi šire: B. Eichengreen, R. Hausmann, Exchange Rate and Financial Fragility, 1999, NBER Working Paper 7418, pp. 2-3

²⁰ C. Broda u radu: Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries, 2002, NBER Working Paper, pp. 1-2

kojem kursevi, iako slobodno variraju, u stvari jesu veoma stabilni, jer su stabilne osnovne ekonomske politike i uslovi. Nestabilnost kurseva simptom je nestabilnosti u dubini ekonomske strukture. (Friedman)²¹

Rezultati istraživanja o efektima upotrebe fiksnih i fluktuirajućih režima deviznih kurseva, koje je izvršio Broda su sledeći:

- Promene kratkoročnog realnog GDP-a (usled promena *terms of trade* - odnosa razmene) su manje u uslovima fleksibilnog nego u uslovima fiksnog deviznog kursa. Posle dve godine, 10% pada *terms of trade*, dovelo je do pada realnog GDP-a oko 1.9% kod fiksnog i oko 0.2% kod fleksibilnog deviznog kursa;

Posle negativnog šoka, realni devizni kurs sporo depresira kod fiksnog, dok trenutno depresira kod fleksibilnog deviznog kursa. Dve godine nakon 10% negativnog šoka, realni devizni kurs je depresirao samo 1.3% kod fiksnog i 5.1% kod fleksibilnog deviznog kursa. Pri pozitivnom šoku, u slučaju fleksibilnih deviznih kurseva, nema oštre apresijacije. Razlika među reakcijama na pozitivne šokove, pri upotrebi ova dva režima, nije velika.²²

To ukazuje na sposobnost fluktuirajućih kurseva da se prilagođavaju šokovima, što je velika prednost ovog režima. Kada je šok negativan, kurs značajno depresira i time domaća valuta postaje traženija (zato što tražnja za domaćim proizvodima raste, pošto su prethodno opale cene domaćih proizvoda u odnosu na inostrane).

Stope rasta GDP-a su mnogo više kod fluktuirajućih deviznih kurseva. U uslovima fiksnih deviznih kurseva, rast GDP-a je prosečno 0.78% godišnje manji nego kod fluktuirajućih deviznih kurseva. Rezultat je da ekonomija koja se, uz ostale jednake karakteristike, opredelila za fluktuirajući devizni kurs posle pada *Bretton Woods*-a, 2000. godine ima 22% veći autput nego ekonomija koja se opredelila za fiksni devizni kurs.²³

Izbor deviznog kursa umnogome zavisi od različitih karakteristika ekonomije. Za neke države potpuno fiksni ili potpuno fleksibilni kursevi su sasvim prihvatljiva rešenja. Pojedine države ne žele da usvoje valutu SAD ili neke druge države zato što je to potpuno odricanje od monetarne nezavisnosti, što je za neke ljude i odricanje od simbola nacionalnog političkog suvereniteta. *Fluktuirajuće devizne kurseve preferiraju velike, razvijene ekonomije.* Čini se da postoje jaki razlozi za uvođenje veće fleksibilnosti deviznog kursa kako zemlje ekonomski jačaju i postaju bogatije. Sa ekonomskim napredovanjem, inflacione koristi od kontrolnih i prelaznih režima se gube, možda najviše zbog utvrđenog kredibiliteta politike, jakih institucija. Istovremeno, rizik koji prati fleksibilnost deviznog kursa opada.²⁴ *Za fiksne devizne*

²¹ M. Friedman, op. cit., pp. 115-116

²² C. Broda, op. cit., p. 3

²³ E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, To Float or to Trail: Evidence on..., op. cit., p. 13

