

UDK: 339.74: (4-11)“1990-2010“
Bibliid 0543-3657, 61 (2010)
God. LXI, br. 1140, str. 65–79
Izvorni naučni rad
Primljen: 12. avgust 2010.

Goran NIKOLIĆ¹

Devizni režimi i tendencije kurseva valuta istočnoevropskih zemalja tokom dve decenije nakon pada Berlinskog zida (1990–2010)

SAŽETAK

Među najvažnijim inicijalnim koracima tranzicije ka tržišnoj privredi bilo je fokusiranje na stabilizaciju monetarnih uslova i, samim tim, deviznih kurseva. Slabljenje domicilnih valuta nastavilo se i posle inicijalnog tranzicionog šoka, mada sa umerenijim intenzitetom, da bi se taj trend uglavnom završio sredinom 90-ih. Od druge polovine 90-ih do pred kraj 2008. godine, sledi period kada većina posmatranih moneta beleži nominalne (i realne) apresijacije. Globalna ekonomska kriza dovodi do slabljenja skoro svih istočnoevropskih valuta, ali relativno brzo, početkom 2009. godine, nastupa stabilizacija i blago jačanje ovih moneta. Većina istočnoevropskih zemalja vremenom prelazi na fleksibilnije režime kursa i na kraju uglavnom prihvataju (upravljano) fluktuirajuće devizne režime, a zemlje Centralne Evrope i eksplicitno ili implicitno targetiranje inflacionog okvira. Za valute zemalja sa izbalansiranom neto trgovinskom pozicijom se očekuje da nastave da apresiraju tokom perioda 2010-2014. godine, međutim, znatan broj valuta će zahtevati realne depresijacije radi održivosti servisiranja neto spoljnog duga.

Cljučne reči: valute istočnoevropskih zemalja, devizni režimi, ekonomska kriza, evro, period 1990-2010.

¹ Dr Goran Nikolić, naučni saradnik, Institut za evropske studije, Beograd, e-mail: goranvnikolic@gmail.com.

Već sredinom 80-ih godina prošlog veka neke od istočnoevropskih zemalja (IEZ), pre svega Mađarska i Jugoslavija, pokušavaju da sprovedu tržišno orijentisane reforme. S padom Berlinskog zida oktobra 1989. godine (i slomom Čaušeskuove diktature) stvaraju se neophodni politički uslovi da većina ovih država krene sa radikalnim ekonomskim promenama. Perestrojka i raspad Saveza Sovjetskih Socijalističkih Republika (SSSR) omogućili su i naslednicama najveće države sveta da krenu u dramatičan privredni zaokret. Najvažniji inicijalni koraci ovih reformi bili su orijentisani na monetarnu sferu i, samim tim, devizne kurseve, odnosno režime. Skoro po pravilu, posle preživljavanja (hiper)inflacija sledile su monetarne i kursne stabilizacije. U državama, koje se danas ne mogu nazvati uspešnim zemljama u tranziciji, taj proces duže je trajao i ostvareni rezultati su dosta skromniji. Postoje jasne prednosti visokog kredibiliteta politike deviznog kursa na obaranje inflacije, na šta ukazuju i brojne studije za IEZ koje su aktivno koristile politike fiksiranja deviznog kursa u svojim programima stabilizacije tokom 1990-ih.²

Neodrživi fiskalni deficiti bili su glavni razlog za inflaciju koja je bila konzistentna u Istočnoj Evropi od 1989. godine. Vrlo je brzo, već krajem 80-ih, postalo jasno da je stabilna i konvertibilna valuta obavezan preduslov za funkcionisanje mehanizma cena i za efikasnu alokaciju resursa. Ako je rast cena visok³ teško je uvesti ili održati konvertibilnost valute, kao uslov za priliv ino-kapitala i eksploataciju komparativnih prednosti. Veliki izazov bio je prestati sa politikom „mekih budžetskih ograničenja“, ekspanzivnom politikom dohodaka i labavom monetarnom politikom (npr. u slučaju Rumunije, efekti kasnog fiskalnog prilagođavanja su samo privremeno ublaženi precenjenošću leja i ubrzanim ino zaduživanjem).⁴

Monetarna politika retko postiže stabilizaciju, ako fiskalna politika nije već koordinirana i zdrava. Inicijalna stabilizacija nije uvek prethodila nastavku rasta, ali postoji malo dokaza da bi postepenije tranzicione reforme učinile dezinflaciju lakšom. Nakon toga, IEZ su uglavnom iskusile velikog priliv kapitala i velike investicije, dok su otpis loših kredita i pružanje adekvatnih resursa za superviziju reformi učinile monetarnu transmisiju uverljivijom. Najbolji način da se spreči hiperinflacija, kada su liberalizovane domaće cene, je da se pokrene tranzicija od planske privrede ka tržišnoj, uz valutnu reformu. U sledećoj fazi, umerene inflacije i fleksibilni devizni kursevi su pogodni da olakšaju

² Videti: Georgy Ganey, Marek Jarociński, Rossitza Lubenova and Przemysław Woźniak, *Credibility of the Exchange Rate Policy in Transition Countries*, Center for Social and Economic Research (Case Report), Warsaw, No. 38, 2001, p. 38.

³ Poljska je imala inflaciju od 650% 1989. godine, Litvanija 410% (1993), a Bugarska je 1991. godine imala rast cena od 335%; Ibidem, p. 38.

⁴ Horst Siebert, "The Transformation of Eastern Europe", *Discussion Paper 163*, Institute for the World Economy, January 1991, Kiel, pp. 6-7.

relativne korekcije cena. Tek nakon što se najveći deo prilagođavanja postigne može se preći na fleksibilniji režim deviznog kursa.⁵

Kretanje deviznih kurseva valuta istočnoevropskih zemalja 1990-2010.

