

2 SISTEMI DEVIZNOG KURSA

U trećem polavlju smo videli kako se formira devizni kurs i koji faktori na njega utiču. Devizni kurs koji se slobodno formira na tržištu usled interakcije između ponude i tražnje za devizama se naziva slobodno fluktuirajući devizni kurs. Na slobodno fluktuirajući devizni kurs država ne utiče, odnosno on je isključivo posledica delovanja tržišnih sila ponude i tražnje za devizama. Takav je slučaj sa većinom konvertibilnih valuta kao što su američki dolar, evro, jen, kanadski dolar, britanska funta, itd. Međutim, posmatrano sa aspekta deviznih sistema koji postoje, slobodno fluktuirajući devizni kurs je samo jedna od politika deviznog kursa za koju neka zemlja može da se opredeli da je sprovodi. Odnosno, u sledećoj podeli će biti navedeni različiti sistemi deviznog kursa, počev od sistema koji čvrsto fiksiraju domaću valutu (tu treba navesti režime dolarizacije, valutnog odbora i fiksnog deviznog kursa), do onih režima koji se kreću ka sve slobodnijim sistemima determinacije kursa, pri čemu je slobodno fluktuirajući devizni kurs najliberalniji način utvrđivanja nivoa deviznog kursa na koga utiču samo tržišne sile ponude i tražnje za devizama. Prema tome, u ovom poglavlju se objašnjavaju sledeći sistemi deviznog kursa:

- 1) dolarizacija i valutna unija,
- 2) valutni odbor,

1) Dolarizacija i valutna unija

Dolarizacija je slučaj kada zemlja napušta svoju nacionalnu valutu i prihvata valutu neke druge zemlje kao svoje zakonsko sredstvo plaćanja, odričući se pri tome mogućnosti da vodi svoju nezavisnu monetarnu politiku. Drugim rečima, zemlja koja se odluči na dolarizaciju povlači svoju nacionalnu valutu iz upotrebe, odnosno nacionalna valuta više ne služi kao sredstvo razmene. Proces dolarizacije se sprovodi tako što valutu druge zemlje (najčešće američki dolar) koju je imala u deviznim rezervama zamenjuje za nacionalnu valutu. Naj taj način, inostrana valuta preuzima sve funkcije novca u jednoj nacionalnoj ekonomiji, a to su funkcije 1) sredstva razmene, 2) mera vrednosti (iskazivanje vrednosti roba i usluga u novcu) i 3) sredstvo očuvanja vrednosti (štednja u toj valuti).

Ovde se postavlja pitanje zašto bi neka zemlja pristala na dolarizaciju? Zemlje koje se odluče da preuzmu inostranu čvrstu valutu kao sredstvo plaćanja u svom sistemu obično su prožete brojnim ekonomskim problemima, kao što je visoka inflacija, nestabilan depresirajući devizni kurs, neuravnoteženi platni bilans (veći uvoz od izvoza), budžetski deficit koji se često finansira štampanjem novca, nizak nivo stranih direktnih investicija, itd. Odnosno, ekonomski problemi koji su navedeni su najčešće međusobno povezani. Drugim rečima, ono što često predstavlja generator nestabilnosti ili „inicijalnu kapislu“ od koje

sve polazi u jednoj državi su neuređene javne finansije, odnosno prisustvo konstantnog deficita u budžetu (iz godine u godinu). U nedostatku sredstava iz realnih izvora (putem poreza ili zaduživanjem na finansijskim tržištima), budžetski deficit se finansira štampanjem novca, što izaziva visoku inflaciju, depresijaciju deviznog kursa, nastanak rizika deviznog kursa koji onda odvraća strane investitore. Zbog toga, u cilju obezbeđivanja veće stabilnosti, ekonomski nestabilne države se okreću stabilnijim valutama, odnosno onim valutama koje uživaju najviši stepen poverenja na finansijskim tržištima, imaju nižu inflaciju i kamatnu stopu (što je najčešće valuta trenutno najjače ekonomije sveta – američki dolar).

Šta se postiže procesom dolarizacije?

