

4.3. ЗАХТИЈЕВ ЗА СТАБИЛНОШЋУ ДЕВИЗНОГ КУРСА У ЗЕМЉАМА У РАЗВОЈУ

У контексту међународне оптике на избор режима и управљање девизним курсом, нема мјеста за самодовољство све док постоји брига за кретање девизног курса у земљама у развоју. Током протекле двије и по деценије формиран је типичан модел. У циљу избегавања прекомјерне цјеновне нестабилности и привлачења страног капитала, земље у развоју теже да формално или неформално вежу своју валуту за долар или корпу страних валута. Ова политика у једном тренутку може бити веома успјешна у подржавању привредног раста. Међутим, фиксни девизни курс је одржив уколико не постоји несклад између стопа инфлације у земљи валуте сидра и земљи са везаним курсом. Овај услов често није испуњен, тако да комбинација неодмјерене реалне апresiasiје и спољног дефицита доводи до криза и оштрог прилагођавања девизног курса. У пажљивом прегледу аранжмана девизних курсева земаља у развоју, ММФ истиче да се везивање курса чешће завршава проблемима у привреди него супротно. До скоро је овај модел „успона и пада“ био јако изражен, а лаган излазак из режима везивања је изгледа постао тежи него раније. Не би, стога, требало да изненади снажна трансформација свјетске привреде током протеклих 15 година, посебно очигледна у значајном порасту међународне мобилности капитала. Докле год постоји повјерење у везани курс, приливи капитала могу бити енормни, што води преинвестирању или превеликој потрошњи, посебно уколико не постоји адекватна контрола локалног банкарског сектора који може охрабравати претерану задуженост и јавних и приватних субјеката. Међутим, прецијењеност девизног курса, лоши биланси и велики дуг деноминирани у страниј валути, чине земљу веома осјетљивом на промјене расположења међу инвеститорима. Не само да новац који је лако дошао може и са истом лакоћом да напусти земљу, већ су, у данашње вријеме високе међународне мобилности капитала, везани девизни курсеви постали веома осјетљиви и на велике спекулативне одливе капитала. Серије криза у протеклој деценији најбоље илуструју ову рањивост.

У овом контексту скупог погрешног управљања девизним курсом у земљама у развоју, прва реакција била би изношење аргумената да девизним курсом уопште не би требало управљати. Нови међународни консензус се ослања на пливајуће курсеве као једину задовољавајућу опцију. Такође, сматра се да је то једино што стварно има вриједност, квалитет и повјерење домаће економске политике. Иако се неко у потпуности може сложити са овим становиштем, изгледа да је погрешно схваћен проблем макроекономске политике већине земаља у развоју. Осим тога, остаје да се види како ће проћи земље са тржиштем у настајању које су у скорије вријеме морале да се окрену слободном флукутирању девизног курса.

Прво, девизни курс је кључна цијена за мале отворене привреде. Он много више значи њима, него већим индустријским земљама. Флукутације курса имају катастрофалне посљедице за домаћу стабилност и тешко је тврдити да би влада требала да буде незаинтересована за кретање курса.

Друго, избор режима девизног курса је у вези са захтијевом за повјерењем и квалитетом домаће макроекономске политике. Отворено је питање да ли би, без ограничења девизног курса, већина нових тржишта била способна да слиједи политику стабилности на монетарном и фискалном подручју. Штавише, често им недостају институционални услови за стварање повјерења у монетарну и фискалну политику. Осим тога, неизвјесност у погледу будућих политика може отежати ангажовање страних инвеститора за финансирање домаћих инвестиција. Нестабилност девизног курса у земљама са тржиштем у настајању може, осим кроз губљење кредибилитета економске политике, имати трајнији негативни утицај на могућност спољног финансирања и на

други начин. Заправо, то је због потребе компензирања страних или домаћих инвеститора по питању потенцијално веће премије ризика, због повећања ризика девизног курса. Све у свему, трошкови капитала и ниво инвестиција су вјероватно озбиљно угрожени у земљама са тржиштем у настајању, које не покушавају да утичу на стабилност девизног курса.⁹

Политика девизног курса у овим земљама требало би да буде таква да пранађе равнотежу између изабраног режима и потребе за одржавањем домаће стабилности.

