

6 NEMOGUĆE TROJSTVO I INTERVENCIJE CENTRALNE BANKE NA DEVIZNOM TRŽIŠTU

6.1 IZBOR REŽIMA DEVIZNOG KURSA

U prethodnom poglavlju smo videli koji teorijski režimi deviznog kursa postoje, a sad se postavlja pitanje koji režim deviznog kursa je najbolji za neku zemlju. Ovo pitanje je kompleksno i obuhvata mnogo faktora koji na njega utiču, a neki od njih mogu da budu nivo inflacije u ekonomiji, stepen razvijenosti ekonomije, nivo deviznih rezervi, trgovinska integracija, mobilnost radne snage, uravnoteženost platnog bilansa, itd. Poenta je u tome da treba jasno odrediti ciljeve koji se žele postići određenim režimom deviznog kursa. Drugim rečima, zemlja može birati između fiksnog deviznog kursa (ili neke forme fiksnog deviznog kursa) i fluktuirajućeg deviznog kursa (ili upravljano fluktuirajućeg deviznog kursa). Fiksni devizni kurs postiže stabilnost inflacije i eliminiše rizik deviznog kursa. Pri tome, poboljšanje konkurentnosti se mora ostvariti realnim putem, tj. povećanjem produktivnosti ili smanjenjem troškova proizvodnje (smanjenjem nadnica). Međutim, sprovođenjem politike fiksnog deviznog kursa, zemlja gubi mogućnost vođenja nezavisne monetarne politike putem referentne kamatne stope i takođe mora imati dovoljan nivo deviznih rezervi da ga brani.

Sa druge strane, zemlja se može opredeliti da vodi politiku (upravljano) fluktuirajućeg deviznog kursa kojim se može automatski uspostaviti ravnoteža u platnom bilansu putem promene kursa, a takođe ova politika deviznog kursa ostavlja prostora centralnoj banci da vodi nezavisnu monetarnu politiku putem referentne kamatne stope. Međutim, politika fleksibilnog deviznog kursa podrazumeva odsustvo stabilnosti deviznog kursa, odnosno prisutvo valutnog rizika u manjoj ili većoj meri, što se onda može odraziti na stabilnost cena i inflacije. Prema tome, nemoguće je postići istovremeno stabilan devizni kurs (koji podrazumeva odsustvo vođenja nezavisne monetarne politike) i nezavisnu monetarnu politiku (koja podrazumeva fleksibilan kurs).

Teorijski princip nemogućeg trojstva ovo naglašava. Odnosno, prema ovom načelu, nemoguće je istovremeno postići tri cilja, već samo dva, a na svakoj zemlji je da izabere koja ta dva cilja će biti. Ti ciljevi su sledeći:

- 1) slobodno kretanje kapitala,
- 2) monetarnu nezavisnost, i
- 3) stabilnost deviznog kursa.

Slika 6.1. Šematski prikaz nemogućeg trojstva



Slika 6.1. šematski prikazuje princip nemogućeg trojstva, gde svaka strana trougla predstavlja jedan od ciljeva ekonomske politike koji zemlja želi da postigne. Kao što je rečeno, od tri cilja samo dva mogu da se izaberu i da se ostvare, dok treći ne može. Uglovi trougla su obeleženi brojevima i oni prikazuju na koji način mogu da se ostvare dva cilja. Na primer, ako zemlja ima cilj da ostvari:

- 1) monetarnu nezavisnost i slobodno kretanje kapitala, onda se to postiže vođenjem režima slobodno fluktuirajućeg kursa
- 2) monetarnu nezavisnost i stabilan devizni kurs, onda se to postiže nametanjem potpune kontrole kretanja kapitala
- 3) slobodno kretanje kapitala i stabilan devizni kurs, onda se to postiže vođenjem režima fiksnog deviznog kursa.

U nastavku ćemo objasniti sve načine za postizanje određenih ciljeva i zašto treći cilj ostaje neostvariv.