Krajem 80-ih i početkom 90-ih zemlje bivšeg istočnog bloka, kao i naslednice Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije (SFRJ), suočile su se sa dramatičnom ekonomskom depresijom koju je, po pravilu, pratilo i snažno obezvređivanje nacionalnih moneta. Trend slabljenja domicilnih valuta nastavio se i posle inicijalnog tranzicionog šoka, mada sa umerenijim intenzitetom. Praktično konstantno slabljenje valuta IEZ prema najjačim svetskim valutama uglavnom se završava sredinom 90-ih, kada nastupa stabilizacija nominalnih kurseva. Potom sledi period u prvoj deceniji 21. veka (do pred kraj 2008. godine) kada većina moneta IEZ beleži nominalne (i realne) apresijacije. Globalna ekonomska kriza dovodi do slabljenja skoro svih valuta IEZ, ali relativno brzo, u februaru i martu 2009. godine, nastupa stabilizacija i blago jačanje ovih moneta. Blag talas (kratkoročnih) depresijacija dešava se ponovo u proleće 2010. godine, ali opet dolazi do relativno brze stabilizacije. Nakon inicijalne faze tranzicije, kontinuirana realna aprecijacija deviznog kursa je postala praktično jedinstven fenomen kod većine tranzicionih ekonomija.⁶

Nakon ranih 90-ih godina prošlog veka, monete Poljske, Mađarske, Slovačke imale su blage depresijacije prema vodećim svetskim valutama, slovenački tolar imao je značajnu depresijaciju, dok su monete Bugarske (do 1997. godine) i Rumunije (2003) imale još izraženiji pad vrednosti. Makedonski denar je 1997. godine izgubio oko šestinu vrednosti prema kompozitnoj evropskoj valuti. Posle devalvacije čehoslovačke krune 1990. godine (sa 24 na 28 za dolar) kurs se stabilizovao sve do majske valutne krize u Češkoj (1997), kada je došlo do znatne depresijacije. Hrvatska kuna praktično je od uvođenja, 1994. godine, imala stabilan odnos prema kompozitnoj evropskoj moneti. Sve baltičke zemlje su relativno rano uvele fiksne kurseve ili valutne odbore, čime su stabilizovale svoje monete. Ruska rublja izgubila je veći deo svoje vrednosti do kraja 1998. godine, a sličan slučaj bio je i sa ukrajinskom monetom, gde je 1996. godine realizovana monetarna reforma.⁷ Monete

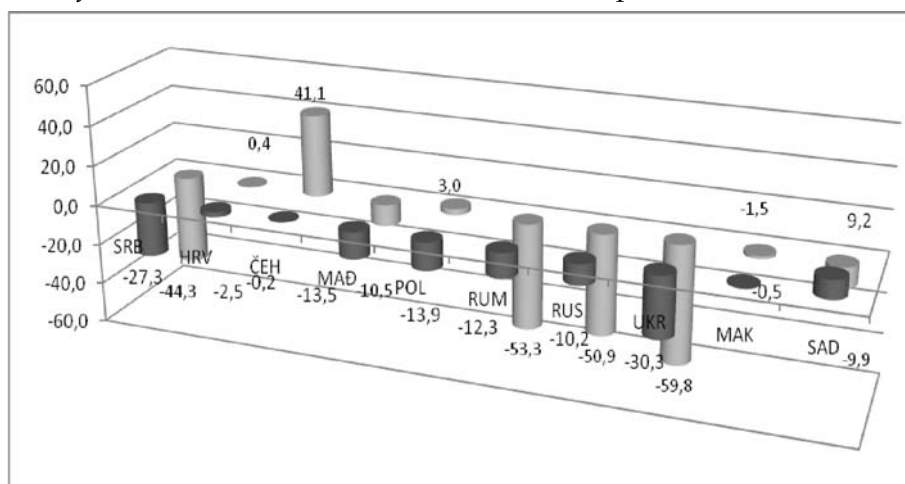
⁵ Videti: Axel Jochem, "Monetary stabilization in countries in transition", *International Advances in Economic Research*, Vol. 5, No. 1, 1999, pp. 37-47.

⁶ Videti: Josip Tica, "Exchange Rate Economics in Transition Economies", *Zagreb International Review of Economics and Business*, Vol. 9, Issue 2, 2006, pp. 155-170.

⁷ Septembra 1996. godine grivna zamenjuje karbovanjec (1:100) i sledećih nekoliko godina ukrajinska moneta je bila relativno stabilna, ali to nije, zbog kompetitivnosti ukrajinske privrede, bilo dugo održivo imajući u vidu ogromne inflacione diferencijale dve zemlje. Inicijalni devizni kurs bio je 1,76 grivni za američki dolar, ali je, usled azijske i finansijske krize u Rusiji 1998. godine, valuta

Jeremije i Gruzije, takođe, su imale epizode strahovite depresijacije praćene hiperinflacijama, da bi potom dram (Jeremija) i lari (Gruzija), bili stabilizovani. Srbija (tj. Savezna Republika Jugoslavija (SRJ)) je do 24. 1. 1994. godine imala jednu od najvećih hiperinflacija u svetskoj istoriji, i sa tim povezano dramatično obezvređivanje dinara, da bi u narednih nepunih sedam godina devalvacije dinara bile, iako i dalje izuzetno visoke (zbirno dinar je izgubio 96% svoje vrednosti), ipak neuporedivo manje u poređenju sa iskustvom s početka 90-ih, pa i većeg dela 80-ih.

Grafikon 1. Promene kurseva izabranih valuta prema evru 1998-2010



Napomene: Tamnija kolona obuhvata period krize (30.9.2008-20.9.2010), a druga kolona razdoblje 31.12.1998-20.9.2010. Kurs srpske i rumunske valute od 31.12.2000.

