

Prof. dr LJUBICA TESLIĆ-NADLAČKI

POLITIKA DEVIZNOG KURSA: TEORIJSKA I KONCEPCIJSKA PITANJA

1. Noviji razvoj teorije deviznih kurseva

Od kada su razvijene industrijske zemlje u ranim 1970-tim godinama uvele režim usmeravanog fluktuiranja, savremena monetarna-portfolio teorija postaje preovladavajući pristup određivanju deviznih kurseva. Ova promena tačke gledišta pri objašnjavanju deviznih kurseva bila je neophodna, jer su se u svetlu novijeg iskustva pokazale manjkavosti prethodne teorije, koja je počivala na tokovima tekućeg računa bilansa plaćanja. Današnja teorija deviznih kurseva usredsređuje se na procese finansijskog tržišta, što zahteva razradu odgovarajućeg konceptualnog okvira. Polaznu osnovu čini ponašanje vlasnika portfolija, koji drže imovinu u različitim finansijskim oblicima i u različitoj valutnoj denominaciji. Opšte uzev, portfolio se sastoji iz domaćeg i inostranog novca, i hartija od vrednosti koje su denominirane u domaćoj i u inostranoj valuti. Pri izboru najpovoljnijeg sastava portfolija vlasnik se opredeljuje zavisno od vrednosti neto imovine, prihoda koji očekuje da će pojedini finansijski oblici doneti i rizika, s kojim je skopčano držanje imovine u različitoj valutnoj denominaciji usled neizvesnosti o budućem kretanju deviznog kursa. Pristup sa strane finansijskog tržišta znači da je promenjen sklop temeljnih ekonomskih činilaca koji određuju devizni kurs. Shvatanje da je devizni kurs cena finansijske imovine što se drži u novčanom obliku, i da je ova cena osetljiva na promene ponude i potražnje na finansijskim tržištima i ako je podložna uticaju očekivanja, osnovna je ideja monetarne-portfolio teorije. Karakteristično je za novi razvoj teorije to što se kamatne stope, premije za rizik i očekivanja, koja tržišni

učesnici formiraju o budućem toku događaja, obuhvataju među temeljne ekonomske činioce deviznih kurseva.

Prema stepenu opštosti usvojenih pretpostavki i složenosti odnosa koje predstavljaju, modeli u okviru pristupa financijskog tržišta obično se razvrstavaju na sledeći način:

(1) monetarni model sa elastičnim cenama (monetaristički model);

(2) monetarni model sa neelastičnim cenama (model poznat po tome što devizni kurs „prebacuje“ nivo dugoročne ravnoteže), i

(3) portfolio model sa statičkim ili stabilnim očekivanjima u pogledu budućeg kretanja deviznog kursa.

Red kojim su modeli navedeni ukazuje da je svaki obuhvatniji, u smislu da sadrži manje ograničavajuće pretpostavke, i stoga predstavlja napredak, u odnosu na prethodni. Tako, monetarni model u verziji sa elastičnim cenama uvodi ove izrazito pojednostavljujuće pretpostavke: da ne postoji premija za kursni rizik, odnosno da su uporedivi kamatonosni finansijski oblici koji glase na različite valute savršeni supstituti, da važi pravilo pariteta kupovnih snaga u formiranju deviznog kursa i da su cene u kratkom roku dovoljno elastične da održavaju ravnotežu na tržištu novca. Mehanizam uravnotežavanja deluje na taj način što se tražnja za novcem prilagođava kretanju cena. Monetarni model sa neelastičnim cenama zadržava samo pretpostavku o nepostojanju premije za rizik, odnosno o savršenoj supstitabilnosti finansijskih oblika koji su denominirani u različitim valutama. U tom modelu kamatna stopa preuzima ulogu mehanizma koji uravnotežava tržište novca. Portfolio model ne sadrži ni pretpostavku o savršenoj supstitabilnosti finansijskih oblika denominiranih u različitim valutama. Ovde je prisutna premija za rizik kao mera razlike u kamatnim stopama između zemalja koja čak ne mora imati osnova u čisto tržišno formiranom predviđanju buduće promene deviznog kursa, već može biti povezana sa političkim rizikom i sličnim faktorima.