- 1) Ako analiziramo prvi slučaj, koji kaže da su dva željena cilja monetarna nezavisnost i slobodno kretanje kapitala, onda je nemoguće ostvariti i cilj stabilnog deviznog kursa. Ovo je zbog toga što nezavisna monetarna politika podrazumeva nezavisno vođenje politike referentne kamatne stope kako bi se ublažili privredni ciklusi (u recesiji se sprovodi politika niskih kamatnih stopa, a u ekspanziji politika visokih kamatnih stopa). Zbog činjenice da globalni kapital uvek ide ka onim mestima koja nude višu stopu prinosa uz niži ili isti rizik, onda promene referentne kamatne stope centralne banke definitivno utiče na to da li će kapital dolaziti ili odlaziti iz zemlje. U tim uslovima, nemoguće je ostvariti i stabilan devizni kurs, jer konstantan priliv i odliv stranog kapitala neprekidno utiču na promene ponude i tražnje za devizama

na domicilnom deviznom tržištu (vidi sliku 3.1.), što utiče na promene krive ponude i tražnje za devizama, odnosno na promenu deviznog kursa.

- 2) U drugom slučaju, željeni ciljevi su monetarna nezavisnost i stabilan devizni kurs. To bi značilo da centralna banka slobodno vodi politiku referentne kamatne stope, a istovremeno ostvaruje stabilan devizni kurs. Pošto smo rekli u prethodnom objašnjenju da je nemoguće postići stabilan devizni kurs ako se istovremeno vodi politika slobodnog kretanja kamatnih stopa, jer kapital ide ka onim područjima sa višim kamatnim stopama, onda je stabilan kurs moguće postići samo ako se uvedu ograničenja u kretanju kapitala. To bi značilo da država strikno kontroliše koliko kapitala može da uđe, a koliko da izađe iz zemlje. Ova mera kontrole kapitala je vrlo radikalna, i vrlo retko se primenjuje (poznato je samo nekoliko primera u istoriji), a kada se primeni vrlo kratko traje. Drugim rečima, većina zemalja ne dovodi u pitanje slobodno kretanje kapitala, jer bi to poslalo vrlo negativnu poruku stranim investitorima koje svaka zemlja želi da privuče. Odnosno, svi investitori bi izbegavali zemlju iz koje ne mogu da izvuku novac koji su uložili, i takva zemlja ne bi imala nikakvu perspektivu. Prema tome, slobodno kretanje kapitala se podrazumeva, a to onda znači da se izbor zemlje praktično svodi na dva cilja: 1) slobodno kretanje kapitala i monetarna nezavisnost i 2) slobodno kretanje kapitala i stabilan devizni kurs.
- 3) U poslednjem slučaju, ciljevi koje zemlja pokušava da ostvari su stabilan devizni kurs uz slobodno kretanje kapitala. Ove ciljeve je moguće ostvariti uz vođenje politike fiksnog deviznog kursa. Naime, ako zemlja vodi politiku fiksnog deviznog kursa, onda su njoj ruke vezane po pitanju vođenja nezavisne monetarne politike. Drugim rečima, zemlja tada ne može da vodi politiku kamatnih stopa koja će se razlikovati od kamatne stope zemlje za čiju je valutu vezala svoj devizni kurs. Ovo zbog toga što bi kapital uvek išao ka onoj zemlji u kojoj je kamatna stopa veća, jer ne postoji rizik deviznog kursa, odnosno ne postoji opasnost da će kurs depresirati. Kretanje kapitala između zemalja, kao što je rečeno, podrazumeva onda promenu ponude i tražnje za devizama na deviznom tržištu, što uslovljava nestabilan kurs. Prema tome, kamatne stope između zemalja moraju da budu jednake da ne bi dolazilo do seljenja kapita, što bi dovelo do promena na domicilnom deviznom tržištu i promeni deviznog kursa.

Empirijski primer 6.1. – Azijska finansijska kriza (1997-1998)

Kriza u Istočnoj Aziji (1997–1998) je poznata kao velika finansijska kriza izazvana kombinacijom tri politike koje krše nemoguće trojstvo. Zemlje istočne Azije su *de facto* vodile politiku fiksnog deviznog kursa prema američkom dolaru uz istovremeno promovisanje slobodnog kretanja kapitala, ali su takođe težile da vode nezavisnu monetarnu politiku, što krši princip nemogućeg trojstva. Kako je kriza nastala? Prvo, zbog fiksnog deviznog kursa, strani investitori su mogli ulagati u azijske zemlje bez rizika fluktuacije kursa, što ih je privlačilo. Drugo, slobodan protok kapitala nije sprečavao