Izvor: <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph>

Od kraja 90-ih valute naprednijih IEZ beleže značajne apresijacije prema evru (i u još većoj meri prema dolaru), što je vidljivo na grafikonu 1. Posebno je upečatljiv slučaj Slovačke, koja je 2009. godine postala članica evrozone, čija je valuta tokom 90-ih blago depresirala da bi s početkom 21. veka snažno (nominalno i realno) apresirala (45,2%). Slovenija je dosta specifičan slučaj budući da je tolar, praktično,

drastično devalvirala, te je novi kurs uspostavljen na nivou od čak 5,6 grivni za dolar u februaru 2000. godine. Posle toga, devizni kurs je ostao relativno stabilan, oko 5,4 grivne za dolar, te je potom 21. aprila 2005. godine bio fiksiran na nivou od 5,05 grivni za dolar, sve do maja 2008. godine. Sredinom oktobra 2008. godine, posle blagog jačanja ukrajinske valute (4,85 za dolar), počinje snažna depresijacija grivne. Već je 19. decembra 2008. godine bilo potrebno čak 7,88 grivni za dolar. Depresijacija grivne, od oktobra 2008. do kraja februara 2009. godine za skoro 30% svoje vrednosti prema evru, znatno je usporena i do početka avgusta 2009. godine ukrajinska moneta je još nešto oslabila, a potom se stabilizovala prema evru. Tokom 2010. godine grivna je dodatno ojačala prema valuti evrozone (evro se plaća 10,06 grivni (10.9.2010.)).

konstantno blago slabio od početka 90-ih prema ekiju i evru. Od uvođenja evra do zamene tolara monetom evrozona 1.1.2007. depresijacija slovenačke valute iznosila je 21,3% (dok je depresijacija tolara u 7 godina koje su prethodile 1999-oj iznosila čak 59,8%). Zemlje sa fiksnim režimima kursa ili valutnim odborima: Estonija, Letonija, Litvanija, Bugarska, Bosna i Hercegovina (BiH), logično imaju fiskirane (nepromenjene) kurseve. Države kao Albanija, Makedonija, Gruzija beleže minimalne promene vrednosti svojih valuta, dok su Srbija i Rumunija zemlje koje imaju značajne depresijacije domicilnih moneta u prvih (skoro) osam godina 21. veka. Ruska rublja i ukrajinska moneta takođe su stabilizovane, ali njihova faktička vezanost za dolar, koji je praktično veći deo toga perioda (od početka 2002. godine izrazito) gubio vrednost prema evru, na neki način, pogrešno ukazuje na depresijacije ovih moneta od kraja 2000. godine.⁸

Nakon više od dekade realnih, često i nominalnih depresijacija, većina moneta IEZ su bile suočene sa slabljenjem prema evru (i još više dolaru) od početka poslednjeg kvartala 2008. godine.⁹ Valute IEZ su dostigle minimum prema evru uglavnom tokom februara 2009. godine, da bi potom nastupila stabilizacija ili jačanje vrednosti datih valuta prema moneti evrozona.

IEZ su beležile značajan ekonomski rast (uglavnom od druge polovine 90-ih), koji je bio praćen znatnim rastom spoljnog duga (mahom od strane matica filijala banaka koje su ušle u ovaj region), i realnom aprecijacijom njihovih valuta. U poslednjem tromesečju 2008. godine i u prva dva meseca 2009. godine, karakterističan je nagli odliv kratkoročnog kapitala uz snažnu deprecijaciju valuta i ulazak nekoliko zemalja u aranžman sa Međunarodnim monetarnim fondom (MMF). Sledeću fazu predstavlja stabilizacija ili blaga aprecijacija kurseva. U 2010. godini, u prolećnim mesecima, većina valuta IEZ imale su blago slabljenje, ali je ono relativno brzo zaustavljeno.

Depresijacija dinara od oktobra 2008. godine do kraja februara 2009. godine za 18,3% svoje vrednosti prema evru, zaustavljena je i do početka novembra 2009. godine dinar se stabilizovao i blago ojačao. Potom je opet počela depresijacija dinara (oko 11%) koja je zaustavljena u avgustu 2010. godine. Dinar je od početka krize, zaključno sa septembrom 2010. godine, nominalno oslabio 27,4%, dok je realna depresijacija prema evru iznosila oko 15% (realni kurs je septembra 2010. godine bio na nivou iz 2006. godine). Sumarno posmatrano, od početka ekonomske krize, dinar je valuta koja je, posle ukrajinske grivne, najviše oslabila prema evru (kada

⁸ Dolar se plaćao 28,16 rubalja na kraju 2000. godine; do kraja septembra 2008. godine rublja je apresirala za 11,5%: na 25,25 rubalja za dolar; u istom periodu ukrajinska grivna jača prema dolaru za 8,9%.

⁹ Naravno, izuzetak su zemlje sa fiksnim režimima kursa ili valutnim odborima koje su imale znatno smanjivanje deviznih rezervi zbog intenziviranja intervencija na deviznom tržištu.

se posmatra depresijacija od kraja 2000. godine slabije od Srbije stoji Rumunija). Dinar je posle 2000. godine imao i najveću realnu apresijaciju od svih posmatranih valuta i jedino je ruska rublja imala uporedivo visoku realnu apresijaciju.¹⁰

Devizni režimi u istočnoevropskim zemljama 1990-2010.

IEZ su imale vrlo različite devizne režime, od potpuno fleksibilnih do valutnih odbora. Neke zemlje su održavale isti režim od početka 90-ih, dok su druge imale (postepene) promene deviznih režima. Od početka 90-ih, uprkos pojavi novih valuta, različitih režima deviznog kursa, kao i različitog stepena konvertibilnosti valuta, opšti obrazac je bio prihvatanje konvertibilnosti za tekuće transakcije platnog bilansa, uz povećanje stepena konvertibilnosti računa kapitala.¹¹

Razlog za skoro uniformno prihvatanje deviznog kursa kao nominalnog sidra je (hiper) inflacija u mnogim zemljama u prethodnom periodu. Većina IEZ kasnije prelazi na fleksibilnije režime kursa i na kraju, uglavnom, prihvataju (upravljano) fluktuirajuće devizne režime, a zemlje Centralne Evrope (uključujući i Srbiju) i eksplicitno ili implicitno targetiranje inflacionog okvira. Dakle, smer monetarne i politike kursa ka fleksibilnosti i većoj autonomiji od 1990. godine je očigledan. U prvoj deceniji 21. veka većina naprednijih IEZ preuzima novu monetarnu strategiju ciljanja inflacije.¹²