Razvoj modela u okviru pristupa problemu finansijskog tržišta može se tumačiti kao postepeno širenje skupa određenih činilaca na uticaje koji su ranije bili zanemareni. Bitna crta tog razvoja jeste integracija monetarističke i kejnzijske tradicije da bi se stvorio širi okvir za objašnjenje empirijskog kretanja deviznih kurseva. Razvojni tok takođe karakterišu jasno razlikovanje između stanja ravnoteže u kratkom i u dugom roku, kao i između količina i tokova i vođenje računa o međudelovanju ovih potonjih.

Uprkos nesumnjivog napretka u razvoju, monetarna portfolio teorija deviznih kurseva još se suočava sa nerešenim bitnim pitanjima, pogotovo u empirijskoj primeni. Nemoguće je ovde dati pregled, bar nabrojanjem, empirijskih istraživanja koja su preduzeta u oblasti deviznih kurseva razvijenih industrijskih zemalja od kada deluje režim usmeravanog fluktuiranja, ali je potrebno obratiti pažnju na dalekosežnija saznanja. Mada ceo razvoj teorija deviznih kurseva stavlja u prvi plan pitanje ravnoteže, ono tek odskoro po-

staje predmet dubljih analiza. U modelima određivanja deviznih kurseva javljaju se tri poznata uslova ravnoteže: paritet kupovnih snaga koji obezbeđuje povezanost nacionalnih tržišta robe, paritet kamatnih stopa koji osigurava povezanost nacionalnih tržišta hartija od vrednosti i terminski paritet — sa značenjem da terminski devizni kurs predstavlja tržišno formirano očekivanje buduće vrednosti promptnog deviznog kursa — čija je uloga u povezivanju promptnih i terminskih deviznih tržišta. Prvo je doveden u sumnju paritet kupovnih snaga, jer je uočeno da su varijacije deviznih kurseva mnogostruko iznad razmera koje mogu da se objasne relativnim cenama robe, tako da ostaju velike i kad se devizni kursevi posmatraju u realnom izrazu. Tokom vremena učvrstio se stav da uslov pariteta kupovnih snaga ne prolazi uspešno u empirijskim proverama na deviznim kursovima razvijenih industrijskih zemalja. Ako se uopšte može govoriti o ispravljanju dispariteta u relativnim cenama, onda je to bez sumnje proces koji dugo traje. Dok u monetarnom modelu sa elastičnim cenama paritet kupovnih snaga igra ulogu jednog od njegovih sastavnih blokova, u verziji monetarnog modela sa neelastičnim cenama taj uslov deluje na tekuće devizne kurseve posredno, preko očekivanja koje formiraju tržišni učesnici, i ispoljava se u dugom roku. U potonjem modelu cene na robnom tržištu su neelastične, nasuprot kamatnim stopama i deviznim kursovima kojima je svojstvena izrazita elastičnost. Odstupanja deviznih kurseva od nivoa koji odgovaraju paritetu kupovnih snaga nastaju usled razlika u brzini prilagođavanja između robnog i finansijskih tržišta. Kako se cene na robnom tržištu sporo prilagođavaju, to devizni kurs dobija značajnu ulogu u uravnotežavanju ovog tržišta, jer reaguje bez odlaganja; pri tom devizni kurs „prebacuje“ nivo koji odgovara paritetu kupovnih snaga i koji predstavlja dugoročnu ravnotežu. Na ovaj način su objašnjena odstupanja deviznih kurseva od pariteta kupovnih snaga u verovatno najpoznatijem monetarnom modelu sa neelastičnim cenama, čiji je tvorac R. Dornbusch. Ni u oslabljenoj ulozi, kakvu mu pridaje verzija monetarnog modela sa neelastičnim cenama, gde se javlja u svojstvu uslova dugoročne ravnoteže, paritet kupovnih snaga ne prolazi uspešno testove empirijske verodostojnosti. Potrebno je naglasiti da se u portfolio modelu ne pretpostavlja da se uslov pariteta kupovnih snaga ispunjava čak ni u tom oslabljenom smislu, u kome deluje u monetarnom modelu sa neelastičnim cenama.