²⁴ Vidi šire: Z. Grubišić, Učenje primene čistog plivajućeg deviznog kursa kao način za poboljšanje izvozne konkurentnosti, u zborniku radova sa savetovanja ekonomista Srbije i Crne Gore, Budva 2004, p. 257

kurseve se odlučuju male otvorene ekonomije, ili zemlje koje su pretrpele hiperinflaciju, ili one u kojima je dominacija probirljivih svetskih investitora dovela do gubitka poverenja i do toga da nezavisna monetarna politika više nije korisna. Čak i da je javnost voljna politički da se odrekne monetarnog suvereniteta, potpuna zvanična dolarizacija može biti privlačna za određene zemlje. Pojedine male ekonomije nisu spremne za fluktuiranje valute upravo zbog svoje ekonomske vezanosti za drugu ekonomiju.²⁵

Posle *Bretton Woods*-kog perioda, došlo je do smanjenja broja zemalja koje upotrebljavaju fiksni devizni kurs, što ukazuje na činjenicu da su globalna tržišta kapitala oslabila i najsnažnije *pegove*, forsirajući fleksibilni devizni kurs. Po IMF-ovoj klasifikaciji 1974, procenat zemalja sa fiksnim deviznim kursom bio je 75%, a 2000. pao je na manje od 50%.²⁶

Izbor deviznog kursa na relaciji fiksni-fleksibilni zavisi i od stepena razvijenosti zemlje. Levy-Yeyati i Sturzenegger za zemlje u razvoju preporučuju fleksibilni devizni kurs. Smatraju da su za ove zemlje manje fleksibilni devizni kursevi povezani sa sporijim rastom, kao i većom nepostojanošću autputa. Sa druge strane, neki autori smatraju da prelazni i fiksni režimi mogu biti korisni u zemljama u razvoju, koje još nisu spremne za fluktuiranje deviznog kursa. Za razvijene zemlje, režimi nemaju nikakvog uticaja na ekonomski rast.²⁷

Zaključak nakon sumiranja nekih analiza je da se veći broj prednosti pripisuje fleksibilnim deviznim kursevima (uslovno rečeno), pa se postavlja pitanje zašto zemlje sa fiksnim režimom ne prihvate fleksibilni režim. Levy-Yeyati i Sturzenegger su objasnili da su troškovi promene režima veliki i da sama promena zavisi od niza karakteristika ekonomije u kojoj se ona odigrava.²⁸

Devizni kursevi u pojedinim zemljama u tranziciji

U periodu tranzicije vođenje ekonomske politike moguće je na dva načina. Prvi način je *fiksiranje deviznog kursa*, ili putanje po kojoj će se devizni kurs kretati. Drugi jeste *fiksiranje rasta količine novca*. Glavni argument u prilog vođenja antiinflacione monetarne politike fiksiranjem kursa nacionalne valute jeste činjenica da centralna banka u uslovima postojanja visokog stepena neizvesnosti ponašanja tražnje novca, nije u stanju da pouzdano odredi koja je to optimalna nominalna

²⁵ J. A. Frankel, op. cit., pp. 36-37

²⁶ E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, *Classifying Exchange Rate Regimes...* op. cit., p. 12

²⁷ E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger, *To Float or to Trail: Evidence on...*, op. cit., p. 2

²⁸ Ibid. p. 29

količina novca koju treba kreirati. Prisutan je veliki rizik, da zbog nedovoljne ili prekomerne ponude novca, čitav antiinflacioni program propadne.²⁹

Dakle, često se pribegava fiksiranju deviznog kursa kao meri antiinflacione politike, čime se obezbeđuje sigurnost stabilnosti cena u zemljama u tranziciji. Međutim, fiksni devizni kurs u određenom momentu postaje smetnja razvoju i tranzicionom procesu.

J. Jonas i F. S. Mishkin, u zajedničkom radu, razmatrali su kretanje deviznog kursa u zemljama u tranziciji. U pitanju su tri države koje su se u maju 2004. priključile Evropskoj Uniji: Mađarska, Poljska i Češka. Ove države su pozitivnim ekonomskim kretanjima (među kojima je i promena deviznog kursa) uspele da se pridruže evropskoj eliti.