strane investicije ni po kojem osnovu da dođu ili napuste zemlju. Treće, kratkoročne kamatne stope azijskih zemalja bile su veće od kratkoročnih kamatnih stopa Sjedinjenih Država od 1990-1999. Iz tih razloga, mnogi strani investitori uložili su ogromne količine novca u azijske zemlje i ostvarili ogromne profite. Iako je trgovinski bilans azijskih zemalja bio povoljan, značajna ulaganja stranih investitora, zbog razlike u kamatnim stopama, je uticao na to da se stvore uslovi za nastanak nesigurnosti. Drugim rečima, kada su investitori počeli da povlače svoj novac iz Istočne Azije zbog straha da fiksni kursevi neće moći da se održe, zemlji poput Tajlanda je ponestalo deviznih rezervi dolara da ga održe na fiksnom nivou, stoga je Tajland bio primoran da dozvoli da njena valuta, baht, slobodno fluktuirala. Međutim, značajna depresijacija bahta je uticala da mnoga tajlandska preduzeća proglase bankrot, jer su bili kratkoročno zaduženi u američkim dolarima, a dugove nisu mogli da servisiraju jer im je sada, posle depresijacije, trebalo mnogo više bahta za jedan američki dolar.

Empirijski primer 6.2. – Kriza u Meksiku i devalvacija pezos

U periodu od 1990-1993. godine Meksiko je ostvario značajan priliv stranog kapitala, od čega je najveći udeo bio u obliku portfolio investicija (ulaganje u meksičke hartije od vrednosti – akcije i obveznice). Takođe, Meksiko je tada vodio politiku fiksnog deviznog kursa prema američkom dolaru. Visoki priliv stranog kapitala je omogućio i visoku potrošnju Meksika, što se odrazilo na deficit tekućeg bilansa u iznosu od 5% BDP-a (uvoz je bio veći od izvoza) u 1991. i 6,5% u 1992. i 1993. godini. Sa druge strane, američka centralna banka (FED), u nastojanju da spreči inflatorne pritiske u Americi, 1994. godine je počela da podiže kamatnu stopu, što je podstaklo odliv kapitala iz Meksika (jer se kapital seli ka onim područjima gde je kamatna stopa veća). Prema principu nemogućeg trojstva, nemoguće je voditi politiku fiksnog kursa uz slobodno kretanje kapitala, ako se kamatne stope razlikuju među zemljama. Da bi sprečio odliv kapitala, Meksiko je takođe povećao svoju kamatnu stopu i počeo da emituje kratkoročne obveznice denominirane u američkim dolarima. Međutim, investitori su sumnjali da će Meksiko moći da vrati te dugove, što je podstaklo dalji odliv kapitala iz Meksika. U tim uslovima, fiksni kurs Meksika je postao teško održiv, a devizne rezerve Meksika su se smanjivale. Zbog toga je Meksiko bio primoran da devalvira pezos u decembru 1994. godine za 15%, što je izazvalo rast inflacije i pad privredne aktivnosti zemlje.

6.2 INTERVENCIJE CENTRALNE BANKE NA DEVIZNOM TRŽIŠTU

U režimu fiksnog deviznog kursa centralna banka preuzima obavezu da stalno održava konstantan nivo deviznog kursa, odnosno na određenom paritetu domaće valute prema određenoj čvrstoj valuti ili korpi valuta, uz mogućnost vrlo malih oscilacija $\pm 1\%$. Kao

što je ranije rečeno, jedna od glavnih karakteristika održavanja fiksnog kursa se ogledaju u eliminaciji rizika deviznog kursa koji može naneti štete učesnicima u spoljnoj trgovini, jer se njihov profit može izgubiti preko noći. Ovde se radi o čvrstoj obavezi centralne banke koja je definisana zakonom (*de jure*). U režimu fiksnog deviznog kursa, održavanje kursa na propisanom nivou je glavni zadatak centralne banke, odnosno tada centralna banka gubi mogućnost da vodi nezavisnu monetarnu politiku preko kamatne stope, jer kamatne stope moraju da prate kamatnu stopu zemlje za čiju valutu je vezan devizni kurs. Da bi postigla cilj fiksnog deviznog kursa, centralna banka sprovodi intervencije na deviznom tržištu, tj. ona otkupljuje višak deviza sa tržišta (kada je ponuda deviza veća od tražnje) ili izlazi kao ponuđač sa devizama na devizno tržište (kada je tražnja za devizama veća od ponude). Razlika između ponude i tražnje za devizama na deviznom tržištu može biti posledica razlike u izvozu i uvozu ili posledica razlike u prilivu i odlivu kapitala. Da bi se kurs održao na konstantnom nivou tokom vremena, centralna banka mora stalno da vodi računa o kretanjima na deviznom tržištu, i da povremeno interveniše kako bi uticala na to da se kurs ne menja.