Sa povećavanjem fonda ekonometrijskih istraživanja sve izrazitije su prisutne sumnje i u empirijsku valjanost ostala dva ravnotežna uslova. Kao što u verziji monetarnog modela sa neelastičnim cenama napuštanje pretpostavke o važenju pariteta kupovnih snaga u kratkom roku vodi pojačanim oscilacijama deviznog kursa, tako i krah ostalih dvaju uslova ravnoteže ima za posledicu nestabilnost deviznih kurseva. U svetlu ovih saznanja izgubilo je svaku uverljivost gledište, koje uzrok nestabilnosti deviznih kurseva nalazi u neodgovarajućim intervencijama monetarnih vlasti na deviznom trži-

štu. Nova linija mišljenja zauzela je sasvim drukčiji stav, naglašavajući da je nestabilnost prava priroda fluktuirajućih kurseva.

Uvođenje hipoteze o racionalnim očekivanjima predstavljalo je koristan napredak u rasvetljavanju kretanja deviznih kurseva. Međutim, modeli koji sadrže racionalna očekivanja većinom ne poseduju ravnotežno rešenje sa svojstvom dugoročne stabilnosti, odnosno mogu da daju bilo kakvo ravnotežno rešenje tek uz primenu proizvoljnih pretpostavki. Hipoteza o racionalnim očekivanjima tvrdi da tržišni učesnici formiraju očekivanja budućeg toka odgovarajućih varijabli koristeći u najvećoj mogućoj meri sve raspoložive informacije. Očekivanja koja formiraju tržišni učesnici imaju velik samorealizujući potencijal i stoga igraju krupnu ulogu u oscilatornim kretanjima deviznih kurseva.

Potrebno je uočiti da je u okviru pristupa finansijskog tržišta koncept pariteta kupovnih snaga dobio ne samo drukčiju izvedbu u odnosu na standardnu teoriju, nego i bitno ograničeno značenje. Tako se ravnotežni uslov pariteta kupovnih snaga u monetarnom modelu sa elastičnim cenama formuliše kao jednakost između relativnog odnosa realnih količina novca, koje su posredstvom deviznog kursa izražene u istoj valuti, i odnosa realne tražnje za novcem u dvema zemljama. U okviru pristupa finansijskog tržišta široku saglasnost uživa stav da je paritet kupovnih snaga, u najboljem slučaju, relacija dugoročne ravnoteže između cenovnih varijabli i deviznih kurseva, a ne teorija određivanja deviznih kurseva u pravom smislu reči.

Problem odstupanja stvarnih deviznih kurseva od nivoa koji odgovaraju paritetu kupovnih snaga jedna je od tema karakterističnih po različitim pogledima obrađivača. Već je pomenuto objašnjenje koje je dao R. Dornbusch, a koje se zasniva na razlici u elastičnosti cena između tržišta robe i finansijskih tržišta, odnosno na razlici u brzini prilagodavanja između tih tržišta. J. Frenkel je obratio pažnju na razlici između deviznih kurseva i cenovnih indeksa na nivou nacionalnih privreda: promene merene na mesečnoj bazi kod deviznih kurseva su stohastičke, a kod cenovnih indeksa su serijski korelisane. Takođe je ukazao da se i po prirodnim svojstvima cene robe razlikuju od deviznih kurseva; zbog velike snage kojom deluju na kretanje deviznih kurseva, očekivanja se moraju uzeti u obzir u svakoj analizi na tom planu kao poseban faktor uticaja.

Problem o kome je reč sagledavan je sa više strana, pa je tako isticano da su pri postojanju realnih poremećaja neminovne promene u realnim odnosima razmene, što znači da se menjaju kako devizni kurs, tako i domaći i inostrani nivoi cena. Pojedini istraživači izneli su tvrdnju da odstupanja deviznih kurseva od pariteta kupovnih snaga predstavljaju autoregresivni proces (random walk) i za to su pružili teorijsku argumentaciju. Nezavisno od empirijskih dokaza, koji bi ispravnost gornje tvrdnje poduprli ili opovrgli, od interesa je shvatiti implicitnu poruku koju ova argumentacija sadrži, a to je da nije moguće istovremeno ispunjenje sva tri uslova ravnoteže.

