

II. AKTUALNA TEMA

KRATKOROČNE I DUGOROČNE DILEME TEČAJNE POLITIKE

UVODNE NAPOMENE

Sadašnji trenutak rasprave ekonomista u Hrvatskoj o problemima iz oblasti tečajne politike karakterizira izuzetna ispolitiziranost, s jedne strane, a nedovoljan broj istraživačkih radova iz oblasti ekonomike deviznih tečajeva, s druge strane. Hrvatsko gospodarstvo nije nikakv specifikum u odnosu na ostale ekonomije, pa se mogu - u promišljanju tečajne politike kod nas - koristiti rezultati teoretskih i empiričkih istraživanja modernih autora izvan Hrvatske. Ovaj rad želio bi dati doprinos boljem razumijevanju problema tečajne politike u Hrvatskoj, putem analize rezultata najnovijih istraživanja iz obimne literature koja se bavi ekonomikom deviznih tečajeva.

U radu se analiziraju kriteriji za izbor sistema deviznog tečaja; pregled postojećih sistema tečajne politike i njihov razvoj; kratki pregled primjene sistema fiksnog deviznog tečaja; problemi prijelaza sa sistema fiksnog na sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja; i daju se osnovne preporuke za optimalnu politiku deviznog tečaja kod tranzicijskih ekonomija; te se predlaže da Hrvatska pripremi "strategiju izlaza", kao sveobuhvatni skup mjera za prijelaz na de facto fleksibilniji sistem deviznog tečaja hrvatske valute.

1. IZBOR SISTEMA DEVIZNOG TEČAJA

Može se konstatirati da je u ekonomskoj znanosti ponovno obnovljen interes za odgovor na pitanje - koji je to sistem deviznog tečaja optimalan za individualnu ekonomiju? Radi se, u stvari, o jednom od najkompliciranijih pitanja u makroekonomskoj teoriji i praksi. Izbor između sistema fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja, nije jednostavan i u literaturi postoji cijeli niz različitih opcija. Rasprava među ekonomistima vodi se već više od desetljeća, i neki autori ovu debatu nazivaju "The Great Exchange Rate Controversy" (Robert Mundell) ili smatraju da ne postoji jednostavan odgovor ("There is no right answer." - William R. White, vidjeti u Blejer (1997), na str. 54.). Drugi ekonomisti smatraju da dilema između fiksnog ili fluktuirajućeg tečaja nije primarna, već da je temeljna dilema između dobre ili loše (makroekonomske) politike ("The debate is not about fixed versus flexible exchange rate, but about good versus bad policies, in terms of policy regimes, it is about which regime is conducive for the good fix, the bad fix, the good flex, and the bad flex. The answer is not universal, as it must reflect the particular circumstances.", Jacob A. Frenkel, vidjeti u Blejer (1997), str. 57.). U osnovi, slažemo se sa mišljenjem da izbor između sistema fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja, ne može supstituirati potrebu vođenja konzistentne stabilizacijske makroekonomske politike. Kod utvrđivanja "optimalnog" sistema deviznog tečaja, potrebno je uzeti u obzir dvije temeljne teze: prva, da nijedan sistem deviznih tečajeva nije sam po sebi permanentan, te, drugo, da pojedine ekonomije variraju svoje sisteme deviznih tečajeva između različitih mogućih opcija, ovisno o konkretnoj makroekonomskoj situaciji, tako da "optimalni sistem deviznog tečaja" za pojedinu ekonomiju može varirati. To je razlog da je vrlo teško dati prijedlog optimalnog sistema deviznih tečajeva za pojedinu ekonomiju, ali različiti sistemi deviznih tečajeva imaju svoje inherentne karakteristike, koje bi trebalo uzeti u obzir kod konkretnog odabira između pojedinih opcija. Postoje neke opće pretpostavke za izbor politike tečaja, koje bi bile zajedničke svim vrstama ekonomija. Odabir politike deviznog tečaja zavisi od specifičnog makroekonomskog položaja svake pojedine

nacionalne ekonomije. Drugi važan element kod izbora politike tečaja, bila bi vrsta šokova kojima je izložena nacionalna privreda, iz čega implicira i način neutralizacije tih šokova. To je razlog da je vrlo teško predložiti neki opći model politike tečaja, koji bi vrijedio za sve ekonomije. Koje su to determinante koje utječu na izbor sistema deviznog tečaja? U novijim radovima, na primjer WEO 1997, navode se dvije temeljne determinante: prvo, karakteristike pojedine nacionalne ekonomije i vrste šokova kojima je izložena; i, drugo, stupanj kredibilnosti makroekonomske politike.

Teorija optimalnih valutnih područja (engleski, "theory of optimum currency areas") navodi da bi male otvorene ekonomije, općenito uzevši, trebale koristiti sistem fiksnog deviznog tečaja, uz vezivanje tečaja vlastite valute uz neku jaču svjetsku valutu, valutu glavnog trgovačkog partnera takove zemlje. Najnovije rasprave o teoriji optimalnih valutnih područja, i o izboru između fiksnog ili/i fluktuirajućeg deviznog tečaja, vidjeti u Blejer (1997). U prilog sistemu fiksnog deviznog tečaja ide i (nizak) stupanj diverzifikacije proizvodnje i izvoza; te geografski (visoki) stupanj koncentracije vanjske trgovine takove ekonomije.

WEO 1997 navodi slijedeće determinante koje utječu na izbor sistema deviznog tečaja:

- (1) veličina ekonomije: što je nacionalna ekonomija veća, to je bolje koristiti sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja;
- (2) otvorenost ekonomije: što je stupanj otvorenosti neke ekonomije viši, to je bolje koristiti sistem fiksnog deviznog tečaja;
- (3) diverzifikacija proizvodnje/strukture izvoza: ukoliko je stupanj diverzifikacije niži, udjel jednog vanskotrgovačkog partnera je visok, to se čini boljim korištenje sistema "vezivanja" deviznog tečaja za valutu te zemlje;

- (4) divergencija između stope domaće i inozemne inflacije: ukoliko je stupanj divergencije viši, utoliko je bolje korištenje sistema fluktuirajućeg deviznog tečaja, iako sistem fiksnog tečaja može koristiti u stabilizacijskoj politici;
- (5) stupanj ekonomske/ financijske razvijenosti: što je stupanj ekonomske/ financijske razvijenosti viši, to je bolje koristiti sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja;
- (6) mobilnost faktora rada: što je mobilnost niža, odnosno ukoliko je sistem plaća rigidan na njihovo snižavanje, to je bolje koristiti sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja;
- (7) mobilnost kapitalnih tokova: viši stupanj mobilnosti tokova kapitala, implicira velikim poteškoćama u održavanju sistema fiksnog deviznog tečaja;
- (8) inozemni nominalni šokovi: ako je ekonomija izložena ovoj vrsti šokova, tada je bolje koristiti sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja;
- (9) domaći nominalni šokovi: bolje je koristiti sistem fiksnog deviznog tečaja;
- (10) realni šokovi: ukoliko je ekonomija izložena realnim šokovima - domaćim ili inozemnim - bolje je korištenje sistema fluktuirajućih deviznih tečajeva;
- (11) kredibilnost nositelja makroekonomske politike: što je niža kredibilnost, to je bolje korištenje sistema fiksnog deviznog tečaja. O ovoj determinanti, više se govori u dijelu koji analizira korištenje deviznog tečaja kao nominalnog sidra u politici stabilizacije.

Izbor između sistema fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja, nije jednostavan. Tablica koja se prikazuje u nastavku daje pregled kriterija (ekonomskih indikatora) koji su kompatibilni sa pojedinim sistemima deviznih tečajeva:

	Fluktuirajući		Planirane margine		Vezivanje		Valutni odbor	Valutna unija
	Slobodno	Upravljanje	Široke	Uske	Puzajuće	Fiksno		
Inflacija								
Visoka	da	da	da	ne	da	ne	ne	ne
Niska	da	da	da	da	ne	da	da	da
Devizne rezerve								
Visoke	da	da	da	da	da	da	da	da
Niske	da	da	da	ne	ne	ne	ne	da
Mobilnost kapitala								
Visoka	da	da	da	ne	ne	ne	da	da
Niska	da	da	da	da	da	da	da	da
Mobilnost rada i nominalna fleksibilnost								
Visoka	da	da	da	da	da	da	da	da
Niska	da	da	da	da	ne	ne	ne	ne
Proizvodnja i diverzifikacija izvoza								
Visoka	da	da	da	da	da	da	da	da
Niska	da	da	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Fiskalna fleksibilnost i održivost								
Visoka	da	da	da	da	da	da	da	da
Niska	da	da	da	ne	ne	ne	ne	ne
Odnosi s drugim zemljama								
Trgovačka integracija								
Visoka	ne	ne	da	da	da	da	da	da
Niska	da	da	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Politička integracija								
Visoka	ne	ne	da	da	da	da	da	da
Niska	da	da	da	da	da	da	da	ne
Pretežnost šokova								
Simetrična	da	da	da	da	da	da	da	da
Asimetrična	da	da	da	ne	ne	ne	ne	ne
Vrsta šokova								
Realni	da	da	ne	ne	ne	ne	ne	ne
Nominalni	ne	ne	da	da	da	da	da	da

Izvor: "Exit Strategies - Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility", IMF Occasional Paper No. 168, 1998

Iz prikazanih determinanti sistema deviznog tečaja, vidljiv je njihov različiti utjecaj na odabir "optimalne" tečajne politike. Stopa domaće inflacije bitno utječe na odabir tečajnog sistema. U uvjetima niske inflacije, moguća je primjena svih predloženih sistema deviznih tečajeva, sa izuzetkom "puzajućeg vezivanja". Visoka inflacija, pak, konzistentna je sa primjenom različitih sistema fleksibilnijeg određivanja tečaja. Sistem fiksnog deviznog tečaja optimalno se može primijeniti najviše u sklopu antiinflacijske politike, kao "nominalno sidro". Razina deviznih rezervi i volatilnost tokova kapitala, mogu odlučujuće utjecati na odabir sistema deviznih tečajeva. Na primjer, visoka razina deviznih rezervi omogućuje primjenu svih prikazanih sistema, dok je niska razina rezervi nekonzistentna sa sistemima vezanog tečaja ili sistemima fluktuirajućeg tečaja u okviru vrlo uskih margina fluktuiranja. Isto tako, izražena volatilnost kapitalnih tokova ne omogućuje primjenu fiksnog ili manje fleksibilnijeg sistema. Fiskalna politika bitno utječe na tečajnu politiku. Kod rigidnijih sistema deviznih tečajeva, potrebna je veća fleksibilnost fiskalne politike, radi apsorpcije šokova. Sličan je utjecaj i tzv. "održivosti" fiskalne politike (mjerena udjelom javnog duga u društvenom proizvodu). Naime, kod vezanih tečajeva, visoki javni dug prepreka je većoj fleksibilnosti fiskalne politike, koja može biti potrebna za odbranu tečaja. Stupanj diverzifikacije izvoza, također, utječe na izbor sistema tečaja. Viši stupanj diverzifikacije implicira višim stupnjem rezistentnosti nacionalog gospodarstva na promjene "uvjeta razmjene". To je razlog zašto nižem stupnju diverzifikacije izvoza, odgovara sistem veće fleksibilnosti deviznog tečaja. Simetričnost i vrsta šokova bitno određuju izbor sistema deviznog tečaja. Asimetrični šokovi kod sistema vezanog tečaja, ukazuju da bi bila bolja primjena fleksibilnijih sistema određivanja deviznih tečajeva. Suprotno od toga, ukoliko između dvije nacionalne ekonomije postoji simetričnost šokova kojima su izložene, tada je bolje primjenjivati sisteme vezanog deviznog tečaja. Nominalni šokovi (promjena u potražnji za novcem) konzistentni su sa različitim sistemima vezivanja deviznih tečajeva, odnosno sa rigidnijim sistemima (na primjer, primjena "sidra deviznog tečaja"). Realni šokovi (primjene "uvjeta razmjene", ili produktivnosti u zemlji) zahtijevaju primjenu fleksibilnijih sistema tečajeva.

Iz prikazanog, vidljiv je utjecaj različitih indikatora na izbor sistema deviznih tečajeva, Ipak, u osnovi, izbor sistema deviznog tečaja predstavlja izbor neke zemlje kako će voditi domaću monetarnu politiku. Izborom odgovarajućeg sistema deviznog tečaja, istovremeno se utvrđuje i stupanj autonomnosti domaće monetarne politike koju vodi njezina centralna banka.

Problem izbora sistema deviznog tečaja, analizirali su mnogi autori, čije ćemo najvažnije radove analizirati u ovoj disertaciji. John Williamson, (1995) sugerira izbor sistema fiksnog deviznog tečaja pod pretpostavkom da su zadovoljena četiri kriterija: da se radi o maloj otvorenoj ekonomiji; da se većina trgovačke razmjene odvija u valutama (valuti) za koju će se vezati devizni tečaj domaće valute; da zemlja želi voditi takvu makroekonomsku politiku, koja vodi konvergenciji stopa inflacije; zemlja je spremna uvesti takve institucionalne aranžmane, koji će dodatno pojačati kredibilnost fiksnog deviznog tečaja. Prema ovom autoru, najvažnije su prva i treća pretpostavka. Ukoliko neka ekonomija ne zadovoljava ove preduvjete, trebala bi, prema Williamsonu, usvojiti sistem upravljanog fluktuirajućeg deviznog tečaja. Autor definira ravnotežni tečaj (engleski, "fundamental equilibrium exchange rate" - FEER), kao devizni tečaj koji je konzistentan sa makroekonomskom ravnotežom. Internu ravnotežu definira "kao najviši nivo ekonomske aktivnosti koji je konzistentan sa stalnom kontrolom inflacije". Eksternu ravnotežu definira, pak, "kao deficit tekućeg dijela bilance plaćanja koji je održiv, i koji neće uzrokovati krizu". Ovdje se predlaže odabir vezivanja deviznog tečaja za jednu jaku valutu ili za košaricu valuta, s time da autor predlaže targetiranje realnog deviznog tečaja, jer realni devizni tečajevi, a ne nominalni, utječu na dinamiku izvoza.

Ghosh, Gulde, Ostry i Wolf (1995), u svojoj empiričkoj analizi, istražuju korelaciju između sistema deviznog tečaja i najvažnijih makroekonomskih varijabli - inflacije i ekonomskog rasta. Ova empirička analiza temelji se na klasificiranim deviznim sistemima 136 zemalja u 30 - godišnjem razdoblju, od 1960 - 1990. godine. Autori pokazuju da je

sistem fiksnog deviznog tečaja vrlo dobar instrument za dezinflaciju. Naime, stope inflacije bile su niže kod zemalja sa sistemima fiksnog deviznog tečaja. Fluktuirajući devizni tečaj, s druge strane, djeluje pozitivno na stope rasta. Primjena sidra deviznog tečaja, elaborira se detaljnije u narednom poglavlju ove disertacije, pa ćemo se više usmjeriti na ovaj drugi aspekt odabira sistema tečaja. I inače, mora se konstatirati, ne postoji tako obimna literatura o povezanosti sistema deviznih tečajeva sa ekonomskim rastom, kako je to slučaj sa literaturom o korelaciji inflacije i sistema deviznih tečajeva. Ova analiza je, zbog toga, vrlo korisna. Prema navedenoj empiričkoj analizi, prosječna stopa rasta per capita iznosila je 1.6 % godišnje za odabranu grupu zemalja. Ali, stopa rasta za tzv. intermedijarni sistem tečaja iznosila je 2 % godišnje; dok je kod primjene sistema fiksnog tečaja iznosila 1.4 % godišnje, a 1.7 % godišnje kod primjene sistema fluktuirajućeg tečaja. Autori objašnjavaju razlike u stopama ekonomskog rasta po različitim vrstama sistema deviznih tečajeva, razlikama u stopama investicija i rastu produktivnosti. Tako se stope investicija razlikuju kod zemalja sa različitim sistemima deviznih tečajeva, s opadajućim trendom na dolje od fiksnog - intermedijarnom - k fluktuirajućem sistemu deviznih tečajeva. Korelacija porasta produktivnosti sa različitim sistemima deviznih tečajeva, dekomponirana je - u ovoj empiričkoj analizi - na dvije komponente: rast trgovine (zbrog stopa rasta izvoza i uvoza) i rezidualnu komponentu. Rast trgovine značajno je povezan sa sistemima fiksnih deviznih tečajeva. Rezidualna komponenta snažno je korelirana sa sistemima fluktuirajućih deviznih tečajeva., i to u tolikoj mjeri da može kompenzirati rast trgovine i rast investicija kod sistema fiksnih deviznih tečajeva. Sa povećavanjem stupnja rigidnosti sistema deviznog tečaja, povećava se i volatilitnost realnih makroekonomskih varijabli - rasta društvenog bruto proizvoda i rasta zaposlenosti. Na temelju navedenog uzorka od 136 zemalja i 3732 opservacija u promatranom razdoblju, utvrđena je prosječna godišnja stopa rasta društvenog bruto proizvoda od 3,7 %; 4 % - za industrijski razvijene zemlje i one sa visokim dohotkom per capita; te, 3,6 % - za nerazvijene zemlje. Najviše stope rasta imale su zemlje sa sistemima fiksnih deviznih tečajeva - 4 %

