

Devizno-kursni aranžmani – od ekstrema do „normale“

Emilija Beker*

Rezime: Rad tematizuje teorijsku i empirijsku disperziju lokacija devizno-kursnih aranžmana na relaciji rigidni-središnji-fleksibilni režimi u kontekstu ekstremnosti valutnih odbora, dolarizacije i monetarne unije, umerenosti središnjih (prilagodljivi pariteti, pokretni pariteti i target zone), i imperativno procesualne „normalizacije“ u formi rukovodjenih i sistema slobodnog fluktuiranja. Ustanovljeno je da *de jure* i *de facto* klasifikacija generišu „strah od plivanja“ i „strah od fiksiranja“. „Nemoguće trojstvo“ u uslovima kapitalne liberalizacije i globalizacije kreira bipolarno gledište ili hipotezu nestajanja središnjih deviznih režima.

Cljučne reči: režimi deviznog kursa, *de facto* vs *de jure* klasifikacija, „nemoguće trojstvo“, bipolarno gledište

JEL: F30, F31

1. Uvod: Klasifikacija devizno-kursnih aranžmana

U vezi sa problemom izbora režima deviznog kursa u literaturi se pronalaze mnogobrojne klasifikacije režima u zavisnosti od autora i istraživanja po *de facto* ili *de jure* klasifikaciji. Između dva pola, odnosno, dve ekstremne varijante režima deviznog kursa, postoji niz različitih deviznih aranžmana što implicira situaciju u izboru režima deviznog kursa opisanu kao kontinuum fleksibilnosti¹, počevši od rigidnijih ka fleksibilnijim aranžmanima. Ključni motiv implementacije središnjih režima jeste svojevrsna simbioza dva sistema u smislu anuliranja nedostataka i eksploatacije prednosti oba pola. Frenkel (2003) je definisao devet aranžmana počevši od rigidnih ka aranžmanima sa rastućom fleksibilnošću i to sledećim redosledom (Haggart, 1999; Bordo et al., 2004):

Fiksni devizni režimi:

- 1) Monetarna unija (*monetary union*)
- 2) Dolarizacija ili euroizacija (*dollarization, euroization*)
- 3) Valutni odbor (*currency board*)

* Departman za evropsku ekonomiju i biznis Novi Sad, Ekonomski fakultet Subotica. E-mail: emilijab@eccf.su.ac.yu. Rad predstavlja istraživanje u okviru magistarske teze na području *Exit strategija ka fleksibilnim režimima deviznog kursa*, pod mentorstvom Dejana Miljkovića.

¹ Kontinuum fleksibilnosti je izraz upotrebljen u radu Frenkela (1999).

Središnji devizni režimi:

- 4) Prilagodljivi pariteti (*adjustable peg*)
- 5) Pokretni pariteti (*crawling peg*)
- 6) Korpa valuta (*basket peg*)
- 7) Target zona (*target zone*)

Fleksibilni devizni režimi:

- 8) Rukovođeno ili kontrolisano fluktuiranje (*managed floating*)
- 9) Slobodno fluktuiranje (*clean floating*)

Fiksni devizni aranžmani uključuju monetarnu uniju, dolarizaciju i valutni odbor. U valutnim odborima monetarna vlast ima obavezu održavanja nivoa deviznih rezervi 100% u odnosu na monetarnu bazu. Režim neodoljivo podseća na zlatni standard, samo bez zlata kao osnove deviznog sistema, jer se novčana masa širi i sužava automatski sa platnobilansnom pozicijom, pri čemu je izgubljen prostor za diskrecionu monetarnu politiku, uključujući njenu ulogu kao zajmodavca u krajnjoj instanci. Dolarizacija je oblik deviznog aranžmana koja ide korak dalje, u smislu da u potpunosti ukida nacionalnu monetarnu suverenost. Monetarna unija pretpostavlja gubitak monetarnog suvereniteta, krunisanog prihvatanjem zajedničke valute za veći broj zemalja članica unije i eliminisanjem nacionalnih valuta.

Središnji režimi (BBC – *basket, band, crawl* tj. korpa, koridor i pokretni paritet; Williamson (2000), Goldstein (2002), Frenkel (2003) i Kenen (2000)) prate liniju kontinuuma fleksibilnosti. Prilagodljivi pariteti podrazumevaju periodično prilagođavanje pariteta izmenjenim ekonomskim uslovima i fundamentalnom neravnotežom. Pokretni pariteti uključuju relativno čestu promenu i podešavanja u formi mini devalvacija. Korpa paritet vezuje valutu za više ponderisanih stranih valuta (u formi korpe). Target zone ili koridori omogućuju centralnim vlastima intervencije ukoliko fluktuacije deviznog kursa dostignu determinisane gornje ili donje margine fluktuacije u odnosu na definisani centralni paritet.

Karakteristika fluktuirajući se pripisuje: (a) slobodno fluktuirajućim aranžmanima, kurs određen isključivo na deviznom tržištu mehanizmima ponude i tražnje, i (b) rukovođeno fluktuirajućim, intervencija vlasti u uslovima kada procene da je neophodno, s tim da je bazično kurs određen tržišnim snagama.

Institucionalna obaveza predstavlja liniju razdvajanja fiksnih od središnjih aranžmana. Linija razdvajanja središnjih i fluktuirajućih deviznih aranžmana implicira intervenciju monetarnih vlasti oko eksplicitne ciljane zone odnosno pariteta. Ukoliko eksplicitni indikator intervencije ne postoji, vlasti intervenišu po proceni, u skladu sa ekonomskim okolnostima i ciljevima ekonomske politike.

2. Klasifikacija deviznih aranžmana: *de facto* vs *de jure*

Tradicionalna klasifikacija režima deviznih kurseva vezuje se za izveštaj MMF (*IMF's Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*) koji se do skoro zasnivao na deklarativnom izjašnjanju zemalja članica u pogledu primene jednog od četiri režima deviznog kursa². Počevši od 1999. godine primenjuje se sledeća kompleksnija klasifikacija prema rastućem stepenu fleksibilnosti (IMF, 2004):

- devizni aranžmani povezani sa isključenjem nacionalnog monetarnog suvereniteta (*exchange arrangements with no separate legal tender*)
- valutni odbor (*currency board arrangements*)
- ostali konvencionalni aranžmani fiksnih pariteta (*other conventional fixed peg arrangements*)
- paritet deviznog kursa sa horizontalnim koridorom (*pegged exchange rates within horizontal bands*)
- pokretni paritet (*crawling pegs*)
- pokretni koridor (*exchange rates within crawling bands*)
- rukovođeno fluktuirajući devizni kurs (*managed floating with no predetermined path for the exchange rate*)
- nezavisno fluktuiranje (*independently floating*)

Problem razvrstavanja zemalja prema implementaciji pojedinih režima deviznog kursa nije jednostavan upravo zbog raskoraka ili suštinske razlike onoga što zemlja tvrdi da radi i onoga što zapravo čini. Prema istraživanju Reinhart i Rogoff (2002) došlo se do zaključka da je 45% oficijelno fiksnih deviznih kurseva u suštini imalo karakteristike upravljanog ili slobodnog fluktuiranja, da 53% zemalja deklarativno upravljano fluktuirajućih deviznih aranžmana *de facto* spada u grupu fiksnih pariteta, pokretnih pariteta ili uskih target zona. Pomenuti raskorak oficijelne i suštinske primene određenog režima deviznog kursa se naziva *de facto* vs *de jure* klasifikacija. „Strah od plivanja“ (*fear of floating*) karakterističan je za veliki broj zemalja sa *de jure* fluktuirajućim deviznim aranžmanima uz česte intervencije na deviznom tržištu. „Strah od fiksiranja“ (*fear of pegging*) evidentan je za zemlje sa *de jure* fiksnim deviznim režimima uz česta poravnanja ili prilagođavanja pariteta.