U proverama empirijske verodostojnosti pariteta kupovnih snaga koriste se relacije između deviznih kurseva i relativnih nivoa cena ili između promena deviznih kurseva i relativnih stopa inflacije; relativnih znači domaćih prema inostranim. Opšte uzev, relativne cene nisu egzogena varijabla u odnosu na devizni kurs, pa je prikladnije da se ocenjivanje relacije obavi metodom instrumentalne varijable, nego postupkom običnih najmanjih kvadrata. Ovde su predmet razmatranja nalazi empirijskih istraživanja, koja su sprovedi P. Krugman, R. Dornbusch i J. Frenkel na deviznim kursovima jednog broja zapadnoevropskih valuta, većinom na deviznim kursovima prema američkom dolaru, i to u periodu od uvođenja režima usmeravanog fluktuiranja i zaključno sa poslednjim 1970-tim godinama. Korišćeni su podaci vremenskih serija na mesečnoj bazi. U slučaju kad je računanje regresija izvedeno dvema tehnikama, metod instrumentalnih varijabli dao je bolje rezultate od metoda običnih najmanjih kvadrata. Ocene regresionih koeficijenata uz relativne cene često su nedovoljno precizne — nisu statistički značajne, ili značajno odstupaju od jedinice, a katkada imaju i pogrešan predznak. To posebno važi za devizne kurseve u kojima se javlja američki dolar, dok su za ispitivane devizne kurseve prema nemačkoj marki regresioni koeficijenti uglavnom zadovoljavajući. Iako su stabilniji od nominalnih kurseva, i realni devizni kursevi ispoljavaju varijacije koje su značajno serijski korelisane, što ukazuje da su odstupanja od pariteta kupovnih snaga velika i dugotrajna. Ovi nalazi vode zaključku da se, u celini uzev, model pariteta kupovnih snaga slabo drži u empirijskim proverama.

Nov podsticaj raspravama dao je C. Hakkio, ukazujući da uobičajeni način ocenjivanja regresija u bilateralnom okviru ima za posledicu neprecizne ocene parametara, jer zanemaruje okolnost da su odstupanja različitih deviznih kurseva od pariteta kupovnih snaga međusobno korelisana. Primenivši metod simultanog ocenjivanja na odabrane devizne kurseve razvijenih industrijskih zemalja prema američkom dolaru u deceniji režima fluktuiranja, dobio je rezultate da je paritet kupovnih snaga dugoročna ravnotežna relacija i da odstupanja stvarnih kurseva od tog pariteta dugo traju.

2. Makroekonomska politika i devizni kursevi

Iako je za noviji razvoj teorije određivanja deviznih kurseva karakteristično da najveći značaj daju mehanizmu finansijskog tržišta, ne prenebregava se ni uticaj makroekonomske politike. U uslovima razvijenih industrijskih zemalja razumljivo je da se analiza prvenstveno bavi uticajem monetarne i fiskalne politike na devizne kurseve. Široko je rasprostranjeno shvatanje da se dovoljno velikim i međusobno usaglašenim prilagođavanjem monetarne i fiskalne politike može uticati na devizne kurseve u željenom pravcu.

Nezavisno od uže teorijske pripadnosti izučavaoca, svim razmatranjima je zajednička postavka da brža stopa monetarnog rasta

u jednoj zemlji ima za posledicu u dugom roku viši nivo cena i deprecijaciju nominalnog efektivnog deviznog kursa, i to u iznosu koji neutrališe relativno povećanje domaćeg nivoa cena. Porast domaćih kamatnih stopa, koji je uzrokovan monetarnim restrikcijama, u kratkom roku vodi jačanju vrednosti nacionalne valute. Spoljašnjim promenama uzrokovano povećanje razlike u kamatnoj stopi u prilog date zemlje dovodi do aprecijacije njene valute. To je samo nekoliko primera uopštavanja, koja su izvedna o efektima monetarne politike pod pretpostavkom da su ostale okolnosti nepromenjene, dakle po obrascu parcijalne analize. Pošto na devizne kurseve utiče mnoštvo raznorodnih činilaca, koji su i u kraćim vremenskim rasponima podložni značajnim promenama, ovakve postavke nemaju naročitu praktičnu vrednost. Postoji više mehanizama kojima se uticaj monetarne politike prenosi na devizne kurseve, a kako je znanje o njima nepotpuno, to analizu čini složenijom. Tako porast kamatnih stopa u inostranstvu, usled tamošnjih monetarnih restrikcija, utiče na vrednost valute domaće zemlje u pravcu deprecijacije po dvema linijama: neposredno, preko domaćih kamatnih stopa i očekivanja koja povezano s tim formiraju tržišni učesnici i posredno, preko domaće stope inflacije i tekućeg računa platnog bilansa; pri tom jačina uticaja zavisi od stepena integrisanosti domaćih tržišta novca i kapitala sa svetskim. Stvarni iznos deprecijacije valute posmatrane zemlje zavisi od toga da li kao ciljne varijable operativne politike služe monetarni agregati, od elastičnosti tražnje za novcem s obzirom na kamatnu stopu i s obzirom na dohodak, kao i od stepena supstitabilnosti domaćih i inostranih finansijskih oblika.