godišnje; zemlje sa intermedijarnim sistemima - 2,7% ; a, 2,6 % sa sistemima fluktuirajućih deviznih tečajeva. Ovdje je prisutna asimetrična dihotomija kod zemalja sa sistemima fluktuirajućih deviznih tečajeva: razvijene zemlje imale su iznadprosječne stope rasta; dok su nerazvijene imale najniže stope rasta od svih zemalja bez obzira na primjenjeni sistem deviznih tečajeva. Primjenom metode najmanjih kvadrata, utvrđena je insignifikantna korelacija između fleksibilnosti sistema deviznih tečajeva i ekonomskog rasta, sa razlikom u stopama rasta od prosječno godišnje 0,3 % kod zemalja sa fiksnim i sa fluktuirajućim deviznim tečajevima. Autori su analizirali dvije determinante ekonomskog rasta: udjel investicija u društvenom bruto proizvodu i prosječnu stopu rasta vanjske trgovine. Stopa investicija prema vrsti sistema deviznih tečajeva bila bi slijedeća: 22,5 % - kod zemalja sa sistemima fiksnih deviznih tečajeva; 21,3 % - sa intermedijarnim sistemima; i, 19,6 % - kod zemalja sa sistemima fluktuirajućih deviznih tečajeva. Porast trgovine bio je: 9,4 % - kod zemalja sa sistemima fiksnih deviznih tečajeva; a 8,5 % - kod onih sa sistemima fluktuirajućih deviznih tečajeva. Ako se isključi utjecaj opservacija iz šezdesetih godina, tada implicira da su stope investicija prosječno više za 1,5 postotnih poena kod zemalja sa fiksnih deviznim tečajevima, u odnosu na one sa fluktuirajućim deviznim tečajevima, dok je porast trgovine veći za 0,2 postotnih poena. Korelacija između rasta investicija i vanjske trgovine, te porasta društvenog bruto proizvoda, pozitivna je i signifikantna. Zemlje koje primjenjuju sisteme fiksnih deviznih tečajeva ostvaruju više stope ekonomskog rasta. Ali, autori su uključili i tzv. "dummy" varijablu - sistem deviznog tečaja, te je to rezultiralo višom prosječnom godišnjom stopom rasta produktivnosti (kao rezidualne varijable) za 0,9 postotnih poena. To je rezultiralo time da je razlika u porastu rezidualne produktivnosti (viša je kod fluktuirajućih tečajeva) neutralizirala razlike u stopama rasta investicija i vanjske trgovine (više su kod fiksnih tečajeva), i tako znatno smanjila razlike u ukupnom ekonomskom rastu na zanemarive razmjere. Tranzicija sa sistema fiksnih deviznih tečajeva na sistem fluktuirajućih deviznih tečajeva rezultirat će, prema nalazima navedenih autora, povećanjem stope rasta društvenog bruto proizvoda za 0,3 postotna poena u prvoj

godini nakon prijelaza, a za više od 1 postotnog poena nakon proteka tri godine od tranzicije na novi sistem. Dakle, opcija između fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja, trebala bi imati za pretpostavku koji cilj makroekonomske politike se želi postići - dezinflacija ili ekonomski rast? Sistemi deviznih tečajeva ipak su endogenog karaktera i ne mogu supstituirati stabilizacijske makroekonomske politike. U prilog ovih postavki, navode se i osnovni zaključci novije studije Atisha Gosha iz 1997. godine.

Ova empirička analiza nije utvrdila direktnu i jasnu povezanost između sistema deviznih tečajeva i (makro)ekonomskih kretanja, mjereno stopom ekonomskog rasta i domaće inflacije. Temeljna razlika u makroekonomskim kretanjima - kod dvije temeljne grupe zemalja, koje koriste sistem fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja - bila bi u odnosu na stopu inflacije. Ona je niža kod zemalja sa fiksnim deviznim tečajem, iako, u dvadesetgodišnjem razdoblju ove stope međuosobno konvergiraju (stope inflacije kod zemalja sa fluktuirajućim deviznim tečajem u odnosu na one sa fiksnim tečajem). Nije jasna korelacija između sistema deviznih tečajeva i ekonomskog rasta. Razlika u stopama ekonomskog rasta između ove dvije grupe zemalja je insignifikantna. Rezultati najnovijih istraživanja upućuju na zaključak da sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja ne mora nužno biti koreliran sa visokim stopama inflacije i niskim stopama ekonomskog rasta. I ovdje je evidentna važnost konzistentnih makroekonomskih politika, kako bi se ostvarile visoke stope ekonomskog rasta, uz niske stope inflacije, a bez obzira na sistem deviznog tečaja koji se primjenjuje.

Odabir sistema deviznih tečajeva kod zemalja u tranziciji, izgleda različit od mogućih opcija kod zemalja u razvoju. Jeffrey Sachs, (1996) razmatra problem utvrđivanja sistema deviznog tečaja u zemljama u tranziciji. Sachs sugerira da bi tranzicijske ekonomije mogle usvojiti sistem fiksnog deviznog tečaja na početku primjene programa stabilizacije i liberalizacije, ali da bi nakon jedne do dvije godine, trebale usvojiti neki fleksibilniji sistem deviznog tečaja. U ranijoj, inicijalnoj fazi stabilizacije

fiksni tečaj je koristan za osvarivanje brze dezinflacije. Međutim, s aspekta dugoročne politike deviznog tečaja, sugerira autor, održavanje nominalnog deviznog tečaja neizmijenjenim impliciralo bi samo porastom precijenjenosti (aprecijacije) valute. Najteži praktični problem predstavlja, svakako, ocjena kada - nakon obaranja inflacije i remonetizacije ekonomije - preći na fleksibilniji sistem deviznog tečaja i na kojoj razini utvrditi centralni paritet kod nominalnog deviznog tečaja. Sachs predlaže usvajanje "crawling band" sistema deviznog tečaja, uz vrlo pažljivo određivanje centralnog pariteta nominalnog tečaja s aspekta dugoročne međunarodne konkurentnosti. Nezavisno fluktuirajući sistem deviznog tečaja (engleski, "pure float"), po Sachs, u kombinaciji sa restriktivnom monetarnom politikom i snažnim priljevom kapitala, djelovao bi kratkoročno u pravcu daljnje aprecijacije tečaja. Ukratko, Sachs predlaže inicijalnu primjenu sistema fiksnog tečaja, ali uz postupnu tranziciju - nakon dezinflacije i remonetizacije - na fleksibilniji, "crawling band" sistem deviznog tečaja.

Laszlo Halpern i Charles Wyplosz (1996), analizirali su tečajnu politiku u tranzicijskim ekonomijama. Tranzicijske ekonomije primjenjuju krajnje divergentne sisteme deviznih tečajeva, ali i pokazuju dosta sličnosti u vođenju politike deviznog tečaja, odnosno u kretanju njihovih realnih deviznih tečajeva. Ukratko, izbor sistema deviznih tečajeva kod tranzicijskih ekonomija bio je pod utjecajem nalaženja efikasnog instrumenta dezinflacije i odabira nominalnog sidra. Odabir sistema fiksnog deviznog tečaja rezultat je odabira stabilnosti cijena, kao cilja makroekonomske politike, a izbor sistema fluktuirajućeg deviznog tečaja ima za cilj (p)održavanje međunarodne konkurentnosti. Prema Halpernu i Wyploszu, idealna solucija bila bi upravljanje nominalnim deviznim tečajem tako da realni devizni tečaj konvergira ravnotežnom tečaju, ali izbjegavajući precijenjenost, a tolerirajući izvjesni stupanj potcijenjenosti. Ovdje je, svakako, vrlo teško odrediti razinu ravnotežnog deviznog tečaja. Navedeni autori analizirali su kretanje nekoliko vrsta realnih deviznih tečajeva (realnih tečajeva deflacioniranih cijena na malo; koeficijentom utrživih u odnosu na neutržive cijene; i nadnica izraženih

u dolarima) grupe tranzicijskih ekonomija u razdoblju 1990 - 1996. Sve tranzicijske ekonomije imale su slična kretanja realnih deviznih tečajeva, bez obzira na sistem deviznih tečajeva, kojeg su primjenjivale - inicijalna snažna deprecijacija, bila je praćena trendom realne aprecijacije - kada je makroekonomska situacija bila pod kontrolom. Jedna od preporuka autora bila bi da je realna aprecijacija povezana sa izborom sistema deviznog tečaja. Tako je kod fiksnog deviznog tečaja, kada je tečaj vezan za jaku valutu, aprecijacija će nastati kao posljedica razlike između domaće inflacije i inflacije u zemlji za čiju valutu je tečaj vezan. Ako je tečaj fluktuirajući, i dozvoli se aprecijacija, inflacija će biti oborena. U stvari, autori sugeriraju da u slučaju tranzicijskih ekonomija nije moguće izbjeći realnu aprecijaciju tečaja. Kapitalni priljevi mogu implicirati monetarnom ekspanzijom - ukoliko se ne steriliziraju - i porastom domaće inflacije. Ako se priljevi kapitala steriliziraju, doći će do porasta deviznih rezervi i daljnjeg priljeva kapitala. Autori sugeriraju da bi politika nominalne deprecijacije (tzv. "PPP rule") mogla uzrokovati spiralu inflacija - deprecijacija - inflacija.

Zanimljiv rad o istim problemima, napisao je i Robert Mundell (1997). Autor sugerira da bi za češku, Slovačku, Hrvatsku i Sloveniju optimalan izbor bila primjena sistema fiksnog deviznog tečaja, vezanog za njemačku marku, ili čak, primjena valutnog odbora, "currency board" (?!), kako bi se te zemlje u tranziciji pripremile za europsku monetarnu integraciju.

Prilikom razmatranja mogućih opcija u izboru najpovoljnijeg sistema deviznog tečaja za male otvorene ekonomije, želimo naglasiti da je taj izbor specifičan za tranzicijske zemlje i zemlje u razvoju, u odnosu na industrijski razvijene ekonomije. To je evidentno iz pregleda postojećih sistema deviznih tečajeva, te njihove evolucije.

2. RAZVOJ SISTEMA DEVIZNIH TEČAJEVA

Industrijski razvijene zemlje evoluirale su u pravcu prihvaćanja sistema "upravljanog fluktuiranja", u kojem se devizni tečajevi utvrđuju djelovanjem tržišta, ali uz česte intervencije centralnih banaka.

Razvoj sistema deviznih tečajeva kod zemalja u razvoju, od 1970tih godina, razvijao se je drugim smjerom. Zemlje u razvoju su nastavile koristiti devizni tečaj kao instrument ekonomske politike. Sve zemlje iz ove grupe, nastavile su - i nakon kolapsa sistema fiksnih pariteta (Breton - Vudskog sistema) - sa utvrđivanjem oficijelnog deviznog tečaja za vlastite nacionalne valute. Zemlje u razvoju koristile su i još uvijek koriste cijeli niz različitih sistema deviznih tečajeva, ali sa određenim zajedničkim sistemskim karakteristikama. Naime, osnovna razlika u toj grupi zemalja koje su utvrđivale službeni paritet svojih valuta, bila je u tome da li su primijenile fiksno "vezivanje" (engleski, "fixed peg") ili su dozvolile "puzanje", tj. promjene tečajeva u nekom određenom razdoblju. Vezivanje deviznog tečaja najčešće ima oblik vezivanja za jednu jaku valutu ili za košaricu valuta. Temeljni uzrok relativne ujednačenosti sistema deviznih tečajeva kod zemalja u razvoju bila bi u činjenici da kod velike većine takvih zemalja postoje vrlo intenzivna primjena kontrola kapitalnih transakcija sa inozemstvom, jer njihove nacionalne valute nisu konvertibilne po kapitalnim međunarodnim transakcijama. Službeni pariteti nacionalnih valuta održavaju se primjenom deviznih restrikcija.

Druga karakteristika sistema deviznih tečajeva kod zemalja u razvoju, bila bi u njihovoj kontinuiranoj evoluciji. Prema Agenoru i Montielu, (1996) temeljna značajka evolucije sistema deviznih tečajeva zemalja u razvoju, u razdoblju 1976 - 1992, bila bi u napuštanju sistema vezivanja za američki dolar, a u korist veće primjene tzv. "fleksibilnih aranžmana" (prema metodologiji MMF-a, engleski, "flexible arrangements"), koji se sastoje od različitih oblika "puzanja", odnosno promjena deviznog tečaja, a što uključuje i limitiranu fleksibilnost tečajeva. 1992. godine, fleksibilni aranžmani bili su prihvaćeni od dvijetrećine zemalja u razvoju. Sistemi

fluktuirajućih deviznih tečajeva, pak, za ovu grupu zemalja predstavlja još uvijek izuzetak.

Treća karakteristika sistema deviznih tečajeva, bila bi njihova specifična geografska rasprostranjenost. Afričke zemlje većinom koriste sistem vezanih deviznih tečajeva, uz vezivanje za jednu valutu ili za košaru valuta (SDR, ili neku drugu košaru valuta). Azijske zemlje, pak, većinom koriste sistem nediskrecionog puzanja (engleski, "nondiscretionary crawl"), promjene tečajeva prema nekim indikatorima, pravilima fluktuiranja ili sistem diskrecionog puzanja (engleski, "discretionary crawl"). To odražava primjenu deviznog tečaja kao instrumenta ekonomske politike, kojim se žele postići neki eksterni makroekonomski ciljevi. Zemlje (u razvoju) Zapadne Hemisfere (Latinska Amerika), koriste sistem vezanog tečaja (za američki dolar) i sistem diskrecionog puzanja.

Promjena sistema deviznih tečajeva zemalja u razvoju vezanih za jednu jaku valutu na sisteme vezivanja za košaru valuta, posljedica je primjene sistema fluktuirajućih tečajeva od strane industrijski razvijenih zemalja. Tranzicija sistema vezanih deviznih tečajeva (engleski, "pegging") u korist sistema puzajućih (engleski, "crawling") tečajeva kod zemalja u razvoju, indirektna je posljedica pokušaja da se neutraliziraju domaći uzroci nestabilnosti; povremene precijenjenosti deviznih tečajeva i valutne krize koje su nastale primjenom sistema fiksnih deviznih tečajeva u uvjetima visoke inflacije. Konačno, regionalne razlike u primjeni različitih sistema deviznih tečajeva, izraz su različitih trgovačkih odnosa tih zemalja (engleski, "trade patterns"). Intenzivnije korištenje sistema diskrecionog puzanja kod zemalja Azije, rezultat je njihove primjene "strategije izvozne razvojne orijentacije" i korištenja deviznog tečaja kao važnog instrumenta makroekonomske politike. Postoje i drugi pogledi na uzroke ovih promjena. Uzroci evolucije sistema deviznih tečajeva u pravcu njihove sve veće fleksibilnosti, bili su, prema nekim autorima, slijedeći: (1) Nesigurnost u vezi fluktuiranja tečajeva glavnih svjetskih valuta, bila je uzrokom "vezivanja" deviznih tečajeva za "košaricu valuta", umjesto vezivanja za jednu valutu; (2) osamdesetih godina, znatan broj zemalja

imao je visoke stope inflacije, pa je to bilo uzrokom korištenja sistema fiksnog deviznog tečaja u politici stabilizacije; (3) u zadnje vrijeme, devedesetih godina, mobilnost kapitalnih tokova, povećala je rizike za internu i eksternu ravnotežu, pa je - uz ograničene mogućnosti sterilizirajućih intervencija centralnih banaka - potaknut prijelaz na sistem flutuirajućeg deviznog tečaja.

Evolucija sistema deviznih tečajeva išla je u pravcu "upravljanog fluktuiranja", a ne u tolikoj mjeri u pravcu "nezavisnog fluktuiranja". Sistemi deviznih tečajeva mogu biti klasificirani prema deviznim režimima koje su službeno objavile centralne banke - de iure klasifikacija. Ili, klasifikacija se može izvršiti prema stvarnoj primjeni tečajne politike - de facto klasifikacija. De facto kretanja deviznog tečaja kod pojedine zemlje, mogu biti krajnje divergentna od de iure klasifikacije njezinog sistema deviznog tečaja. Tako npr. neka zemlja može imati de iure sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja, ali da - uslijed niske volatilnosti, odnosno rigidnosti nominalnog tečaja - transformira svoj sistem u de facto sistem fiksnog deviznog tečaja. De iure klasifikacija po zemljama članicama MMF-a publicira se u specijaliziranim godišnjim izvještajima - "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", dok se de facto klasifikacija nalazi u različitim dokumentima MMF-a, od kojih je naročito važan tromjesečni izvještaj - "Quarterly Report on Exchange Rate Arrangements". Za potrebe ove analize, koristi se, kao optimalniji izraz "sistem deviznog tečaja", te klasifikacija sistema deviznih tečajeva Međunarodnog monetarnog fonda, čiji se kvantitativni podaci koriste za ilustraciju. U literaturi se najčešće navodi dihotomna klasifikacija na sistem fiksnog i na sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja. Ribnikar (1997), navodi temeljnu podjelu na sistem "neopozivo fiksnog deviznog tečaja", gdje nisu moguće niti devalvacije niti revalvacije, i na sistem "čistog, nezavisnog fluktuirajućeg deviznog tečaja". Ghosh, Gulde, Ostry i Wolf (1995), navode, pak, trodjelnu razdiobu: na sistem fiksnog deviznog tečaja (engleski, "pegged"); intermedijarni sistem deviznog tečaja (engleski, "intermediate"), gdje je tečaj fluktuirajući, ali sa unaprijed utvrđenom marginom fluktuiranja; i, sistem fluktuirajućeg deviznog tečaja.