² Inicijalno, MMF je u svom godišnjem izveštaju vezanom za primenu pojedinih deviznih režima pravio razliku samo između fiksnih pariteta i „ostalih“ pariteta. Takva dihotomija je postojala do 1983. godine. Od 1983-1998. godine oficijelna klasifikacija se zasniva na četiri režima (fiksni pariteti u odnosu na pojedine valute, ograničena fleksibilnost, fleksibilniji aranžmani i nezavisno fluktuiranje). Mnogo kompleksnija klasifikacija se primenjuje počevši od 1999. godine sa devet deviznih aranžmana predstavljenih u tekstu.

Mnogi autori (Reinhart i Rogoff, 2002; Alesina i Wagner, 2003; Genberg i Swoboda, 2005, Hausmann et al., 2000) pokušavaju korigovati nedostatke *de jure* klasifikacije i načiniti *de facto* klasifikaciju prema određenim indikatorima, najčešće prema nivou deviznih rezervi ili varijabilnosti deviznog kursa.

Zemlje sa slabim institucijama i nekredibilnom ekonomskom politikom češće napuštaju paritete tj. postoji problem nemogućnosti održanja fiksnih pariteta (problem „*fear of pegging*“), s obzirom da su nekredibilne vlade uglavnom nesposobne da održe makroekonomsku stabilnost koja je ujedno i preduslov za održanje fiksnih pariteta. Nasuprot tome, zemlje sa jačom institucionalnom osnovom i kredibilnom ekonomskom politikom imaju izraženiji problem „*fear of floating*“ koji ukazuje na češće intervencije na deviznom tržištu u odnosu na proklamovanu ne-intervenciju monetarnih vlasti u skladu sa objavljenim slobodno fluktuirajućim režimima. Odstupanje od *de jure* režima u ovom slučaju se može objasniti potrebom konkretnih monetarnih vlasti da se podigne kredibilitet (kao glavni adut fiksnih deviznih kurseva) ekonomske politike i signalizira tržišnim učesnicima veća stabilnost (Alesina i Wagner, 2003).

U zemljama koje primenjuju *de jure* fluktuirajuće aranžmane (ili veoma široke koridore) uočavaju se velike razlike u stepenu rukovođenja fluktuacijama kursa. Zemlje sa *de jure* fluktuirajućim aranžmanima (podeljene na: G-3 zemlje, ostale razvijene zemlje i zemlje u razvoju), drže različit nivo deviznih rezervi, dozvoljavaju različite stepene fleksibilnosti deviznog kursa u odnosu na varijabilnost deviznih rezervi i kamatne stope. Veća varijabilnost deviznih rezervi i kamatne stope referišu intervenciju monetarnih vlasti na deviznom tržištu i prilagođavanje unutar ekonomije zarad postizanja određene putanje deviznog kursa, što je karakteristika relativno fiksnih deviznih aranžmana. Opšti zaključak je da G-3 zemlje fluktuiraju sa veoma niskim nivoom rezervi i visokom varijabilnošću deviznog kursa u odnosu na varijabilnost nivoa deviznih rezervi ili kamatne stope (najpribližnije su opciji čistog fluktuiranja). Manje razvijene zemlje imaju suprotne tendencije (imaju izraženiji „strah od plivanja“), dok su ostale razvijenije zemlje između dva pomenuta slučaja. Empirijskim istraživanjem je dokazano da zemlje u razvoju sa problemom u vezi sa valutnim neslaganjem („*currency mismatching problem*“ – situacija kada su obaveze uglavnom denominovane u stranoj valuti, a potraživanja u domaćoj valuti, pa postoji strah od depresijacije ili devalvacije) i značajnim transmisionim efektom („*exchange rate pass-through*“ – prenos depresijacije ili devalvacije na nivo inflacije) više brinu za nivo i putanju deviznog kursa. Samim tim, više ograničavaju varijabilnost deviznog kursa (Hausmann et al., 2000).

„Strah od plivanja“ je istražen u 39 zemalja u periodu od 1970-1999. godine posredstvom varijabli deviznog kursa, deviznih rezervi, kamatne stope, monetarnih agregata i nivoa cena. Zaključuje se da relativno mala varijabilnost deviznog kursa, velika promenljivost nivoa deviznih rezervi, kamatne stope, monetar-

nih agregata i nivoa cena, ukazuju na postojanje „straha od plivanja“. Konstatuje se da veliki broj zemalja sa *de jure* čisto ili rukovođeno fluktuirajućim režimima imaju „strah od plivanja“. Autori objašnjavaju razloge „straha od plivanja“ u formi nedostatka kredibiliteta monetarne vlasti i činjenicom da su devalvacije ili depresijacije uglavnom recesionog karaktera za većinu zemalja u razvoju sa većom zaduženošću u stranoj valuti, nepovoljnim uslovima zaduživanja usled veće nestabilnosti valute i izraženijim transmissionim mehanizmom promene deviznog kursa na inflaciju (Calvo i Reinhart, 2000a).

3. Čvrsti fiksni devizni režimi („hard peg“)

3.1. Valutni odbor

Valutni odbor je jedan od ekstremnih oblika fiksnog deviznog kursa. Ključno obeležje je potpuna pokrivenost monetarne baze stranom valutom i zakonska obaveza konverzije domaće valute u stranu valutu u fiksnom iznosu. Često se valutni odbor poredi sa zlatnim standardom (Tsang, 2000) u kojem je novčana masa determinisana platnobilansnom pozicijom i postojala je zamenljivost valuta u zlato po kovničkom deviznom kursu. Monetarna vlast je morala izvršiti datu obavezu konverzije domaće valute u zlato i poštovati pravila igre zlatnog standarda koja su automatski obezbeđivala eksternu ravnotežu, ali po cenu interne neravnoteže (recesija u slučaju uravnotežavanja deficita platnog bilansa i inflacija u slučaju uravnotežavanja suficita platnog bilansa).

Prednosti primene valutnog odbora ogledaju se u monetarnoj disciplini i samim tim redukovanju inflatornih tendencija, s obzirom da se ograničava diskrecija monetarnih vlasti pravilom nemogućnosti širenja monetarne baze izvan nivoa deviznih rezervi. Monetarna disciplina u vezi je i sa fiskalnom disciplinom, jer se ne dozvoljava deficitarno finansiranje budžetske potrošnje. Iz navedenih razloga (institucionalna obaveza i doslednost u sprovođenju ove obaveze što implicira makroekonomsku stabilnost kao rezultat čvrste ekonomske politike), smatra se da valutni odbor signalizira veliki kredibilitet tržišnim učesnicima čime je ovaj režim imuniji na spekulativne napade, za razliku od mekših pariteta središnjih deviznih aranžmana.