Uticaj fiskalne politike nije moguće jednosmisleno odrediti na teorijskom nivou, jer zavisi od toga prilagođava li se monetarna ekspanzija tako da održi nepromenjeni nivo kamatnih stopa ili to nije slučaj. Razmotrimo primer kada se u datoj zemlji povećava ex ante deficit državnog budžeta, što prema teorijskom rezonovanju ima za posledicu u kratkom roku porast tempa privredne aktivnosti, tražnje za novcem i kamatne stope, a pod pretpostavkom da se monetarna politika ne prilagođava fiskalnoj situaciji. Porast kamatne stope dovodi do priliva kapitala iz inostranstva i time do pritiska na devizni kurs u pravcu aprecijacije. Međutim, pojačana privredna aktivnost pogoršava performanse platnog bilansa po tekućem računu, i to kako neposredno, tako i preko povećane stope inflacije, pa na devizni kurs utiču u smeru deprecijacije. Samo mali broj vodećih razvijenih zemalja, u prvom redu SAD, ima dovoljnu privlačnu snagu da priliv kapitala iz inostranstva proizvede aprecijaciju domaće valute i da ovaj rezultat održi godinu-dve. Kod ostalih zemalja efekat tekućeg računa platnog bilansa nadjačava i kao krajnji ishod pokazuje se deprecijacija domaće valute. U uslovima kad se monetarna ekspanzija prilagođava situaciji budžetskog deficita da bi se kamatna stopa održala nepromenjena na početnom nivou, krajnji ishod je izvesna deprecijacija domaće valute, jer je toku

inostranog kapitala ostavljena sasvim pasivna uloga. Za fiskalnu politiku naročito je karakteristična brojnost kanala preko kojih se njen uticaj prenosi.

Ekonometrijski modeli najvećih privreda OECD područja (njih šest, bez Italije), kolektivno uzev, omogućuju opštiji uvid u to kako devizni kursevi razvijenih industrijskih zemalja u režimu fluktuiranja reaguju na monetarne i fiskalne udare, a ovi su definisani kao jednoprocenatno povećanje kamatnih stopa, odnosno kao smanjenje izdataka države u iznosu od 0,5% realnog bruto nacionalnog proizvoda. Monetarni udar vodi aprecijaciji deviznih kurseva, istina u različitom stepenu po zemljama, a aprecijacija sa svoje strane pojačava prvobitni restriktivan uticaj takve monetarne politike na privrednu aktivnost i stopu inflacije. U slučaju kad se monetarna ekspanzija ne prilagođava fiskalnoj situaciji, devizni kursevi posmatranih zemalja dvojako reaguju na fiskalni udar. Kod jedne grupe zemalja dolazi do aprecijacije vrednosti nacionalnih valuta, usled pada domaćih kamatnih stopa i time prouzrokovanog pogoršanja kapitalnog računa bilansa plaćanja. Kod druge grupe zemalja prevagu odnosi efekat tekućeg računa bilansa plaćanja i vrednosti nacionalnih valuta beleže deprecijaciju. U slučaju kad se monetarna politika prilagođava fiskalnoj situaciji, fiskalni udar dovodi do aprecijacije vrednosti nacionalnih valuta kod svih zemalja.