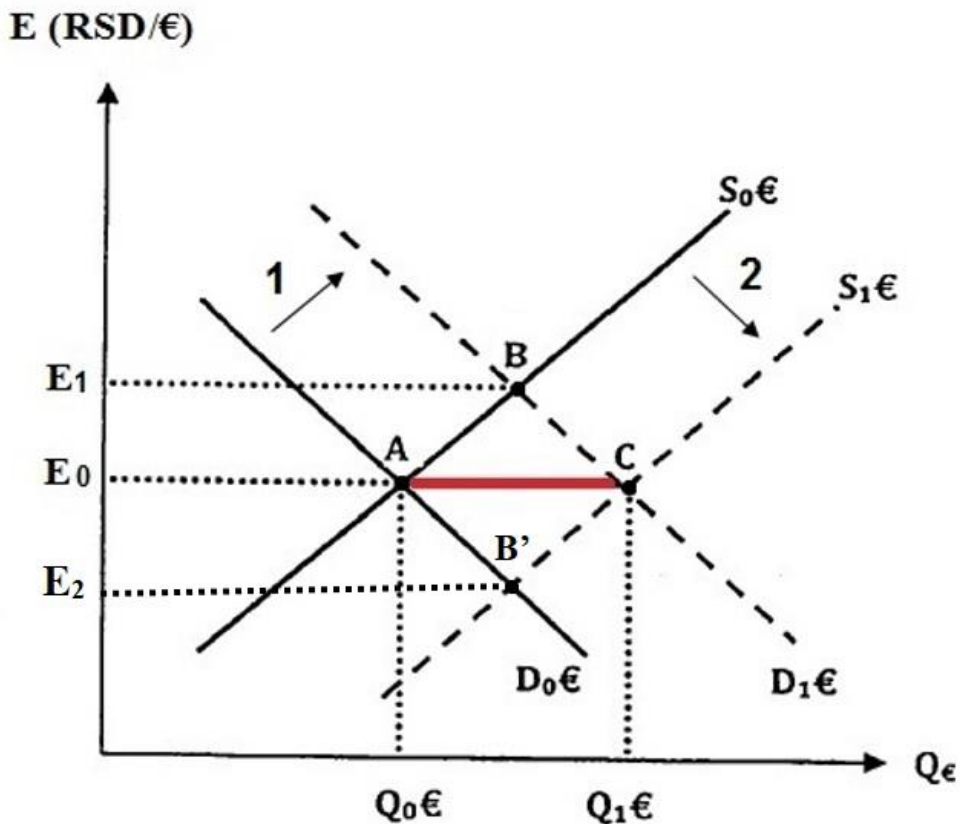
Ovde treba reći da se intervencije centralne banke na deviznom tržištu ne razlikuju tehnički ako centralna banka vodi režim fiksnog kursa ili režim upravljano fluktuirajućeg kursa. Jedina razlika može da bude u količini kupljenih ili prodatih deviza, odnosno prema potrebama, tj. količina kupljenih ili prodatih deviza može biti značajno veća u režimu fiksnog kursa. Ovo je zbog toga jer centralna banka ima obavezu da održi kurs na fiksnom nivou, dok kod upravljano fluktuirajućeg kursa, centralna banka može da dozvoli da on depresira, jer nema obavezu da ga brani. Prema tome, ukoliko budemo razumeli intervencije centralne banke u režimu fiksnog deviznog kursa, lako ćemo shvatiti efekte ovih intervencija i u režimu upravljano fluktuirajućeg deviznog kursa.

