

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO  
BIPOLARNA TEORIJA DEVIZNIH TEČAJEV

Ljubljana, marec 2003

PETRA LESJAK

## IZJAVA

Študentka Petra Lesjak izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr.Mojmir Mraka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 31.3.2003

Podpis:

## KAZALO

<b>1. UVOD</b>	<b>1</b>
<b>2. KLASIFIKACIJA DEVIZNIH TEČAJEV</b>	<b>2</b>
2.1. <i>De jure</i> klasifikacija in prehod na <i>de facto</i> klasifikacijo	2
2.2. Režimi v <i>de facto</i> klasifikaciji	3
<b>3. BIPOLARNA TEORIJA</b>	<b>6</b>
3.1. Začetki bipolarne teorije	6
3.2. Opredelitev prve definicije bipolarne teorije in njenih pomanjkljivosti	7
3.3. Popravljen bipolarna teorija	11
3.4. Nerealnost režimov mehke vezave na dolgi rok	12
3.5. Realnost trde vezave	12
3.6. Devizni tečaj kot nominalno sidro proti inflaciji	13
<b>4. EMPIRIČNA PREVERJANJA HIPOTEZE</b>	<b>14</b>
4.1. Raziskava NBER	14
4.2. Fischerjev dokaz bipolarne teorije	15
4.3. Raziskava po <i>de facto</i> klasifikaciji	18
<b>5. IZKUŠNJE DRŽAV</b>	<b>20</b>
5.1. Hongkong – izkušnje z režimom valutnega odbora	20
5.2. Čile in Poljska – primer prehoda s fiksnega na fleksibilni režim deviznega tečaja	23
5.3. Izrael – presenečenja na poti do fleksibilnosti deviznih tečajev	27
5.4. Azijske države – ali je še prostor za srednje režime	31
<b>6. ZAKLJUČEK</b>	<b>37</b>
<b>7. LITERATURA</b>	<b>40</b>
<b>PRILOGE</b>	

# 1. UVOD

V mednarodnih financah in mednarodni ekonomiji velja, da se vprašanja, s katerimi se srečujejo ekonomski teoretiki, snovalci ekonomskih politik ter ostali ekonomisti, skozi čas pomembneje ne spreminjajo. Kar se s časom, družbenimi okoliščinami, novimi spoznanji in izkušnjami spreminja, pa so pravilni odgovori na ta vprašanja. Razprava o prednostih sistema fiksnega deviznega tečaja proti sistemu fleksibilnega deviznega tečaja in obratno ni nobena izjema. Skozi čas je ta razprava, kateri sistem deviznega tečaja je primernejši, doživela veliko preobratov v mišljenju ekonomistov, ki so v njej sodelovali.

V obdobju okrog konference v Bretton Woodsu leta 1944, ko so se postavljali temelji povojnega denarnega sistema, se je mnenje večine vodilnih ekonomistov tistega časa nagibalo v prid fiksnim deviznim tečajem. Nedvomno je bil razlog za to tudi v dejstvu, da so za ekonomsko nestabilnost držav v medvojnem obdobju delno krivili fleksibilne devizne tečaje, ki so jih države uvedle med vojno. V šestdesetih letih pa se je predvsem zaradi naraščajočega neravnotežja v plačilni bilanci ZDA, ki je povzročalo težave v Brettonwoodskem sistemu, mnenje večine spremenilo in postalo bolj naklonjeno sistemu fleksibilnega deviznega tečaja. Ta je bil z razpadom sistema leta 1973 v večini držav tudi uveden.

Izkušnje z visoko inflacijo v raznih delih sveta so bile eden glavnih razlogov za ponovni preobrat v osemdesetih letih in preference večine ekonomistov so se zopet obrnile v smeri sistema fiksnega deviznega tečaja. Postavljanje neke ciljne vrednosti deviznega tečaja, ki ga država potem poskuša doseči, se je namreč vedno bolj uveljavljalo kot eden izmed načinov, s katerim si lahko centralna banka pomaga pri poskusih denarne stabilizacije. Po letu 1985 je tako prihajalo do vedno pogostejših intervencij na deviznih trgih in države so se vedno bolj odločale za hibridne oblike režimov deviznih tečajev.