Uticaj makroekonomske politike zavisi i od uloge koju devizni kurs ispunjava, da li služi samo kao informaciona varijabla, kao izričiti cilj ili kao indikator monetarne politike. Prema tome postavljaju li se ciljevi i za novčanu masu, i za devizni kurs, što zahteva regulisanje kamatnih stopa, ili se ciljevi postavljaju samo za novčanu masu, razlikuju se dva osnovna tipa politike deviznog kursa. Ovakva podela pogodna je u svrhu kvantitativne analize i primenjena je u istraživanjima sprovedenim od strane stručnog osoblja OECD, pri čemu su dva obrasca politike deviznog kursa dobila radne nazive „usmeravano fluktuiranje“ i „čisto fluktuiranje“. Dok se u „čistom fluktuiranju“ ciljevi koji se postavljaju za monetarne agregate strogo održavaju, u „usmeravanom fluktuiranju“ dozvoljeno je da se oni donekle prilagođavaju. S tim u vezi sprovedeno je nekoliko simulacija pomoću Interlink modela, koji obuhvata sedam vodećih zemalja OECD zone. Pokazalo se da bi u slučaju pomeranja krive tražnje za novcem naviše u jednoj zemlji došlo do znatnijeg povećanja domaće kamatne stope i aprecijacije nacionalne valute u „čistom fluktuiranju“, nego u „usmeravanom fluktuiranju“. Krajnji efekat u srednjem roku zavisi ne samo od elastičnosti cena naniže, već i od toga formiraju li se očekivanja prema adaptivnom ili racionalnom mehanizmu. Ustanovljeno je da bi na porast kratkoročnih kamatnih stopa u SAD druge zemlje reagovale opštim podizanjem svojih kamatnih stopa, pri čemu bi zemlje sa „čistim fluktuiranjem“ to učinili u manjem stepenu od onih sa „usmeravanim fluktuiranjem“. U slučaju „čistog fluktuiranja“ smanjenje izdataka države vodi kod svih posmatranih zemalja deprecija-

ciji vrednosti nacionalne valute. Stepem deprecijacije varira po zemljama zavisno od elastičnosti tražnje za novcem s obzirom na kamatnu stopu i na privrednu aktivnost. Stepem deprecijacije u realnom izrazu opet zavisi od veličine odnosnih parametara: multiplikatora državnih izdataka, elastičnosti tražnje za novcem s obzirom na realni devizni kurs i fleksibilnosti cena naniže. Međutim, u slučaju „usmeravanog fluktuiranja“ smanjenje izdataka države gotovo kod svih zemalja uzrokuje aprecijaciju vrednosti nacionalne valute.

3. Osvrt na politiku kursa dinara

Pretpostavka savremene monetarno-portfolio teorije određivanja deviznih kurseva, koje se odnose na stepen razvijenosti domaćih finansijskih tržišta i njihovu integrisanost sa svetskim, nisu ispunjene u uslovima jugoslovenske privrede. Proučavanjem pretpostavki i unutrašnje doslednosti monetarnih modela dolazi se do zaključka da ni oni nisu primenljivi u jugoslovenskim uslovima, iako su jednostavniji od portfolio modela. U monetarnim modelima novac je jedini oblik finansijske imovine koji je od značaja — relativne tražnje i ponude domaćig i inostranog novca određuju devizni kurs — a celina pretpostavki upućuje da prirodnu sredinu modela čine visoko razvijena i u međunarodni sistem čvrsto integrisana finansijska tržišta. Finansijska tržišta u Jugoslaviji po širini, dometu institucionalnog razvoja i strukturi instrumenata ne mogu da se porede sa onim u razvijenim zemljama tržišne privrede. Poplava administrativnih propisa i ograničenja u uslovima ekonomske krize tokom 1980-tih godina još više su suzili prostor delovanju mehanizma finansijskog tržišta.

U Dugoročnom programu ekonomske stabilizacije u vezi sa kursom dinara ističu se dve stvari: prvo, kurs dinara treba da istupa u ulozi jedinstvenog merila konkurentne sposobnosti jugoslovenske privrede u međunarodnoj razmeni i drugo, instrument kursa dinara treba da izravnava razlike u kretanju između domaćih i inostranih cena radi održavanja međunarodne konkurentnosti domaćih izvoznika i postizanja željenih performansi platnog bilansa. Ovde su od interesa formulacije koje politiku kursa dinara stavljaju u službu održavanja konkurentne sposobnosti privrede i definišu je u smislu pariteta kupovnih snaga.