Navedene prednosti valutnih odbora kriju i potencijalne opasnosti. Naime, pored pozitivnog aspekta monetarne discipline i onemogućavanja kreacije inflacionog ambijenta, postoji i druga strana medalje. Ekonomija sa uvedenim valutnim odborom gubi mogućnost finog podešavanja monetarne politike u skladu sa potrebama ciklusa. Prihvatanje valutnog odbora znači odricanje od monetarnog suvereniteta. Zemlja sa valutnim odborom *de facto* uvozi monetarnu politiku zemlje rezervne valute. Monetarna politika rezervne valute odgovara interesima dotične zemlje sa aspekta faze privrednog ciklusa, ali ista politika može biti ne-

kompatibilna sa ciklusnom pozicijom zemlje sa uvedenim valutnim odborom³. Problem se komplikuje činjenicom da gubitak monetarnog suvereniteta nije anuliran fiskalnim suverenitetom u kontraciklične svrhe. Zemlje sa uvedenim valutnim odborom najčešće imaju problem slabe fiskalne pozicije (hronični problem budžetskog deficita) i tešku dužničku poziciju (veliki udeo spoljnog duga u odnosu na GDP - preko 70%, ili u odnosu na izvoz - preko 300%; Goldstein, 2002). U uslovima visoke unutrašnje i spoljne zaduženosti pomenute zemlje će se uzdržati od „*pump-priming*“ ekspanzivne fiskalne politike⁴. Ukoliko valuta zemlje valutnog odbora postane realno apresirana, neće postojati mogućnost korekcije precenjene valute, već se prilagođavanje mora izvršiti preko restriktivnih mera, odnosno, kontrakcijom u ekonomiji što bi preko nižih cenovnih nivoa poboljšalo konkurentnost i ispravilo deficitno stanje u platnom bilansu. Izražen je i problem valutne kompozicije aktivnih i dugovnih pozicija. Dok dolarizacija, formalnim prihvatanjem strane valute kao sredstva plaćanja, anulira problem valutne kompozicije u strukturi aktive i pasive, valutni odbor ovaj problem ne eliminiše. Problem denominovanja potraživanja u domaćoj, a dugovanja u stranoj valuti, može predstavljati potencijalni problem u tački kada valutno neslaganje postane veliko, s obzirom da postoji odbojnost prema devalvaciji i u situacijama kada je ona neophodna (prevelika realna apresiranost domaće valute), te se odlaže do nedopustive tačke. Valutni odbor ipak ne mora postići pun kredibilitet, jer zemlja može menjati zakon institucionalizacije ili pravila funkcionisanja valutnog odbora (detaljnije u: Tsang, 2000).

³ Teškoće u slučaju asimetričnih šokova i različitih potrebnih kombinacija mera monetarne politike zemlje rezervne valute i zemlje sa valutnim odborom mogu se identifikovati iz primera Hong Konga s početka devedesetih koji je uvezio ekspanzivnu monetarnu politiku niskih kamatnih stopa iz SAD (faza recesije) nekompatibilne sa stanjem u ekonomiji te zemlje (faza buma u ekonomiji). Period nekompatibilnosti i asimetričnih makroekonomskih situacija nije dugo trajao, jer je SAD 1994. godine „zategnula“ monetarnu politiku (podigla kamatne stope) što je odgovaralo Hong Kongu. Drugi primer, Argentine 1999. i 2000. godine, je znatno nepovoljniji i štetniji od prethodnog slučaja. U pomenutom periodu SAD su vodile kontrakcionu monetarnu politiku u skladu sa svojom pregrejanom ekonomijom, što nije odgovaralo Argentini koja je bila u recesiji, ali koja zbog valutnog odbora nije imala izbora u smislu fleksibilnosti mera monetarne politike. Iako su SAD u 2001. godini snizili nivo kamatnih stopa, već je bilo prekasno, jer je Argentina uveliko bila u recesiji, opterećena velikim trgovinskim deficitom i odsustvom ekonomskog rasta, na putu ka katastrofalnoj valutnoj krizi (Goldstein, 2002). Argentina je osetila prosečan rast kamatne stope od 3% kada bi kamatna stopa u SAD porasla za 1%, dok je u slučaju Paname (zvanično dolarizovana ekonomija) situacija znatno povoljnija - rast od 0,5% (Bergsten, 1999a).

⁴ U malom broju zemalja koje primenjuju valutni odbor, a koje nemaju problema sa internim i eksternim deficitima, fiskalni kontraciklični akcelerator može biti upotrebljen. Kao primer navodi se Hong Kong koji nema državne deficite, a ima veliki nivo deviznih rezervi, i Kina sa vrlo malom eksternom zaduženošću (14% od GDP). Suprotno, Argentina je zbog dugogodišnje istorije budžetskih deficita i ogromnog eksternog deficita (450-500% u odnosu na izvoz) u uslovima kada je rizik zemlje enormno rastao, bila onemogućena da u recesivnom stanju koristi ekspanzivnu fiskalnu politiku, već naprotiv, primenjivala je politiku budžetskih viškova (1998-2000) uprkos recesiji u kojoj se nalazila (Goldstein, 2002).

3.2. Dolarizacija

Rigidno fiksni paritet je i režim dolarizacije. Zemlja zamenjuje sopstvenu valutu stranom rezervnom valutom. Veliki broj zemalja u razvoju, uključujući i zemlje u tranziciji, već imaju prisutnu ograničenu i nezvaničnu formu dolarizacije, proizišlu iz nestabilne i hiperinflatorne situacije. Dolarizacija kao izbor u režimu deviznog kursa, za razliku od neformalne ili nepotpune dolarizacije, podrazumeva zvaničnu upotrebu strane valute u svim transakcijama. Dolarizacija se može posmatrati kao režim „*valutni odbor plus*“ (Bergsten, 1999a), s obzirom da inkorporira još veći kredibilitet, trajno brišući opciju devalviranja valute, osigurava uvoz stabilnih cena i nižih kamatnih stopa iz SAD (ili EU ukoliko je u pitanju euroizacija), niže transakcione troškove i dugoročno jačanje trgovinskih veza sa SAD, odnosno, EU. S obzirom da deviznog kursa nema, ne postoji kurs koji bi bio predmet eventualnih spekulativnih napada i uzročnik eventualne valutne krize. Dolarizacija uklanja „*currency mismatching*“ problem. Zemlja korišćenjem strane valute gubi problem strukturiranja aktivnih i pasivnih pozicija u različitim valutama. Upotrebom dolara kao stabilne i višedecenijske rezervne valute umesto nacionalne valute, redukuju se troškovi zajmova kroz smanjenje kamatne stope (uvezenim kredibilitetom). Smanjena kamatna stopa ostvaruje pozitivne efekte sa aspekta podsticanja investicionih aktivnosti, privrednog rasta i zaposlenosti, i sa aspekta smanjenih troškova servisiranja javnog duga. Dakle, režim dolarizacije je način da se prenebregne problem valutnog neslaganja, uveze ekonomska politika koja će kreirati neinflatorni stabilan makro ambijent, izbegne podložnost spekulativnim napadima, pri čemu se redukuje premija rizika i kamatna stopa za dotičnu zemlju. Željeni cilj makroekonomske stabilnosti nije moguće postići bez žrtve primerene svim oblicima čvrstih pariteta. U pitanju je gubitak monetarne, fiskalne i devizne politike, kontracikličnih instrumenata koji se oblikuju i kombinuju u skladu sa trenutnom ciklusnom situacijom i primereno željenim ciljevima ekonomske politike, kao odgovor na asimetrične šokove. Dolarizacija, međutim, pored kontra argumenta gubitka kontracikličnih instrumenata, što je zajednička karakteristika sa valutnim odborom, stvara jedan specifičan gubitak - gubitak emisije dobiti (detaljnije u: Berg i Borensztein, 2000), eliminacijom nacionalne valute i gubitkom centralne banke kao zajmodavca u krajnjoj instanci. Dolarizacija stoga ima smisla za veoma male i otvorene ekonomije bez realne autonomije nad deviznim kursom, za zemlje koje očajnički teže da izbrišu tragove hiperinflacije, sa već snažnim integracionim vezama sa ekonomijom SAD.