U studiji Pelzman (1999) pokazuje se da je u ranoj fazi tranzicije izbor režima deviznog kursa bio deo šireg paketa ekonomskih reformi (važan aspekt bila je fiskalna politika kao i potreba da se reforme učine ireverzibilnim). Nastavak korišćenja zajedničke valute zemalja bivšeg SSSR-a dovodio je do kontinuiranih ekonomskih distorzija između bivših sovjetskih republika koje se završavaju sredinom 1993. godine, kada su Rusija, a i preostali članovi Zajednice Nezavisnih Država (ZND), osnovale sopstvene valute. Za razliku od ruskog iskustva, Poljska uspostavljena

¹⁰ Posle realne depresijacije prema evru od 3,7% 2004. godine, u sledeće tri godine srpska moneta realno apresira 6,2%, 12,5%, 4,5%, da bi u 2008, 2009. i 2010. godini realno depresirala za 6%, 2% i oko 2% - procena (izračunato na osnovu CPI NBS i ECB).

¹¹ Videti: Robert Pomfret, "Trade and Exchange Rate Policies in Formerly Centrally Planned Economies", *The World Economy*, Vol. 26, Issue 4, 2003, pp. 585-612.

¹² Videti: Kosta Josifidis, Jean-Pierre Allegret and Emilija Beker-Pucar, "Monetary and Exchange Rate Regimes Changes: The Cases of Poland, Czech Republic, Slovakia and Republic of Serbia", *Panoeconomicus*, 2009, 2, pp. 199-226; Rezultati studije Coudert, Couharde, Mignon (2010) potvrđuju da se fleksibilnost deviznih kurseva povećala više nego srazmerno sa globalnim finansijskim stresom za većinu zemalja u uzorku od 21 ZUR u periodu od januara 1994. do septembra 2009. godine.

potpuno drugačije reformske paradigme. Od početka 1990. godine, Poljska, uz pomoć zapadnih vlada koje su uspostavile zlot stabilizacioni fond vredan milijardu dolara, reprogramirali ili otpisali ranije ino-dugove, uvodi potpunu konvertibilnost valute. Zlot je oštro devalviran na nivo kursa na crnom tržištu, a zatim vezan za dolar. Fiksiran kurs je uspešno održan, bez posezanja za sredstvima stabilizacionog fonda, do devalvacije u aprilu 1991. godine. Poljska zatim, oktobra 1991. godine, usvaja puzeći "peg" (paritet) i "band" (koridor) od jula 1995. godine.

U januaru 1991. godine, Čehoslovačka devalvira krunu, uspostavlja ograničenu konvertibilnost i fiksira devizni kurs. Mađarska, nasuprot tome, uvodi konvertibilnost tekućeg računa 1990. godine, a nakon toga fiksira devizni kurs, sa periodičnim devalvacijama.

Međutim, u bivšim sovjetskim republikama, sa izuzetkom Estonije, usvaja se plutajući režim deviznog kursa (mada su 1994. godine Letonija i Litvanija usvojile fiskirane kurseve).

Postoji prilično velika teorijska i empirijska literatura koja čini uverljiv argument za fiksni sistem deviznog kursa u situacijama kao što su one zajedničke zemljama u tranziciji. Prvo, uspostavljanjem jasnih ciljeva za kurs ograničava se stepen slobode vlada, kao i održive politike rasta cena i plata. Stabilnost obezbeđena fiksnim režimom omogućava preduzećima da oporave svoje poslovanje. Zemlje koje su usvojile fiksne režime u svojim ranim fazama stabilizacije ne samo da su bolje prošle od onih koje su usvojile plutajuće režime, nego su imale i niže ekonomske troškove kod obaranja inflacije. U Češkoj, Estoniji i Poljskoj, posle makroekonomske stabilizacije, vlade su se fokusirale na mehanizme za proširenje reformskih napora. Nasuprot tome, u Rusiji i Ukrajini, koje su usvojile plutajuće režime, makroekonomske reforme nisu uspele da postignu stabilnost, a centralne banke nisu bile u mogućnosti da obnove kreditnu aktivnosti (ekonomije su ostale nedovoljno monetizovane, realne kamatne stope su bile previsoke, a kursevi precenjeni). Ruska kriza (kao i ukrajinska) predstavlja tipičan loš tranzicioni primer, sa zaostalim privrednim strukturama i lošim fiskalnim i institucionalnim okvirima.

Prvog januara 1991. godine Čehoslovačka je fiksirala svoju valutu prema korpi dve valute (65% DEM, 35% USD), sa intervencionim "bandom" (koridorom) +/-0.5%. Februara 1996. godine Češka je proširila "koridor" na +/-7.5%. Februara 1996. godine, Češka je promenila režim kursa sa konvencionalno fiksnog ka intermedijalnim sa koridorom +/-7%. U isto vreme, napušteno je samo ciljanje kursa i prihvaćena je kombinacija ciljanja kursa i monetarnih agregata (M2). Međutim, u maju 1997. godine, usled spekulativnog napada, kruna značajno depresira, te su vlasti bile prinuđene da napuste dotadašnji režim i pređu na upravljano fleksibilni režim. Nova monetarna strategija ciljanja inflacije, koja je kompatibilna sa fleksibilnijim režimom deviznog kursa, ozvaničena je u decembru 1997. godine.

Slovačka, je, takođe, uvela sopstvenu valutu 1.1.1993. godine i ona je od 1994. do 1998. godine bila vezana prema korpi (basket) od dve valute

(60% nemačka marka; 40% USD). Prvo je intervencioni koridor centralne banke (CB) bio +/-1.5%, da bi januara 1996. godine bio proširen na +/-3%, jula 1996. godine na +/-5%, te januara 1997. godine na +/-7%. Oktobra 1998. godine uveden je upravljano fleksibilan kurs. Novembra 2005. godine Slovačka je ušla u ERM II,¹³ da bi od jula 2008. godine ireverzibilno vezala svoju valutu za evro, a od januara 2009. godine konačno zamenila krunu evrom.