Posle uvođenja režima usmerenog fluktuiranja preovladavaju velika i dugotrajna odstupanja deviznih kurseva razvijenih industrijskih zemalja od nivoa koji odgovaraju paritetu kupovnih snaga. Pojedini autori drže se stava da je paritet kupovnih snaga ravnotežna relacija koja važi u dugom roku zbog toga što na vidiku nema nikakve druge, a ne zbog činjeničkih dokaza. Empirijski nalazi o važanju pariteta kupovnih snaga daleko su slabiji nego što se još u prvoj polovini 1970-tih verovalo. Odavde proizlazi da valute zemalja, koje su za Jugoslaviju najvažniji spoljnotrgovinski partneri

sa konvertibilnog područja, između sebe ne slede pravilo pariteta kupovnih snaga. Pri sprovođenju pravilno ukrštenih kurseva to bi moralo da ima uticaja na formiranje dinarskih kurseva u zemlji. Kako ekonomska politika u takvim okolnostima ostvaruje opredeljenje za primenu pariteta kupovnih snaga u upravljanju deviznim kursom?

Radi provere kako se model pariteta kupovnih snaga drži u praksi ranije je obavljena regresiona analiza kretanja dinarskih kurseva za sedam konvertibilnih valuta, koje čine korpu za izračunavanje prosečne spoljne vrednosti dinara. Empirijsko ocenjivanje regresionih jednačina dinarskih kurseva sprovedeno je na podacima za period od I kvartala 1980. zaključno sa IV kvartalom 1985. i za dva potperioda u tom okviru. Za bazu cenovnih indeksa uzet je prosek 1980. godine.

Prvi važan nalaz jeste da su primenom modela pariteta kupovnih snaga na podatke dobijene statistički značajne ocene parametara, ali da nisu ispunjena ograničenja koja jednostavna verzija pariteta kupovnih snaga zahteva u pogledu vrednosti parametara (da dobijeni konstantni članovi ne budu značajno različiti od nule, kao i da ocenjeni koeficijenti elastičnosti dinarskih kurseva s obzirom na relativne cene ne budu značajno veći od jedan). Drugo, na formiranje dinarskih deviznih kurseva utiču odnosi između valuta, koje čine korpu za izračunavanje prosečne spoljne vrednosti dinara. Tako je u periodu jačanja američkog dolara ustanovljeno prisustvo komponente deprecijacije dinara po tom osnovu, povrh pokrivanja tekućih dispariteta u relativnim cenama. Ukoliko se spoljna vrednost dinara prilagođava preko kursa dinara za valutu koja ima trend jačanja, dolazi do pomeranja kursa dinara povrh pokrivanja tekućih dispariteta u relativnim cenama i kod drugih valuta iz sastava korpe, bar nekih od njih. Stoga odstupanja dinarskih kurseva od pariteta kupovnih snaga, kad se regresiraju na linearni vremenski trend, daju statistički zadovoljavajuće rezultate. Odstupanja dinarskih kurseva od pariteta kupovnih snaga takođe slede autoregresivnu shemu, što se može pripisati načinu operativnog vođenja politike kursa dinara. Kad dođe do zaokreta u vrednosnim trendovima konvertibilnih valuta iz sastava korpe, menja se i valuta preko koje teži da se ostvaruje prilagođavanje dinarskih kurseva; u novijem periodu ono se odvija preko dinarskih kurseva za jače zapadnoevropske valute, naročito putem dinarskog kursa za nemačku marku. Treba istaći da relativne potrošačke cene u ulozi varijable, koja objašnjava kretanje dinarskih kurseva pokazuju nešto bolje performanse od relativnih cena proizvođača industrijskih proizvoda.

Valja još dodati, na osnovu izračunavanja indeksa realnog efektivnog kursa dinara, da primena različitih pondera znatno utiče na dobijeni obim promene prosečne realne vrednosti domaće valute. Struktura pondera određuje relativne iznose promena u bilateralnim kursovima koje su potrebne za održavanje prosečne konkurentnosti.