3.3. Monetarna unija

Monetarna unija predstavlja valutnu zonu sa zemljama članicama koje dele istu valutu, imaju zajedničku monetarnu politiku i politiku deviznog kursa (fiksirani devizni kursevi zemalja članica valutne zone). Kompatibilnost monetarne unije posmatra se u svetlu teorije optimalne valutne zone (kreator Robert Mundell,

1960-tih). Naime, za zemlje sa čvršćom ekonomskom integrisanošću sa budućim partnerima u valutnoj zoni, sličnom ekonomskom strukturom i prisustvom fiskalnog federalizma, povoljno je odabiranje monetarne unije kao režima deviznog kursa, jer se u takvim okolnostima minimiziraju gubici, a maksimiziraju koristi pridruživanja monetarnoj uniji. Kriterijumi koji se uzimaju u obzir pri odlučivanju da li je određena valutna zona optimalna i da li je za određenu zemlju optimalan izbor pridruživanje određenoj valutnoj zoni su sledeći:

- (i) nivo ekonomske integracije (trgovinska integrisanost i integrisanost tržišta faktora proizvodnje)
- (ii) sličnost ekonomske strukture
- (iii) fiskalni federalizam

(i) Nivo ekonomske integracije posmatra se dvojako. Prvo, trgovinska integrisanost, podrazumeva da su čvršće trgovinske veze (veće učešće u GDP) pozitivan signal za izbor monetarne unije. Sa većom otvorenošću ekonomija (intenzivnijim međusobnim trgovanjem) veće su koristi po osnovu fiksности deviznog kursa, s obzirom na uštede koje proizilaze iz monetarne efikasnosti u vidu smanjenja deviznog rizika, gubitka devizne nestabilnosti, gubitka transakcionih troškova i drugih prednosti fiksnih deviznih kurseva stimulativnih za međunarodnu trgovinu i investicije. Drugo, integracija faktorskih tržišta, odnosno, mobilnost tržišta kapitala i tržišta radne snage. Što su kapital i radna snaga mobilniji, kreiraju se automatski stabilizatori koji mogu ublažiti efekte asimetričnih šokova u slučaju kada ekonomske strukture nisu kompatibilne. U uslovima postojanja integrisanog faktorskog tržišta kroz izraženu mobilnost kapitala i radne snage, nezavisna monetarna politika i politika deviznog kursa nisu neophodni, jer se u slučaju npr. recesije, neravnoteža može korigovati pomeranjem radne snage i kapitala iz recesione ekonomije u ekspanzivnu. U tom slučaju, potezi ekspanzivne monetarne politike (povećanjem ponude novca i sniženjem kamatne stope) i depresijacije valute nisu jedino moguće rešenje stabilizacije.

(ii) Sličnost ekonomskih struktura podrazumeva simetričnost makroekonomskih šokova kojima podležu ekonomije. Potreba za nezavisnom monetarnom politikom, u smislu korekcije asimetričnih stanja u odnosu na druge zemlje članice, je manja. U slučaju nastupanja simetričnog šoka sve zemlje ostvaruju korist od mera zajedničke monetarne politike valutne unije.

(iii) Fiskalni federalizam takođe deluje u uslovima kada su zemlje članice izložene asimetričnim šokovima, te se redistribucijom poreskih prihoda iz zemalja sa stabilnom ekonomskom pozicijom ka zemljama u recesionom stanju, ispravlja ekonomski debalans, nastao pod uticajem asimetričnog šoka. Stoga, pored mobilnosti kapitala i radne snage, i fiskalni transferi se javljaju kao potencijalan automatski stabilizator i kao kompenzacija gubitku monetarnog suvereniteta.

Koristi koju zemlje ostvaruju putem fiksiranja deviznog kursa u formi valutne unije jeste monetarna efikasnost i upotreba deviznog kursa kao sidra za monetarnu politiku. Monetarna efikasnost se odnosi na ranije pomenute koristi stimulacije međunarodne trgovine i investicija kroz stabilnost deviznih kurseva i redukciju rizika deviznog kursa, što dolazi do izražaja u uslovima jače ekonomske (trgovinske i faktorske) integrisanosti u valutnoj zoni. Upotreba deviznog kursa kao sidra za monetarnu politiku naglašava i prisustvo drugih, više političkih obeležja, pri izboru ulaska u monetarnu uniju. Ukoliko je kredibilitet jedinstvene monetarne politike kroz antiinflacionu disciplinu ključan ekonomski prioritet jedne zemlje i ukoliko su u tom kontekstu zemlje spremne da se odreknu nacionalnog suvereniteta u formi monetarne politike, tada je validan izbor prihvatanja monetarne unije.

Nedostatak prihvatanja monetarne unije svakako je gubitak ekonomske suverenosti. Nemoguća je nezavisna primena mera monetarne i devizne politike u cilju stabilizacije outputa i zaposlenosti, što je i ranije pomenuto kao generalna negativnost prihvatanja režima čvrsto fiksnog deviznog kursa. Visoka trgovinska integracija, visoka korelisanost ekonomskih struktura, postojanje fiskalnog federalizma i mobilnost kapitala i radne snage, smanjuju potrebu za suverenom monetarnom politikom, kao neophodnom žrtvom ulaska u monetarnu uniju.

Na osnovu proučavanja različitih modaliteta fiksnog deviznog kursa u formi valutnog odbora, dolarizacije i monetarne unije kao primera čvrstih fiksnih pariteta, možemo zaključiti da izbor fiksnog deviznog kursa predstavlja povoljno rešenje pod sledećim okolnostima:

- značajna trgovinska veza sa zemljom (zemljama) za koju se valuta veže, tj. znatna trgovinska integracija
- zemlja se suočava sa sličnim šokovima kao i zemlja (zemlje) za čiju se valutu veže, tj. postojanje simetričnih šokova
- zemlja je spremna da žrtvuje monetarnu suverenost u korist kredibiliteta monetarne politike zemlje (valutne zone) za čiju se valutu vezala
- visoka, hronična inflacija čini atraktivnim rešenje za stabilizaciju zasnovanu na deviznom kursu, tj. devizni kurs kao nominalno sidro u antiinflacionoj strategiji
- fiskalna pozicija je održiva i fleksibilna
- mobilnost radne snage
- zemlja poseduje značajne devizne rezerve

Reč je o karakteristikama koje redukuju negativne aspekte prihvatanja fiksnog deviznog kursa u vidu gubitka monetarnog suvereniteta, a maksimiziraju pozitivne aspekte u vidu gubitka rizika deviznog kursa i devizne nestabilnosti.