U drugoj polovini 90-tih godina, Češka, Poljska i Mađarska su napustile fiksni devizni kurs i prihvatile fleksibilni. Razlozi napuštanja fiksnog deviznog kursa su finansijske krize i tržišni pritisak na valutu.³⁰ Prethodna upotreba fiksnog deviznog kursa obezbedila je relativnu stabilizaciju cenovnog nivoa. Međutim, pojavili su se standardni problemi programa stabilizacije: inflacija se snižavala, ali ne dovoljno da spreči veliku apresijaciju koja je stvorila probleme bilansa plaćanja. To je dovelo do odluke o napuštanju fiksnog deviznog kursa. Ove tri države nisu istovremeno prihvatile fleksibilni devizni kurs. Prva je bila Češka 1997, zatim Poljska 1998. i 2001. Mađarska.

Vlasti su morale da odluče koje nominalno sidro da koriste umesto fiksnog režima. Države su se odlučile za *targetiranje inflacije*. Ostale mogućnosti koje su vlasti imale na raspolaganju su: *monetarno targetiranje*, *hard peg*, *just-to-do*. Prednosti targetiranja inflacije u odnosu na ostale metode su: targetiranje inflacije omogućava monetarnoj politici da se fokusira na domaće probleme, da reaguje na šokove kako domaćeg, tako i stranog porekla, javnost lako razume i prihvata targetiranje inflacije.

Država bi trebalo da se pripremi za targetiranje inflacije. Preduslovi uspešnog targetiranja su: snažna fiskalna pozicija, dobar transmisioni mehanizam između instrumenata monetarne politike i inflacije, razvijeni finansijski sistem, nezavisnost centralne banke, sposobnost predviđanja inflacije, transparentna monetarna politika.³¹ Sve tri države o kojima je reč su do određenog nivoa zadovoljile date uslove i time omogućile uspešno targetiranje inflacije.

Promena režima deviznog kursa u zemljama u tranziciji bitna je iz sledeća tri razloga:

²⁹ Detaljnije: D. Đukić, *Monetarna vlast i stabilnost novca*, izdavač: Litopapir, Čačak 1992, pp. 176-177

³⁰ Vidi šire: J. Jonas, F. S. Mishkin, *Inflation Targeting in Transition Countries 2003*, NBER Working Paper 9667, p. 2

³¹ Ibid. p. 5

- U otvorenim ekonomijama, devizni kurs je naročito značajan u kratkom roku; promene deviznog kursa utiču na domaće cene inostranih dobara i usluga i na domaću tražnju za njima; isto tako, utiču i na domaću i inostranu tražnju za domaćim dobrima.
- Devizni kurs je "kanal" kroz koji inostrani uticaji dolaze do domaće privrede.
- Evropske zemlje u tranziciji posebnu pažnju posvećuju deviznom kursu zbog želje za ulaskom u Evropsku Uniju i evro zonu.

Mađarska

Mađarska je na početku tranzicionog perioda fiksirala svoju valutu za više valuta - *basket peg*. Isto kao i u drugim državama, došlo je do pada kompetitivnosti zbog oštre apresijacije valute. Opseg fluktuiranja se postepeno širio. Inflacija je sa 30% 1995. pala ispod 10% 1999. U periodu kada su Češka i Poljska napustile fiksni devizni kurs, Mađarska se i dalje pridržavala svojih margina fluktuiranja kao sidra. Vlasti su uspevale da se izbore sa inflacijom, ali kao i druge zemlje u razvoju sa fiksnim deviznim kursom, nisu mogle da spreče velike kapitalne prilive koji su zadavali mnogo problema. Opseg fluktuiranja se intenzivirao 2000. godine, kada je inflacija koja je u periodu od 1995. do 1999. pala, ponovo počela da raste. Centralnoj banci je bilo vrlo teško da se simultano bori sa inflacijom i da obezbeđuje stabilnost nominalnog deviznog kursa. Posle više pokušaja održavanja fiksnog režima, njegovo napuštanje postalo je neminovno. U maju 2001. vlasti su konačno prihvatile značajnije širenje opsega fluktiranja do 15%.³²