Pojav večjih tečajnih nestabilnosti v devetdesetih letih pa je sprožil nove razprave o deviznih tečajih. Povod za to je bila predvsem kriza evropskega monetarnega sistema ter finančne krize držav v razvoju in držav v tranziciji. Na prvi pogled bi lahko rekli, da bo razprava o špekulativnih napadih ter multiplih ravnotežjih samo še ena razprava o prednostih sistema fiksnega deviznega tečaja pred sistemom fleksibilnega deviznega tečaja in obratno. Pa vendar je tokrat prišlo do zasuka v povsem novo smer. Ekonomski teoretiki so namreč vzroke za omenjene krize pripisali tako imenovanim srednjim (hibridnim) režimom deviznih tečajev in njihovi nevzdržnosti na dolgi rok. Razvila se je tako imenovana bipolarna teorija, ki pravi, da se države, ki so integrirane v mednarodne finančne trge oziroma so na tej poti, vedno bolj odločajo za režime drsečega deviznega tečaja (fleksibilnega deviznega tečaja) ali pa za režime trde vezave (fiksnega deviznega tečaja) ter opuščajo srednje režime deviznih tečajev.

V svoji diplomski nalogi bom predstavila in opredelila bipolarno teorijo ter poskušala raziskati, v kolikšni meri drži in ali še obstaja prostor za srednje režime deviznih tečajev v državah s prostimi kapitalskimi tokovi. To tezo bom obravnavala v več poglavjih. Najprej bom v drugem poglavju obravnavala *de facto* klasifikacijo, ki je od januarja 1999 uradna klasifikacija Mednarodnega denarnega sklada in je pomembna predvsem za razumevanje obravnavanje tematike, kajti veliko ugotovitev in raziskav novejšega datuma temelji na njej. V tretjem poglavju bom predstavila začetke bipolarne teorije, nato opredelila prvo definicijo bipolarne teorije in njene pomanjkljivosti, potem pa bom predstavila Fischerjevo popravljeno bipolarno teorijo, nerealnost režimov mehke vezave na dolgi rok, realnost trde vezave ter vlogo deviznega tečaja kot nominalnega protiinflacijskega sidra. Empirične raziskave bipolarne teorije vključno z empiričnim dokazom bipolarne teorije, ki temelji na *de facto* klasifikaciji, bom predstavila v četrtem poglavju, nato pa bom v petem poglavju prešla na izkušnje držav. Osredotočila se bom na primere držav, ki so bili omenjeni na konferenci Mednarodnega denarnega sklada o deviznih tečajih marca leta 2001, ko so govorili tudi o bipolarni teoriji. Na primerih držav bom predstavila prednosti in slabosti režimov drsečega deviznega tečaja in režimov trde vezave deviznega tečaja, presenečenja in nevarnosti, s katerimi so se države srečevale pri prehodih iz enega režima v drugega, ter poskušala ugotoviti, ali države še uporabljajo srednje režime deviznih tečajev in ali so ti sploh vzdržni v teh državah.

## 2. KLASIFIKACIJA DEVIZNIH TEČAJEV

*De facto* klasifikacija je pomembna kot nova uradna klasifikacija deviznih tečajev IMF, ki je zamenjala po mnenju mnogih preživeto *de jure* klasifikacijo, predvsem pa je z vidika te diplomske naloge pomembna iz več razlogov. Strah pred drsenjem temelji prav na razliki med dejansko politiko deviznega tečaja in uradno politiko deviznega tečaja v državah, na to novo klasifikacijo pa se pri opredelitvi in dokazu svoje pravilnejše bipolarne teorije opira tudi Fischer

### 2.1. *De jure* klasifikacija in prehod na *de facto* klasifikacijo

Od leta 1975 pa do vključno leta 1998 je uradna klasifikacija režimov deviznih tečajev IMF kategorizirala države članice glede na njihovo uradno obvestilo IMF o tem, kakšno politiko deviznega tečaja vodijo. Države članice so morale uradno obvestiti IMF o svoji politiki deviznega tečaja v roku 30 dni po včlanitvi, nato pa redno in točno obveščati IMF o vseh spremembah, ki bi nastale v njihovih režimih. Režimi držav članic so bili grupirani glede na njihove uradne izjave o stopnji fleksibilnosti deviznega tečaja, ki jo dopuščajo. *De jure* klasifikacija je tako razlikovala med tremi glavnimi kategorijami:

- režimi fiksnih deviznih tečajev,
- režimi z omejeno fleksibilnostjo,

- fleksibilni režimi deviznih tečajev.