4. Središnji režimi deviznog kursa („*intermediate regimes*“)

Prilagodljivi paritet je središnji (hibridan) model režima deviznog kursa. Monetarne vlasti definišu fiksni odnos svoje valute u odnosu na drugu valutu (po pravilu jednu od G-3 valute tj. dolar, euro, jen) i obavezuju se da brane pomenuti fiksni paritet (odstupanje od navedenog centralnog pariteta je u vrlo uskim marginama). Pored mogućnosti vezivanja za jednu određenu valutu, zemlja može da veže svoju valutu i za korpu valuta tj. prosečnu (ponderisanu) vrednost više valuta. Izbor korpe nije unificiran, a zemlje u nastojanju da stabilizuju devizne kurseve u odnosu na svoje značajne trgovinske partnere, obično po tom kriterijumu vrše izbor kompozicije i pondera u korpi valuta. Značajan argument u korist korpe valuta jeste izbegavanje destabilizujućeg kretanja određene rezervne valute na deviznom tržištu (rezervne valute fluktuiraju na deviznom tržištu nakon raspada Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema) i indirektnog prenosa destabilizacije na sopstvenu valutu. Vezivanjem za više valuta, amortizuje se destabilizacioni efekat značajnih oscilacija pojedinačne rezervne valute. Razlog zašto se razmatrani režim deviznog kursa naziva prilagodljivi je u mogućnosti da se fiksni paritet „prilagodi“ novonastaloj makroekonomskoj situaciji, tačnije, centralni paritet se prilagođava u slučaju egzistencije fundamentalne neravnoteže.

Prilagodljivi paritet je režim sklon „*currency mismatching*“ problemu. Duži vremenski period održanja istog fiksnog pariteta može pružiti javnosti osećaj lagodnosti, te iskušenju većeg zaduživanja u inostranoj valuti pod relativno povoljnim uslovima. Problem valutnog neslaganja (dugovi u inostranoj valuti, a potraživanja u domaćoj valuti) kreira potencijalno visoke troškove eventualne devalvacije, s obzirom da devalvacija pogađa dugovne pozicije koje, izražene u domaćoj valuti, rastu u skladu sa zvaničnim padom vrednosti domaće valute u odnosu na konkretnu stranu valutu. Prilagodljivi paritet podložan je i spekulativnim uticajima i valutnim krizama. U savremenim uslovima globalnog kapitalnog tržišta tj. okolnostima u kojima su nagla i velika pomeranja u kapitalnim tokovima između zemalja uobičajena pojava, prilagodljivi paritet je meta spekulativnih napada i time situacije u kojoj održavanje fiksnog pariteta može biti skuplja opcija od odustajanja i devalviranja. U fazi usporavanja privrednih aktivnosti i porasta stope nezaposlenosti, kada je finansijski sektor slab, a država ima veliki teret kratkoročnih dugova, teško je restriktivnom monetarnom politikom (visokom kamatnom stopom) braniti paritet. U uslovima kada ne postoji institucionalna obaveza da se paritet mora održati, tada je verovatnija odluka napuštanja pariteta i devalviranja valute.

Izlazna strategija ka režimima veće fleksibilnosti nije lako izvodljiva, s obzirom na evidentnu podložnost ovog režima spekulativnim uticajima, samim tim valutnim krizama. Optimalno rešenje je napuštanje režima prilagodljivog pariteta i pre nastupanja krizne situacije. U praksi se izlazna strategija nije tako jedno-

stavno sprovodila. Naime, izlaz iz prilagodljivih pariteta vršen je prekasno, kada su ekonomski rast i izvoz bitno usporeni, devizne rezerve iscrpljene i postoji veliki pritisak za devalvacijom valute. U periodu kada valuta postane realno apresirana, ali nema jačih kriznih signala, teško je izvršiti prelaz ka fleksibilnijim deviznim aranžmanima, jer se u trenutno zadovoljavajućim makroekonomskim okolnostima (kada je ekonomski rast zadovoljavajući, a nema znatnih tržišnih pritisaka na valutu) ekonomske vlasti teško odlučuju na radikalni potez što je velikim delom produkt političkog instinkta (o „exit strategiji“: Eichengreen et al., 1998; Eichengreen et al., 1999; Asici i Wyplosz, 2003)

Iako je ključni motiv inaugurisanja režima pokretnog pariteta u okviru Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema pokušaj kombinacije fiksnog deviznog kursa (tj. njegove stabilnosti i discipline po uzoru na period zlatnog standarda) i fleksibilnog deviznog kursa (tj. pokušaj pomirenja internih ciljeva, koji su bili inferiorni u periodu zlatnog standarda, i eksternih ciljeva, kroz pružanje veće fleksibilnosti monetarnim vlastima u uslovima egzistencije fundamentalne neravnoteže), pomenuti međunarodni monetarni sistem je kolabirao početkom sedamdesetih godina XX veka. Za početni period njegovog funkcionisanja bila je karakteristična zatvorenost kapitalnog tržišta (kapitalni tokovi bili su javnog karaktera, a konvertibilnost se odnosila samo na tekući deo platnog bilansa, tj. samo za trgovinske, a ne kapitalne transakcije), jer i tada je postojalo saznanje da će privatni tokovi kapitala ugrožavati fiksne paritete u posleratnom periodu. U sadašnjim tendencijama otvorenosti i integrisanosti kapitalnih tržišta i potpuno slobodnog kretanja privatnih kapitalnih tokova tj. podložnosti ekonomija velikim spekulativnim udarima, sistemi fiksnog pariteta prilagodljivog tipa nisu efektivni pošto nisu ni neopozivo fiksni (i time ne odvrću spekulativne napade, s obzirom na nepostojanje čvrste institucionalne političke i zakonske obaveze održanja pariteta), a nisu ni fleksibilni (ne pružaju potrebnu slobodu ekonomskoj politici da autonomno reaguje u skladu sa novonastalim situacijama). Iz navedenih razloga, prilagodljivi paritet se kategorizuje u središnje režime u okviru kontinuuma fleksibilnosti režima deviznih kurseva.

Režim pokretnog pariteta ograničava mogućnost realne apresijacije ili depresijacije deviznog kursa. U ovom režimu promena deviznog kursa je depolitizovana, jer zavisi od pravila tj. kriterijuma postavljenih kao osnov za pomeranje nominalnog deviznog kursa. Kao kriterijum se uzima u obzir razlika u stopi inflacije zemlje i njenih trgovinskih partnera, odnosno, promene konkurentnosti koje determinišu promenu eksterne pozicije određene zemlje. „*Backward looking*“ postupak u pomeranju nominalnog deviznog kursa u okviru režima pokretnog pariteta odnosi se na korigovanje nominalnog nivoa kursa za razliku u stopi inflacije u prošlosti, te se faktički samo ispravlja *ex post* raskorak nominalnog i realnog DK. „*Forward looking*“ postupak se vezuje za planirane niže nivoe in-

flacije u budućnosti u sklopu stabilizacionog antiinflacionog programa (valuta se devalvira opadajućim intenzitetom).