Češka

Češka je napustila fiksni režim i prihvatila fluktuirajući sa targetiranjem inflacije u maju 1997. Fiksni kurs je imao velikog značaja pri uvođenju mera makroekonomske stabilnosti 1991. Nekoliko meseci posle liberalizacije cena i devalvacije valute 1991. stopa inflacije je brzo pala do nivoa od oko 10%, gde se i zadržala. Najamnine i druge nominalne varijable su se prilagodile ovom nivou inflacije. Fiksni devizni kurs i relativno viša inflacija su proizveli apresijaciju valute. Kompetitivnost roba i usluga je opala. Češka je napustila fiksni devizni kurs tek kada nije bilo drugog rešenja, kada je bila "primorana" da to uradi zbog tržišnog pritiska. Međutim, posle napuštanja fiksnog deviznog kursa, postojala je velika opasnost od rasta inflacije, zato je bilo potrebno targetiranje inflacije. Targetiranje inflacije je iskorišćeno kao sidro putem monetarne politike.

³² Ibid. p. 14

Poljska

Proces napuštanja fiksnog deviznog kursa u Poljskoj se razlikuje od češkog procesa. Poljska je valutu fiksirala za više valuta - *basket peg* 1990, u procesu makroekonomske stabilizacije. Međutim, inflacija nije opadala dovoljno brzo. Fiksni nominalni devizni kurs je doveo do brže realne apresijacije valute, što je smanjilo kompetitivnost. *Crawling peg* je uveden 1991. Opseg fluktuiranja deviznog kursa se postepeno povećavao iz godine u godinu, tako da je 1999. dostigao 15%. Režim targetiranja inflacije prihvaćen je 1998. Tek 2002. je Poljska počela da upotrebljava fluktuirajući devizni kurs.

Promene deviznog kursa direktno afektiraju domaću inflaciju, kao rezultat eksternih šokova i kao rezultat mera monetarne politike. U početnoj fazi inflacije, sve tri države su koristile fiksni devizni kurs, da bi obezbedile stabilnost i sprečile inflaciju. Značaj deviznog kursa u tranzicionom periodu zavisi od otvorenosti zemlje u smislu razmene sa inostranstvom i od stepena integrisanosti u međunarodna tržišta. Češka i Mađarska su vrlo otvorene kada je reč o međunarodnim tržištima, dok je Poljska nešto zatvorenija. Stoga, promene deviznog kursa će više afektirati Češku i Mađarsku, gde se dešavaju veće promene domaćih cena i inflacije. Otvorenost privrede izlaže ekonomiju inostranim šokovima i omogućava različito vođenje ekonomske politike. U ovakvim uslovima, kada devizni kurs devalvira, više uvozne cene proizvode inflaciju. Centralna banka reaguje u pravcu rasta kamatne stope. Dakle, ako valuta slabi, očekivana reakcija je rast kamatne stope, što jača valutu. Ove akcije država sprovodi sa ciljem da održi inflaciju na željenom nivou, bez namere da utiče na devizni kurs. U slučaju devalvacije, uticaj visokih uvoznih cena je tranzitoran i rast kamatne stope treba da bude kontrolisan, jer bi oštri rast samo pojačao nepostojanost autputa i inflacije. Rast kamatne stope treba da smanji samo domaću komponentu inflacije, a ne i uvoznju inflaciju, koja je privremena. Ovim kratkim osvrtom je dotaknuto i područje susretanja deviznog kursa, kamatne stope i inflacije. Senzibilitet ovog područja naročito u zemljama u tranziciji karakteriše manja mogućnost predviđanja inflacije, kao i slabiji kredibilitet institucija.