Za razdoblje 1993 - 1997, vrlo su indikativni statistički podaci MMF-a (Quarterly Report on Exchange Rate Arrangements, IMF Document SM/97/279, December 1, 1997, u daljnjem tekstu - "QR97"). Krajem 1993. godine, 44 % članica MMF-a (73 od ukupno 167 zemalja) koristilo je različite vrste sistema fleksibilnih deviznih tečajeva; a, krajem trećeg tromjesečja 1997. godine, 54 % članica (98 od ukupno 181 zemlje). Detaljniji prikaz primijenjenih sistema deviznih tečajeva, dat je u slijedećoj tablici:

PRIKAZ SUSTAVA DEVIZNIH TEČAJEVA ČLANICA MMF-a
1. siječanj 1993 - 1. studeni 1997
(krajem zadnjeg tromjesečja)

Vrsta aranžmana	1993	1994	1995	1996	1997, III kv.
Vežani za:					
US dolar	21	23	22	21	21
Francuski franak	14	14	14	14	15
Ruska rublja	5	0	0	0	0
Ostale valute	8	8	8	9	11
SDR	4	4	3	2	3
Košarice valuta - ostale	26	21	19	20	17
Ograničena fleksibilnost u odnosu na jednu valutu	4	4	4	4	4
Zajednički aranžmani	9	10	10	12	12
Prilagodljiv prema grupi indikatora	4	3	2	2	0
Upravljanje fluktuiranjem	29	33	44	45	47
Slobodno fluktuiranje	56	58	54	52	51
Ukupno	175	178	180	181	181

Ovi podaci upućuju na evoluciju sistema deviznih tečajeva u pravcu fleksibilnijih deviznih aranžmana. Hausmann i Reisen (1996), došli su, također, do sličnih zaključaka - da postoji tendencija prema većoj fleksibilnosti sistema deviznih tečajeva.

Stvarni sistemi deviznih tečajeva, mogu se razlikovati od formalne klasifikacije sistema deviznih tečajeva Međunarodnog monetarnog fonda, i to zbog različite uloge koja se pridaje sistemu deviznih tečajeva u vođenju monetarne politike.

Prema QR97, procijenjen je stupanj autonomnosti monetarne politike kod zemalja koje primjenjuju sistem fiksnog, vezanog deviznog tečaja (engleski, "pegged exchange rate arrangements"): 18 % zemalja primjenjuje "valutni odbor" (engleski, "Currency Board"); 21 % - vezivanje za francuski franak (engleski, "CFA Franc Zone"); 7 % - vezivanje za jednu jaku valutu (engleski, "Other Pegged Arrangements Against the Single Currency"); 17 % - vezivanje za košaricu valuta (engleski, "Other Pegged Arrangements Against a Currency Composite"); 8 % - primjenjuju stranu valutu kao vlastito sredstvo plaćanja (engleski, "Pegged Currency as a Legal Tender"); i, 8 % - fiksni tečaj uz mogućnost ograničenog fluktuiranja (engleski, "Exchange Rate Within a Band").

Struktura zemalja koje primjenjuju sistem "upravljanog fluktuiranja deviznog tečaja" (engleski, "Managed Floating Exchange Rate Arrangements"), prema kriteriju kako se ograničavaju promjene deviznog tečaja i u kojoj mjeri se sistemu deviznog tečaja pridaje uloga nominalnog sidra, temeljem QR97, bila bi slijedeća: 11 % - primjenjuju formalne/neformalne margine fluktuiranja (engleski, "Formal/Informal Fluctuation Bands"); 11 % - unaprijed najavljene margine fluktuiranja (engleski, "Crawling Exchange Rate Bands"); 40 % - nenajavljene promjene i margine fluktuiranja tečaja (engleski, "No Pre - Announced Path for the Exchange Rate"); 23 % - puzajući tečaj (engleski, "Crawling Pegs"); i, 15 % - stvarno vezivanje tečaja (engleski, "De Facto Pegs").

Klasifikacija zemalja članica MMF-a, prema tome koje monetarno nominalno sidro su te zemlje primjenile u okviru sistema "nezavisnog, slobodnog fluktuiranja deviznog tečaja", prema QR97, je slijedeća: 51 % - primjenjuje "monetarni program" (engleski, "Monetary Programs"); 22 % - targetiranje nekog monetarnog agregata (engleski, "Explicit Monetary

Aggregate Targeting"); 10 % - targetiranje stope inflacije (engleski, "Direct Inflation Targets"); i, 18 % - ostala monetarna sidra.

Zajednička karakteristika svih sistema deviznih tečajeva, i na temelju ovih podataka, bila bi u tome da oni tendiraju ka sve većoj fleksibilnosti, s time da takve zemlje koriste alternativna nominalna sidra u ostvarivanju stabilnosti domaćih cijena.

Preporuke o optimalnom sistemu deviznog tečaja za male otvorene ekonomije, vrlo su različite. Pri tome, bitno je odrediti koji cilj se želi ostvariti primjenom odgovarajućeg sistema deviznog tečaja - dezinflacija; očuvanje međunarodne konkurentnosti; ekonomski rast ili/i autonomnost domaće monetarne politike.

3. PRIMJENA DEVIZNOG TEČAJA KAO NOMINALNOG SIDRA

U ovom dijelu rada, želimo analizirati primjenu (fiksno) deviznog tečaja kao nominalnog sidra u programima dezinflacije. Inače, rasprave o optimalnom sistemu deviznog tečaja - fiksni ili fluktuirajući - jedna je od nastarijih rasprava između ekonomista.

U mnogim stabilizacijskim programima, devizni tečaj ili utvrđivanje okvira monetarne ekspanzije, koriste se kao "nominalna sidra" (engleski, "nominal anchor"). Nominalno sidro definira se kao nominalna varijabla, koja je odlukom (makro)ekonomske politike fiksirana ili je utvrđena i unaprijed najavljena njezina buduća dinamika sa ciljem da pomogne stabilizirati nivo domaćih cijena.

Odabir vrste nominalnog sidra - deviznog tečaja ili monetarnog sidra - ključna je odluka za makroekonomsku politiku svake zemlje. Naime, dinamika prilagođavanja ekonomije različita je u slučaju primjene svakog od navedenih nominalnih sidara. Temeljni princip u nastajanju recesije,

kao posljedica odabira strategije dezinflacije, bio bi "recession now versus recession later", a kod primjene sidra deviznog tečaja, odnosno monetarnog sidra. Agenor i Montiel, (1996) navode iste takve implikacije sidra deviznog tečaja kao "The Boom - Recession Cycle". Ove posljedice sidra deviznog tečaja zapažene su i kod uspješnih, kao i kod neuspješnih programa stabilizacije. Na odabir jednog od dva temeljna sidra, znatno utječe i kredibilnost programa stabilizacije, te stupanj procesa tzv. "supstitucije valute". Naime, ukoliko je kredibilnost programa nedovoljna, postoje znatni rizici primjene fiksnog tečaja, odnosno sidra deviznog tečaja u programu dezinflacije. Međuodnos kredibilnosti, vjerodostojnosti programa i primjene nominalnih sidara (deviznog tečaja, kao i monetarnog sidra), analizirali su Calvo i Vegh (1992), te Agenor i Montiel, (1996). Isto tako, ukoliko je proces supstitucije valute intenzivan, tada je optimalna primjena sidra deviznog tečaja, a ne monetarnog sidra. Calvo i Vegh, (1992) analizirali su primjenu nominalnih sidara u programima dezinflacije kod zemalja sa kroničnom inflacijom. Osnovne nalaze iz ovog istraživanja, koristit ćemo u prezentiranju primjene sidra deviznog tečaja.

Općenito se može zaključiti da je primjena sidra deviznog tečaja pomogla smanjenje inflacije, posebice kod zemalja sa kroničnom, perzistentnom inflacijom, ili je pripomogla da se je inflacija održala niskom. Prednosti u ostvarivanju dezinflacije, javljali su se istovremeno i sa nedostacima primjene sistema fiksnog deviznog tečaja - smanjenje međunarodne konkurentnosti i izvoza, te kratkoročni pad proizvodnje. Dugoročne koristi nalaze se u smanjenju inflacije, a uslijed snažne korelacije između dugoročnog ekonomskog rasta i niske inflacije, koristi su u kasnijem dugoročnom gospodarskom rastu.

Osnovne karakteristike sidra deviznog tečaja, po Calvu i Veghu, bile bi slijedeće: relativno spora konvergencija stope domaće inflacije stopi inflacije u zemlji za čiju valutu je tečaj fiksiran; kontinuirana realna aprecijacija deviznog tečaja domaće valute; deficit trgovačke bilance i deficit tekućeg dijela bilance plaćanja; inicijalna ekspanzija proizvodnje

sa kasnijom signifikantnom kontrakcijom (recesijom); i, divergentna kretanja realnih kamatnih stopa (porast ili/i smanjenje, zavisno od pojedine konkretne zemlje koje su primijenile takve vrste programa). Za potrebe ove analize, najvažnija karakteristika je deficit tekuće bilance, kao posljedica deficita u trgovačkoj bilanci. Neravnoteža u tekućem dijelu bilance plaćanja uobičajeno se financira priljevom kapitala, tj. suficitom u kapitalnom dijelu bilance plaćanja. Prilagođavanje nominalnog deviznog tečaja (devalvacijom ili promjenama stupnja devalvacija), kako bi se izvršila korekcija realne aprecijacije deviznog tečaja, treba se odgoditi, ako je to moguće, "sve dok temeljni makroekonomski indikatori ne budu pod kontrolom" (Calvo i Vegh, str. 22.). Obzirom da su realne aprecijacije deviznog tečaja neizbježna popratna pojava, u slučaju primjene sidra deviznog tečaja u programima dezinflacije, u mnogim programima stabilizacije koriste se značajne inicijalne devalvacije, kako bi se neutralizirali efekti kasnije realne aprecijacije.

Mecagni (1994), analizira primjenu nominalnih sidara u 16 od 36 zemalja i to u razdoblju od sredine 1988. do sredine 1991. godine. Iz ove grupe od 16 zemalja, u 15 zemalja korišteno je sidro deviznog tečaja, s izuzetkom Filipina. Na tom uzorku, dakle, oko 40 % svih zemalja s visokom inflacijom i oko 60 % zemalja s niskom inflacijom, koristilo je sidro deviznog tečaja. U preostalim zemljama korištena su sidra ograničenja kredita, s različitim stupnjem fleksibilnosti deviznog tečaja. Ova analiza je vrlo indikativna za razumijevanje prednosti i nedostataka korištenja sidra deviznog tečaja. Zbog potrebe sažetosti ove disertacije, ne navode se i kvantitativni indikatori iz navedene studije, koji sačinjavaju poseban dodatak. Sidro deviznog tečaja imalo je oblik vezivanja (nominalnog tečaja domicilne valute) - za neku pojedinačnu jaku valutu, ili za košaricu valuta, te je bio korišten sistem deviznog tečaja uz de facto ili službeno usko ograničeno fluktuiranje, i sistem gdje je unaprijed objavljeno postupno prilagođavanje, devalvacije tečaja (engleski, "crawl"). Većina zemalja koje su primijenile sidro deviznog tečaja, prije primjene ove strategije, izvršile su značajne devalvacije svojih valuta, kako bi anticipirale kasnije pogoršanje konkurentnosti i uslijed

neizvjesnosti koja je razina nominalnog deviznog tečaja konzistentna sa održivom platnom bilancom. Za uspjeh ove strategije dezinflacije od presudne važnosti su restriktivna fiskalna politika i politika dohodaka. Uobičajeni problem u korištenju deviznog tečaja kao nominalnog sidra, dakle, bio bi "sindrom realne aprecijacije" (engleski, "real appreciation syndrome"), odnosno signifikantna aprecijacija realnog deviznog tečaja nakon određenog razdoblja. S time povezano, ostvarivat će se - uslijed pogoršane međunarodne konkurentnosti - deficit tekuće podbilance u bilanci plaćanja s inozemstvom, koji će se morati financirati suficitom u kapitalnoj podbilanci. Ukoliko i kada inozemni investitori (kreditori) budu percipirali ovaj problem neodrživim, a posebno ako se pojavi kao "dvostruki problem" (engleski, "twin problem") - deficit tekuće podbilance, povezan sa realnom aprecijacijom deviznog tečaja, te da se može očekivati napuštanje sistema fiksnog deviznog tečaja i devalvacija, to može biti uzrokom odljeva kapitala, sa svim ekonomskim posljedicama.

Postavlja se temeljno pitanje koliko je primjena sidra deviznog tečaja bila efikasna u snižavanju visoke inflacije ili zadržavanju niske inflacije, te koji su bili troškovi korištenja sidra deviznog tečaja, odnosno kakve je efekte korištenje ovog sidra imalo na ekonomski rast ?

Mecagni navodi da je u zemljama koje su primijenile sidro deviznog tečaja, zabilježen veći uspjeh u dinamici obaranja inflacije u komparaciji sa zemljama koje su primijenile druge strategije stabilizacije. Jaz u dinamici (dez)inflacije bio je najveći u slučaju zemalja sa visokom inflacijom. Tako je među zemljama sa sidrom, inflacija smanjena za tričetvrtine u prvoj godini, te je nastavila opadati i nakon toga. U zemljama sa visokom inflacijom bez sidara, inflacija je, također, u prosjeku, smanjena, ali za oko jednu petinu proporcionalnog pada u zemljama sa sidrom. Ovdje, međutim, treba istaknuti da su zemlje sa sidrima deviznog tečaja ostvarile i znatno veće fiskalno prilagođavanje, mjereno udjelom fiskalnog deficita u odnosu na društveni proizvod. Navedena studija navodi na zaključak da su zemlje koje su primijenile

sidra i ostvarile fiskalne ciljeve, značajno smanjile inflaciju; dok su zemlje koje ostvarile fiskalne ciljeve, a nisu imale sidra, smanjile inflaciju u manjoj mjeri od prve grupe zemalja i to samo privremeno.

Uspješna dezinflacija u zemljama koje su primjenile sidro deviznog tečaja, ostvarena je uz znatne troškove, koji su izraženi slabijim rastom obujma izvoza u odnosu na zemlje koje nisu primijenile sidro. Na navedenom uzorku zemalja, iz studije Mecagnija, može se konstatirati da su, uprkos tome, zemlje sa sidrima u prosjeku zabilježile veći napredak u tekućem dijelu svojih bilanci plaćanja. Razlog tome bio bi u činjenici da su restriktivne fiskalne politike, više nego neutralizirale kratkoročne efekte slabljenja cjenovne konkurentnosti. Povećanje produktivnosti u zemljama gdje je ostvarena uspješna dezinflacija, može također djelovati, u određenoj mjeri, na neutralizaciju efekata aprecijacije deviznog tečaja, uslijed primjene sidra. Rezultati navedene studije ukazuju da su zemlje sa sidrima deviznog tečaja, unatoč pogoršavanju konkurentnosti, ostvarile veći napredak u tekućoj bilanci u prvoj godini programa, nego zemlje bez sidara - u prosjeku za jedan do dva postotna poena društvenog proizvoda.

Mecagni, također, izvodi zaključke o utjecaju strategije sidra deviznog tečaja na ekonomski rast. Primjena sidra deviznog tečaja često je korelirana sa početnom ekspanzijom proizvodnje i kasnijom recesijom. Kada se sidro deviznog tečaja duže primjenjuje, tada će smanjenje konkurentnosti smanjiti i investicije i rast u izvoznom sektoru. Ukratko, uspješna dezinflacija, kao pozitivan učinak primjene sidra deviznog tečaja, praćena je padom proizvodnje, kao troškom dezinflacije. Ali, uslijed korelacije između niske inflacije i snažnijeg dugoročnog ekonomskog rasta, može se zaključiti da su prednosti primjene sidra deviznog tečaja kod zemalja koje imaju visoku inflaciju značajne.

Kod korištenja sidra deviznog tečaja, troškovi smanjenja konkurentnosti i potencijalnog izvoza, nameću dilemu koliko se dugo razdoblje može voditi takova politika deviznog tečaja? Na to pitanje, u modernoj

literaturi iz oblasti ekonomike valutnih tečajeva, nema jednoznačnog odgovora. Mecagni (1994), smatra "da bi jedna godina mogla biti minimalno potrebna. U razumno stabilnim uvjetima, usputne korekcije tečaja mogu prije pojačati kredibilnost stabilizacijskih programa, nego biti signal njihova neuspjeha" (str. 87.). Kada se sidro deviznog tečaja koristi u dužem vremenskom razdoblju, "postoji opasnost da će kumulativni gubitak konkurentnosti smanjiti investicije i rast u izvoznom sektoru" (Mecagni, str. 82.). Vremensko razdoblje "vezivanja" deviznog tečaja, tj. primjene deviznog tečaja kao nominalnog sidra bilo je različito kod pojedinih ekonomija. Klein i Marion, (1997) empirički su analizirali trajanje "pega" na uzorku od 87 epizoda sistema fiksnih tečajeva u Latinskoj Americi u razdoblju 1957. -1990. godine. Autori sugeriraju zaključak da dužina trajanja "vezivanja" tečaja u korelaciji je sa stupnjem aprecijacije realnog deviznog tečaja i stupnjem otvorenosti ekonomije. Ekonomija koja je otvorenija, prije će napustiti "vezivanje" tečaja, jer gubitak međunarodne konkurentnosti, uslijed realne aprecijacije deviznog tečaja, ima teže ekonomske posljedice na gospodarstvo. Kod 87 analiziranih slučajeva, napuštanje "vezivanja" tečajeva bilo je značajno. Prosječno trajanje "pega" bilo je oko 10 mjeseci, a 1/3 "pega" bila je napuštena nakon 7 mjeseci, a više od 50% "pegova" napušteno je nakon jedne godine.