- 1) Prvo, preuzimanjem valute druge zemlje nestaje opasnost da će se budžetski deficiti finansirati putem štampanja novca, jer zemlja koja je preuzela valutu druge zemlje ne može da je štampa (da to radi to bi bilo falsifikovanje). Drugim rečima, sam fiskalni sistem dolarizovane zemlje bi trebao da postane disciplinovaniji.
- 2) Drugo, čim nestane mogućnost štampanja novca bez pokrića, inflacija bi trebala drastično da padne, a u srednjem roku (od 6 meseci do 2 godine) nivo cena između dolarizovane zemlje i zemlje čija valuta je preuzeta bi trebale da se izjednače. Ovo posebno važi za razmenjive proizvode (to su oni proizvodi koji prelaze granicu), jer nivo cena mora vremenom da se izjednači zbog tzv. robne arbitraže. Drugim rečima, trgovci bi kupovali isti ili sličan proizvod u zemlji u kojoj je jeftiniji i prodavali ga u zemlji u kojoj je skuplji, i taj proces bi trajao dok se nivo cena u dve zemlje ne izjednači.
- 3) Treće, preuzimanjem valute druge zemlje nestaje opasnost od rizika deviznog kursa, tj. nestaje mogućnost da domaća valuta depresira, jer ona više ne postoji. Eliminacijom rizika deviznog kursa bi trebalo da pozitivno deluje na strane investitore da ulažu u dolarizovanu zemlju.
- 4) Četvrto, kamatne stope na zaduživanje dolarizovane zemlje bi bila onolika kolika važe za zemlju čija je valuta preuzeta (odnosno bila bi relativno niska).
- 5) Peto, prihvatanje valute druge zemlje koja dominira u spoljnoj trgovini, doprinosi smanjivanju transakcionih troškova i troškova trgovine, kao i troškova pokrića rizika deviznog kursa (hedžinga).

Nedostaci procesa dolarizacije:

- 1) Prvo, u proces dolarizacije ulaze relativno male ekonomije, koje najpre moraju da imaju dovoljan nivo deviznih rezervi da bi zamenili domaću valutu za neću čvrstu valutu kao što je dolar. U suprotnom, nedostatak dovoljno čvrste valute bi izazvao nelikvidnost u dolarizovanoj ekonomiji (nedostatak novca) što bi prvo izazvalo deflaciju (inflacija bi bila negativna), a zatim bi ekonomija ušla u oštru recesiju.
- 2) Drugo, pošto dolarizovana ekonomija ne može da štampa čvrstu valutu koju je preuzela, ona mora da ima uravnotežen platni bilans, odnosno da priliv i

odliv deviza u ekonomiju budu izbalansirani, jer ako je uvoz konstantno veći od izvoza to će dovesti do odliva čvrste valute iz sistema, što će izazvati nelikvidnost ekonomije i recesiju.

- 3) Treće, dolarizovana ekonomija preuzimanjem čvrste valute gubi mogućnost vođenja nezavisne monetarne politike preko kamatnih stopa. To znači da u fazi ekspanzije podiže kamatne stope, a fazi recesije da ih spušta. Preizimanjem čvrste valute, dolarizovana ekonomija prihvata da bude potčinjena monetarnoj politici zemlje čiju je valutu preuzela. Ovo može da funkcioniše dokle god su privredni ciklusi dolarizovane ekonomije i ekonomije čvrste valute usklađeni. Odnosno, ako se periodične faze ekspanzije i recesije javljaju u obe zemlje istovremeno i sinhrono. Međutim, ako bi zemlja čvrste valute ušla u recesiju, a dolarizovana ekonomija prolazila kroz fazu ekspanzije, onda zemlja čvrste valute spušta kamatne stope (pojeftinjuje novac), što ne odgovara dolarizovanoj ekonomiji jer bi njoj odgovarale visoke kamatne stope kao vid borbe protiv inflacije. Isto važi i u suprotnom pravcu kada je zemlja čvrste valute u ekspanziji, a dolarizovana ekonomija u fazi recesije.
- 4) Četvrto, uvođenje čvrste valute u nacionalni sistem može dovesti do pada konkurentnosti dolarizovane privrede, jer da bi dolarizovana ekonomija bila konkurentna sa svojim proizvodima svetskom tržištu mora da ima približno isti nivo produktivnosti kao zemlje čvrste valute, da bi mogla da joj parira sa cenama. Ovo zbog toga što ne postoji mogućnost da se poboljša konkurentnost na bazi depresijacij valute. U suprotnom, može se desiti da nacionalna privreda više ne bude cenovno konkurentna po pitanju nekih proizvoda, što bi joj umanjilo izvozne prihode. Kao jedini rezultat poboljšanja konkurentnosti, ako ne preko povećanja produktivnosti (za šta je potrebna tehnologija) je snižavanje nadnica (troškova proizvodnje), što je uvek vrlo teško sprovesti.
- 5) Peto, prihvatanjem monetarne politike zemlje čvrste valute, dolarizovana zemlja gubi mogućnost da bude zajmodavac u krajnjoj instanci svom bankarskom sektoru. Drugim rečima, gubi se sposobnost reagovanja na bankarskom tržištu u slučaju da nastane potreba za dodatnim novcem. Ukoliko bi došlo do povećane aktivnosti za povlačenjem depozita u poslovnim bankama, država ne bi mogla da pomogne svojim bankama štampanjem dodatne količine novca ili plasiranjem novca iz deviznih rezervi koje bi bile istrošene usled prelaska na dolar kao zvaničnu valutu. Eventualno se funkcija zajmodavca u poslednjoj instanci može nadoknaditi putem formiranja stabilizacionih fondova koji bi koristili isključivo za te namene.