Kljub temu, da je imela ta klasifikacija nekatere prednosti, predvsem se omenjata razumljivost in točnost, pa je bilo v tem sistemu razporejanja režimov deviznih tečajev precej pomanjkljivosti, od katerih je bila zagotovo največja ta, da ni mogel zajeti razlik med uradno in dejansko politiko deviznega tečaja držav članic. Prav razlika med uradnim stališčem države do deviznega tečaja ter njenim dejanskim početjem je bila pogosto uporabljena za izpodbijanje veljavnosti bipolarne teorije, na primer Calvo in Reinhard (leta 2000).

Da bi odpravil te pomanjkljivosti, je IMF sprejel novo klasifikacijo režimov deviznih tečajev, ki namesto na uradnih (*de jure*) podatkih držav članic temelji na dejanskih (*de facto*) politikah deviznih tečajev, ki jih zasledujejo države članice. Nova *de facto* klasifikacija je postala uradna klasifikacija IMF januarja 1999 in je bolj podrobna kot *de jure* klasifikacija (Babula, Robe, 2002, str. 5).

## 2.2. Režimi v *de facto* klasifikaciji

*De facto* klasifikacija razlikuje med naslednjimi režimi (Babula, Robe, 2002, str. 15):

- režim z drugo valuto kot uradno valuto države, država uporablja valuto druge države kot edino legalno valuto. Primer tega je tako imenovana dolarizacija, kjer gre za popolno odpoved države svoji monetarni neodvisnosti;
- režim valutne unije, države, ki pripadajo valutni ali monetarni uniji imajo skupno valuto, ki je tudi edina uradna valuta v teh državah. S sprejetjem takšnega režima se države odpovejo monetarni avtonomiji in zato spada ta režim med trše vezave valute;
- režim valutnega odbora, država se v tem primeru zaveže, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksnem deviznem tečaju ter da bo izdajala domači denar le, če bo obstajalo kritje v tuji valuti. To pomeni, da centralna banka izgubi tradicionalne funkcije, kot je posojilodajalec v skrajni sili, ter monetarno politiko;
- režim konvencionalnega fiksnega deviznega tečaja, država se zaveže, da bo devizni tečaj vzdrževala na določeni ravni glede na določeno tujo valuto ali pa košarico tujih valut. Košarico običajno tvorijo valute najpomembnejših trgovskih partnerjev države, država pa lahko valuto veže tudi na neko umetno valuto, kot je na primer SDR. Tukaj ni zahteve po tem, da je treba pariteto nepreklicno ohranjati na enaki ravni. Devizni tečaj se lahko giba v mejah +/- 1 odstotek okrog centralnega deviznega tečaja ali pa največja in najmanjša vrednost deviznega tečaja ostaneta v pasu 2 odstotkov vsaj tri mesece. Država mora biti pripravljena ohraniti fiksno pariteto z neposrednimi ali posrednimi intervencijami na trgu. Fleksibilnost in avtonomnost monetarne politike je

sicer okrnjena, vendar večja kot pri režimih trde vezave, kajti centralna banka ohrani sicer okrnjene funkcije, prav tako pa ima država možnost, čeprav redko, da spremeni raven deviznega tečaja;