U tranzicionom periodu je potrebno da prođe određeni vremenski period da bi se korišćenjem fiksnog ili prelaznih režima izgradio kredibilitet institucija i omogućilo buduće lako fluktuiranje deviznog kursa.³³ Kada se ispune preduslovi za fluktuiranje u vidu nivoa institucionalnog razvoja i integrisanosti finansijskih tržišta, uočavaju se prednosti fluktuiranja.

³³ Z. Grubišić, op. cit., p. 259

Zaključak

Analiziranje deviznih kurseva upućuje na mnoge zaključke u vezi sa karakteristikama pojedinih režima i izborom režima od strane država. Činjenica je da ne postoji devizni kurs koji je generalno najbolji. Dakle, izbor deviznog kursa treba da bude prilagođen uslovima privrede. Sa druge strane, pošto se konstantno menjaju situacije u ekonomiji, ne može se utvrditi režim deviznog kursa koji je idealan za duži vremenski period.

Većita dilema na relaciji fiksni - fleksibilni devizni kurs egzistira, ali moramo biti svesni da izbor deviznog kursa zavisi od mnogih karakteristika ekonomije. Tako bi upotreba fleksibilnog deviznog kursa u državama koje nisu ekonomski spremne za fluktuiranje deviznog kursa bila štetna. Sa druge strane, postojanje fiksnog deviznog kursa nije uobičajeno za razvijene ekonomije, u kojima preovlađuju fleksibilni devizni kursevi.

Kao prednosti fluktuirajućeg režima ističu se sposobnost prilagođavanja šokovima i nezavisnost monetarne politike. Najčešće zamerke ovom režimu jesu nesigurnost i rizik pri njegovoj upotrebi. Mišljenja sam da se to odnosi samo na zemlje koje nisu institucionalno i ekonomski spremne za fluktuirajući režim, ali su ga prihvatile. Da bi fluktuirajući režim bio uspešan potrebni su određeni uslovi, koje ispunjavaju samo razvijene i jake države, a one druge, na žalost, ne mogu bezbrižno da koriste fluktuirajući devizni kurs.

Fiksni devizni kurs je danas manje zastupljen nego u prošlosti, iako doprinosi stabilnijoj ekonomskoj sredini i smanjuje inflaciju. Prednosti postoje u slučaju ekonomija u razvoju i manjih ekonomija (male su za fluktuiranje) za koje je fiksiranje kursa rešenje.

Smatram da su devizni kursevi u zemljama u tranziciji posebno interesantni iz više razloga. Sami tokovi promena deviznog kursa pri razvoju ovih zemalja mogu poslužiti kao primeri našoj zemlji koja bi trebalo da se kreće u istom pravcu razvoja kao i nekadašnje socijalističke države, koje danas uživaju u "blagodetima" Evropske Unije. Bolne i naporene promene njihovog deviznog kursa, kao i mnoge druge ekonomske i političke promene dovele su ih u situaciju da budu prihvaćene od strane evropske elite. Upravo zbog samog primera toka tranzicionog procesa, veoma je važno praćenje promena u ovim državama.

S obzirom na ranjivost domaće ekonomije i njenu potrebu za promenama, upravo kretanje deviznog kursa u tranzicionom procesu smatram ključnom tačkom svog istraživanja. Za domaću ekonomsku situaciju, ne nalazim krucijalni značaj u fiksnoj niti fleksibilnoj režimu, već u njegovoj sposobnosti da pruži ekonomsku stabilnost, koja je u današnjim uslovima preko potrebna.