Očigledno je da opredeljenje za režim valutne korpe i za indikatora izvozne konkurentnosti domaće privrede samo po sebi ne dovodi do toga da se model pariteta kupovnih snaga bolje saobražava kretanjima dinarskih kurseva za konvertibilne valute. U kojoj meri izbor strukture pondera može da se koristi kao sredstvo za neutralisanje efekata koje odstupanja deviznih kurseva razvijenih industrijskih zemalja od pariteta kupovnih snaga proizvode na formiranje dinarskih kurseva u zemlji? Kakve posledice po izvozne performanse domaće privrede imaju odstupanja deviznih kurseva razvijenih industrijskih zemalja od pariteta kupovnih snaga, koja se postojano nižu u jednom smeru sve dok ne nastupi preokret u međuvalutnim odnosima tih zemalja? Ovo je samo par od sigurno podužeg spiska pitanja na koja u ovom času nemamo spreman odgovor.

BIBLIOGRAFIJA

1. Bilson, J. F. O., „Macroeconomic Stability and Flexible Exchange Rate“, *American Economic Review*, Vol. 75, No. 2, May 1985, 62—67.
2. Boughton, J. M., „Exchange Rate Movements and Adjustment in Financial Markets: Quarterly Estimates for Major Currencies“, *I. M. F. Staff Papers*, Vol. 31, No. 3, September 1984, 445—68.
3. Dornbusch, R., „PPP Exchange-Rate Rules and Macroeconomic Stability“, *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 1, February 1982, 158—65.
4. Frenkel, J. A. „Flexible Exchange Rates, Prices, and the Role of ‚News‘: Lessons from the 1970s“, *Journal of Political Economy*, Vol. 89, No. 4, August 1981, 665—705.
5. Hakkio, C. S., „A Re-examination of Purchasing Power Parity“, *Journal of International Economics*, Vol. 17, No. 3/4, November 1984, 265—77.
6. Levich, R. M., Empirical Studies of Exchange Rates: Price Behavior, Rate Determination and Market Efficiency, in: R. W. Jones and P. B. Kenen, eds., *Handbook of International Economics*, II, North-Holland, Amsterdam, 1985, 979—1040.
7. Mc Kinnon, R., Why Floating Exchange Rates Fail, „Temi di discussione“, *Servizie studi della Banca d'Italia*, novembre 1984, no. 42.
8. Organisation for Economic Co-operation and Development, Exchange Rate Management and the Conduct of Monetary Policy, „Monetary Studies Series“, Paris, 1985.
9. ———, Macroeconomic Policies and Exchange Rates, *OECD Economic Studies*, No. 3, Autumn 1984, 119—44.
10. Teslić-Nadlački, Ljubica, Politika deviznog kursa dinara i njeno delovanje na privredu SAP Vojvodine, Institut za međunarodne ekonomske odnose, Novi Sad, juni 1986.
11. Von Neumann-Whitman, M., „Assessing Greater Variability of Exchange Rates: A Private Sector Perspective“, *American Economic Review*, Vol. 74, No. 2, May 1984, 298—304.

Prof. dr Ljubica TESLIĆ-NADLAČKI

EXCHANGE RATE POLICY: THEORETICAL AND CONCEPTUAL ISSUES

(Summary)

Recent research on the theory of exchange rates has emphasized the asset market processes as the proximate determinants of exchange rate movements. On this view, the nature of exchange rates is such that they should be regarded as the prices of financial assets. Portfolio balance considerations form the conceptual framework for the asset-market approach to exchange rate determination, which has permitted innovative insights into the role of expectations. Three models comprising different special assumptions have been developed within the broad asset-market context.

There is a consensus that monetary and fiscal policies can influence exchange rates in a desired direction if policy adjustments are sufficiently large and well synchronized. Macroeconomic policy- in particular fiscal policy-actions and their effects on exchange rates are associated through more than one transmission mechanism. The interaction between macroeconomic policies and exchange rates depends importantly on the extent to which exchange rate is itself an object of policy, i. e. on whether it is information variable, explicit policy target or indicator for monetary policy.

The crucial assumptions of the asset-market approach, concerning the development of domestic financial market and their integration with world markets, are not fulfilled in the conditions of the Yugoslav economy. Taking into account high domestic inflation rates and adverse balance of payments developments, Yugoslavia has adopted a form of convention for relative purchasing power parity as the guide to exchange rate policy for the medium term. Some implications of the chosen type of exchange rate management are discussed in view of the recent experience.