- režim plazečega fiksnega deviznega tečaja, valuta je sicer vezana na določeno tujo valuto ali košarico tujih valut, vendar pa je raven paritetne vrednosti valute v rednih intervalih prilagojena kot odgovor na spremembe na nekatere makroekonomske indikatorje (razlika med domačo in tujo inflacijo v preteklem in v prihodnjem obdobju) ali pa je samodejno prilagojena za manjše fiksne vrednosti. Ločimo nazaj in naprej obrnjen plazeči fiksni devizni tečaj. Devizni tečaj je obrnjen nazaj, kadar s spremembo paritete država odgovarja na pretekle razlike med domačo in tujo inflacijo, naprej pa takrat, kadar je devizni tečaj uporabljen kot sidro proti inflaciji, kadar je torej nova pariteta postavljena na neko prej določeno raven, ki pa je nad ali pod pričakovano razliko med domačo in tujo inflacijo;
- režim fiksnega deviznega tečaja znotraj horizontalnega pasu, v tem primeru se valuta lahko giblje v mejah  $\pm 1$  odstotek okrog formalno določenega deviznega tečaja. Država je zavezana, z direktnimi ali indirektnimi intervencijami na deviznih trgih, ohranjati oziroma braniti meje gibanja deviznega tečaja ;
- režim fiksnega deviznega tečaja znotraj plazečega pasu, država vzdržuje devizni tečaj v mejah najmanj  $\pm 1$  odstotek okrog formalno določenega, ki pa je lahko za manjše fiksne vrednosti prilagojen v rednih intervalih oziroma se prilagaja spremembam nekaterih makroekonomskih indikatorjev. Prav tako kot pri režimu plazečega fiksnega deviznega tečaja lahko tudi tu razlikujemo med naprej in nazaj obrnjenim režimom. Sama fleksibilnost režima je odvisna od širine pasu, znotraj katerega se giba devizni tečaj. Monetarna politika je zaradi obvezanosti, da bo ohranjala devizni tečaj znotraj mejah, še vedno omejena;
- režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja, tukaj države vplivajo na gibanje deviznega tečaja z aktivno intervencijo, neposredno ali posredno na deviznem trgu, ne da bi pred tem javno napovedale ali se zavezale za vzdrževanje določene ravni gibanja deviznega tečaja. Znotraj tega režima razlikujemo tesno in drugače uravnavan devizni tečaj;
- režim neodvisnega drsenja, devizni tečaj je tukaj povsem tržno določen. Monetarna politika je v teh režimih načeloma popolnoma neodvisna od politike deviznega tečaja.

Po tej klasifikaciji se kot režimi trde vezave štejejo režim z drugo valuto kot uradno valuto, režim valutne unije in režim valutnega odbora. Kot srednji režimi se opredeljujejo režimi tako imenovane mehke vezave (konvencionalni fiksni režim, plazeči fiksni devizni tečaj, fiksni devizni tečaj znotraj horizontalnega pasu, fiksni devizni tečaj znotraj plazečega pasu) ter režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja. Režima neodvisnega drsenja

ter drugače uravnavanega drsenja pa sta drseča režima (glej Prilogo 2). Fischer pa v svoji popravljeni bipolarni teoriji med režime mehke vezave ne uvršča tudi režim fiksne deviznega tečaja znotraj plazečega pasu, vendar le v primeru da ima široke meje nihanja.

Glavni vir za razvrščanje držav po *de facto* režimu deviznega tečaja so informacije, ki jih IMF pridobi preko dvostranskih posvetovanj in razgovorov ter tehnične pomoči, ki jo IMF omogoča članicam. Vtisi, pridobljeni na podlagi tega, so potem dopolnjeni z drugimi viri informacij, kot so članki, poročila za javnost in drugo, ter podprti z analizami obnašanja deviznih tečajev in rezerv v državi (Babula, Robe, 2002, str. 11).

Ugotoviti, kaj države dejansko počno s svojim deviznim tečajem, je razumljivo zelo zapletena naloga, razen v primeru režimov trde vezave, kjer so se vlade prisiljene držati uradnega *de jure* režima. Najbolj pa je naloga zapletena v primeru, ko države, ki uradno razglasijo uravnavani ali neodvisno drseči režim deviznega tečaja, uporabljajo posredne ali neposredne intervencije na deviznem trgu za držanje deviznega tečaja na želeni ravni. Pri razvrščanju držav v posamezne režime se je IMF v grobem držal naslednjih smernic (Babula, in Robe, 2002, str. 11):

- Sama stabilnost deviznih tečajev ni dovolj, da bi režim opredelili kot fiksni režim, razen če dokumenti iz različnih virov kažejo na to, da si država formalno in neformalno prizadeva ohraniti stabilen devizni tečaj glede na določeno tujo valuto ali košarico valut. Ko razpoložljive informacije kažejo na to, da si vlada prizadeva ohraniti stabilen devizni tečaj ter da je le-ta nihal v razponu največ dveh odstotkov glede na določeno tujo valuto ali košarico valut v zadnjih štirih mesecih, je režim opredeljen kot konvencionalni fiksni devizni tečaj.
- Devizni tečaji, vezani na košarico valut, so težje razpoznavni, še posebno, kadar sestava košarice ni znana. Razen v primerih, kjer je bilo očitno, da se države niso držale uradne politike, je bila ohranjena *de jure* klasifikacija.
- Države so bile opredeljene kot države s plazečim fiksni deviznim tečajem, kadar so obstajali dokumentirani dokazi da je bila podana formalna izjava o neformalni nameri vodenja politike postopne, nizke deprecijacije valute s formalno opredeljenim pasom gibanja tečaja ali brez njega.
- Če so države opredelile in formalno napovedale pas, v katerem se bo devizni tečaj gibal, ter hkrati napovedale omejeno gibanje deviznega tečaja v mejah notranjega pasu, so bile prav tako opredeljene kot države s fiksni ali plazečim fiksni režimom deviznega tečaja.
- Režim je bil opredeljen kot uravnavani drseči devizni tečaj in ne fiksni devizni tečaj, kadar je bil uradni režim sicer režim fiksne deviznega tečaja, vendar pa je uradni tečaj v kratkih časovnih intervalih pogosto devalviral, ali kadar je država vzdrževala