Režim koridora (target zone) sa širim marginama fluktuacije sa obe strane pariteta (od 10%-15%), povezan je sa obavezom monetarnih vlasti da održi devizni kurs unutar određenog širokog koridora oko centralnog pariteta. Paritet se može periodično prilagođavati u manjim koracima kako bi bio u skladu sa fundamentalnim makroekonomskim varijablama, što je karakteristika puzajućeg ili pokretnog koridora („*crawling band*“). Ukoliko monetarna vlast ne mora po svaku cenu odbraniti granice koridora, već reaguje po proceni, takav režim funkcionise kao monitoring koridor („*monitoring band*“). S obzirom na dozvoljenu širinu fluktuiranja deviznog kursa, navedeni režim povezan je sa izvesnom fleksibilnošću i time većom autonomijom u sprovođenju monetarne politike u prilagođavanju asimetričnim šokovima. Za razliku od klasičnog, Bretonvudski, primenjenog režima prilagodljivog pariteta (margine fluktuacije 1% sa obe strane pariteta), režim koridora sa širim marginama više odgovara činjenici da je ravnotežni devizni kurs teško identifikovati za mnoge zemlje u razvoju. Studije daju različite procene o istom, tako da šire margine fluktuacije pružaju veću mogućnost pronalaženja ravnotežnog kursa upravo u širem intervalu fluktuiranja. Paritet kao centar koridora može biti prilagođavan da bi bio kompatibilan sa ključnim makroekonomskim varijablama, a sama zona fluktuacije sa centralnim paritetom stabilizuje očekivanja na deviznom tržištu, jer tržišni agenti očekuju da je ravnotežni kurs u okviru definisanog koridora. Međutim, ni režim koridora nije dovoljno fleksibilan da bi izolovao zemlju od makroekonomskih šokova. U slučaju nastupa većeg internog ili eksternog šoka, egzogenog karaktera ili uzrokovanog merama ekonomske politike, ni margina od 15% fluktuacije neće biti dovoljna da bi se zemlja prilagodila i izolovala od nastalog šoka. Margine će se širiti sve više i više u potrazi za realnim deviznim kursom, sve do ukidanja margina i prelazak na sistem fluktuirajućeg deviznog kursa. Režim koridora, kao ni pokretnog pariteta, ne predstavlja adekvatno nominalno sidro za monetarnu politiku u borbi protiv inflacije i ne smanjuje spekulativne napade.

5. Bipolarno gledište i problem nestajanja središnjih režima

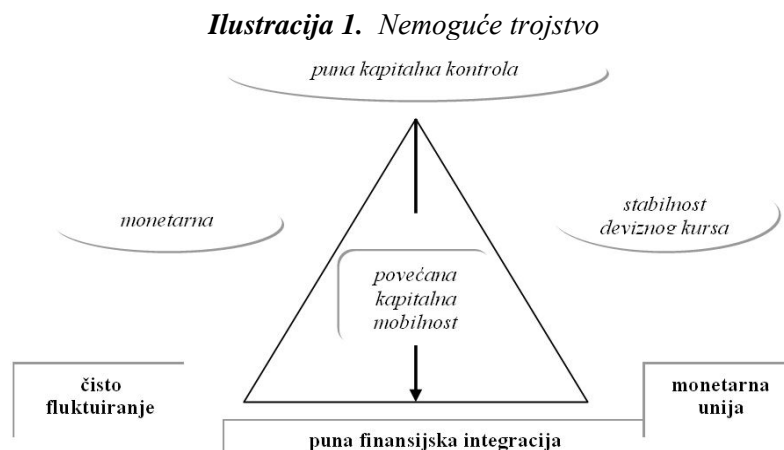
Nakon kolapsa Bretonvudskog međunarodnog monetarnog sistema, ključne svetske ekonomije (SAD, Japan, Nemačka) prihvatile su režim fluktuirajućih deviznih kurseva. Veliki broj manje razvijenih zemalja i dalje se oslanjao na fiksne režime deviznih kurseva sa tendencijom prelaska na fluktuirajuće aranžmane sa većim nivoom privredne razvijenosti i uključivanjem u svetsku ekonomiju. Za zemlje u razvoju, u cilju sinteze prednosti ekstremno fiksne i fleksibilne varijante režima deviznog kursa, porasla je popularnost središnjih režima. Međutim, središnji aranžmani su se pokazali problematičnim i neodrživim u okolnostima

globalne kapitalne deregulacije i liberalizacije, što se jasno identifikovalo nas-tankom valutnih kriza devedesetih godina u Meksiku, Aziji, Rusiji i Brazilu. Protivnici primene središnjih režima, imajući u vidu globalne trendove kapitalne integracije, formirali su bipolarno gledište na izbor režima deviznog kursa. Po-menuto stanovište u literaturi sreće se i pod nazivima hipoteza nestajanja središ-njih režima ili teorija dva ugla.

Središnji režimi u formi prilagodljivih pariteta, pokretnih pariteta i pokretnih koridora inferiorniji su kao izbor za zemlje u razvoju u uslovima slobodnih kapi-talnih kretanja, kako sa aspekta otpornosti na valutne krize, tako i sa aspekta obezbeđenja čvrstog nominalnog sidra. Navedeni aranžmani deviznog kursa se smatraju inferiornim upravo iz ugla podložnosti spekulativnim uticajima, „*currency mismatching*“ problemu, tj. valutnim krizama. Svaka od značajnijih međunarodnih kriza u poslednjoj deceniji XX veka, počevši od Meksika u 1994. godini, zatim Tajlanda, Indonezije i Koreje 1997. godine (Azijska kriza), Rusije i Brazila 1998. godine, Argentine i Turske 2000. godine, bila je povezana sa me-kim fiksnim paritetom nacionalne valute (tzv. „*soft peg*“). Zemlje koje su u tur-bulentnim okolnostima nastupanja valutnih kriza primenjivale fleksibilnije aran-žmane uspele su da izoluju svoje ekonomije od razarajućih posledica valutnih kriza međunarodnih razmera. Prema jednom gledištu, navedene krize bile bi iz-begnute da su tangirane zemlje prihvatile fleksibilnije aranžmane, tj. da je greška postavljanje eksplicitnih targeta za devizne kurseve. Prema drugom gledištu, krize bi bile izbegnute da su pogođene ekonomije uistinu primenjivale čvrste fiksne paritete sa kredibilnim institucionalnim obavezivanjem (u formi valutnog odbora ili potpunog napuštanja nacionalne valute u cilju obezbeđenja kredibiliteta za monetarnu vlast), a ne središnje režime kakve su *de jure* ili *de facto* spro-vodile.

Trilema ili nemoguće trojstvo implicira nemogućnost simultanog postizanja monetarne nezavisnosti, stabilnosti deviznog kursa i pune finansijske integracije (videti ilustraciju). U savremenim okolnostima uklanjanja kapitalnih barijera i uključivanja u međunarodno tržište kapitala izbor zemlje se sužava, i kreće ka donjem delu prikazanog trougla. Dakle, u uslovima kapitalne liberalizacije meki pariteti su podložni valutnim krizama i u tom su smislu neodrživi. U aktuelnim međunarodnim okolnostima kapitalne liberalizacije, trilema otvorene ekonomije bazira se na izboru između dva cilja: monetarne nezavisnosti (fleksibilan devizni kurs) ili stabilnosti deviznog kursa (čvrst fiksni paritet valute - tzv. „*hard pegs*“). Polarizam u izboru režima deviznog kursa se u savremenim okolnostima rastuće globalizacije svetske ekonomije (posebno finansijske globalizacije) nazi-va bipolarno gledište ili rešenje dva ugla. Jedan (fiksni) ugao je režim čvrstih pariteta u formi valutnog odbora, dolarizacije ili monetarne unije, drugi (fluktui-rajajući) ugao jeste režim rukovođenog fluktuiranja ili slobodnog fluktuiranja. Ukoliko zemlja nije u potpunosti uključena u međunarodno kapitalno tržište i

nije izvršila potpunu finansijsku deregulaciju, tada za nju bipolarni izbor ne važi i ima na raspolaganju čitav spektar režima uključujući i središnje režime deviznih kurseva⁵.