Literatura

- Bergin, P. R, Tchakarov, I. (2003) *Does Exchange Rate Risk Matter for Welfare?* NBER Working Paper 9900
- Broda, C. (2002) *Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries*, NBER Working Paper
- Calvo, G. A, Mishkin, F. S. (2003) *The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries*, NBER Working Paper 9809
- Đukić, Đ. (1992) *Monetarna vlast i stabilnost novca*, Litopapir, Čačak
- Edwards, S, Levy-Yeyati, E. (2003) *Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers*, NBER Working Paper 9867
- Eichengreen, B, Hausmann, R. (1999) *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER Working Paper 7418
- Frankel, J. A. (1999) *No single currency regime is right for all countries or at all times*, NBER Working Paper 7338
- Friedman, M. (1997) *Kapitalizam i sloboda*, Global Print, Novi Sad
- Grubišić, Z. (2004) *Učenje primene čistog plivajućeg deviznog kursa kao način za poboljšanje izvozne konkurentnosti*, u zborniku radova sa savetovanja ekonomista Srbije i Crne Gore, Budva
- Jonas, J, Mishkin, F. S. (2003) *Inflation targeting in transition countries: experience and prospects*, NBER Working Paper 9667
- Josifidis, K. (2004) *Makroekonomija, principi teorije politike*, Vedes, Beograd
- Levy-Yeyati, E. (2002) *To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes*, <http://www.utdt.edu/~ely>
- Levy-Yeyati, E, Sturzenegger, F. (2002) *A de facto Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note*, <http://www.utdt.edu/~ely>
- Levy-Yeyati, E, Sturzenegger, F. (2002) *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, <http://www.utdt.edu/~ely>
- Obstfeld, M, Rogoff, K. (1995) *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, NBER Working Paper 5191
- Smith, J. G. (2002) *Exchange Rate Management*, rad je prezentovan na Konferenciji o alternativama neoliberalizmu

Abstract

Exchange rate is a very important macroeconomic indicator affecting, directly or indirectly, economic performance. Exchange rate is a part of so called "impossible trinity", which posits that country can pick only two goals from the tripartite menu of exchange rate stability, monetary independence and financial market integration. It means that countries have to choose either monetary independence, which is

related to flexible exchange rate regime, or exchange rate stability, that can be possible by using fixed exchange rate regime. The dilemma is always present and complicates policymakers' work.

Rezime

Nijedan od brojnih režima deviznih kurseva ne može biti proglašen za najbolji. Svaki poseduje i prednosti i mane. U nekim situacijama, određeni režim može biti izuzetno pozitivan, dok u drugim okolnostima može rezultirati negativnim ishodom. U ekonomskoj teoriji, prihvaćena je sledeća klasifikacija režima deviznih kurseva: *currency union, currency board, "truly fixed", adjustable peg, crawling peg, basket peg, target zone, dirty float, free float*. U ovom radu su izložena shvatanja na relaciji fiksni - fluktuirajući režim i opisani su uslovi, posledice, prednosti, slabosti njihove primene. Konačni zaključak je da se fluktuirajući režimi češće primenjuju i da ih stručnjaci preferiraju. Nakon svih teorijskih analiza, na kreatorima ekonomske politike ostaje da odluče koji je optimalni režim za određenu privredu u određenom periodu.

Ključne reči: režimi deviznih kurseva, fiksnost, fleksibilnost, depresijacija, apresijacija

Summary

There is no exchange rate regime that can be declared as the best one. Each regime has both advantages and disadvantages. In some situations, a regime can be very positive and in an other, it may have rather negative outcome. In the theory, regimes are classified as follows: *currency union, currency board, "truly fixed", adjustable peg, crawling peg, basket peg, target zone, dirty float, free float*. This paper addresses "fixed vs. flexible regime" issue and provides description of all the requirements, consequences, benefits, weaknesses and possibilities related to them. The final conclusion is that flexible regimes are more frequently used and preferred by most economists. After all theoretical analyses, policymakers are those who make decisions about the optimal exchange rate regime for the economy concerned.

Key words: exchange rate regime, fixity, flexibility, depreciation, appreciation.