Ghosh, Gulde, Ostry i Wolf (1995), u svojoj empiričkoj analizi, istražuju korelaciju između sistema deviznog tečaja i najvažnijih makroekonomskih varijabli - inflacije i ekonomskog rasta. Ova empirička analiza temelji se na klasificiranim deviznim sistemima 136 zemalja u 30 - godišnjem razdoblju, od 1960 - 1990. godine. Ispitivanje korelacije između inflacije i sistema deviznih tečajeva, temelji se na 3685 opservacija, pa su nalazi iz ove empiričke studije vrlo pouzdani. Prosječna stopa inflacije na odabranom uzorku zemalja iznosila je 13,7 % na godišnjoj razini i to 11,5 % u zemljama koje primjenjuju sistem fiksnih deviznih tečajeva; 21,5 % u zemljama koje imaju intermedijarne sisteme deviznih tečajeva, te 24,2 % u onima sa sistemima flukutirajućeg deviznog tečaja. Indflacija je naročito korelirana sa de facto sistemima

deviznih tečajeva: one zemlje koje su češće mijenjale (minimalne) tečajeve imale su prosječnu godišnju stopu inflacije od 25,2 % , u komparaciji sa 11,1 % kod onih zemalja koje nisu toliko često mijenjale devizni tečaj. Ovo pokazuje vrlo veliko značenje koje imaju de facto sistemi deviznih tečajeva, a u odnosu na de iure sisteme deviznih tečajeva. Nakon izoliranja efekata primjene fiksnih tečajeva u šezdesetim godinama, autori su analizirali devijacije stopa inflacija pojedinih grupa zemalja klasificiranih po vrstama sistema deviznih tečajeva od globalne prosječne godišnje stope inflacije za promatrano razdoblje. Rezultati sugeriraju zaključak da su zemlje koje su primjenjivale sisteme fiksnih deviznih tečajeva imale stope inflacije niže od prosječne (za 6 %, mjereno metodom najmanjih kvadrata), dok su zemlje sa sistemima fluktuirajućeg deviznog tečaja imale stopa inflacije za 7 % više od prosječne godišnje stope inflacije za sve promatrane zemlje iz uzorka. No, zanimljivo je da ne postoji linearnost u korelaciji inflacije i sistema deviznih tečajeva. Naime, povećana fleksibilnost sistema deviznih tečajeva korelirana je sa višim stopama inflacije. Ali, zemlje sa višim dohotkom per capita - kada primjenjuju sistem potpuno slobodnog fluktuiranja deviznog tečaja - imaju stope inflacije niže od prosjeka, dok zemlje sa niskim dohotkom per capita - kada primjenjuju identičan sistem deviznog tečaja - zabilježile su najviše stope inflacije od svih klasificiranih sistema. Primjenom metode najmanjih kvadrata u analizi korelacije stopa monetarnog rasta i vrsta sistema deviznih tečajeva, autori su došli do slijedećih zaključaka: zemlje sa sistemima fiksnih deviznih tečajeva zabilježile su prosječne godišnje stope monetarnog rasta od 16 %; one sa intermedijarnim sistemima - 22 %; a, zemlje sa sistemima fluktuirajućih deviznih tečajeva - 25 %. Dakle, evidentna je inverzna korelacija između stopa monetarnog rasta i stupnja rigidnosti sistema deviznih tečajeva (rigidniji sistem deviznih tečajeva = niža stopa monetarnog rasta). Isto tako, dihotomna podjela zemalja koje primjenjuju sistem slobodnog fluktuiranja deviznih tečajeva, evidentna je i u ovom slučaju: nerazvijene zemlje zabilježile su iznadprosječne stope monetarnog rasta, dok su industrijski razvijene zemlje imale ispodprosječne stope monetarnog rasta.

Rosenberg, (1997) izradio je modificirani PPP model deviznog tečaja, kojim se banka Merrill Lynch koristi za predviđanje promjena deviznog tečaja. Prema ovom modelu, što je dulje i signifikantnije precijenjen devizni tečaj, to će biti signifikantnije pogoršavanje temeljnih makroekonomskih varijabli (engleski, "macroeconomic fundamentals") - deficit tekućeg računa u bilanci plaćanja; usporavanje ekonomskog rasta i porast nezaposlenosti. Zaključci iz ovog modela, zanimljivi su za one ekonomije koje primjenjuju devizni tečaj kao nominalno sidro u politici stabilizacije. Rosenberg sugerira zaključak da precijenjenost valute može potrajati i nekoliko godina, dok pogoršavanje temeljnih makroekonomskih varijabli ne bude jasno vidljivo i transparentno. PPEE model Rosenberga ima prognostički karakter, kojim bi se predvidjelo vrijeme korekcije deviznog tečaja, zavisno od kretanja temeljnih makroekonomskih varijabli, kako bi klijenti Merrilla Lyncha mogli voditi tzv. "currency investment strategy". Model se ilustrira na primjeru kretanja tečaja dolara prema njemačkoj marci, i japanskom jenu. Autor navodi primjer Njemačke, koja je vodila politiku precijenjene marke oko 10 godina, i trebat će dulje razdoblje primjene politike potcijenjene valute, da se poboljšaju njezini temeljni makroekonomski indikatori. Tako se predviđa da će devizni tečaj dolar/marka fluktuirati u rasponu 1,76 do 2,0 (marke), i iznad toga, a za jedan američki dolar.

Detragiache i Hamann (1997), analizirali su primjenu sidra deviznog tečaja u ekonomijama Zapadne Evrope (u Grčkoj, Irskoj, Italiji i Portugalu), koje su imale relativno umjerene, ali visoke stope inflacije, prema industrijski razvijenim zemljama, u razdoblju 1980 - 1996. godine, te su komparirali rezultate tih programa stabilizacije sa onima u zemljama u razvoju, koje su imale kroničnu visoku inflaciju. Ove zemlje koristile su sidra deviznog tečaja, kao glavni instrument za nominalnu konvergenciju prema ostalim članicama Evropske Unije. Osnovni nalazi ovog istraživanja sugeriraju zaključak da kretanja temeljnih makroekonomskih varijabli - inflacije, proizvodnje, potražnje, realnih deviznih tečajeva i tekućeg dijela platne bilance - u ovim zemljama nisu bila identična kretanjima istih varijabli kod zemalja u razvoju. Postoje značajne razlike

u kretanju osnovnih makroekonomskih varijabli, u uvjetima primjene sidra deviznog tečaja, kada je inicijalna visina inflacije relativno umjerena. Najvažnije ćemo prezentirati, u sklopu predmeta ove disertacije. Prvo, programi su bili uspješniji u reduciranju inflacije, u komparaciji sa programima zemalja sa kroničnim i visokim inflacijama. Sve četiri ekonomije uspjele su značajno smanjiti inflaciju. Drugo, u inicijalnoj fazi programa, realni devizni tečajevi su aprecirali, kako je to već uobičajeno kod primjene sidra deviznog tečaja, ali - iako su navedene zemlje povremeno primjenjivale manje devalvacije svojih valuta, dok je Italija, čak štoviše, poslije 1992. godine sasvim napustila sistem fiksnog deviznog tečaja - kredibilnost programa nije bila narušena - primarno uslijed primjene politike dohodaka (radi se o primjeni nekoliko nominalnih sidara, tzv. "multiple anchors"). Suprotno od uobičajene korelacije stabilizacije i proizvodnje (engleski, "Boom - Bust Cycle"), kod promatranih zemalja, s izuzetkom Italije 1987 - 1992 i Grčke 1994 - 1996, u početnim fazama programa zabilježeno je smanjenje proizvodnje, kao kod primjene monetarnih sidara. Niske stope rasta proizvodnje uzrokovala su i vrlo niske razine deficita tekućeg dijela platnih bilanci, usprkos realnoj aprecijaciji deviznog tečaja. Općenito bi se moglo zaključiti da su navedene evropske ekonomije imale vrlo organičeni cilj smanjenja inflacije za oko 10 do 15 postotnih poena. čini se općenito težim zadatkom smanjenje relativno umjerene inflacije, od reduciranja vrlo visoke inflacije. Ipak, detaljniji prikaz svih rezultata analize Detragiache i Hamanna, bio bi izvan predmeta istraživanja ove disertacije.

Noviji slučajevi napuštanja fiksnog pariteta tečaja u češkoj, Slovačkoj i problemi u održavanju fiksnog pariteta u Tajlandu i Izraelu, sugeriraju vrlo indikativne zaključke ("The Economist", London, June 21st, 1997, str. 81/82). Prednosti fluktuirajućeg deviznog tečaja bile bi u tome što se ekonomija može prilagoditi iznenadnim promjenama u tokovima kapitala, ili iznenadnom padu izvoznih cijena; a, prednosti fiksnog deviznog tečaja su u smanjenju inflatornih očekivanja, i poticanju stranih investicija, uslijed smanjene volatilnosti deviznih tečajeva. Osnovni

nedostaci sistema fiksnog tečaja su u tome da (aprecirani) realni devizni tečajevi utječu na smanjenje međunarodne konkurentnosti industrije, odnosno izvoznog sektora nacionalne ekonomije. "Crawling peg" sistem deviznog tečaja može pomoći u zadržavanju aprecijacije realnih deviznih tečajeva.

Općenito bi se moglo zaključiti da je u početku primjene programa stabilizacije potrebna primjena relativno snažnog nominalnog sidra, ali kada se stopa inflacije uspješno reducira, i stabilizira na niskoj razini, potrebna je veća fleksibilnost deviznog tečaja. Tako bi se nadoknadila pogoršana konkurentnost i izbjegla (psihološka) očekivanja u vezi sa mogućom promjenom deviznog tečaja.

4. TRANZICIJA SA SISTEMA FIKSNIH NA SISTEME FLEKSIBILNIJIH DEVIZNIH TEČAJEVA

U ovom dijelu analize, pokušat će se dati odgovor na pitanje o povezanosti deprecijacije nominalnog deviznog tečaja i domaće inflacije, odnosno da li promjena sistema deviznog tečaja (sa rigidnog sistema na neki fleksibilniji sistem) ima inflatorne efekte?

Mnoge zemlje koristile su i još uvijek koriste "vezivanje" deviznog tečaja vlastite valute za neku "jaku" valutu, u potrazi za nominalnim sidrom koje bi djelovalo na snižavanje i kontrolu inflacije. Evidentno je da mnoge ekonomije koje primjenjuju sisteme fiksnog deviznog tečaja (politika dezinflacije primjenom "sidra deviznog tečaja"), u drugoj fazi programa stabilizacije, imaju tendenciju uvođenja fleksibilnijeg sistema. Uobičajena je percepcija da bi nominalne deprecijacije mogle značajno utjecati na prijenos inflatornih efekata u zemlji. Kod ekonomija sa kroničnom i perzistentnom inflacijom, postojao je značajan prijenos efekata promjena nominalnih deviznih tečajeva na domaće cijene. To je ograničavalo korištenje devalvacija/deprecijacija kao instrumenta ekonomske politike za uspostavljanje eksterne makroekonomske ravnoteže. Teorija

potpunog i brzog prijenosa efekata promjene deviznog tečaja na domaće cijene, odnosno inflaciju, doživjela je osporavanja pojedinih ekonomista u zadnje vrijeme. Prema novijim empiričkim istraživanjima, to nije neizbježno, tj. prijenos je, pod određenim uvjetima, parcijalan i insignifikantan.

Dornbusch (1987), Edwards (1988) i Menon (1995), teoretski su analizirali mehanizam prijenosa promjena nominalnog deviznog tečaja na domaće cijene, a koje ćemo za potrebe ove disertacije, ukratko nazvati "tranzitornim efektima". Najkompletniji pregled postojećih teoretskih i empiričkih radova iz oblasti "teorije prijenosa efekata promjena nominalnog deviznog tečaja na domaće cijene" dao je Menon Jayant.

Obrazložiti ćemo ukratko radove Edwardsa i Menona, a, prije toga, daju se kratke osnove "teorije prijenosa efekata promjena nominalnog deviznog tečaja na domaće cijene" (engleski, "exchange rate pass-through theory"). Ova teorija se temelji na "zakonu jedne cijene", prema kojem je cijena jedne robe (mjerena u zajedničkoj valuti) podjednaka bez obzira na lokaciju tržišta, a zahvaljujući posebnoj arbitraži. "Teorija pariteta kupovne moći" pretpostavlja da se ovo pravilo primjenjuje na sva "utrživa dobra" (engleski, "tradable goods"), ali samo pod pretpostavkom da postoji perfektna konkurentnost između domaćeg i inozemnog tržišta. "Teorija prijenosa efekata promjena nominalnog deviznog tečaja na domaće cijene" polazi od pretpostavke da je zemlja uvoznica tzv. "price-taker", tj. da relativno mala u odnosu na međunarodna tržišta i da ne može utjecati na uvozne cijene. U tom slučaju, teorija predviđa potpuni prijenos devalvacije na domaće cijene kod "utrživih dobara" i to na dulji vremenski rok. Prema brojnim teoretskim i empiričkim radovima, prijenos je evidentan na dulji vremenski rok, ali postoje odstupanja kod prijenosa tih efekata (devalvacije na domaće cijene) na kratki vremenski rok. Direktni utjecaj devalvacije na domaće cijene, odvija se preko uvoznih cijena. Postoji mogućnost da se efekti promjena deviznog tečaja ne prenose odmah na

domaće cijene, zahvaljujući tome da izvoznici žele zadržati svoj udjel na tržištu, pa se uvozne cijene ne povećavaju na istoj razini promjene deviznog tečaja. Ovaj fenomen uočio je Krugman i nazvao "pricing to market behaviour". "Zakon jedne cijene" osporen je u mnogim radovima, jer ne postoji perfektna konkurentnost i supstitibilnost kod "utrživih dobara", a to su bile dvije temeljne pretpostavke ove teorije. Implikacija takovih stajališta, bila je postavka da postoji snažna korelacija uvoznih cijena i cijena u zemlji (korelacija je manja od 1). S druge strane, stupanj "otvorenosti ekonomije", implicira da je cjenovna elastičnost uvoznih cijena aproksimativno jednaka udjelu uvoza u ukupnom proizvodu. To bi značilo da zemlja koja je više otvorena prema inozemstvu i uvozno zavisna, ima snažnije efekte promjena uvoznih cijena. Kod takovih ekonomija, tranzitorni efekti su intenzivniji, odnosno na višoj razini. Treći faktor, koji utječe na signifikantnost tranzitornih efekata, bili bi elastičnost nominalnih dohodaka (plaća) i ostalih faktorskih cijena na promjene cijena u zemlji. Ukoliko su plaće indeksirane i rezistentne na njihovo snižavanje, bit će jači utjecaj promjena uvoznih cijena na domaće cijene, jer će se porast troškova proizvodnje prenositi na domaće cijene finalnih proizvoda. To znači da što je viša elastičnost domaćih cijena na promjene faktorskih cijena, to je viša elastičnost domaćih cijena u odnosu na promjene uvoznih cijena. Ukratko, inflatorni porast nadnica (engleski, "wage - price infaltion") može neutralizirati (pozitivne) efekte devalvacije.

Edwards (1988) je analizirao efekte nominalne devalvacije, kod slučajeva kada realni devizni tečaj nije na razini ravnotežnog deviznog tečaja. Ovaj rad analizira korištenje nominalne devalvacije kao instrumenta makroekonomske politike. Edwards smatra mogućim dva pristupa usklađivanju realnog deviznog tečaja sa ravnotežnim tečajem. Prvo, primjenu "dezinflacije sa automatskim prilagođavanjem", kada se odvija automatsko prilagođavanje realnog deviznog tečaja sa ravnotežnim deviznim tečajem i to smanjenjem nominalnih cijena "neutrživih dobara" (engleski, "nontradable goods"). To može imati za posljedicu smanjenje zaposlenosti i domaćeg proizvoda. Drugi pristup, bio bi korištenje

nominalne devalvacije, koja će utjecati na ekonomiju na nekoliko načina: devalvacija će smanjiti realnu vrijednost imovine denominirane u domaćoj valuti (engleski, "negative wealth effect"). Vice versa, devalvacija će povećati realnu vrijednost imovine izražene u stranim valutama (engleski, "positive wealth effect"). Ovaj negativni "wealth effect" uzrokuje smanjenje troškova/potrošnje. Porast troškova uvoznih sirovina utječe na porast cijena neutrživih dobara i domaću inflaciju. Kod izvoza iz zemlje, tranzitorni efekti mjere se stupnjem do kojeg promjene deviznog tečaja utječu na cijene domaćeg izvoza izraženo u stranoj valuti. Porast izvoznih cijena ima za cilj da djelomično neutralizira smanjenje cijena (domaćeg izvoza) izraženo u stranoj valuti. Tzv. "expenditure - reducing effect" nastat će u slučaju kada je negativni efekt devalvacije veći, smanjit će se i troškovi za sve robe, uključujući i "utrživa dobra". Autor je posebice zaslužan jer je uočio pojavu tzv. "expenditure - switching effect of devaluation", odnosno slučaj kada porast cijena "utrživih dobara" implicira promjenom u strukturi potrošnje, tj. uzrokuje preorijentaciju domaćih potrošača na "neutrživa dobra" i sa određenim vremenskim pomakom izaziva porast cjenovne inflacije. Kombinirani utjecaj efekata "smanjivanja troškova" i "promjene strukture troškova" poboljšat će eksternu ravnotežu ekonomije. U osnovi, Edwards se zalaže za korištenje nominalne devalvacije, jer smatra da je ostvarivanje eksterne ravnoteže ekonomije primjenom "dezinflacije sa automatskim prilagođavanjem" spora i skupa, mjereno reduciranjem zaposlenosti i društvenog proizvoda.