Kao primeri dolarizovanih ekonomija, koje su uzele američki dolar da im bude zakonsko sredstvo plaćanja, mogu da se navedu: Ekvador i El Salvador u Latinskoj Americi, Zimbabve u Africi. U Evropi mogu da se navesti primeri za Lihtenštajn koji je uzeo švajcarski franak, a Crna Gora evro.

Koncept *valutne unije* ovde treba da se spomene jer je on u neku ruku sličan procesu dolarizacije, ali i različit. Valutna unija se javlja kada zemlje članice monetarne unije koriste jednu valutu kao zakonsko sredstvo plaćanja, jer su razvile intenzivne trgovinske, legislativne, političke i druge veze, kao u slučaju Evropske monetarne unije (EMU), koja je najpoznatija valutna unija na svetu. Osnovna razlika između zemlja koje su članice valutne unije i dolarizovanih ekonomija je ta što valutnoj uniji mogu da pristupe samo zemlje koje su prošle proces prilagođavanja i usaglašavanja, tzv. proces konvergencije, kako bi monetarna politika koja se poverava centralnoj monetarnoj unistituciji (u EMU je to Evropska centralna banka). Ovo se čini zbog toga da bi jedinstvena monetarna politika odgovala što većem broju članica.

2) Valutni odbor

Režim deviznog kursa u vidu valutnog odbora predstavlja aranžman čvrstog fiksiranja deviznog kursa u odnosu na drugu valutu (koja se naziva valuta sidra), a ona može biti neka svetska valuta poput dolara ili evra, SPV ili korpa više valuta. Kao i u slučaju dolarizacije, zemlje koje se odlučuju za uvođenje valutnog odbora po pravilu se nalaze u ekonomskoj krizi, u smislu visoke inflacije, nestabilnog i depresirajućeg kursa, neuravnoteženog platnog bilansa i konstantne prisutnosti fiskalne nediscipline. Prilikom izbora valute sidra mora se voditi računa o značaju pojedinih zemalja za trgovinu posmatrane zemlje, valutnoj strukturi spoljnog duga, stabilnosti valuta koje su kandidati za valutu sidra, i dr. U režimu valutnog odbora, za razliku od dolarizacije, domaća valuta postoji, ali je trajno vezana za određenu čvrstu valutu prema unapred utvrđenom fiksnom paritetu, po kome ta valuta uvek može da se zameni. Monetarne rezerve u sistemu valutnog odbora su nešto veće od mase emitovanog domaćeg papirnog i kovanog novca (M0 agregat), što praktično znači da one ne moraju da pokriju šire agregate novčane mase (M1 i M2, koji obuhvataju kratkoročno i dugoročno oročene depozite u bankarskom sistemu). Zbog toga su monetarne rezerve uglavnom za 10% veće od primarnog novca (M0), u cilju da se time obezbedi zaštita u slučaju da obveznice u posedu odbora ili strane valute izgube vrednost. Valutni odbor deo svojih monetarnih rezervi drži u najlikvidnijem obliku, kao što su bankarski depoziti u zemlji valute sidra, prvoklasne hartije od vrednosti ili novčanice valute sidra. Ukoliko je situacija u zemlji stabilna, valutni odbor deo monetarnih rezervi može držati i u manje likvidnim oblicima, koji nose višu kamatnu stopu, kao što su dugoročne hartije od vrednosti. Valutni odbor stiče profit (*seigniorage - senjoridž*) u visini razlike između kamate koju prima po osnovi deponovanih deviznih rezervi i troškova održavanja papirnog i metalnog novca u opticaju. Višak profita iznad njegovih potreba za pokriće troškova i održavanje deviznih rezervi u skladu sa zakonom, valutni odbor stavlja na raspolaganje vladi.