multiple devizne tečaje in se je večina transakcij vršila po bolj tržno osnovanem tečaju kot pa po uradnem fiksnem tečaju. Kadar država uporablja multiple devizne tečaje, se režim opredeli na podlagi tečaja, ki se uporablja v največ transakcijah.

- Odločilni faktor pri odločitvi, ali ima država režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja ali režim neodvisnega drsenja, so bili dokazi o tem, ali je bila uporabljena posredna ali neposredna intervencija na deviznem trgu z namenom vplivanja na dolgoročno gibanje deviznega tečaja bolj, kot bi bilo to potrebno za preprečevanje prevelikih nestabilnosti deviznega tečaja.

Iz napisanega je razvidno, da nova *de facto* klasifikacija deviznih tečajev, te deli podrobneje kot *de jure* klasifikacija, prav tako pa je bolj podrobna od razvrstitve deviznih tečajev, ki jih v svoji knjigi Mednarodne finance predstavlja Mrak. Po *de facto* klasifikaciji Fischer uvršča Slovenijo v režim uravnavanega drsenja brez vnaprej začrtane poti gibanja deviznega tečaja, bolj podrobno pa nas uvrščajo v režim tesno uravnavanega deviznega tečaja, ki po *de facto* klasifikaciji spada med srednje režime deviznih tečajev. Slovenija se torej po tej klasifikaciji uvršča nekje na mejo med srednjimi režimi deviznih tečajev in režimi drsečega deviznega tečaja

### 3. BIPOLARNA TEORIJA

Bipolarno teorijo drugače imenujejo tudi hipoteza o izginjajoči ali manjkajoči sredini, hipoteza kotov oziroma skrajnosti ter tudi teorija o izginjanju srednjih režimov deviznega tečaja. V tem poglavju bom najprej na kratko predstavila začetke bipolarne teorije, dogajanje, zaradi katerega so ekonomski teoretiki in raziskovalci sploh začeli dvomiti o primernosti srednjih režimov deviznega tečaja za države, ki so aktivno vključene ali pa se še vključujejo v mednarodni finančni sistem. Opredelila bom prvo definicijo bipolarne teorije in njene pomanjkljivosti, predvsem strah pred drsenjem. Nato bom predstavila popravljeno, manj dramatično bipolarno teorijo, ki jo je leta 2001 v svojem delu »Is the Bipolar View Correct« opredelil Stanley Fischer. Na koncu bom predstavila nerealnost in nevezdržnost režimov mehke vezave, kar je po Fischerjevem mnenju tudi glavni razlog za njihovo opuščanje, realnost trde vezave, ki je po avtorjevem mnenju razlog za privlačnost teh režimov, ter vlogo deviznega tečaja kot nominalnega sidra.

#### 3.1. Začetki bipolarne teorije

Prvi, ki eksplicitno omenja hipotezo o izginjajočih srednjih režimih, kot tudi imenujejo bipolarno teorijo, je Eichengreen leta 1994, vendar ne v smislu razvijajočih se tržnih gospodarstev, temveč v povezavi z evropskim mehanizmom deviznih tečajev, v nadaljevanju ERM. V obdobju 1992–93, ko so močni špekulativni napadi kratkoročnega kapitala na posamezne valute članic ERM povzročili krizo evropskega monetarnega

sistema, katerega sestavni del je ERM, sta se bili Italija in Velika Britanija prisiljeni umakniti iz sistema, nekatere države (Španija in Portugalska) pa so bile prisiljene devalvirati svoje valute. Sprejet je bil tudi radikalen ukrep širitve meja dopustnih nihanj okrog uradnih deviznih tečajev na kar 15 odstotkov na vsaki strani. Ta kriza je bila za nekatere avtorje dokaz, da načrtovana strategija postopnega prehoda v evropsko ekonomsko in monetarno unijo ni najboljši način za doseg cilja (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str. 12). Obstfeld in Rogoff sta leta 1995 na podlagi analize špekulativnih napadov in analize evropskega monetarnega sistema zaključila, da ni nekega »varnega« srednjega režima deviznih tečajev med režimi drsečega deviznega tečaja in režimi trde vezave