Edwards je analizirao efikasnost devalvacija primjenom "indeksa efikasnosti realnih devalvacija". Indeks je izražen odnosom postotka promjene realnog deviznog tečaja i postotka promjene nominalnog deviznog tečaja. Vrijednost indeksa od 1, izražava da je nominalna devalvacija u potpunosti uzrokovala realnu devalvaciju. Autor je na primjeru 28 zemalja, koje se primjenile devalvaciju, u razdoblju 1982 - 1979. godine, zaključio da su mnoge epizode devalvacije bile uspješne, a mnoge su bile krajnje neuspješne. Ali, u prosjeku nakon 4 godina pozitivni inicijalni efekti devalvacija sasvim bi se iscrpli. Uspješni su bili

oni primjeri devalvacija kada su te zemlje, uz veliku nominalnu devalvaciju, primjenile i mjere restriktivne monetarne i fiskalne politike. Autor je, također, analizirao efekte nominalne devalvacije na realni devizni tečaj, pod pretpostavkom da su ostale varijable konstantne. Takova empirička analiza, sugerirala je slijedeće zaključke: prvo, 10%-tna devalvacija, rezultirat će 7%-tnom realnom devalvacijom, u prvoj godini. Efekti nominalne devalvacije se postupno smanjuju, pa će nakon 3 godine prosječni efekti na realni devizni tečaj iznositi samo oko 5%. Drugo, ako je nominalna devalvacija praćena ekspanzijom domaćih kredita, znatno će se reducirati efekti realne devalvacije. Primjerice, ako će 10%-tna nominalna devalvacija biti popraćena stopom rasta domaćih kredita od 10 postotnih poena, u toj godini će se efekti realne devalvacije smanjiti za 2% samo u toj godini, a nakon 2 godine posve će nestati, i uslijed će ponovna aprecijacija. Treće, porast fiskalnog deficita nema tako signifikantan utjecaj na efekte nominalne devalvacije i to u prve dvije godine. Ali, u trećoj godini prisutni su negativni efekti ekspanzivne fiskalne politike. I, četvrto, efekti nominalne devalvacije na porast deviznih rezervi, prisutni su nakon 2 godine u svih 28 zemalja, a efekti se očituju već u prvom kvartalu nakon devalvacije kod 16 od ukupno 28 epizoda.

Menon (1995), teoretski i empirički je analizirao tranzitorne efekte promjene nominalnog deviznog tečaja, na izvozne cijene, cijene uvoza i domaće cijene. Posebno je zanimljiv onaj dio rada Menona, koji obuhvaća pregled rezultata (te, metodologije i korištenih podataka) kod 43 empiričkih studija različitih autora, od čega 16 studija analizira tranzitorne efekte na izvozne cijene, 13 radova na izvozne i na uvozne cijene, i 3 studije na cijene domaćih proizvođača, sve to u razdoblju od 1977. do 1992. godine. Male otvorene ekonomije su u literaturi ove vrste bile relativno zanemarene. Ocjenjujem da se radi o sveobuhvatnom pregledu istraživanja - teoretskih i empiričkih studija - iz oblasti "teorije prijenosa efekata promjena nominalnog deviznog tečaja na cijene". Menon sugerira slijedeće zaključke: prvo, stupanj i dinamika tranzitornih efekata: parcijalni tranzitorni efekti su opća pojava kod svih analiziranih

zemalja. Kod samo 6 od ukupno 46 studija, tranzitorni efekti su potpuni ili gotovo potpuni. Parcijalni prijenosi efekata promjene tečaja na cijene, imali su različite vremenske "pomake" kod različitih zemalja. Drugo, tranzitorni efekti po zemljama: zabilježene su signifikantno različite stope parcijalnog prijenosa, tranzitornih efekata po analiziranim ekonomijama. Treće, tranzitorni efekti u okviru pojedinih gospodarstava: zabilježene su signifikantne razlike u procjeni stopa tranzitornih efekata u okviru pojedinim promatranih ekonomija. Na primjer, za SAD - stope se kreću od 48.7 % do 91%, ovisno o autoru pojedine empiričke studije. četvrto, efekti prijenosa za pojedine proizvode: stope parcijalnih tranzitornih efekata su bile vrlo različite za pojedine industrije ili vrstu proizvoda, u okviru iste ekonomije. Peto, stabilnost koeficijenta prijenosa efekata: većina autora utvrdila je stabilnost, relativnu nepromjenljivost stupnja tranzitornih efekata. Zaključci koje je sugerirao Menon, sadržavaju osnovne rezultate velikog broja empiričkih studija, i vrlo su korisni u sagledavanju nekih, vrlo važnih aspekata tečajne politike.

Pojedini recentniji autori empirički su istraživali korelaciju između promjena nominalnog deviznog tečaja i cijena u zemlji. Većina ovih autora sugerira zaključke o parcijalnim tranzitornim efektima, posebice kod zemalja koje su deprecijaciju primjenile nakon uspješne dezinflacije i u uvjetima visoke nezaposlenosti. Ovdje se daju rezultati istraživanja nekih od tih radova.

Maurice Obstfeld (1995), smatra da uslijed visoke korelacije između nominalnog i realnog deviznog tečaja, nominalne deprecijacije utječu na poboljšanje kratkoročne i srednjoročne međunarodne konkurentnosti, ali da nije nužno da to implicira i inflatornim efektima (sve to pod pretpostavkom restriktivne fiskalne politike i visoke nezaposlenosti). Obstfeld sugerira zaključak da sistem fiksnih deviznih tečajeva ne garantira stabilnost cijena, naročito u uvjetima visoke mobilnosti kapitalnih tokova, a uslijed mogućnosti da (neadekvatni) osnovni makroekonomski indikatori (engleski, "fundamentals") mogu biti nekonzistentni sa fiksnim deviznim tečajem, što može uzrokovati njegovo

napuštanje. Autor posebno ističe važnu ulogu fiskalne politike u primjeni optimalnog sistema deviznih tečajeva (osobito, sistema fiksnih tečajeva).

Helpman, Leiderman i Bufman (1994), analizirali su - na primjeru čilea, Izraela i Meksika - promjenu sistema deviznih tečajeva - sa fiksnog na sisteme fleksibilnijih deviznih tečajeva. Navedene zemlje primjenile su fleksibilnije sisteme tečajeva, kod kojih su utvrđeni centralni pariteti sa puzajućim marginama fluktuiranja (engleski, "a shift from fixed - to crawling - central - parity bands"). Analiza se ponajviše bavi efektima primjene navedenog sistema deviznih tečajeva, što je izvan našeg užeg interesa i potreba ove disertacije. Za naše potrebe, mnogo je važnija analiza utjecaja promjene sistema deviznih tečajeva na inflatorna očekivanja i na prijenos efekata promjena sistema deviznih tečajeva na domaće cijene. Autori su zaključili da kod navedenih tri ekonomija, prijelaz na fleksibilniji sistem deviznih tečajeva - uz restriktivnu fiskalnu politiku - nije bio popraćen sa porastom inflacije. čak je, u slučaju Izraela i Meksika, inflacija imala tendenciju smanjivanja i to na razinu jednoznamenkastih inflacija. Znači, na temelju empiričkih istraživanja navedenih ekonomija, tranzitorni efekti nisu bili inflatorni i nisu potaknuli inflatorna očekivanja. Primjena fleksibilnijeg sistema deviznih tečajeva, imala je i dodatne pozitivne implikacije, jer je pripomogla poboljšavanju međunarodne konkurentnosti nakon razdoblja aprecijacije realnog efektivnog deviznog tečaja.

Leiderman i Bufman (1996), kasnije su, nastavili svoja istraživanja na većem, reprezentativnijem uzorku zemalja. Autori su empirički analizirali - na grupi od 8 zemalja (Izraela, nekoliko iz Latinske Amerike i četiri evropskih industrijski razvijenih ekonomija) - mehanizam prijenosa promjena deviznog tečaja na cijene. Autori su empirički utvrdili parcijalne efekte prijenosa. Utvrđeno je da su, tranzitorni efekti većeg stupnja kod zemalja sa visokom inflacijom. Leiderman i Bufman, analizirali su ovaj problem na primjeru Izraela i čilea. Naime, kada su ove dvije zemlje - nakon uspješne dezinflacije, primjenom sidra deviznog tečaja - izvršile tranziciju sa sistema fiksnih deviznih tečajeva, na sisteme puzajućih

deviznih tečajeva, nisu izgubile kontrolu nad domaćom inflacijom. Veća fleksibilnost nominalnih deviznih tečajeva nije imala za posljedicu veću volatilnost realnih deviznih tečajeva. U ovim slučajevima, došlo je do porasta stupnja korelacije između nominalnih i realnih deviznih tečajeva, te do smanjenja tranzitornih efekata. Uzrok, vjerojatno, leži u činjenici da je fleksibilnost sistema deviznih tečajeva povećana tek nakon značajne dezinflacije. To je dalo mogućnosti za kratkoročne manipulacije deviznim tečajevima, kako bi se unaprijedila međunarodna konkurentnost. Autori, također, sugeriraju zaključak da visoka nezaposlenost neutralizira tranzitorne efekte, odnosno prijenos inflatornih efekata zbog promjena deviznih tečajeva na domaće cijene. Empirička analiza tranzitornih efekata kod Kanade, Italije, V. Britanije i švedske u razdoblju 1992 - 1994, pokazala je da značajne kumulativne deprecijacije nominalnih deviznih tečajeva nisu imale inflatorne efekte. čak, suprotno od toga, inflacija je u tim ekonomijama kontinuirano smanjivana. Deprecijacija nominalnih deviznih tečajeva, bila je praćena deprecijacijom realnih deviznih tečajeva, te znantnim poboljšanjem tekućeg dijela bilance plaćanja. Leiderman i Bufman, ističu činjenicu da su ovakova kretanja (deprecijacija realnog deviznog tečaja i poboljšavanje tekuće bilance) bile ostvarene u uvjetima visoke nezaposlenosti. Dakle, jedan od vrlo važnih zaključaka ove empiričke studije bio bi da je relativno nizak stupanj tranzitornih efekata ostvaren u uvjetima visoke nezaposlenosti. Odnosno, moglo bi se zaključiti da što je ostvareni društveni proizvod bliže potencijalnom (tj. niži je stupanj nezaposlenosti), to je viši stupanj prijenosa inflatornih efekata. Vice versa, što je viši stupanj nezaposlenosti, to je niži stupanj tranzitornih efekata. Zaključci navedenih empiričkih studija sugeriraju mogućnost veće fleksibilnosti sistema deviznih tečajeva, uz zadržavanje kontrole nad infalcijom.

Tranzitorne efekte na primjeru španjolske, analizirala je Murgasova (1996). Ova empirička studija analizira efekte triju devalvacija pezete na domaće cijene. španjolska pezeta devalvirala je tri puta u razdoblju 1992-1993 godine - kumulativno za 21,4 % - što je rezultiralo sa deprecijacijom nominalnog efektivnog deviznog tečaja do kraja 1993. od

14 % godišnje. Domaća inflacija mjerena cijenama na malo bila je u 1993. godini niža u odnosu na prethodnu godinu i iznosila je 4,5 % , a 1994. iznosila je ponovno 4,5 % godišnje. Ovo je bio indikator da je korelacija između deprecijacije deviznog tečaja i domaće inflacije, barem kratkoročno, složenije prirode. Murgasova je koristila različite ekonometrijske metode i modele, a u analizi je je uzela u obzir, kao egzogenu varijablu modela, i cikličku poziciju ekonomije (iskorištenost kapaciteta, stopu nezaposlenosti i produktivnosti). Temeljni zaključci ove empiričke analize sugeriraju da se inflatorni efekti devalvacije (radi se o tzv. "troškovnim inflatornim efektima") mogu u potpunosti neutralizirati determinantama cikličke pozicije španjolske ekonomije, te da je upravo to rezultiralo konstantnom inflacijom (na niskoj razini) u dvogodišnjem razdoblju (nakon devalvacije pezete).

Adolfson (1996), istraživao je prijenos efekata promjene nominalnog deviznog tečaja na uvozne cijene, te implicitno i na domaće cijene u švedskoj. Autor je analizirao osam industrijskih grana, koje imaju najveći udjel u uvozu švedske, u razdoblju 1980 - 1995. Rezultati ove empiričke studije ukazuju da postoji trenutačni, ali parcijalni i vrlo ograničeni kratkoročni prijenos efekata promjena nominalnog deviznog tečaja na uvozne cijene i to od prosječno 25 % za sveukupni uvoz. Kratkoročni tranzitorni efekti su različiti za pojedine industrijske grane u švedskoj, u rasponu od 21 % do 47 %. Dugoročni tranzitorni efekti - prema ovoj empiričkoj studiji - gotovo su potpuni, u rasponu od 27 % do 160 % za sve grane industrije u švedskoj, s time da se većina industrijskih grana nalazi u grupi od 80 % prijenosa. To bi se moglo smatrati prosječnim dugoročnim tranzitornim efektima za ukupnu industriju švedske.

Postavlja se pitanje zašto tranzicijske ekonomije relativno učestalo mijenjaju vlastite sisteme deviznih tečajeva? Gligorov i Sundstroem (1997) , u svojem vrlo zanimljivom istraživanju, analizirali su glavne determinante koje utječu na devizne tečajeve kod tranzicijskih ekonomija, i to da li je presudan utjecaj financijskog tržišta (špekulativnih tokova kapitala) ili utjecaj osnovnih makroekonomskih indikatora?

Tranzicijske zemlje u pravilu imaju visoke deficite trgovačke bilance i deficite u tekućim podbilancama njihovih platnih bilanci. Promjene ovih indikatora senzitivne su na promjene deviznih tečajeva, jer autori navode da relativna smanjenja ovih deficita, posljedica su prethodnih promjena deviznih tečajeva (devalvacija/deprecijacija). Analiza je zanimljiva, jer sugerira zaključke da su deficiti u tekućoj podbilanci bilance plaćanja posljedica dugoročnih neravnoteža osnovnih makroekonomskih indikatora, a ne posljedica odabira sistema deviznog tečaja (fiksno ili fluktuirajućeg sistema). Tranzicijske ekonomije primjenjivale su sve moguće sisteme deviznih tečajeva, ali bez većeg utjecaja na eksternu (ne)ravnotežu. Autori konstatiraju da mnoge tranzicijske ekonomije koriste politiku deviznog tečaja kao instrument za ostvarivanje dva cilja ekonomske politike, što nije moguće postići - kontrolu inflacije i međunarodnu konkurentnost (izvoza). Ova dva cilja politike deviznog tečaja su "per se" kontradiktorni, jer se kontrola inflacije može postići primjenom "pegga", vezivanja deviznog tečaja za tečaj neke jače strane valute, a ostvarivanje međunarodne konkurentnosti zahtijeva konstantnu realnu devalvaciju/deprecijaciju deviznog tečaja. Politika deviznog tečaja koja želi istovremeno ostvariti obadva cilja, mora biti nekonzistentna, jer u uvjetima visoke inflacije, primijenit će se jedna vrsta tečajne politike, sve dok ne nastupi potreba za njezinim promjenama, kada deficit tekuće podbilance u platnoj bilanci postane neodrživ. Ovakav, može se reći, nekonzistentan način vođenja politike deviznog tečaja imao je za posljedicu da su sistem ili politika deviznog tečaja postali na dulji rok irelevantni kod tranzicijskih ekonomija.

Osnovni zaključak ove analize, bila bi da su promjene u tečajnoj politici kod tranzicijskih ekonomija posljedica kretanja u osnovnim makroekonomskim indikatorima, a ne posljedica kretanja na financijskom tržištu. Financijska tržišta kod tranzicijskih ekonomija relativno su nerazvijena (nizak stupanj kapitalizacije financijskog tržišta, nizak udjel kratkoročnih vrijednosnih papira, koji su spekulativni instrument, etc.), a restrikcije po kapitalnim transakcijama, izolirali su u određenoj mjeri takova tržišta od globalnih kretanja kapitala. Osnovni

razlozi promjena tečajne politike kod tranzicijskih ekonomija jesu, prema ovim autorima, deficiti u trgovačkoj bilanci, te u tekućoj podbilanci bilance plaćanja. Ovi deficiti imaju za posljedicu pojačano zaduživanje u inozemstvu (sektora banaka i poduzeća), koje se povećava do određene granice, kada deficit tekuće podbilance bude percipiran kao neodrživ s dugoročnog aspekta. Autori zaključuju da su izgledi za promjene deviznih tečajeva (u smislu njihove devalvacije/deprecijacije) najveći kod onih tranzicijskih ekonomija, koje imaju relativno visoke deficite u tekućoj podbilanci bilance plaćanja. što se duže kod takovih ekonomija odgađaju neizbježne prilagodbe deviznog tečaja, to će biti veći intenzitet i troškovi neophodne prilagodbe deviznog tečaja.

Autori navode Sloveniju kao tranzicijsku ekonomiju, kojoj ne prijete značajnija deprecijacija (ima nizak udjel deficita tekuće bilance u društvenom bruto proizvodu), a smatraju da je Hrvatskoj iminentna deprecijacija, jer centralna banka dulje razdoblje primjenjuje sistem fiksnog deviznog tečaja, uz kumuliranje trgovačkog deficita i deficita tekuće podbilance u bilanci plaćanja.