U cilju ilustracije intervencija centralne na deviznom tržištu, u slici 6.2. na vertikalnoj osi je prikazan devizni kurs dinara prema evru (direktna kotacija), i on je označen sa E (RSD/€), dok se na horizontalnoj osi nalazi količina evra koja se nudi ili traži ($Q_€$). Kao i na svakom tržištu, tako i na deviznom tržištu deluju sile ponude i tražnje za devizama, a na slici 6.2. kriva $S(€)$ (*supply*) označava ponudu, a kriva $D(€)$ (*demand*) tražnju za evrima. Početna tačka od koje polazimo je tačka A, koja označava presek inicijalnih krivi ponude i tražnje, gde se formira ravnotežni devizni kurs E_0 . Pri ovom deviznom kursu, ponuda evra $So€$ je izjednačena sa tražnjom $Do€$, a ravnotežna količina je $Q_0€$. Pretpostavka je da centralna banka želi da održi nepromenjen devizni kurs prema evru na nivou E_0 , jer sprovodi režim fiksnog deviznog kursa.

U slučajevima kada na deviznom tržištu postoji višak tražnje ili ponude strane valute, centralna banka mora da interveniše tako što prodaje stranu valutu iz deviznih rezervi ili kupuje stranu valutu domaćom valutom, koje ima neograničeno, jer je centralna banka može našampati neograničeno. Osnovi cilj ovih intervencija je da se devizni kurs održi na nepromenjenom nivou. Na grafikonu 6.2., porast tražnje za stranom valutom, koji je nastao zbog npr. iznenadnog porasta tražnje za uvoznim proizvodima, prikazan je kao pomeranje krive tražnje sa $D_0€$ na $D_1€$ (korak 1 – tačka B). U ovom slučaju, novi ravnotežni devizni kurs bi bio E_1 , odnosno devizni kurs bi depresirao. Međutim, zadatak

centralne banke je da održi devizni kurs stabilnim na nivou od E_0 . Da bi to uradila, centralna banka interveniše iz deviznih rezervi sa ponudom deviza, kupujući određenu količinu dinara. Kao rezultat ove intervencije, kriva ponude deviza se pomera sa S_0 na S_1 (korak 2), a nova ravnotežna tačka je tačka C, gde se seku krive D_1 i S_1 . Osnovna pretpostavka za intervencije centralne banke na deviznom tržištu je postojanje dovoljne količine deviznih rezervi. Ako ne postoji dovoljna količina deviznih rezervi da se kurs odbrani, onda bi centralna banka morala da devalvira kurs na novi nivo od E_1 , koji bi automatski uspostavio ravnotežu na deviznom tržištu, jer bi uvoz poskupeo, a izvoz bi pojeftinio. Crvenom linijom na slici 6.2 je prikazan uvećani nivo prometa na deviznom tržištu, nakon povećane tražnje i povećane ponude deviza ($Q_1\text{€} - Q_0\text{€}$).

Slika 6.2. Intervencije centralne banke na deviznom tržištu



Izvor: delo autora

U prethodnom primeru, centralna banka brani devizni kurs da ne devalvira, prodajući devize iz deviznih rezervi. Međutim, može da se desi i suprotna situacija da centralna banka brani devizni kurs da ne revalvira, odnosno da ne ojača. Ovo je ređa situacija i javlja se kada zemlja ima veći izvoz u odnosu na uvoz, što bi značilo da je ponuda deviza na domaćem deviznom tržištu veća od tražnje (tačka B'), a to bi dovodilo do pritiska da domaća valuta revalvira na kurs E_2 . Jačanje ili revalvacija domaće valute bi štetilo izvozu zemlje, a u režimu fiksnog kursa, centralna banka kupuje višak deviza

na deviznom tržištu za dinare, povećavajući na taj način količinu dinara u sistemu, dok se istovremeno povećava iznos deviznih rezervi kod centralne banke. Usled ovih intervencija centralne banke, devizni kurs ostaje na fiksnom nivou od E_0 .