Izvor: Frenkel, Jeffrey (1999), *No single currency regime is right for all countries at all times*, <http://www.nber.org/papers/W7338.pdf>

Bipolarna hipoteza se dokazala na bazi određenih empirijskih podataka (Fischer, 2001) o primeni aranžmana deviznih kurseva na bazi komparativnog metoda za dve godine – 1991. godinu (pre nastupanja valutnih kriza i značajne kapitalne mobilnosti za zemlje u razvoju) i 1999. godinu (nakon nastupanja nekoliko kriza na različitim stranama svetske ekonomije). Na bazi pomenutih empirijskih istraživanja u radu Fishera (2001) možemo zaključiti da je u proseku učešće središnjih aranžmana opalo sa 62% (1991. godine) na 34% (1999. godine), da je učešće čvrstih fiksnih režima povećano sa 16% na 24%, a učešće fleksibilnih režima sa 23% na 42%. Posebno je trend napuštanja središnjih režima izražen za zemlje koje su integrisane ili se integrišu u međunarodno kapitalno tržište (razvijene i novoundustrijalizovane zemlje). Prema evidenciji MMF (IMF, 2004) takođe se potvrđuje bipolarna teza, jer u poslednjoj zvaničnoj klasifikaciji aranžmana deviznih kurseva prevladavaju režimi rukovodenog i nezavisnog fluktuiranja (26% i 19% respektivno), odnosno, režimi čvrstih pariteta u formi dolarizacije i monetarne unije i, sa znatno manjim učešćem, valutnog odbora (22% i 4% respektivno). Zajedno, oba pola čine oko 70% aktuelnih režima deviznih kurseva,

⁵ Kina je zahvaljujući opstanku kapitalnih kontrola uspeła održati fiksni paritet svoje valute u turbulentnim vremenima druge polovine devedesetih. Naime, u bipolarnoj teoriji se pretpostavlja da zemlja, uporedo sa razvojnim procesom, teži sve većem uključivanju u kapitalno tržište i eksploataciji prednosti finansijske integracije, po ugledu na razvijene ekonomije sa liberalizovanim kretanjem kapitala. Egzistencija kapitalnih kontrola, kao privremeno rešenje, po „nemogućem trojstvu“ omogućava vođenje nezavisne monetarne politike, ali i stabilnost deviznog kursa.

dok su ostali režimi (okarakterisani u bipolarnoj hipotezi kao središnji režimi deviznog kursa) zastupljeni sa oko 30%. Iako većina autora zastupa bipolarnu hipotezu u izboru režima deviznog kursa u savremenim okolnostima kapitalne mobilnosti, postoje i suprotni stavovi (videti u: Williamson, 1998, 1999, 2000; Bergsten, 1999a; Hochreiter, 2000).

6. Relativno slobodno i slobodno fluktuirajući režimi deviznog kursa

Opcija slobodnog ili čistog fluktuiranja (*clean floating*) nije zastupljena u praksi. Zemlja koja se najviše približava polu slobodnog fluktuiranja jesu SAD, s obzirom na relativno retke intervencije Federalnih rezervi na deviznom tržištu. Devizni kurs je isuviše važna varijabla u ekonomskoj politici da bi se prepustila potpuno slobodnom dejstvu tržišnih snaga. Stoga je izbor rukovođenog ili prljavog fluktuiranja stav određenog broja ekonomista (npr. Goldstein, 2002).

Suštinska karakteristika pomenutog režima je sadržana u samom nazivu. Fluktuiranje je rukovođeno u smislu interferencije monetarnih vlasti u tokove deviznog tržišta, iako je u osnovi devizni kurs tržišno determinisan. Monetarna vlast ne reaguje da bi odbranila određen paritet, već interveniše relativno retko ili *ad hoc* kako bi ograničila prekomerne destabilizirajuće oscilacije deviznog kursa. Dakle, rukovođeno fluktuiranje nacionalne valute na deviznom tržištu ne implicira postojanje unapred objavljenog targeta za devizni kurs, te ne postoji potreba monetarnih vlasti da akumuliraju devizne rezerve i njima intervenišu na deviznom tržištu. Samim tim, sa nepostojanjem mete za spekulativne napade, manja je i mogućnost nastanka valutnih kriza.

Ključni argument u korist fleksibilnih deviznih režima jeste autonomnost monetarne politike. Monetarna politika je nezavisna i fleksibilna za kontracikličnu upotrebu, tj. ne postoji potreba prilagođavanja monetarne politike (i šire ekonomske politike) održavanju nekog određenog pariteta.

Uz to, devizni kurs je apsorpcioni mehanizam za eksterne šokove. U slučaju nastupanja konkretnog eksternog šoka (obično su to poremećeni odnosi razmene tj. pad inostrane tražnje za izvoznim proizvodima dotične zemlje), teret prilagođavanja ne moraju da snose interni ekonomski ciljevi, kao u slučaju fiksnih pariteta. Ukoliko nastane negativan eksterni šok, valuta će automatski depresirati, popraviti konkurentnost i pogoršanu eksternu poziciju u formi deficitne platnobilansne situacije. Alternativa ovakvom automatskom mehanizmu jeste restriktivno prilagođavanje unutar ekonomije (kontraciona ekonomska politika), kako bi se preko pada cena, ali i nivoa zaposlenosti i outputa, popravila konkurentnost, što je tipično za fiksne režime deviznog kursa.

Rukovođenim fluktuiranjem uklanja se problem valutnog dispariteta, jer fleksibilan devizni kurs eksplicitno nagoveštava postojanje rizika. Svakodnevne fluktuacije deviznog kursa podsećaju aktere - vlade, preduzeća, banke i građane,

na rizičnost denominacije obaveza u stranoj valuti, imajući u vidu suštinski valutni rizik skopčan sa fluktuacijom deviznog kursa.

S obzirom na navedene karakteristike rukovodenog fluktuiranja u smislu fleksibilnog i autonomnog korišćenja instrumenata monetarne politike i nepostojanje obaveze odbrane nekog određenog pariteta, može se konstatovati da navedeni režim mora identifikovati odgovarajuće sidro (devizni kurs u ovom režimu nije nominalno sidro), odnosno, odgovarajući režim monetarne politike. Monetarna politika je autonomna i nezavisna od politike deviznog kursa, a popularan spoj režima deviznog kursa i monetarne politike pri vođenju politike upravljanog fluktuiranja valute jeste „*managed floating plus*“ tj. kombinacija rukovodenog fluktuiranja kao devizno kursnog režima i inflacionog targetiranja kao režima monetarne politike.

7. Zaključak

Kontinuum fleksibilnosti gradiira fleksibilnost devizno-kursnih aranžmana počevši od rigidnih formi fiksnog pariteta – valutni odbor, dolarizacija i monetarna unija, preko središnjih režima – prilagodljivi paritet, pokretni paritet i koridori, do fleksibilnih formi rukovodenog i slobodnog fluktuiranja. Nije jednostavno identifikovati jasnu razliku između pojedinih režima, odrediti pravi režim za određenu zemlju, ali ni koji režim zemlja u suštini primenjuje. Evidentni su problemi „straha od plivanja“ i „straha od fluktuiranja“ koji su pojavni oblici distinkcije *de jure* i *de facto* klasifikacije. „Nemoguće trojstvo“ podseća na nemogućnost simultanog postizanja tri primamljiva cilja ekonomske politike: deviznu stabilnost (karakteristika fiksnih deviznih kurseva), autonomnost monetarne politike (karakteristika fleksibilnih deviznih kurseva) i potpunu integraciju u međunarodno kapitalno tržište. U tokovima kapitalne liberalizacije i deregulacije, dolazi do izražaja bipolarna hipoteza koja implicira izbor između čvrsto fiksnih pariteta u jednom uglu (dolarizacija, valutni odbor i monetarna unija) i fleksibilnih režima (rukovodeno i čisto fluktuirajući režimi) u drugom uglu. Odabirajući čvrsto fiksni režim, zemlje se unapred odriču monetarnog suvereniteta s obzirom da monetarna politika mora biti podređena održavanju fiksnog pariteta, čime je blokirano njeno dejstvo u kontraciklične svrhe zarad postizanja ciljeva interne ravnoteže. S obzirom na jačinu institucionalne obaveze održavanja pariteta u čvrsto fiksnim režimima, stečeni kredibilitet umanjuje (iako ne isključuje) mogućnost spekulativnih napada i nastajanje valutnih kriza. Da bi se anulirao ključni nedostatak gubitka suvereniteta monetarne (i šire ekonomske) politike, bilo bi poželjno da zemlje koje upotrebljavaju čvrste forme fiksnog kursa imaju ugrađene alternativne, interne apsorberne šokova, kao što su fleksibilno tržište radne snage i kapitala, jača trgovinska integrisanost i sličnost ekonomske strukture sa zemljom (zemljama) čija valuta služi kao nominalno sidro, kao i dovoljan nivo