5. DEPRECIJACIJA/DEVALVACIJA KAO INSTRUMENT POTICANJA IZVOZA I OSTVARIVANJA EKSTERNE RAVNOTEŽE ?

Postavlja se pitanje da li je moguće korištenje devalvacije, odnosno deprecijacije kao instrumenta makroekonomske politike u poticanju izvoza, odnosno za ostvarivanje eksterne ravnoteže ekonomije ?

Sebastian Edwards (1988), na primjer, navodi da su alternativna rješenja za ostvarivanje eksterne ravnoteže uvođenje zaštitnih tarifa i izvoznih subvencija; primjena višestrukih deviznih tečajeva kontrola dohodaka i dezinflacija, tj. automatsko prilagođavanje. Nominalne devalvacije su, prema ovom autoru, bolje sredstvo ostvarivanja eksterne ravnoteže. Nominalna devlavacija ima za cilj da otkloni diskrepancu realnog

deviznog tečaja u odnosu na ravnotežni devizni tečaj, te da uzrokuje realnu devalvaciju i poboljša međunarodnu konkurentnost zemlje i uspostavi eksternu ravnotežu nacionalne ekonomije. Evidentno je da realne devalvacije utječu na porast izvoza i ostvarivanje eksterne makroekonomske ravnoteže, ali prema poznatom obrascu "J - krivulje". Ovdje je potrebno vrlo sažeto iznijeti temeljne postavke ove teorije.

Teorija J - krivulje (engleski, "J - curve theory"), analizira kakva su kretanja bilance izvoza i uvoza u odnosu na promjene deviznog tečaja. Teorija obrazlaže da su normalna dugoročna kretanja trgovačke bilance inducirana promjenama deviznog tečaja (devalvacijom) praćena kratkoročnim i srednjoročnim kretanjima (bilance izvoza i uvoza) u suprotnom smjeru. Posljedica takovih kretanja, koja su uzrokovana devalvacijom deviznog tečaja, bila bi krivulja trgovačke bilance (bilance izvoza i uvoza) koja svojim oblikom slični na krivulju u obliku slova J. Po analogiji, kod slučaja aprecijacije deviznog tečaja, krivulja bi morala imala oblik sličan "štapu za hodanje" (engleski, "walking stick effect"). U osnovi teorije J - krivulje nalazi se pretpostavka o postojanju tri faze reakcija trgovačke bilance (izražene u domicilnoj valuti) na promjene deviznog tečaja (u prvoj - kada nema promjena cijena i količina kod izvoznih i uvoznih proizvoda, iako je došlo do promjene deviznog tečaja, jer su ugovori bili fiksni; u drugoj - poduzeća prenose efekte promjene deviznog tečaja na cijene; i, u trećoj - kada kupci reagiraju na promijenjene cijene kod izvoza i uvoza, promjenama količina proizvoda, obujma izvoza i uvoza). Jorge Clostermann (1996), empirički je potvrdio djelovanje efekta J - krivulje kod kretanja trgovačke bilance Njemačke, uslijed promjena deviznog tečaja njemačke marke. Autor je došao do zaključka da su glavne determinante njemačkog izvoza rast domaćeg i inozemnih tržišta, a da cjenovna konkurentnost ima sekundarnu ulogu kod kratkoročnog porasta njemačkog izvoza i uvoza.

Prema Edwardsu, da nastavimo izlaganje, ukoliko devalvacija nije praćena restriktivnom monetarnom i fiskalnom politikom, pozitivni efekti devalvacije biti će reducirani, uz porast domaće inflacije. Efekti promjena

nominalnog deviznog tečaja na domaće cijene su neznatni ili ih uopće nema na kratak rok - pod pretpostavkom da se nacionalno gospodarstvo ciklički nalazi u recesiji - dok su tranzitorni efekti na dulji rok potpuni. Sve to - tranzitorni efekti promjene nominalnog tečaja na domaće cijene i korelacija između devalvacije i porasta izvoza prema obrascu "J - krivulje" - znatno otežava isključivu primjenu politike deviznog tečaja kao instrumenta makroekonomske politike za poticanje izvoza, naročito kod malih otvorenih ekonomija. To govori u prilog tezi da su potrebni i drugi poticaji izvoza, na primjer u obliku osiguravanja i kreditiranja izvoza preko specijalizirane nacionalne izvozne institucije.

Kamin i Klau, (1997) analizirali su utjecaj devalvacije na output na primjeru od 27 zemalja. U literaturi iz oblasti ekonomike deviznih tečajeva, uobičajena je teza da devalvacije - kratkoročno i dugoročno - djeluju ekspanzivno (na output), jer konkurentske devalvacije - prema tom mišljenju - potiču izvoz, odnosno proizvodnju u izvoznom sektoru gospodarstva i, posljedično ukupni ekonomski rast. Ali, devalvacije mogu djelovati i kontraktivno na domaći sektor gospodarstva, onaj sektor koji ne izvozi, pa se ekspanzivni i kontraktivni efekti devalvacije mogu međusobno neutralizirati. Mnoge ekonomije ne koriste devalvacije, jer postoji opasnost da one djeluju kontrakciono, a ne ekspanzivno na ekonomski rast. Osnovni problem koji se javlja - ako je točna teza o kontraktivnom karakteru devalvacija - jeste kako postići u isto vrijeme ekonomski rast i dobru poziciju u platnoj bilanci? Kamin i Klau pokušali su empiričkom analizom testirati tezu da devalvacije djeluju kontraktivno (engleski, "the contractionary devaluation hypothesis"), pri čemu su pokušali razložiti kratkoročne od dugoročnih efekata devalvacija na output, te dali postoje regionalne specifičnosti ovog kauzaliteta po grupama ekonomija?

Na temelju ekonometrijske analize, autori sugeriraju slijedeće zaključke: prvo, na dulji rok, devalvacije nemaju kontraktivne efekte, pa se korištenjem devalvacija mogu postići platnobilančni ciljevi, a bez utjecaja na dugoročne stope ekonomskog rasta. Ova empirička analiza nije mogla

potvrditi uobičajenu tezu da devalvacije dugoročno imaju ekspanzivne efekte. Drugo, utvrđeno je da devalvacije sa kratkoročnog aspekta imaju kontraktivne efekte na ekonomski rast, ali da je stupanj koreliranosti relativno slab. Konačno, nisu utvrđene razlike u intenzitetu kontraktivnih efekata devalvacija kod zemalja Latinske Amerike u odnosu na Azijske zemlje, ali te razlike postoje kod pojedinih grupa zemalja po stupnju njihove razvijenosti. Kod industrijski razvijenih zemalja, devalvacije imaju podjednaki intenzitet kratkoročnih kontraktivnih efekata, dok su dugoročni kontraktivni efekti devalvacija većeg intenziteta kod industrijski razvijenih zemalja u odnosu na nerazvijene zemlje.

Tranzicijske ekonomije vrlo često su primjenjivale različite sisteme deviznih tečajeva, i to sa različitim rezultatima. Gligorov i Sundstroem (1997) , analizirali su glavne determinante koje utječu na devizne tečajeve kod tranzicijskih ekonomija, i to da li je presudan utjecaj finansijskog tržišta (špekulativnih tokova kapitala) ili utjecaj osnovnih makroekonomskih indikatora ? Tranzicijske zemlje u pravilu imaju visoke deficite trgovačke bilance i deficite u tekućim podbilancama njihovih platnih bilanci. Promjene ovih indikatora senzitivne su na promjene deviznih tečajeva, jer autori navode da relativna smanjenja ovih deficita, posljedica su prethodnih promjena deviznih tečajeva (devalvacija/deprecijacija). Analiza je zanimljiva, jer sugerira zaključke da su deficiti u tekućoj podbilanci bilance plaćanja posljedica dugoročnih neravnoteža osnovnih makroekonomskih indikatora, a ne posljedica odabira sistema deviznog tečaja (fiksno ili fluktuirajućeg sistema). Tranzicijske ekonomije primjenjivale su sve moguće sisteme deviznih tečajeva, ali bez većeg utjecaja na eksternu (ne)ravnotežu. Autori konstatiraju da mnoge tranzicijske ekonomije koriste politiku deviznog tečaja kao instrument za ostvarivanje dva cilja ekonomske politike, što nije moguće postići - kontrolu inflacije i međunarodnu konkurentnost (izvoza). Ova dva cilja politike deviznog tečaja su "per se" kontradiktorni, jer se kontrola inflacije može postići primjenom "pegga", vezivanja deviznog tečaja za tečaj neke jače strane valute, a ostvarivanje međunarodne konkurentnosti zahtijeva konstantnu realnu devalvaciju/

deprecijaciju deviznog tečaja. Politika deviznog tečaja koja želi istovremeno ostvariti obadva cilja, mora biti nekonzistentna, jer u uvjetima visoke inflacije, primijenit će se jedna vrsta tečajne politike, sve dok ne nastupi potreba za njezinim promjenama, kada deficit tekuće podbilance u platnoj bilanci postane neodrživ. Ovakav, može se reći, nekonzistentan način vođenja politike deviznog tečaja imao je za posljedicu da su sistem ili politika deviznog tečaja postali na dulji rok irelevantni kod tranzicijskih ekonomija.

Osnovni zaključak ove analize, bila bi da su promjene u tečajnoj politici kod tranzicijskih ekonomija posljedica kretanja u osnovnim makroekonomskim indikatorima, a ne posljedica kretanja na financijskom tržištu. Financijska tržišta kod tranzicijskih ekonomija relativno su nerazvijena (nizak stupanj kapitalizacije financijskog tržišta, nizak udjel kratkoročnih vrijednosnih papira, koji su spekulativni instrument, etc.), a restrikcije po kapitalnim transakcijama, izolirali su u određenoj mjeri takova tržišta od globalnih kretanja kapitala. Osnovni razlozi promjena tečajne politike kod tranzicijskih ekonomija jesu, prema ovim autorima, deficiti u trgovačkoj bilanci, te u tekućoj podbilanci bilance plaćanja. Ovi deficiti imaju za posljedicu pojačano zaduživanje u inozemstvu (sektora banaka i poduzeća), koje se povećava do određene granice, kada deficit tekuće podbilance bude percipiran kao neodrživ s dugoročnog aspekta. Autori zaključuju da su izgledi za promjene deviznih tečajeva (u smislu njihove devalvacije/deprecijacije) najveći kod onih tranzicijskih ekonomija, koje imaju relativno visoke deficite u tekućoj podbilanci bilance plaćanja. što se duže kod takovih ekonomija odgađaju neizbježne prilagodbe deviznog tečaja, to će biti veći intenzitet i troškovi neophodne prilagodbe deviznog tečaja.

Sve to navodi na zaključak da manipuliranje deviznim tečajevima, promjene sistema za određivanje deviznih tečajeva, posebno kod tranzicijskih ekonomija nije preporučljivo kao temeljni instrument za poticanje izvoza.

Franjo Štiblar (1996), navodi - na primjeru Slovenije - da je "oblikovanje tečaja ovisno o stanju na deviznom tržištu, pa monetarne vlasti mogu utjecati samo indirektno i na kratki rok". Prema istom autoru, trajanje efekata mjera monetarnih vlasti u Sloveniji se skraćuje, a intenzitet učinaka se smanjuje. Makroekonomske analize su pokazale (Velimir Bole, 1997a i 1997b) da bi deprecijacija tečaja domaće valute u malom otvorenom gospodarstvu slovenskoga tipa, vodila u rast kamatnih stopa, inflacije i eksternu neravnotežu na dulji rok. Slična istraživanja za slučaj Hrvatske, ne postoje.

6. PREPORUKE ZA TEČAJNU POLITIKU TRANZICIJSKIH EKONOMIJA

U ovom dijelu, pokušat će se formulirati opće preporuke za tečajnu politiku u tranzicijskim ekonomijama. Izbor sistema deviznog tečaja, u osnovi, predstavlja izbor neke zemlje kako će voditi domaću monetarnu politiku. Izborom odgovarajućeg sistema deviznog tečaja, istovremeno se utvrđuje i stupanj autonomnosti domaće monetarne politike koju vodi njezina centralna banka. Dilema između fiksnog ili fluktuirajućeg tečaja nije primarna, već je temeljna dilema između dobre ili loše (makroekonomske) politike. Preporuke o optimalnom sistemu deviznog tečaja za male otvorene ekonomije, vrlo su različite. Pri tome, bitno je odrediti koji cilj se želi ostvariti primjenom odgovarajućeg sistema deviznog tečaja - dezinflacija; očuvanje međunarodne konkurentnosti; ili/i autonomnost domaće monetarne politike. Mora se naglasiti da vrlo veliko značenje imaju de facto sistemi deviznih tečajeva, a u odnosu na de iure sisteme deviznih tečajeva.

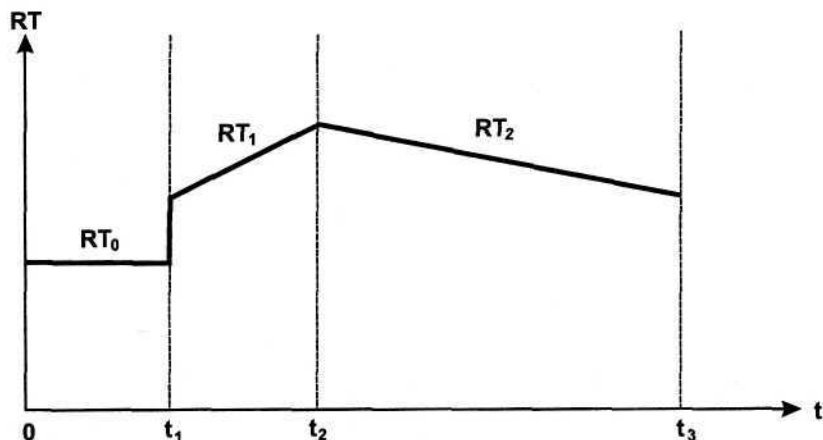
U osnovi, slažemo se sa mišljenjem da izbor između sistema fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja, ne može supstituirati potrebu vođenja konzistentne stabilizacijske makroekonomske politike. Kod utvrđivanja "optimalnog" sistema deviznog tečaja, potrebno je uzeti u obzir dvije temeljne teze: prva, da nijedan sistem deviznih tečajeva nije sam po sebi

permanentan, te, drugo, da pojedine ekonomije variraju svoje sisteme deviznih tečajeva između različitih mogućih opcija, ovisno o konkretnoj makroekonomskoj situaciji, tako da "optimalni sistem deviznog tečaja" za pojedinu nacionalnu ekonomiju može varirati. To je razlog da je vrlo teško dati prijedlog optimalnog sistema deviznih tečajeva za individualnu ekonomiju, ali različiti sistemi deviznih tečajeva imaju svoje inherentne karakteristike, koje bi trebalo uzeti u obzir kod konkretnog odabira između pojedinih opcija.

Postoje neke opće pretpostavke za izbor politike tečaja, koje bi bile zajedničke svim vrstama ekonomija. To je razlog da je vrlo teško predložiti neki opći model politike tečaja, koji bi vrijedio za sve ekonomije. Koje su to determinante koje utječu na izbor sistema deviznog tečaja?

Odabir sistema deviznih tečajeva kod zemalja u tranziciji, izgleda različit od mogućih opcija kod zemalja u razvoju. Izbor tečajne politike, vidjeli smo, zavisi od izbora koji stupanj autonomnosti monetarne politike želi nacionalna vlast. Tako je zanimljiv rad Begga (1996), koji analizira petogodišnja iskustva u implementaciji monetarne politike kod tranzicijskih ekonomija. Najvećem broju tranzicijskih ekonomija - kod izbora monetarnog sistema, odnosno sistema deviznog tečaja - bio je predložen sistem fiksnog, tj. "vezanog" deviznog tečaja. U navedenom istraživanju, posebno se čini zanimljivom analiza primjene "nominalnih sidara" u procesu tranzicije. Većina zemalja u tranziciji, koristila je u primjeni politike makroekonomske stabilizacije - i to sa uspjehom - devizni tečaj kao nominalno sidro. To je uzrokovano vjerovanjem da je osnovni problem u primjeni sistema fluktuirajućeg deviznog tečaja u tome da se nominalne deprecijacije brzo prenose na (rast) domaćih cijena; odnosno, da deprecijacija ne potiče dovoljno izvoznu konkurentnost, ali da potiče domaću inflaciju. To je naročito izraženo kod ekonomija koje imaju dugu tradiciju visoke inflacije, a u kojima se vrlo intenzivno koristi indeksacija. Ali, uočili smo i mnoge nedostatke politike fiksnog tečaja. S tim povezano, zanimljivi su i radovi drugih autora.

Laski (1997) je analizirao zajedničke karakteristike tečajnih politika kod zemalja u tranziciji. U nastavku se daje Laskijev grafički prikaz obrasca kretanja realnog deviznog tečaja u tranzicijskim zemljama Srednje i istočne Evrope.



Vrijeme t_1 , odnosi se na razdoblje prije početka ozbiljnih tržišnih reformi u zemljama u tranziciji. U trenutku t_1 događa se snažna inicijalna devalvacija, čija je veličina ovisila o percepciji monetarnih vlasti o visini ravnotežnog tečaja, a svodila se je najčešće na izjednačavanje oficijelnog i "crnog" deviznog tečaja. Početno razdoblje prilagodbe novom deviznom tečaju, u od razdoblju t_1 do t_2 , obilježeno je blagom realnom devalvacijom. Od trenutka t_2 (koji Laski smješta u 1994. godinu), pa sve do t_3 (sadašnji trenutak), ostvarena je realna aprecijacija deviznih tečajeva. Analiza stvarnih kretanja realnih deviznih tečajeva tranzicijskih zemalja, u razdoblju od 1990. do 1997., pokazuje da, usprkos različitim sistemima tečajnih politika, postoji relativno velika podudarnost u smjeru kretanja tečajeva. To se naročito odnosi na djelovanje "sindroma realne aprecijacije" u razdoblju nakon 1995. godine. Intenzitet realne aprecijacije povezan je sa stupnjem rigidnosti sistema deviznih tečajeva, koje su pojedine tranzicijske ekonomije primjenjivale. Primjerice, kod primjene sistema fleksibilnijeg deviznog tečaja, stupanj aprecijacije niži je, nego kod primjene sistema fiksnog određivanja deviznih tečajeva.