5. ИЗБОР РЕЖИМА ДЕВИЗНОГ КУРСА

Избор одговарајућег режима девизног курса и даље је изузетно контраверзно питање. Ни теоријска ни емпиријска литература до данас нису систематизовале режиме девизног курса по њиховој ефикасности на плану минимизирања раста стопа протекционизма. Неки економисти наводе убједљиве аргументе против флексибилног девизног курса јер он „губи своју корисност и постаје деструктиван, појачава макроекономску нестабилност и подстицај за протекционизам“. Фундаментална претпоставка њиховог аргумента је да постоји простор за финансијску арбитражу и релативно слободну трговину. Разлози за појаву протекционистичких притисака у отвореној привреди су ап्रेसијација номиналног девизног курса који проистиче из великог прилива страног капитала, који је повучен високим каматним стопама, а оне су наопходне да би се финансирао фискални дефицит. Познато је да се рјешење овог проблема налази у смањивању домаће тражње и посебно, у смањивању фискалног дефицита, што би смањило каматне стопе и редуковало подстицај за приливом капитала.

Фиксни девизни курс није нужно боља алтернатива. Увијек када је девизни курс фиксан, а постоје разлике између домаће и иностране инфлације, долази до промјена реалног ефективног девизног курса (REER¹⁰). Фиксни девизни курс ће коначно изложити домаћу привреду, јакој конкуренцији из увоза, а извоз ће постати мање конкурентан, сем уколико ап्रेसијација REER није праћена порастом продуктивности у сектору који производи робу којом се тргује. Сем тога, већа стопа домаће инфлације захтијева веће домаће камате. Веће камате ће стимулисати прилив иностраног капитала који ће повећати инфлаторне притиске и тиме убрзати апресијацију REER-a.¹¹

⁹ Ове посљедице претјераних осцилација девизних курсева на међународне токове капитала требало би анализирати из глобалније перспективе. У том погледу, стабилност девизног курса у земљама са тржиштем у настајању може се посматрати као јавно добро, пошто олакшава кретање штедне богатије и старије популације у развијеним земљама ка земљама у развоју које су увијек гладне за капиталом. Може се, чак, рећи да би данашњи раст у свјетској привреди био много здравији уколико би се заснивао на динамичним инвестицијама у земљама у развоју, а не кретањима на америчким берзама акција, која у великој мјери доприносе јачању америчке приватне потрошње. Текућа ситуација у којој су трошкови капитала у већини земаља са тржиштем у настајању високи, јер је штедња из зрелијих привреда на неки начин „заробљена“, не може се сматрати задовољавајућом.

¹⁰ Real Effective Exchange Rate

¹¹ Ово се управо десило Чешкој Републици средином 1990-их година. Разлика у инфлацији од 8% у односу на Њемачку, главно тржиште чешког извоза, ниво номиналних каматних стопа који је два-три пута већи од стопа у Њемачкој и претходно саопштење чешких власти да ће одржати постојећи паритет девизног курса, подстакли су јак прилив иностраног капитала у 1995. години. Мјехур се распрснуо у љето 1997. године када су поновљени притисци на чешку валуту присилили власт да је девалвира и да напусти режим фиксног номиналног девизног курса. Инфлација је стога, непожељна јер може бити узрок протекционистичких притисака у одсуству одговарајућег прилагођавања девизног курса. Очигледно је да увијек, када је домаћа инфлација изнад стопе инфлације у окружењу, девизни курс мора да депресира или мора доћи до промјене трговинске политике. До тога долази не само због потребе да се одржи конкурентност домаће индустрије и да се очува спољна равнотежа већ и због растућих притисака протекционистичких лобија до којих долази због погоршања конкурентности домаће индустрије.