Poljska je 1. januara 1990. godine fiksirala svoju valutu za dolar, da bi maja sledeće godine prešla na korpu pet valuta (45% USD, 55% nemačka marka, funta, francuski franak, "švajcarac"). Već oktobra 1991. godine uspostavljen je puzajući paritet ka toj istoj korpi valuta (sa laganim depresiranjem). Intervencione margine CB bile su +/-0.5%, da bi one marta 1995. godine bile proširene na +/-2.0%, maja 1995. godine na +/-7%, februara 1998. godine na +/-10%, a već oktobra 1998. godine na +/-12.5%. Od prvog januara 1999. godine "basket" je promenjen (55% EUR, 45% USD), a marta 1999. godine "band" je proširen na +/-15%. Aprila 2000. godine uvedeno je slobodno fluktuiranje (ali je CB zadržala pravo da interveniše). Inače, Poljska, kao i Češka i Mađarska, i krajem 2010. godine još uvek ne učestvuje u ERM II.

Mađarska je od decembra 1991. godine vezala forintu za valutnu korpu (50% ECU, 50% USD), sa intervencionim koridorom CB od +/-0.3%.¹⁴ U martu 1995. godine Mađarska uvodi "crawling peg" (puzajući paritet) prema korpi valuta, koja je u januaru 1996. godine opet bila promenjena (70% DEM, 30% USD), kao i 1.1. 1999. godine (70% EUR, 30% USD) i 1.1.2000. godine (100% EUR). Maja 2001. godine dozvoljava se odstupanje od centranog pariteta za +/-15%, da bi oktobra 2001. godine bio uveden sistem prilagodljivih pariteta (*pegged exchange rate within horizontal bands*) od +/-15%.

Rumunija avgusta 1992. godine uvodi upravljano fluktuirajući kurs. Zahvaljujući obilnim intervencijama CB, posebno 2001. godine, MMF klasifikuje devizni režim kao (*de facto*) "crawling peg - crawling band" prema dolaru USD (2001. mart 2003), odnosno evru (mart 2003. - novembar 2004). Posle toga, upravljano fluktuirajući kurs je u primeni. Bugarska februara 1991. godine uvodi upravljano fluktuirajući kurs, a jula 1997. godine valutni odbor prema nemačkoj marki (kasnije evru).

Slovenija oktobra 1991. godine uvodi upravljano fluktuirajući kurs, da bi juna 2004. godine ušla u ERM II, a 2007. godine usvojila evro. Estonija je juna 1992. godine uvela valutni odbor sa nemačkom markom (kasnije evrom), da bi juna 2004. godine ušla u ERM II i od 1.1.2011. godine uvodi

¹³ *European Exchange Rate Mechanism II* uveden je 1999 godine. i zamenio je ERM. Najvažnije je da se njime dozvoljava da kurs valute u tom monetarnom sistemu maksimalno odstupa 15% od vrednosti evra.

¹⁴ Avgusta 1993. godine korpa se promenila (50% DEM, 50% USD), kao i maja 1994. godine (70% ECU, 30% USD), da bi se decembra 1994. godine intervencioni band CB proširio na +/-2.25%.

evro. Letonija jula 1992. godine uvodi upravljano fluktuirajući kurs, a februara 1994. godine ga fiksira prema SDR¹⁵ „basketu“ sa marginama CB +/-1%. Od 1.1.2005. godine kurs je fiksiran prema evru sa istim marginama. Maja 2005. godine ulazi u ERM II. Litvanija jula 1992. godine uvodi upravljano fluktuirajući kurs, a aprila 1994. godine valutni odbor sa dolarom. Februara 2002. godine Litvanija sa valutnog odbora prelazi na evro, dok juna 2004. godine ulazi u ERM II.

Srbija, posle fiksnog deviznog režima od 1994. do 2000. godine (sa dve devalvacije), od oktobra 2000. godine prihvata devizni kurs kao nominalno sidro u cilju makro stabilnosti. Period od januara 2003. do septembra 2006. godine obeležen je umerenom depresijacijom deviznog kursa (puzajući paritet). Potom Srbija prihvata ciljanje inflacije u kombinaciji sa upravljano fluktuirajućim režimom deviznog kursa.

Rusija je početkom 90-ih imala upravljano fluktuirajući kurs. Sredinom. 1995. godine kurs je fiksiran sa inicijalnim rasponom (+/-13%) prema dolaru. Od juna 1995. do jula 1996. godine rublja je bila vezana za dolar u rasponu od 4300 do 4900, a kasnije od 4550 do 5150 rubalja za dolar. Od jula 1996. godine uspostavlja se „puzajući koridor“, inicijalno od 5000 do 5600 rubalja za dolar, koji je na kraju iste godine iznosio od 5500 do 6100. Od 1996. godine oficijelni kurs se utvrđuje dnevno od strane CB (na osnovu seta ekonomskih pokazatelja, uključujući inflaciju, platni bilans, devizne rezerve). Za 1997. godine CB je objavila da nastavlja sa istom politikom DK, pa je novi pojas iznosio od 5500 do 6100, da bi na kraju 1997. godine on iznosio od 5750 do 6350 rubalja za dolar. Depresijacija tokom 1997. godine je pravdana inflacionim diferencijalom između Rusije i Sjedinjenih Američkih Država (SAD). Maksimalna devalvacija 1997. godine bila je 12,7%. U 1998. godini nastupa strahovita finansijska kriza i rublja depresira prema dolaru za čak 71%. Septembra 1998. godine Rusija prelazi na upravljano fluktuirajući kurs. Rusija je 2005. godine prešla sa fiksiranja prema jednoj na fiksiranje prema dve valute (USD-EUR). Indikativno je da je ruski MosIBOR (indikativna kratkoročna kamatna stopa na tržištu novca) pozitivno korelisan sa sintetičkom USD-EUR (EURIBOR; USD LIBOR) kamatnom stopom. Studija Sokolov (2010) ukazuje da u uslovima upravljano fluktuirajućeg kursa i liberalizacije kapitala računa odnos između domaćih kamatnih stopa i kamatnih stopa kod njihovih vodećih ino-partnera zavisi od toga za koje je valute (ili valutu) fiksirana domaća moneta.¹⁶

Beloruska rublja je početkom 90-ih relativno kratko bila vezana za rusku rublju, mada je Rusija nije prihvatala kao sredstvo plaćanja.