Posedovanje dovoljne količine deviznih rezervi je ključan faktor da bi centralna banka mogla blagovremeno da interveniše na deviznom tržištu. Količina deviznih rezervi svake zemlje se meri u odnosu na nivo uvoza, pa se onda kaže da ukoliko bi priliv deviza prestao istog trenutka, onda bi devizne rezerve bile dovoljne da pokriju uvoz u određenom vremenskom periodu (npr. 3 meseca, 6 meseci, itd.). Svaka centralna banka povećava svoje devizne rezerve kupovinom deviza na deviznom tržištu, a devize potiču iz izvoza roba, prilivom stranih direktnih investicija, portfolio investicija, doznaka, itd. Kada devize uđu u zemlju one moraju da se zamene u dinare da bi subjekti koji su posedovali devize mogli da obavljaju transakcije u Srbiji. Devize se menjaju u bankama ili menjačnicama (koje su povezane sa bankama), a ekvivalentnu količinu dinara koje su ušle u zemlju obezbeđuje centralna banka, jednostavnim štampanjem novca. Sa druge strane, da bi se uvezli inostrani proizvodi, domaća valuta mora da se promeni za inostranu. Ukoliko bi uvoz konstantno bio veći od izvoza pri fiksnom deviznom kursu, devizne rezerve bi se istrošile, i onda bi prestala mogućnost daljeg finansiranja platno bilansnog deficita pri tekućem fiksnom kursu. Ako su neravnoteže na deviznom tržištu privremene, intervencije centralne banke, u režimu fiksnog deviznog kursa, imaju opravdanje. Odnosno, u ovom slučaju, smanjivanje deviznih rezervi usled prodaje stranih valuta u jednom periodu se potire suprotnom intervencijom (otkup stranih valuta) u drugom periodu kada bi platni bilans bio u suficitu. Devizni kurs, zahvaljujući ovim intervencijama, ostaje nepromenjen, a privremeni deficiti i suficiti u platnom bilansu se potiru. Sezonske oscilacije deviznog priliva zemlje su dobar primer kada intervencije na deviznog tržištu imaju smisla.

Međutim, ukoliko neravnoteža na deviznom tržištu nije privremenog karaktera, već se radi o *fundamentalnoj neravnoteži* (zbog npr. više domaće inflacije u odnosu na inostranu, koja onda izaziva konstantno viši uvoz od izvoza), intervencije centralne banke mogu privremeno odložiti korekciju deviznog kursa, ali ga ne mogu i zadržati na postojećem nivou u dugom periodu. Cena intervencija, u ovom slučaju, je značajno trošenje deviznih rezervi. Problem će biti utoliko ozbiljniji ukoliko privatni investitori i špekulanti izvrše dodatni pritisak na valutu, procenjujući da će ona morati da devalvira. Ako bi centralna banka potrošila svoje devizne rezerve, ne bi bilo moguće da se i dalje održi sistem fiksnog deviznog kursa, i on bi ili devalvirao (odlukom centralne banke) ili bi bio prepušten slobodnom plivanju (prelazak na slobodno fluktuirajući devizni kurs). Dakle, u tom slučaju nivo deviznog kursa bi određivalo tržište. Suprotni i mnogo ređi procesi se odvijaju ako se domaća valuta nalazi pod pritiskom da apresira. U tom slučaju centralna banka kontinuirano interveniše na deviznom tržištu kupujući strane valute. Rezultat ovih intervencija je gomilanje deviznih rezervi centralne banke.

Empirijski primer 6.3. – Pad deviznih rezervi Brazila i devalvacija reala

Brazil je tokom 80-ih godina prošlog veka imao značajne probleme za savladavanje inflacije, pa je u okviru tog cilja 1994. godine uveo novu valutu – real, koja je bila vezana za američki dolar, a od 1995. godine Brazil uvodi puzajući devizni kurs. Brazil je nastavio sa rastom kamatnih stopa koje su omogućile veliki priliv kapitala iz inostranstva. Iako su visoke kamatne stope održavale tražnju za državnim hartijama od vrednosti (obveznicama), sa druge strane visoke kamatne stope su obeshrabrivale investicije i privredni rast, što je dovelo do smanjenja fiskalnih prihoda i rasta javnog duga. Posle azijske krize krajem 90-ih, dešavao se odliv kapitala iz Brazila, a pored toga su se pojavili i špekulativni napadi na real, koji su uzrokovali da se devizne rezerve Brazila prepolove tokom 1998. godine. Pošto fiksni devizni kurs nije više mogao da se održava zbog pada deviznih rezervi, brazilska centralna banka je odlučila da devalvira real za 8% u januaru 1999., a do kraja istog meseca real je dodatno devalvirao za 66% u odnosu na američki dolar.