Друга алтернатива је *crawling peg* који чува реалан девизни курс и намеће дисциплину домаћој монетарној политици. Међутим, искуство са *crawling peg* системима није било без проблема. Може се десити да овај систем није довољно флексибилан да би у потпуности елиминисао проблеме фиксног девизног курса у инфлаторном окружењу. Земље које су примјењивале *crawling peg* систем имале су проблема због тога што он није био ефикасан и довео је до драматичне неравнотеже текућег рачуна и апresiasiје реалног девизног курса. Други проблем са овим режимом био је избор одговарајуће валутне корпе, који уноси елементе арбитрарности у процесу утврђивања нивоа девизног курса.

Литература на тему избора режима девизног курса пружа доста информација у погледу избора одговарајућег режима у контексту монетарне политике, мада дјелимично додирује и међуодносе режима девизног курса и трговинске политике, али само индиректно. Могу се идентификовати два аспекта макроекономске политике који могу довести до растућих притисака за протекционизам. Ово укључује владину политику која доводи до успоравања привредног раста и пораста незапослености и остале мјере у односу на инфлацију.

Међу професионалним економистима постоји велики интерес у погледу избора режима девизног курса као инструмента унапређења привредног раста. У новије вријеме дискусије се концентришу на улогу политике девизног курса у транзицији и, чак чешће на улогу ове политике у стимулисању раста домаће тражње и извоза. Изгледа да је постигнут консензус да земље у транзицији са стабилним девизним курсом могу спријечити и преокренити пад друштвеног производа много брже од оних земаља које су привржене политици флексибилног девизног курса. Међутим, подједнако значајно, изгледа да политика стабилног девизног курса има штетно дејство на раст производа на одрживој основи. Оба ова гледишта снажно је истакао Sachs, који је истраживао препреке са којима се суочава привредни раст а које потичу из режима везаног девизног курса различитих ригидности тржишта у земљама у транзицији, које спречавају флексибилан домаћи одговор на промјене у релативним цијенама.

Везани девизни курсеви такође показују тенденцију подстицања домаће тражње за потрошним производима и због тога доприносе прегријавању привреде које само по себи може имати различите узроке.¹²

Постоји велико слагање да стабилан девизни курс игра значајну улогу у стабилизацији привреда у транзицији, мада докази нису увјерљиви. Неспособност да се задржи инфлација на нивоу западно-европских земаља и, као резултат тога, немогућност да се смањи ниво каматних стопа и да се смањи прилив иностраног капитала, дјеловале су подстицајно на инфлаторне притиске у неким земљама у транзицији.

¹² На примјер, раст домаће тражње у Чешкој Републици убрзао се у првом дијелу 90-тих година као последица рапидног пораста надница. Међутим, истовремено нагла апрецијација реалног ефективног девизног курса такође је значајно допринијела порасту домаће тражње за увозним производима широке потрошње.

6. Закључак

Контраверзе које трају скоро читаво столеће нису дале јасан одговор на питање који режим девизног курса, односно који монетарни режим је најбољи. Историја земље, посебно историја развоја њене инфлације, има кључан значај за одређивање режима девизног курса. Сем тога, уочљиво је да су веће спољне кризе током последњих година у Тајланду, Индонезији и Русији погодиле земље са више или мање везаним системом девизног курса. Поред тога, претпоставка да је девизни курс био стабилан, значајно је утицала на понашање привреде у овим земљама, посебно банкарског система, и да је допринијело оштрини кризе послје девалвације. У исто вријеме мора се истаћи да је неколико земаља са фиксним девизним курсом имало успјеха у одржавању макроравнотеже, а да су неке земље са флексибилним курсом биле под јаким утицајем опште економске кризе. Такође треба споменути да су многе земље имале користи од кориштења девизног курса као номиналног сидра у дезинфлацији, и да је страх од девалвације често најбоља дисциплина слабих влада. Постоји trade-off између повећаних краткорочних осцилација реалног девизног курса у режиму флексибилног курса versus веће вјероватноће јасно дефинисаних спољних финансијских криза у режиму везаног девизног курса. Такође неопходно је направити дистинкцију између избора режима девизног курса у развијеним индустријским земљама и земљама у развоју. Развијене земље могу себи допустити оно што је познато под именом „благонаклоно занемаривање“ – прорачуната индиферентност према кретањима њиховог девизног курса. Због тога они и преферирају политику надгледања, која подразумева дефинисање равнотежног девизног курса који се потом штити како би се избјегле велике флукутације девизних курсева, уз истовремено омогућавање монетарној политици да остварује своју стабилизациону улогу vis-a-vis привредне активности и инфлације. Такав систем међутим није приступачан великом броју земаља у развоју. Иако се и њима препоручивало контролисано флукутирање као оптимална опција, на крају је ипак закључено да је девизни курс превелика цијена за мале отворене привреде да би се препустио ђудима међународног финансијског тржишта и непредвидивом колебању инвеститора. На крају крајева, да би се избјегло значајно колебање девизног курса, неопходна је потпуна независност централне банке и политика инфлационог таргетирања. Међутим таква опција захтијева развијене институције и доступна је само развијеним земљама са тржиштем у настајању.