Tranzicijske ekonomije mogle bi usvojiti sistem fiksnog deviznog tečaja na početku primjene programa stabilizacije i liberalizacije, ali bi nakon jedne do dvije godine, trebale usvojiti neki fleksibilniji sistem deviznog tečaja. U ranijoj, inicijalnoj fazi stabilizacije fiksni tečaj je koristan za osvarivanje brze dezinflacije. Međutim, s aspekta dugoročne politike deviznog tečaja, održavanje nominalnog deviznog tečaja neizmijenjenim impliciralo bi samo porastom precijenjenosti (aprecijacije) valute i pogoršavanjem međunarodne konkurentnosti nacionalne ekonomije. Najteži praktični problem predstavlja, svakako, ocjena kada - nakon obaranja inflacije i remonetizacije ekonomije - preći na fleksibilniji sistem deviznog tečaja i na kojoj razini utvrditi centralni paritet kod nominalnog deviznog tečaja. Taj trenutak nastupa, prema našem mišljenju, onda kada nastupi potreba da se obnovi međunarodna konkurentnost. Primjena sistema de facto fleksibilnijeg deviznog tečaja može nastati kao posljedica promjene preferencija nositelja makroekonomske politike - poboljšavanje međunarodne konkurentnosti nacionalnog gospodarstva. Prema modernim empiričkim saznanjima, nakon Azijske krize, deficit tekućeg dijela bilance plaćanja iznad 5 % društvenog proizvoda nalaže oprez i indikator je moguće primjene korektivnih mjera makroekonomskih politika. Uvođenje sistema fleksibilnijeg određivanja deviznog tečaja hrvatske valute, može biti uzrokovan i iz neekonomskih razloga - kao izraz ponovnog preuzimanja monetarnog suvereniteta zemlje. Isto tako, sistem deviznog tečaja koji se primjenjuje mora biti sukladan sa stupnjem liberalizacije tokova kapitala.

Naše je mišljenje da bi tranzicijske ekonomije morale vrlo pažljivo razmotriti da li je moguće primjenjivati politiku nominalne deprecijacije (tzv. "PPP rule"), jer bi se mogla uzrokovati spirala inflacija - deprecijacija - inflacija. Idealna solucija bila bi upravljanje nominalnim deviznim tečajem tako da realni devizni tečaj konvergira ravnotežnom tečaju, ali izbjegavajući precijenjenost, a tolerirajući izvjesni stupanj potcijenjenosti. Isto tako, smatramo da bi male otvorene ekonomije u tranziciji trebale zadržati autonomnost u domaćoj monetarnoj politici, uz odabir sistema fluktuirajućeg deviznog tečaja. Fleksibilniji sistem deviznih tečajeva

neophodan je i uslijed znatno veće mobilnosti kapitala. U tim uvjetima (veće volatilnosti tokova kapitala) znatno je teže održavati sistem fiksnog deviznog tečaja. Takav sistem deviznog tečaja mora biti podržan odgovarajućim makroekonomskim politikama. Osnovni zaključci glede optimalnosti primjene sidra deviznog tečaja, odnosno izbora sistema fiksnog deviznog tečaja, bili bi da je kod tranzicijskih ekonomija - u uvjetima izrazite volatilnosti kapitalnih tokova, neefikasnosti kapitalnih kontrola, i vrlo limitiranih mogućnosti "sterilizacije" priljeva kapitala od strane centralnih banaka - potrebna veća fleksibilnost u sistemu deviznog tečaja. To znači da i zbog liberalizacije kapitalnih međunarodnih transakcija, pojedina ekonomija - Hrvatska niti ovdje nije izuzetak - mora promijeniti sistem deviznih tečajeva u pravcu njihove veće fleksibilnosti. De facto fleksibilniji sistem deviznog tečaja, potreban je u slučaju one nacionalne ekonomije koje imaju relativno visoki stupanj liberalizacije kapitalnih međunarodnih transfera ili imaju potpunu konvertibilnost domicilne valute po kapitalnim transakcijama. Fleksibilniji sistem deviznog tečaja, stvarni, de facto sistem, koji bi bio konzistentan sa stupnjem liberaliziranosti kapitalnog računa, mogao bi imati nekoliko opcija - u rasponu od manjeg stupnja fleksibilnosti do sistema višeg stupnja fleksibilnosti.

Iz pregleda postojećih de iure i de facto sistema deviznih tečajeva kod članica MMF-a, može se zaključiti da je evolucija sistema deviznih tečajeva išla u pravcu "upravljanog fluktuiranja", a ne u tolikoj mjeri u pravcu "nezavisnog fluktuiranja". Zajednička karakteristika svih sistema deviznih tečajeva, i na temelju ovih podataka, bila bi u tome da oni tendiraju ka sve većoj fleksibilnosti, s time da takve zemlje koriste alternativna nominalna sidra u ostvarivanju stabilnosti domaćih cijena.

Općenito bi se moglo zaključiti da je u početku primjene programa stabilizacije potrebna primjena relativno snažnog nominalnog sidra, ali kada se stopa inflacije uspješno reducira, i stabilizira na niskoj razini, potrebna je veća fleksibilnost deviznog tečaja. Tako bi se nadoknadila pogoršana konkurentnost i izbjegla (psihološka) očekivanja u vezi sa

mogućom promjenom deviznog tečaja. Ovdje se postavlja pitanje da li promjena sistema deviznih tečajeva djeluje inflatomo? Pojedini recentniji autori empirički su istraživali korelaciju između promjena nominalnog deviznog tečaja i cijena u zemlji. Većina modernijih autora sugerira zaključke o parcijalnim tranzitornim efektima, posebice kod zemalja koje su deprecijaciju primjenile nakon uspješne dezinflacije i u uvjetima visoke nezaposlenosti. Tako sugeriraju zaključak da visoka nezaposlenost neutralizira tranzitorne efekte, odnosno prijenos inflatornih efekata zbog promjena deviznih tečajeva na domaće cijene. Sve to omogućuje samo kratkoročne manipulacije deviznim tečajem u svrhu poticanja izvoza, ali na dulji rok - uslijed činjenice da su tranzitroni efekti promjene nominalnog deviznog tečaja na domaću inflaciju potpuni - kompetitivne devalvacije, odnosno deprecijacije imaju vrlo limitirane mogućnosti korištenja u poticanju izvoza. Tome u prilog navodimo i "hipotezu o kontraktivnim efektima devalvacija", kao i empiričke efekte "teorije J - krivulje". To su razlozi zašto - uz primjenu optimalne tečajne politike - svaka nacionalna makroekonomska politika mora koristiti i druge mehanizme poticanja izvoza.

Za optimalan izbor sistema deviznog tečaja, od najveće je važnosti izbor između "dobre" ili "loše" makroekonomske politike, te izbor ciljeva koje odgovorni za ekonomsku politiku žele postići.

7. NEKE DILEME TEČAJNE POLITIKE U HRVATSKOJ

U hrvatskoj ekonomskoj znanosti, postoji određen nedostatak sustavnog istraživanja problema iz oblasti ekonomike deviznih tečajeva. Tako primjerice, po našem mišljenju, nedostaju empirički radovi koji bi - na primjeru ekonomije Hrvatske - analizirali srednjoročnu održivost sadašnjeg deficita tekuće podbilance u bilanci plaćanja (prema modernim empiričkim saznanjima, nakon financijske krize u Aziji, deficit tekućeg računa bilance plaćanja iznad 5 % bruto domaćeg proizvoda nalaže oprez i indikator je moguće primjene korektivnih mjera

makroekonomske politike); efikasnost operacija sterilizacije kapitalnih priljeva u funkciji neutralizacije pritisaka za aprecijacijom tečaja hrvatske valute; analiza procesa "supstitucije valute" u Hrvatskoj; analiza efekata J - krivulje kod kretanja trgovačke bilance Hrvatske, uslijed promjena deviznog tečaja kune; ekonometrijska analiza intenziteta parcijalnog prenošenja tranzitornih efekata nominalnih devalvacija/deprecijacija na domaće cijene (inflaciju), u uvjetima nezaposlenosti, za cjelokupnu ekonomiju i po pojedinim sektorima gospodarstva; testiranje "hipoteze o kontraktivnom djelovanju devalvacija/deprecijacija na hrvatski output"; makroekonomske analize temeljnih indikatora ("macroeconomic fundamentals"), te utvrđivanje tečajne politike konzistentne sa ovim indikatorima na srednji rok; i, na kraju, analiza povezanosti srednjoročne liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske sa konzistentnim sistemom deviznog tečaja i njegovom postupnom evolucijom u pravcu povećane fleksibilnosti.

Osim nedostatka relevantnijih empiričkih istraživanja, uz nekoliko časnih izuzetaka, kod nas postoji i stanovita zbrka glede definiranja tečajne politike koju hrvatska središnja banka, u skladu sa svojim ustavnim i zakonskim ovlastima, samostalno primjenjuje - primjerice, da li imamo sistem fiksnog ili fluktuirajućeg tečaja kune? Odnosno, da li se devizni tečaj određuje potpuno samostalno na temelju odnosa ponude i potražnje za devizama na međubankarskom deviznom tržištu ili centralna banka svojim intervencijama utječe na kretanje deviznog tečaja? Željeli bismo konstatirati da postoji potreba razlikovanja na deklarirane sisteme deviznih tečajeva (oficijelno proglašene, "de iure" sisteme) za razliku od stvarnih sistema deviznih tečajeva pojedinih zemalja ("de facto" sisteme). Mnoge zemlje oficijelno su proglasile svoje sisteme kao "fluktuirajući sistem deviznog tečaja - u rasponu od "upravljanog fluktuiranja" do "potpuno slobodnog fluktuiranja deviznih tečajeva", a da su u praksi, stvarno koristile manipuliranje deviznim tečajevima kao instrumentom makroekonomske politike ili su neslužbeno utvrđivale tečajeve vlastite nacionalne valute. Već smo ukazali na vrlo veliko značenje koje imaju de facto sistemi deviznih tečajeva, koje je znatno veće od de iure sistema.

Prema metodologiji iz QR97, primjerice Hrvatska i Slovenija, formalno, "de iure" klasificirane su u grupu zemalja koje primjenjuju sistem "upravljanog fluktuiranja deviznog tečaja, ostalo" (engleski, "Other Managed Floating"). Ali, stvarni, "de facto" sistemi koje ove zemlje primjenjuju razlikuju se. Hrvatska je - po kriteriju "de facto" sistema deviznog tečaja - klasificirana u "Formal/Informal Fluctuation Bands", pri čemu su margine fluktuiranja deviznog tečaja hrvatske valute "neformalne" (engleski, "Informal Fluctuation Bands"), odnosno "gornja i donja točka intervencije" nisu javno proklamirane, tj. nisu formalno utvrđene od Hrvatske narodne banke. Slovenija primjenjuje sistem nenajavljenih promjena i margina fluktuiranja tečaja (engleski, "No Pre - Announced Path for the Exchange Rate"). Bitna razlika je u tome da Hrvatska primjenjuje rigidniji "de facto sistem deviznog tečaja", u kojem se devizni tečaj primjenjuje kao nominalno sidro, gdje nominalni devizni tečaj varira u okviru uskih margina fluktuiranja, koje nisu transparentne, pa domaća monetarna politika ima nizak stupanj autonomije. Slovenija, pak, vodi fleksibilniju politiku deviznog tečaja, uz autonomnu monetarnu politiku Banke Slovenije.

Već smo ranije konstatirali da je kod primjene vezivanja tečaja, monetarna politika nacionalne središnje banke limitirana, te da je zemlja izgubila monetarnu suverenost, autonomnost u vođenju samostalne monetarne politike, a fiskalna politika može biti u funkciji podrške fiksnog tečaja. Ipak, Caramazza i Aziz (1998) navode da i kod fiskalne politike postoji određena fleksibilnost, koja utječe na smanjenu financijsku disciplinu. Fleksibilnost odnosno narušavanje discipline moguće je prenošenjem troškova inflacije na fiskalni deficit, ili akumuliranjem, porastom inozemnog zaduženja sve do trenutka kada fiksni tečaj postane neodrživ. Fleksibilniji režim tečajne politike može - kroz promjene tečaja i cijena - brže iskazati efekte nesolidnih markoekonomskih politika.

U slučaju tečajne politike Hrvatske, posebno je izražena politička odlučnost (engleski, "political commitment") da se zadrži i brani svim sredstvima nacionalne ekonomske politike postojeći sistem fiksnog

deviznog tečaja, jer se stabilan nominalni tečaj kune prema njemačkoj marki percipira kao indikator svekolike uspješnosti makroekonomske politike, posebice stabilizacijske politike. O utemeljenosti takove percepcije dovoljno govori činjenica da su se sistemi fiksnog deviznog tečaja najduže primjenjivali (gotovo pedesetak godina) u zemljama frankofonske podsaharske Afrike (14 zemalja - članica CFA zone, primjenjuje ovakav sistem fiksnog vezivanja tečaja vlastite valute za francuski franak bez prekida od 1948. godine, sa samo jednom značajnijom devalvacijom 1994. godine). Vidjeli smo da je "sindrom realne aprecijacije" tipičan obrazac evolucije realnih deviznih tečajeva kod tranzicijskih ekonomija, pa su operacije sterilizacije centralne banke ili uvođenje kapitalnih kontrola odgovor monetarnih vlasti na pojavu snažnog priljeva kapitala. U takvim slučajevima, dakle, postoje i znatni politički i socijalni troškovi promjene tečaja ili promjene tečajnog sistema. Vezivanjem tečaja nacionalne valute za jaku valutu, hrvatska monetarna vlast "posudila" je kredibilnost monetarne vlasti zemlje za čiju valutu je fiksiran tečaj kune. To je imalo pozitivan utjecaj na slamanje "psihološke inflacije" u Hrvatskoj. U literaturi se ovaj problem spominje kao "kredibilnost ili fleksibilnost" (engleski, "credibility versus flexibility"). Ako su politički troškovi promjene deviznog tečaja visoki, tada i stupanj fleksibilnosti novog sistema deviznog tečaja mora biti viši. Druga dilema, postoji u konfliktu ciljeva makroekonomske politike - imati i zadržati nisku inflaciju, ali uz smanjenje međunarodne konkurentnosti nacionalnog izvoza. Ili, imati nešto veću inflaciju, ali ostvariti i zadržati ravnotežu u bilanci plaćanja? Radi se, ukratko, o izboru (engleski, "trade - off") između dezinflacije ili međunarodne konkurentnosti. Odgovor svakako nije jednostavan, a o prirodi korelacije sistema deviznog tečaja i inflacije ili ekonomskog rasta iznijeli smo rezultate najnovijih empiričkih istraživanja.

Također, moglo bi se konstatirati da, ukratko, sistem deviznog tečaja neke nacionalne valute nije cilj sam po sebi, već je to neposredna funkcija i stupnja otvorenosti, liberaliziranosti kapitalnog računa koju je takova zemlja spremna ostvariti. Postojeći stupanj konvertibilnosti po

kapitalnim transakcijama Hrvatske sa inozemstvom, visok je i ima značajke asimetričnosti. Priljev kapitala se, uglavnom, ne ograničava, ali se ograničava odljev kapitala iz Hrvatske. Liberalizacija kapitalnog računa, koja bi se trebala provesti u nekoliko faza, u idućih nekoliko godina, zahtijeva i promjenu postojećeg, relativno rigidnog de facto sistema deviznog tečaja i njegovu zamjenu sistemom fleksibilnijeg određivanja deviznog tečaja. Takav prijelaz ne bi trebao nužno imati inflatorne učinke, ukoliko se primjeni cjeloviti skup makroekonomskih mjera.

8. STRATEGIJA IZLAZA

Prijelaz iz postojećeg sistema vezivanja deviznog tečaja, uz neformalne i relativno uske margine fluktuiranja nominalnog tečaja, u neki drugi sistem, sa većim stupnjem fleksibilnosti nije jednostavan, pod pretpostavkom da se inflacija želi zadržati pod kontrolom, ali će se - u slučaju Hrvatske - teško moći izbjeći na srednji rok.

Potreban je normalan, dobro osmišljeni prijelaz iz jednog sistema u drugi sistem, kako bi se izbjegle ili minimalizirale moguće negativne posljedice. Skup takovih mjera ekonomske politike, definira se kao "strategija izlaza" (engleski, "exit strategy", ili "the transitional exit arrangement"). Kada nastupa trenutak da je takav prijelaz neophodan? Po našem mišljenju, tranzicijske ekonomije, trebale bi usvojiti fleksibilniji sistem deviznog tečaja onda kada nastupi potreba da se obnovi njihova međunarodna konkurentnost. Indikator potrebe za promjenom, bio bi trajniji i značajniji gubitak međunarodne konkurentnosti nacionalnog gospodarstva. Pri tome, trebalo bi izbjeći gubitak kredibiliteta ekonomske politike uslijed napuštanja "vezivanja" tečaja i eventualno obnavljanje inflatornih očekivanja u zemlji. Trenutak prijelaza je izuzetno važan, pa, primjerice, međunarodne novčarske institucije uobičajeno predlažu da se to napravi u onom momentu kada su izraženi snažni pritisci na domaću valutu za aprecijacijom.