U sistemu valutnog odbora, centralna banka valutnog odbora skoro da gubi sve svoje funkcije. U svom najjednostavnijem obliku, valutni odbor ne može da

odobri kredite državi ili bilo kom drugom subjektu. Monetarne vlasti ne mogu da utiču na nivo kamatnih stopa, a one se formiraju pod uticajem zemalja za čiju valutu je vezana domaća valuta. Pošto ne može da utiče na kamatne stope niti da odobrava kredite bankama u onom obimu u kojem može centralna banka, valutni odbor ne može da vodi discrecionu politiku kao klasična centralna banka, odnosno ne može preko politike kamatne stope da utiče na stabilizaciju privrednih ciklusa. Takođe, to znači da količina primarnog novca u opticaju i nivo deviznih rezervi koje stoje iza njega isključivo zavise od autonomnih tokova, odnosno od konverzije domicilne valute u valutu sidra, na čega utiču nivoi izvoza i uvoza. Drugim rečima, zemlje koje sprovode režim valutnog odbora treba da imaju uravnotežen uvoz i izvoz, kako ne bi dolazilo do prevelikog povećanja novčane mase (i deviznih rezervi) u sistemu zbog većeg izvoza ili smanjenja novčane mase (i deviznih rezervi) zbog većeg uvoza. Zbog toga, pogodni kandidati za valutni odbor su male otvorene ekonomije, a ne velike ekonomije kod kojih može doći do značajnih neusklađenosti između izvoza i uvoza, što onda utiče na remećenje unutrašnjeg sistema. Nemogućnost kreditiranja vlade u sistemu valutnog odbora nameće rigoroznu fiskalnu disciplinu. Sem toga, ograničena sredstva koja stoje na raspolaganju valutnom odboru za vršenje funkcije zajmodavca u krajnjoj instanci, zahtevaju postojanje zdravog bankarskog sistema koji može da funkcioniše bez uzimanja kredita kod centralne banke valutnog odbora.

Sušтина valutnog odbora je da on podređuje unutrašnju ravnotežu spoljašnjoj ravnoteži, odnosno ravnoteži platnog bilansa, tj. usklađenosti uvoza i izvoza. Zbog čvrstog vezivanja domicilne valute za valutu sidra, zemlja u režimu valutnog odbora ne može depresirati svoju valutu kako bi poboljšala konkurentnost i izvoz, nego mora da se realno prilagođava, što znači da nadnice i cene moraju biti fleksibilne u smislu da idu na dole kada konkurentnost treba poboljšati. Naravno, da nijedno društvo ne reaguje blagonaklono i afirmativno na mogućnost smanjenja plata, što nekad može biti vrlo teško politički sprovesti, ali to je jedini način da se poboljša konkurentnost privrede u valutnom odboru. Sa druge strane, stabilnost deviznog kursa i inflacije, kao i fiskalna disciplina u valutnom odboru, pozitivno deluju na strane investitore koji bi došli da ulažu u takvu zemlju.

Pošto ideja valutnog odbora potiče iz Velike Britanije, sasvim je očekivano što su upravo njene bivše kolonije imale ovaj sistem deviznog kursa. Prvi valutni odbor je uspostavljen 1849. godine na Mauricijusu, britanskoj koloniji u Indijskom okeanu. Zapadnoafrički valutni odbor, uspostavljen 1912. godine u britanskim kolonijama Nigeriji, Gani, Sijera Leoneu i Gambiji, dostigao je svoju razvijenu formu. Danas nekoliko zemalja ima valutni odbor: Hong Kong, Bosna i Hercegovina, Bugarska. Estonija je imala valutni odbor između 1992. i 1999. godine, pri čemu je njena valuta bila vezana za nemačku marku. Argentina je imala valutni odbor u periodu od 1991. do 2001. godine, kada je, zbog krize, bila prinuđena da ga napusti i devalvira nacionalnu valutu, pesos.