¹⁵ Specijalna prava vučenja (engleski: Special Drawing Rights - SDR) imaju ulogu novca MMM-a (obračunska valuta MMF-a), fiktivno ili veštački kreiranog, odnosno svetskog novca kao sredstva plaćanja u međunarodnim finansijskim transakcijama.

¹⁶ Videti: Vladimir Sokolov, "Bi-currency versus Single-Currency Targeting: Lessons from the Russian Experience", No. 7/2010, BOFIT Discussion Papers from Bank of Finland, Institute for Economies in Transition.

Belorusija i 5 drugih zemalja bivšeg Sovjetskog Saveza su 1993. godine stvorili zajednički monetarni sistem zasnovan na ruskoj rublji koji nije dugo funkcionisao. Sredinom 90-ih kurs beloruske rublje bio je vezan za dolar, ali je valuta praktično konstantno slabila (*crawling peg*). Druga beloruska „rublja” uvedena je 2000. godine (denominacija, tj brisanje tri nule). Diskusija o zajedničkoj valuti sa Rusijom trajala je praktično deceniju. Ipak, od početka 2008. godine Centralna banka Belorusije vezuje rublju za dolar umesto za rusku rublju.¹⁷ Prema MMF, Belorusija ima „puzajući paritet” (*crawling peg*) koji se često prilagođava i čiji kurs praktično konstantno slabi prema dolaru, evru, ruskoj rublji.¹⁸

Ukrajina je imala *de facto* fiksiran kurs prema dolaru od kraja 90-ih (od aprila 2005. do maja 2008. godine kurs je bio fiksiran prema dolaru). Hrvatska ima upravljano fluktuirajući, ali praktično fiksni, kurs od početka 90-ih do danas, slično kao i Albanija (postoje intervencije CB radi ublažavanja volatilnosti). Moldavija uvodi fluktuirajući kurs početkom 90-ih, a upravljano fluktuirajući od juna 2002. godine. Gruzija ima upravljano fluktuirajući kurs od ranih 90-ih; a od decembra 1998. godine CB prestaje da interveniše, te se režim može smatrati slobodno fluktuirajućim, da bi se od januara 2003. godine Gruzija opet vratila na upravljano fluktuirajući kurs. Isti režim kursa primenjuje se i u Jermeniji.

Studija Kowalski (2003) govori o procesima nominalne i realne konvergencije i njihove zavisnosti od režima deviznog kursa usvojenih u IEZ u kontekstu njihovog budućeg pristupanja Evropskoj monetarnoj uniji (EMU). Postoji „trade-off” veza između tempa obaranja inflacije i održavanja konkurentnosti i rasta. Fiksni nominalni devizni kursevi pomeraju teret prilagođavanja ka „razmenjivom” (engleski: tradable) sektoru. Postavlja se pitanje da li ovaj pritisak dovodi do bržeg restrukturiranja i rasta produktivnosti ili postaje opterećenje za privredu, odnosno njenu konkurentnost. U radu se primenjuje jednostavna empirijska analiza konvergencije inflacije na nivo Evropske unije (EU) i privrednog rasta od 7 zemalja IEZ, koje su usvojile različite režime deviznih kurseva u periodu od 1993 do 2002. godine. Rezultati pokazuju da je fiksni kurs, izgleda, bolji alat za borbu protiv inflacije u odnosu na plutajući (fleksibilni) kurs ili srednje režime kursa.¹⁹

Frieden, Leblang, Valev (2010) pokazuju koji faktori imaju ključnu ulogu u oblikovanju politike deviznog kursa u IEZ. Izvozno orijentisani

¹⁷ Što se može tumačiti i kao politička odluka, povezana sa podizanjem cena gasa i nafte od strane Rusije.

¹⁸ 2004. godine plaćalo se 2160 rubalja za dolar i 2684 rubalja za evro, a krajem septembra 2010. godine 3030 rubalja za dolar i 4060 rubalja za evro.

¹⁹ Videti: Przemyslaw Kowalski, „Nominal and Real Convergence in Alternative Exchange Rate Regimes in Transition Countries: Implications for the EMU Accession”, No. 270, CASE Network Studies and Analyses from CASE-Center for Social and Economic Research, 2003, pp. 23-24.

(tradable) proizvođači preferiraju fleksibilni kurs da bi aktivna politika deviznog kursa uticala na njihovu konkurentnost, dok međunarodno izloženi sektori (non-tradable) preferiraju fiksni kurs. Analizirani su *de facto* i *de jure* devizni kursevi za 21 IEZ u periodu od 1992. do 2004. godine. Pokazalo se da je u tri potperioda od 1992. do 2004. godine rastao broj zemalja sa upravljano fluktuirajućim režimima deviznog kursa (i da je sa udelom od 68,7% ovaj režim dominantan).²⁰