Kako izbjeći gubitak kredibiliteta ekonomske politike uslijed napuštanja "vezivanja" tečaja za jaku valutu i eventualno moguće obnavljanje inflatornih očekivanja? Prije svega, jačanjem nezavisnosti centralne banke, utvrđivanjem jasnih ciljeva (restriktivne) monetarne politike i korištenjem drugih alternativnih nominalnih sidara u ostvarivanju stabilnosti domaćih cijena. Iskustva pojedinih tranzicijskih ekonomija sugeriraju neophodnost primjene "strategije višestrukih sidara" (engleski, "multiple anchors", ili "multiple - indicators strategy"), kada se primjenjuje skup makroekonomskih politika (deviznog tečaja, kamatnih stopa, fiskalna politika i politika dohodaka, te strukturalne reforme. Samo takvom kombinacijom različitih makroekonomskih politika, moguć je prijelaz na sistem relativno fleksibilnijeg određivanja deviznog tečaja, bez neželjenih inflatornih posljedica.

Kakva su iskustva drugih zemalja sa primjenom "strategija izlaza"? Empirička analiza MMF-a iz 1997., vrlo je zanimljiva. Analiza je obuhvatila 29 slučajeva "izlaza", odnosno "prijelaza" sa sistema vezanog deviznog tečaja (fiksiranog za jednu jaku valutu ili za "košaru" valuta) na sistem fleksibilnijeg određivanja deviznog tečaja i to u razdoblju 1977. - 1995. Posljedice prijelaza analizirane su na temelju pet ekonomskih varijabli: ekonomskog rasta, inflacije, realnih kamatnih stopa, porasta izvoza i uvoza. Analiza je izvršena komparacijom dva uzorka: grupe zemalja sa kontinuiranim vezivanjem (sistemom fiksnog deviznog tečaja, tzv. "continuing peggers"), a u odnosu na kontrolnu grupu zemalja (engleski, "non - exits"). Ovdje se žele ukratko prikazati rezultati analize. Nominalni i realni devizni tečajevi prije prijelaza bili su najvećim dijelom aprecirani, a nakon toga slijedila je izrazita deprecijacija. Dinamika ekonomskog rasta bila je usporena, prije izlaza, a u godini izlaza ostvarene su i negativne stope ekonomskog rasta i, istovremeno, znatno ispod razine kontrolnog uzorka zemalja. Rast izvoza bio je usporen, čak i u opadanju u odnosu na kontrolnu grupu, u godini prije izlaza. Nakon izlaza, ekonomski rast i izvoz su se oporavili. Izvoz je prvi reagirao na promjene deviznog tečaja, a ekonomski rast tek u drugoj godini nakon izlaza. Ostali indikatori kontrolne grupe zemalja - inflacija i rast novca -

imali su više stope rasta prije i neposredno nakon izlaza u odnosu na uzorak zemalja sa vezanim tečajevima. Ali, iako je točno da inflacija u najvećem broju slučajeva raste nakon izlaza, zemlje koje su primjenjivale vezani, fiksni tečaj i koje su usvojile fleksibilnije sisteme deviznih tečajeva, nastavile su sa ostvarivanjem nižih stopa domaće inflacije u odnosu na one zemlje koje su u duljem razdoblju primjenjivale sisteme fleksibilnijeg određivanja tečajeva. Navedena empirička studija, analizirala je kretanje tri dodatna makroekonomska indikatora - deficita budžeta, deficita tekućeg dijela platne bilance i deviznih rezervi. Veliki broj slučajeva izlaza odvijao se je u vrlo nepovoljnim okolnostima - u uvjetima kada su opservirane ekonomije (u godinama prije izlaza) zabilježile deficite budžeta i tekuće bilance, te pad deviznih rezervi. Navedeni indikatori bili su vrlo slični kod obadvije grupe zemalja.

Većina promatranih zemalja izvršile su prijelaz tek kada su se njihove devizne rezerve počele smanjivati. Sve to ukazuje da opservirane ekonomije nisu izvršile izlaz u povoljnom trenutku za njih, već tek onda kada su na to bile prisiljene. Takovi neorganizirani "izlazi" bili su iznuđeni krizama u bilancama plaćanja, imali su visoke socijalne troškove, i svakako ih je potrebno izbjevati.

UMJESTO ZAKLJUČKA

Za optimalan izbor sistema deviznog tečaja, od najveće je važnosti izbor između "dobre" ili "loše" makroekonomske politike, te izbor ciljeva koje odgovorni za ekonomsku politiku žele postići.

Zajednička karakteristika većine primjenjivanih sistema deviznih tečajeva, bila bi u tome da oni tendiraju ka sve većoj fleksibilnosti, s time da takve zemlje koriste alternativna nominalna sidra u ostvarivanju stabilnosti domaćih cijena. Evolucija sistema deviznih tečajeva, kod većine članica Međunarodnog monetarnog fonda, išla je u pravcu "upravljanog fluktuiranja", a ne u tolikoj mjeri u pravcu "nezavisnog fluktuiranja". Pri tome, naglašavamo izuzetnu važnost de facto sistema deviznih tečajeva.

Potreban je dobro osmišljeni prijelaz iz jednog (rigidnijeg) sistema u drugi (fleksibilniji) sistem, kako bi se izbjegle ili minimalizirale moguće negativne posljedice (gubitak kontrole nad domaćom inflacijom). Skup takovih mjera makroekonomske politike, definira se, u modernoj literaturi iz oblasti ekonomike deviznih tečajeva, kao "strategija izlaza".

KORIŠTENI IZVORI:

1. Knjige i studije:

Adolfson Malin, (1996): *Exchange Rate Pass - Through to Swedish Import Prices*, Working Paper No.123, The Economic Research Institute - Stockholm School of Economics, Stockholm, September 1996, WWW site: <http://www.hhs.se/>

Agenor Pierre and Hoffmaister W. Alexander, (1996): *Capital Inflows and the Real Exchange Rate - Analytical Framework and Econometric Evidence*, IMF Working Papers WP/96/137, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Atish R. Ghosh, Gulde Ann - Marie, Ostry D. Johnatan and Wolf Holger, (1996): *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and growth*, IMF Economic Issues, No. 2, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Bank for International Settlements, (1996): *Changing Financial Systems in Small Open Economies*, BIS Policy Papers, No. 1, Monetary and Exchange Department, Bank for International Settlements, Basle, December 1996

Bartolini Leonardo, (1993): *Devaluation and Competitiveness in a Small Open Economy - Ireland 1987 - 1993*, IMF Working Papers WP/93/82, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Begg K. H. David, (1996): *Monetary Policy in Central and Eastern Europe - Lessons After Half a Decade of Transition*, IMF Working Papers WP/96/108, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Berkowitz Jeremy and Giorgianni Lorenzo, (1997): *Long - Horizon Exchange Rate Predictability?*, IMF Working Papers WP/97/6, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Blejer Mario, Frenkel Jacob, Leiderman Leonardo and Razin Assaf, (1997): Optimum Currency Areas - New Analytical and Policy Developments, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Calvo A. Guillermo and Vegh A. Carlos, (1992): Inflation Stabilization and Nominal Anchors, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/92/4, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Caramazza Francesco and Aziz Jahangir, (1998): Fixed or Flexible - Getting the Exchange Rate Right in the 1990s, IMF Economic Issues No. 13, International Monetary Fund, Washington, D.C., May 1998

Chadha Bankim and Prasad Eswar, (1996): Real Exchange Rate Fluctuations and the Business Cycle - Evidence from Japan, IMF Working Papers WP/96/132, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Clostermann Joerg, (1996): The Impact of the Exchange Rate on Germany's Balance of Trade, Discussion Paper No. 7/96, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, August 1996

Coorey Sharmini, Mecagni Mauro i Offerdal Erik, (1997): Designing Disinflation programs in Transition Economies - The Implications of Relative Price Adjustment, IMF Working Papers WP/97/1, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Detragiache Enrica and Hamann Alfonso, (1997): Exchange rate - Based Stabilization in Western Europe: Greece, Ireland, Italy and Portugal, IMF Working Papers WP/97/75, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Dooley P. Michael, Mathieson J. Donald and Rojas - Suarez Liliana, (1996): Capital Mobility and Exchange Market Intervention in Developing Countries, IMF Working Papers WP/96/131, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Dooley P. Michael, (1996): A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions, IMF Staff Papers, Vol. 43, No. 4, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Edwards Sebastian, (1988): Exchange Rate Misalignment in Developing Countries, The World Bank Occasional Paper Number 2/ New Series, The John Hopkins University Press, Baltimore

Ghosh Atish, Gulde Anne - Marie, Ostry Jonathan and Wolf Holger, (1995): Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? , IMF Working Papers WP/95/121, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Ghosh Atish, Gulde Anne - Marie, Ostry Jonathan and Wolf Holger, (1996): Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? , Economic Issues Paper No. 2, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Green H. John, (1996): Inflation Targeting - Theory and Policy Implications, IMF Staff Papers, Vol. 43, No. 4, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Halpern Laszlo and Wyplosz, (1996): Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies, IMF Working Papers WP/96/125, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Hanson A. James, (1992): Opening the Capital Account - A Survey of Issues and Results, The World Bank Working Papers, WPS 901/92, The World Bank, Washington, D.C.

Hausmann Ricardo and Reisen Helmut, (1996): Securing Stability and Growth in Latin America - Policy Issues and Prospects for Shock - Prone Economies, OECD, Paris

Helpman Elhanan, Leiderman Leonardo and Bufman Gil, (1994): New Exchange Rate Bands, IMF Institute, Washington, D.C.

Hoffmeister W. Alexander and Vegh A. carlos, (1996): Disinflation and the Recession - Now - Versus - recession - Later Hypothesis: Evidence form Uruguay, IMF Staff Papers, Vol. 43, No. 2, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Houben Aerdt, (1997): Exchange rate Policy and Monetary Strategy Options in the Philippines - The Search for Stability and Sustainability, IMF Papers on Policy Analysis and Assesment, PPAA/97/4, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Iqbal Zubair and Erbas S. Nuri, (1997): External Stability Under Alternative Nominal Exchange Anchors: An Application to the GCC Countries, IMF Working Papers WP/97/8 , International Monetary Fund, Washington, D.C.

Kamin B. Steven, (1997): A Multi - Country Comparison of the Linkages Between Inflation and Exchange rate Competitiveness, BIS Working Paper No. 45, Bank for International Settlements, Basle, August 1997

Kamin B. Steven and Klau Martin, (1997): Some Multi - Country Evidence on the Effects of Real Exchange Rates on Output, BIS Working Paper No. 48, Bank for International Settlements, Basle, September 1997

Koch B. Elmar, (1997): Exchange Rates and Monetary Policy in Central Europe - A Survey of Some Issues, ONB Working Paper No. 24, Austrian National Bank, Vienna, September 19, 1997

Kollman Robert, (1997): The Exchange Rate in a Dynamic - Optimizing Current Account Model with Nominal Rigidities: A Quantitative Investigation, IMF Working Papers WP/97/7, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Laski Kazimierz, (1997): Macroeconomic Problems of Trade Liberalization and EU Eastern Enlargement, WIIW Research Report No. 421, WIIW, Vienna

MacDoland Ronald and Taylor P. Mark, (1993): The Monetary Approach to the Exchange Rate, IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Mecagni Mario, (1994): Iskustvo s nominalnim sidrima u aranžmanima Međunarodnog monetarnog fonda, prijevod objavljen u "Privredna kretanja i ekonomska politika", Narodna banka Hrvatske i Ekonomski institut, Zagreb, broj 32., lipanj - srpanj 1994.

Milesi - Ferretti Gian Maria and Razin Assaf, (1996): Current Account Sustainability - Selected East Asian and Latin American Experiences, IMF Working Papers WP/96/110, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Murgasova Zuzana, (1996): Exchange Rate Pass - Through in Spain, IMF Working Papers WP/96/114, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Obstfeld Maurice, (1995): International Currency Experience - New Lessons and Lessons Relearned, Brookings Papers on Economic Activity, Brookings Institution, Washington, D.C., 1:1995

Radošević Dubravko, (1997): Konvertibilnost valuta, "MASMEDIA" dd, Zagreb

Reinhart Carmen, (1995): Devaluation, Relative Prices and International Trade, IMF Staff Papers, Vol. 42, No. 2, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Sachs Jeffrey , Tornell Aaron and Velasco Andres, (1996): Financial Crisis in Emerging Markets - The Lessons from 1995, NBER Working Papers, No. 5576, National Bureau of Economic Research, Cambridge

Seltzer Richard, Ray Eric and Ray Deborah, (1997): AltaVista Search Revolution - How to Find Anything on the Internet, Osborne McGraw - Hill , Berkeley

Siklos L. Pierre, (1996): Capital Flows in a Transitional Economy and Sterilization Dilemma - The Hungarian Case, IMF Working Papers WP/96/86, International Monetary Fund, Washington, D.C.

2. Članci i zbornici:

BIS Review, (1997): Mr. Thiessen looks at the flexible exchange rates in a world of low inflation, BIS, Basle, No. 58, 3rd June 1997

Bole Velimir, (1994): Sektorski učinki realne apreciacije tečaja in "menjalnost" proizvodnje, Gospodarska gibanja, Ekonomski institut Pravne fakultete, Ljubljana

Bole Velimir, (1997a): Stabilization in Slovenia: From High Inflation to Excessive Inflow of Foreign Capital, published in "Macroeconomic Stabilization in Transition Economies", Cambridge University Press, New York

Bole Velimir, (1997b): Financial Flows in a Small Open Economy - The Case of Slovenia, Paper Prepared for the Conference "Financial Flows to Transitional Economies", Louxembourg, May 1997, unpublished

Bole Velimir, (1997c): Sustainability of the Current Account and Falling Competitiveness - Slovenian Episode, Paper Prepared for the Third Conference on Transition Economies, Dubrovnik, 25 - 29, June, 1997, unpublished

Dornbusch Rudiger, (1987) : Exchange Rates and Prices, The American Economic Review, Volume 77, Number 1, Princeton, March 1987

Exchange Rates - Fix or Float, Sink or Swim ?, "The Economist", London, June 21st, 1997

Getting Out of a Fix, "The Economist", London, September 20st, 1997

Gligorov Vladimir and Sundstroem Niclas, (1997): You Cannot Fool the Fundamentals, The Vienna Institute Monthly Report, WIIW, Vienna, No. 10, October 1997

International Monetary Fund, (1997): Capital Account Convertibility and the Role of the Fund - Review of Experience and Consideration of Possible Amendment of the Articles, internal document, International Monetary Fund, Washington, D.C., February 5, 1997

Menon Jayant, (1995): Exchange Rate Pass - Through, "Journal of Economic Surveys", No. 9, September 1995,

Kratkoročne in dolgoročne dileme tečajne politike, Okrogla miza Bančnega Vestnika, Bančni Vestnik, Ljubljana, številka 5., Letnik 47., Maj 1998., str. 2.-18.

Radošević Dubravko, (1996): Ekonomski rast i izvoz, "Privredna kretanja i ekonomska politika", Ministarstvo financija i Ekonomski institut Zagreb, Zagreb, broj 53., listopad 1996. godine

Radošević Dubravko, (1997): Pregled sistema deviznih tečajeva članica Međunarodnog monetarnog fonda, "Slobodno poduzetništvo", TEB, Zagreb, broj 15 - 16, Kolovoz 1997.

Recent Developments Highlight Exchange Rate Regime Issues in Developing Countries - Economic Forum, IMF Survey, International Monetary Fund, Washington, DC, Volume 26, No. 21, November 17, 1997

Ribnikar Ivan, (1997): Sistem ali režim deviznega tečaja, Bančni Vestnik, Ljubljana, št. 1 - 2, Januar - Februar 1997.

Something Horrible Out There - Will Eastern Europe be the next region to suffer exchange - rate turmoil ?, The Economist, London, October 18th, 1997

Williamson John, (1993): Exchange Rate Management, *The Economic Journal*, London, No.103, January 1993

Williamson John, (1993): Advice on the Choice of an Exchange rate Policy, IMF Institute, Washington, D.C.

World Economic Outlook, (1997): EMU and the World Economy, World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, Washington, DC, October 1997 (posebno, "Chapter IV.: Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries")

3. Ostali izvori:

Bank for International Settlements, (1997): Economic Indicators for Eastern Europe, Basel, Various Issues

Deutsche Bundesbank, (1997): Exchange Rate and Foreign Trade, Monthly Report, January 1997, Frankfurt/Main

Economic Commission for Europe, (1998): Economic Survey of Europe, UN ECE, No. 1, New York and Geneva

EBRD Transition Report 1997 - Enterprise Performance and Growth, European Bank for Reconstruction and Development, London

EBRD Transition Report 1997 - Update, European Bank for Reconstruction and Development, London, April 1998

Exit Strategies - Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility, IMF Occasional paper No. 168, International Monetary Fund, Washington, DC, 1998

Podkaminer Leon et al., (1998): Transition Countries - 1997 External Deficits Lower Than Feared, Stability Again Priority, WIIW Research Reports, The Vienna Institute for Comparative Economic Studies, Vienna, No. 243, February 1998

Rosenberg R. Michael, (1997): The PPE Exchange Rate Model, "Global Fixed Income Research Review", Merrill Lynch, New York, 3 October 1997