Empirijski primer 5.1. – Valutni odbor u Argentini

Kada je 1989. inflacija u Argentini dostigla ekstremnu godišnju stopu od 3.080%, rasla je politička podrška da se jednom zauvek reše problemi sa visokom inflacijom. Prvo, reforme su uključivale privatizaciju državnih preduzeća, deregulaciju ekonomije, niže trgovinske barijere i državnu reformu. Implementacijom reformi, Argentina je dobila veliku pohvalu, posebno od MMF-a. Takođe na Wall Streetu, Argentina je postala jedno od najomiljenijih tržišta u razvoju. Zemlja je mogla da se zaduži relativno jeftino u američkim dolarima i postala je najveći izdavalac državnih obveznica na tržištima u nastajanju krajem devedesetih. Međutim, zbog toga je zemlja postala sve više zavisna od stranog kapitala.

Drugo, sproveden je uspešan plan suzbijanja hiperinflacije. Plan konvertibilnosti iz 1991. godine je argentinski peso fiksirao jedan prema jedan za američki dolar, uvodeći režim valutnog odbora, čime je postavljena osnova za (privremenu) stabilizaciju kursa. Pod valutnim odborom, Argentinci su sada mogli slobodno pretvoriti svoje pezose u dolare. Nakon sprovođenja ovih reformi, argentinska ekonomija je ušla u period ekonomskog rasta između 1991. i 1997., jedino u 1995. godini, rast proizvodnje bio je negativan, zbog takozvane Tekuila krize u Meksiku. Međutim, brz povratak visokog ekonomskog rasta je usledio u 1996. godini, što je sugerisalo da je argentinska ekonomija dovoljno jaka da se suoči sa spoljnim šokovima. To je dodatno ojačalo poverenje u sprovedene politike, uključujući plan konvertibilnosti.

Međutim, nakon izbijanje valutnih kriza u Aziji, Rusiji i Brazilu, povećali su se troškovi pozajmljivanja za zemlje u razvoju, uključujući i Argentinu, zbog pada poverenja investitora. Štaviše, velika promena u brazilskoj kursnoj politici imala je veliki uticaj na argentinsku ekonomiju, jer je Brazil bio jedan od glavnih trgovinskih partnera te zemlje.

Naime, Brazil je 1998. godine prekinuo sa čvrstim vezivanjem reala za američki dolar, što je rezultiralo snažnom depresijacijom brazilske valute. Ovo je pomoglo brazilskoj ekonomiji da se oporavi, ali je takođe imalo velikog uticaja na argentinsku ekonomiju, jer je smanjilo konkurentnost mnogih argentinskih proizvođača. Sve je to dovelo do oštrog smanjenja Argentinskog izvoza, a kao posledica toga, deficit tekućeg računa Argentine porastao je, a zemlja je do jeseni 1998. ušla u recesiju. Uprkos dubokim ekonomskim problemima, Argentina je zadržala svoje čvrsto vezivanje za američki dolar u režimu valutnog odbora, ali to nije uspelo da odgovori na rastuće ekonomske probleme, jer Argentina nije mogla primeniti monetarnu ili kursnu politiku. Pored toga, kako je američki dolar apresirao i dostigao svoj najviši nivo u 15 godina, čvrsto vezivanje argentinskog pezosa za dolar je postalo još veći problem za argentinski izvoz. Poblemi su bili ozbiljni jer

jak kurs argentinskog pezosa nije podržan fleksibilnošću cena i plata, i dodatno je smanjila mogućnost Argentine da se nosi sa precejenom valutom, što je značajno smanjila kredibilnost režima valutnog odbora.

Apresirani pezos naneo je veliku štetu izvozu iz Argentine i prouzrokovao dugotrajni ekonomski pad koji je na kraju doveo do napuštanja valutnog odbora i čvrstog pariteta peso-dolara u 2002. godini. Međuti, ova nagla promena je, sa druge strane, uzrokovala ozbiljne ekonomske i političke nevolje u zemlji. Stopa nezaposlenosti je porasla iznad 20 procenata, a inflacija je u aprilu 2002. dostigla mesečnu stopu od oko 20 procenata. Iako ne postoji jasan konsenzus o uzrocima argentinske krize, postoje najmanje tri faktora koji su povezani sa kolapsom sistema valutnog odbora i ekonomskom krizom koja je usledila: 1) nedostatak fiskalne discipline, 2) nefleksibilnost na tržištu rada i 3) uticaj efekata finansijskih kriza iz Rusije i Brazila na Argentinu.