Uzroci valutne krize krajem prve decenije 21. veka i očekivano kretanje kurseva

Posle dugog perioda konvergencije IEZ doživljavaju recesiju 2009. godine. U većini zemalja ovaj proces je prekinut, dok su baltičke države bačene nekoliko godina unazad – više od Rusije i Ukrajine. Odgovor na krizu bio je radikalno pražnjenje zaliha i, u bliskoj vezi sa tim, dramatično poboljšanje u neto izvozu (i smanjenju deficita tekućeg računa). Nekoliko vodećih indikatora ukazuju na znake oporavka; poljski rast će ponovo jačati u 2010. godini, dok će stopa rasta u Češkoj, Slovačkoj i Sloveniji biti relativno slaba. Mađarska, Rumunija i Bugarska će stagnirati 2010. godine, baltičke države će zabeležiti negativne stope rasta – kao i Hrvatska, BiH i Crna Gora. Rusija, Ukrajina i Kazahstan će imati značajan rast. Očekuje se da će sve zemlje u regionu opet zabeležiti rast u 2011. godini i koji će biti ubrzan 2012. godini, ali će generalno biti sporiji nego u periodu pre krize. Glavni preduslov za napredak je oporavak globalne trgovine (oko 8% 2010. godine), uključujući i porast potražnje za uvoz iz regiona, dok investicije definitivno ne deluju kao snažan motor rasta. Do krize, IEZ imale su koristi od “caching up” procesa zasnovanog na dva stuba: visokom stepenu liberalizacije trgovine, kretanja kapitala i integrisanom finansijskom tržištu i (potencijalnog) članstva u EU. Obe ove dve grupe faktora, i dalje će biti u funkciji i posle krize, ali će neke imati značajne promene u načinu na koji će „model rasta na bazi integracija” funkcionisati. Kombinacija izmena spoljašnjih uslova, kao i internog ponašanja, odrediće oblik putanje rasta u regionu (značaj prilagođavanja realnih deviznih kurseva je od velikog značaja).

Do krize kurseva došlo je zbog otežanog pristupa stranim finansijama (nedostatak kredita) i zbog otežanog izvoza. Pokazalo se da se sa

²⁰ Zemlje koje ne mogu ili ne žele da se pridruže monetarnoj uniji mogu delimično da osele efekte članstva kroz valutne odbore ili formalnu zamenu domaće valute evrom. Neto bilans troškova i koristi koji su uključeni su zavisili od brojnih preduslova i, pre svega, od stepena monetarne, realne i institucionalne konvergencije, koji je već bio postignut. Neto prednosti mogu da proističu iz euroizacije, ali to ne treba uzeti zdravo za gotovo; Mario Nuti, “The Costs and Benefits of Euro-sation in Central-Eastern Europe Before or Instead of EMU Membership”, No 340, William Davidson Institute Working Papers Series from William Davidson Institute at the University of Michigan, 2000.

zastojem kapitalnih priliva veliki deo apresijacija, koja je kulminirala baš sa godinama pritanja sredstava, poništava u samo jednoj – sa startom zastoja, i to kroz brzu nominalnu depresijaciju (gro depresijacija valuta IEZ desio se u samo pet meseci, od početka oktobra 2008. do kraja februara 2009. godine).

Kursevi IEZ depresirali su usled povećanog rizika, posebno imajući u vidu veliku izloženost „stranih“ banaka u ovom regionu. Cene akcija su dramatično pale. Ove zemlje su se suočile sa rastom premije rizika i kolapsom cena akcija i nekretnina (investicije u građevinarstvo su dramatično opale, posebno kod zemalja sa “housing booms”). Postavilo se i pitanje održivosti kurseva, što je dodatno podiglo rizik premiju i uslovalo snažan rast CDS (credit default swap) i EMBI indeksa (Emerging Market Bond Index) krajem 2008. i početkom 2009. godine, da bi od tada počeo snažan pad pokazatelja rizika datih zemalja.

Finansijska kriza je imala značajan efekat na 11 IEZ, smanjujući njihov GDP dugoročno za oko 17% (dok u zemljama EU smanjenje iznosi samo 2%). Efekat je još važniji u manjim zemljama, gde je relativno veća zavisnost od eksternog finansiranja. Kurs je u većoj meri podsticao krizu, nego što je bio njen apsorber (za MMF kredite je utvrđeno da imaju pozitivan, ali ne i statistički značajan, uticaj na rast).²¹

Procene referentnog Rateg FX²² ukazuju da bi od septembra 2010. do septembra 2011. godine poljska valuta mogla apresirati prema evru za 4,29%, češka kruna za 5,29%, a mađarska forinta za 1,5%. Prognoze za septembar 2013. godine nešto su drugačije. Naime, zlota i forinta bi trebalo da depresiraju (-3,41%, 3,76%), dok bi kruna trebalo da ojača (3,6%). Kada je u pitanju ruska valuta, ona bi, na osnovu MMF-ovih procena nominalnih GDP do 2015. godine, trebalo da ima snažnu nominalnu apresijaciju.²³

Fleksibilni devizni kurs, odnosno ciljanje inflacije, je za srpske uslove najpovoljniji model, imajući u vidu da je korišćenje štednje iz inostranstva praktično jedini način za pokrivanje deficita platnog bilansa. Budući da je ponestalo prostora da dinar dalje pada, a da to ne podstakne inflaciju, Narodna banka Srbije (NBS) od avgusta 2010. godine podiže referentnu

²¹ Videti: Davide Furceri and Aleksandra Zdzienicka, “The Real Effect of Financial Crises in the European Transition Economies”, No 920, Working Papers from Groupe d’Analyse et de Théorie Economique (GATE), Centre national de la recherche scientifique (CNRS), Université Lyon 2, Ecole Normale Supérieure, 2010.

²² Internet: <http://www.ratesfx.com/rates/rate-pln.html>

²³ U svakom slučaju vrednost rublje će u velikoj meri zavisiti od kretanja cena energenata. I tzv. target RUB 41 (vrednost rublje prema 50% - 50% korpi dolar - evro) korelira sa minimalnom cenom sirove nafte Ural od 40-45 dolara po barelu. Hipotetički target RUB 26 (što podrazumeva dramatičnu apresijaciju rublje) korelira sa cenama od čak 140 dolara za barel, koje smo videli u proleće 2008.

kamatnu stopu i interveniše u oba pravca na deviznom tržištu. NBS preventivno deluje da potrošačke cene u 2010. godini ne bi prešle gornji deo "targeta" (8%). Kako određene mere NBS imaju odložen efekat (i preko 9 meseci), NBS računa i sa obuzdavanjem inflacije u 2011. godini, koja će prema planu te institucije morati da bude niža nego u 2010. godini (4,5%+1,5%). Zbog toga nije nemoguće da monetarna politika bude još restriktivnija, posebno ako privreda (po planu) počne da oživljava. To implicira da bi kurs dinara prema evru u 2011. godini mogao biti relativno stabilan, odnosno samo blago nominalno depresirati. Realni kurs bi u naredne dve godine (2011-12) trebalo da ostane na istom nivou, što bi značilo nominalnu depresijaciju od oko 4% do 5% godišnje.