deviznih rezervi. Zemlje koje zadrže kapitalne barijere, odnosno, ne izvrše potpunu kapitalnu liberalizaciju, mogu primenjivati mekše paritete ili forme središnjih aranžmana, jer su isti kapitalnim barijerama izolovani od spekulativnih napada. Međutim, izvesno je da pomenuto rešenje ne može biti trajno, jer razvojni proces inkorporira trgovinsku, a potom i finansijsku liberalizaciju, pa će u tom kontekstu bipolarni ugao biti aktuelan. Pomeranjem ka fleksibilnijim aranžmanima rukovođenog ili čistog fluktuiranja, zemlje uživaju prednosti upotrebe deviznog kursa kao apsorbera šokova. Negativni eksterni šokovi su praćeni depresijacijom valute i eksternom ravnotežom, a interna ravnoteža je u rukama nezavisne i kontraciklično usmerene monetarne politike. Iako, teorijski posmatrano, fleksibilniji aranžmani imaju mogućnost simultanog postizanja interne i eksterne ravnoteže, u praksi je evidentna velika nestabilnost deviznog kursa, pa čak i valutni premašaji usled imperfečnosti finansijskog tržišta, što opet zahteva intervenciju monetarnih vlasti. Izvesno je, dakle, da svi režimi deviznog kursa, kao i oba pola bipolarne hipoteze imaju suštinske prednosti i nedostatke. Odluka o izboru režima deviznog kursa je specifičan problem za svaku zemlju u zavisnosti od makroekonomskih performansi, ciljeva i eksternog okruženja konkretne ekonomije. Promenljivost varijabli internog i eksternog okruženja relativizira temporalnost odluke o izboru režima deviznog kursa.

Literatura:

- Alesina, Alberto i Wagner, Alexandar (2003) *Choosing (and reneging on) exchange rate regimes*, <http://www.nber.org/papers/9809>
- Asici, Ahmet i Wyplosz, Charles (2003) *The Art of Gracefully Exiting a Peg*, *The Economic and Social Review Vol. 34, No. 3*, pp. 211-228, http://www.sgrs.ch/documents/jahrestagung_2004/papers_jahrestagung_2004/C2-AsisiA-WyloszCh.pdf
- Berg, Andrew i Borensztein, Eduardo (2000) *Full dolarization - The Pros and Cons*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0050.pdf>
- Bergsten, Fred (1999a) *Alternative Exchange Rate Systems and Reform of the International Financial Architecture*, <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=346>
- Bergsten, C. Fred (1999b) *The Case for Joint Management of Exchange Rate Flexibility*, <http://www.iie.com/publications/wp/wp.cfm?ResearchID=138>
- Calvo, A. Guillermo i Reinhart, M. Carmen (2000a) *Fear of floating*, <http://papers.nber.org/papers/w7993.pdf>
- Calvo, A. Guillermo i Reinhart, M. Carmen (2000b) *Fixing for Your Life*, <http://www.nber.org/papers/w8006.pdf>
- Devereux, B. Michael (2001) *Monetary Policy, Exchange Rate Flexibility, and Exchange Rate Pass-Through*, <http://140.80.193.5/en/res/wp/2000/devereux.pdf>
- Eichengreen, Barry; Masson, Paul; Bredenkamp, Hugh; Johnston, Barry; Hamann, Javier; Jadresic, Esteban i Otter, Inci (1998) *Exit Strategies Policy Options for Countries*

- es Seeking Greater Exchange Rate Flexibility*, Occasional Paper 168, International Monetary Fund
- Eichengreen, Barry; Masson, Paul; Savastano, Miguel i Sharma, Sunil (1999) *Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility*, http://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E213.pdf
- Fischer, Stanley (2001) *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>
- Frenkel, Jeffrey (1999) *No single currency regime is right for all countries or at all times*, <http://www.nber.org/papers/W7338.pdf>
- Frenkel, Jeffrey (2003) *Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies*, <http://papers.nber.org/papers/w10032.pdf>
- Genberg, Hans i Swoboda, Alexander (2004) *Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter?*, <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2004/mussa/pdf/genber.pdf>
- Goldstein, Morris (2002) *Managed floating plus*, http://www.iie.com/publications/chapters_preview/342/1iie3365.pdf
- Haggart, Blayne (1999) *Exchange Rate Regimes: Possible options*, <http://dsp-psd.pwgsc.gc.ca/Collection-R/LoPBdP/BP/prb9914-e.htm>
- Hausmann, Ricardo; Panizza, Ugo; Stein, Ernesto (2000) *Why Do Countries Float the Way they Float?*, <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-418.pdf>
- Hochreiter, Eduard (2000), *Exchange rate regimes and capital mobility: Issues and some lessons from central and eastern European applicant countries*, http://www.suerf.org/hochreiter/download/Exchange_Rate_Regimes_And_Capital_Mobility.pdf
- IMF (2004) *Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*, <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/0604/htm>
- Kenen, Piter (2000) Fixed versus floating exchange rates, *Cato journal*, Vol. 20(1), <http://www.cato.org/pubs/journal/cj20n1/cj20n1-13.pdf>
- Reinhart, Carmen i Rogoff, Kenneth (2002) *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, <http://papers.nber.org/papers/w8963.pdf>
- Tsang, Shu-ki (2000) *Commitment to and Exit Strategies from a CBA*, Seminar: *Currency Boards: Experience and Prospects*, <http://www.hkbu.edu.hk/~sktsang/Tsang20000506.PDF>
- Williamson, John (1998) *Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility*, <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=319>
- Williamson, John (1999) *Are Intermediate Regimes Vanishing?*, <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=362>
- Williamson, John (2000) *Designing a Middle Way between Fixed and Flexible Exchange Rates*, <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=392>

Exchange rate arrangements – from extreme to „normal“

Summary: The paper studies theoretical and empirical location dispersion of exchange rate arrangements - rigid-intermediate-flexible regimes, in the context of extreme arrangements of a currency board, dollarization and monetary union, moderate characteristics of intermediate arrangements (adjustable pegs, crawling pegs and target zones) and imperative-process „normalization“ in the form of a managed or clean floating system. It is established that *de iure* and *de facto* classifications generate „fear of floating“ and „fear of pegging“. The „impossible trinity“ under the conditions of capital liberalization and globalization creates a bipolar view or hypothesis of vanishing intermediate exchange rate regimes.

Key words: exchange rate regimes, *de facto* vs *de iure* classifications, „impossible trinity“, bipolar view