И последње питање које се поставља, у контексту савремених кретања јесте: који аранжман девизног курса може бити најбоље рјешење у околностима растуће мобилности мађународног финансијског капијала? Најпомоднији одговор је „екстремна опција“, чврсто везивање, као што је валутни одбор, званична доларизација или монетарна унија, или супротно рјешење – чисто флукутирање. Присталице „екстремних рјешења“ истичу неодрживост режима фиксног девизног курса на дужи рок, пошто глобална тржишта капијала повећавају било коју слабост земље у њеној привржености режиму фиксног курса и остављају мали простор за маневар. Уколико земља одбаци флексибилан девизни курс због страха од нежељених осцилација девизног курса, тада је избор режима девизног курса – према поборницима екстремних рјешења, ограничен на избор чврстог везивања. Уколико монетарна унија није могућа због политичких разлога, преостале алтернативе су валутни одбор или прихватање валуте друге земље као званичне валуте.

На крају, треба закључити да је поента у томе да је девизни курс битно питање без обзира на изабрани режим. Уколико би плате и цијене биле потпуно флексибилне, девизни курсеви би били неважни, пошто не би утицали на реалан сектор привреде. Међутим повезаност цијена и плата даје девизним курсевима кључну улогу у економском прилагођавању и као инструменту међународне економске међузависности, а такође показује да је погрешно поступање са девизним курсевима скупо.

Исходиште свих мјера економске политике представљају зацртани макроекономски циљеви. Као што се и могло видјети, управљање девизним курсом кроз избор и промјене режима девизног курса није једноставан процес. Такође не постоји јединствен рецепт чијим би се једноставним придржавањем свака земља нашла у позицији да изабере оптимални режим девизног курса. Савремена теорија нуди рјешења која гравитирају између двије крајности: валутног одбора, монетарне уније или доларизације и слободног флукутирања као екстремних опција. Којем ће се режиму, у датом континууму, приклонити свака земља, зависи од њених специфичних потреба и циљева. Далеко од тога да је овим стављена тачка на причу о избору режима девизног курса. Прије би се могло рећи да је стављена запета, јер ће ова прича и даље бити у жижи интересовања економске науке, тежећи да увијек пронађе најпријемчљивији модел, који ће одговарати промјенама насталим на крилима економске глобализације, која на различите начине представља последњу велику причу с краја 20. и почетка 21. вијека.

ЛИТЕРАТУРА:

1. Предраг Јовановић Гавриловић: „Међународно пословно финансирање“, Економски факултет Београд, 2006. година,
2. Радован Ковачевић: „Девизни курсеви- режими и политика“, Институт за спољну трговину Београд, 2002. година,
3. Мајкл Бурда и Чарлс Виплош: „Макроекономија“, Европски уџбеник, треће издање Oxford University Press, 2001. година,
4. Финансије, Часопис за теорију и праксу из области финансија, Београд, 3-4/1998 март-април,
5. Ново Плакаловић: „Монетарна економија, Теорија институције и политика, Завод за издавање уџбеника Српско Сарајево, 2004. година,
6. Милутин Ћировић: „Банкарство“, Bridge Company, Београд, 2001. година,
7. Обрен Благојевић: „Економске доктрине“, Економски факултет Ниш, 1989. година,
8. Владимир Трлин: „Међународна економија“, Уџбеници, приручници и дидактичка средства, Сарајево, 1991. година,