Za valute zemalja sa izbalansiranom neto trgovinskom pozicijom se očekuje da nastave da apresiraju u periodu od 2010. do 2014. godine. Međutim, više valuta će verovatno zahtevati realne depresijacije radi održivosti servisiranja neto spoljnog duga. Dakle, projekcije SRER (sustainable real exchange rate) ukazuju na nastavak realnih aprecijacija valuta Češke, Slovačke i Slovenije. Za preostale zemlje u uzorku model ukazuje na stabilnost (Bugarska, Poljska i Španija) ili depresiranje realnih kurseva (Estonija, Grčka i Rumunija). Inače, do krize valute izabranih zemalja su, u proseku, realno apresirale po skoro 3% godišnje tokom perioda od 1998. do 2009. godine.²⁴

Bibliografija

1. Jochem, A., "Monetary stabilization in countries in transition", *International Advances in Economic Research*, Vol. 5, No. 1, 1999.
2. Furceri, D., and Zdzienicka, A., "The Real Effect of Financial Crises in the European Transition Economies", No. 920, Working Papers from Groupe d'Analyse et de Théorie Economique (GATE), Centre national de la recherche scientifique (CNRS), Université Lyon 2, Ecole Normale Supérieure, 2010.
3. Ganev, G., Jarociński, M., Lubenova, R. and Woźniak, P., "Credibility of the Exchange Rate Policy in Transition Countries", No. 38, Center for Social and Economic Research (Case Report), Warsaw, 2001.
4. Siebert, H., "The Transformation of Eastern Europe", *Discussion Paper 163*, Institute for the World Economy, January 1991, Kiel.

²⁴ Ibidem, pp. 12-14; Monete Grčke, Portugalije i Španije su realno apresirale za više od 1% na godišnjem nivou. Odstupanje od ravnotežnog kursa povećano je u zemljama sa velikim eksternim obavezama i sa fisknim deviznim kursovima. Čak su i valute zemalja sa fleksibilnim deviznim režimima bile precejene krajem 2009. godine. Isti autori razmatraju odstupanja od ravnotežnih deviznih kurseva na uzorku koji čine nove članice EU plus Grčka, Španija i Portugal. Kriza u periodu od 2008 do 2009. godine je trenutno zaustavila ili preokrenula trend realne apresijacije valuta ovih zemalja koji je bio prisutan više od decenije.

5. Babecky, J., Bulir, A. and Šmidkova, K., "Sustainable Real Exchange Rates in the New EU Member States: What did the Great Recession Change?", *IMF Working Paper*, June 2010.
6. Frieden, J., Leblang, D. and Valev, N., "The political economy of exchange rate regimes in transition economies", *The Review of International Organizations*, Vol. 5, No. 1, 1-25, DOI: 10.1007/s11558-009-9072-7, 2010.
7. Pelzman, J., "Exchange Rate Systems in the Transition Economies of Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union", *International Business and Finance*, Vol. 13, 1999.
8. Tica, J., "Exchange Rate Economics in Transition Economies", *Zagreb International Review of Economics and Business*, Vol. 9, Issue 2, 2006.
9. Josifidis, K., Allegret, J.P., and Beker-Pucar, E., "Monetary and Exchange Rate Regimes Changes: The Cases of Poland, Czech Republic, Slovakia and Republic of Serbia", *Panoeconomicus*, 2, 2009.
10. Nuti, M., "The Costs and Benefits of Euro-sation in Central-Eastern Europe Before or Instead of EMU Membership", No. 340, William Davidson Institute Working Papers Series from William Davidson Institute at the University of Michigan, 2000.
11. Kowalski, P., "Nominal and Real Convergence in Alternative Exchange Rate Regimes in Transition Countries: Implications for the EMU Accession", No. 270, CASE Network Studies and Analyses from CASE-Center for Social and Economic Research, 2003.
12. Pomfret, R., "Trade and Exchange Rate Policies in Formerly Centrally Planned Economies", *The World Economy*, Vol. 26, Issue 4, 2003.
13. Coudert, V., Couharde, C. and Mignon, V., "Exchange Rate Flexibility Across Financial Crises", Working Papers 2010-08, CEPII research center.
14. Sokolov, V., "Bi-currency versus Single-Currency Targeting: Lessons from the Russian Experience", BOFIT Discussion Papers from Bank of Finland, No 7/2010, Institute for Economies in Transition.

Dr. Goran Nikolić

**FOREIGN CURRENCY REGIMES AND EXCHANGE RATES
TRENDS IN EASTERN EUROPEAN COUNTRIES TWO DECADES
AFTER THE FALL OF THE BERLIN WALL (1990-2010)**

ABSTRACT

Among the most important initial steps in transition to market economy the focus had been on stabilizing the monetary conditions and, therefore, foreign exchange rates. The weakening of the domicile currencies continued after the initial shock of transition, although with moderate intensity. In the mid-1990s, the trend of depreciation was completed. Since the second half of the 1990s until late 2008, most of the observed currencies recorded nominal (and real) appreciation. The global economic crisis leads to weakening of almost all East European currencies, but relatively quickly, in the early 2009, their stabilization and strengthening slightly began.

Most Eastern European countries introduced more flexible exchange rate regimes and finally generally accepted (managed) floating exchange regimes, while Central European countries have implicitly and explicitly adopted the inflation targeting framework. Looking ahead, the currencies of the countries with balanced net trade positions are expected to continue their appreciation during the 2010-2014 period; however, a large number of currencies should be actually depreciated in order to service their net external debt in a sustainable way.

Key words: East European currencies, foreign exchange regimes, economic crisis, euro, 1990-2010 period.