Teorija se je s krizami razvijajočih se tržnih gospodarstev razširila tudi na te, kajti ugotovljeno je bilo, da je bila vsaka od večjih mednarodnih kriz, povezanih s kapitalskimi trgi, kot so mehiška kriza leta 1994, kriza na Tajskem, v Indoneziji in Koreji leta 1997, ruska kriza, kriza v Braziliji leta 1998 ter argentinska in turška kriza leta 2000, tako ali drugače povezana s srednjimi režimi deviznih tečajev, bolj natančno z režimi mehke vezave. Države, ki se niso odločile za režime mehke vezave, so se izognile krizam, ki so prizadele države s temi režimi (Fischer, 2001, str. 1).

Glede na zgoraj opisano dogajanje ni nič presenetljivega, da so snovalci ekonomskih politik, ki so sodelovali pri reševanju teh kriz, začeli poudarjeno opozarjati države, ki so odprte oziroma se odpirajo mednarodnim kapitalskim tokovom, pred uporabo srednjih režimov. Iz teh opozoril, ki so bila podana v obliki nasveta, je izšla bipolarna teorija, ki pravi, da srednji oziroma hibridni režimi deviznih tečajev, ki so med dvema skrajnostma, trdo vezavo in režimi drsečega deviznega tečaja, niso vzdržni (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str. 13).

Tako razmišljanje najdemo pri mnogih avtorjih, prav tako pa so ga povzele mednarodne institucije, na primer IMF. Splošno mnenje je, da večina akademikov danes verjame, da delujejo samo radikalne rešitve – valute morajo prosto drseti ali pa morajo biti trdno vezane v sistemu valutnega odbora (Mussa, et al., 2000, str.2). Leta 2001 je šel razvoj bipolarne teorije naprej, saj je Fischer, eden izmed teoretikov osnovne teorije o bipolarnosti deviznih tečajev, razvil teorijo, ki jo je sam poimenoval pravilnejša bipolarna teorija in jo bom predstavila v nadaljevanju.

### 3.2. Opredelitev prve definicije bipolarne teorije in njenih pomanjkljivosti

Bipolarna teorija, na splošno pravi, da so režimi trde vezave valute in drsečega deviznega tečaja edini režimi deviznih tečajev, ki so primerni za trenutno stopnjo integracije med finančnimi trgi ter, da države z visoko stopnjo kapitalske mobilnosti opuščajo, oziroma bi morale opuščati, srednje režime deviznih tečajev med tema dvema skrajnostma. Države, odprte za mednarodne tokove kapitala, bi torej morale svoj devizni tečaj trdo vezati (

valutni odbor, valutna unija, dolarizacija) ali pa mu dopustiti prosto gibanje ( režimi drsečega deviznega tečaja) ( Williamson, 2001).

Kot večina teorij v današnjem svetu, sploh novih in nedodelanih teorij, ima tudi bipolarna teorija nasprotnike, ekonomske teoretike, ki menijo, da ta teorija ne drži, in to utemeljujejo predvsem z iskanjem pomanjkljivosti. Glavna pomanjkljivost bipolarne teorije, ki sta jo utemeljila Calvo in Reinhard, je tako imenovani strah pred drsenjem, ki ga bom podrobneje predstavila skupaj s pomanjkanjem teoretične podlage za bipolarno teorijo. Pri pomanjkanju teoretične podlage avtorji oziroma kritiki sami ponudijo po njihovem mnenju primernejšo teoretično podlago, Fischer pa v svojo tako imenovano popravljeno bipolarno teorijo vključi strah pred drsenjem .

### 3.2.1. Pomanjkanje teoretične podlage za bipolarno teorijo

Na prvi pogled se zdi, da bipolarna teorija izhaja neposredno iz načela nemogoče trojnosti Roberta Mundlla (1961). To načelo pravi, da so trije cilji, in sicer stabilnost deviznih tečajev (režim fiksnega deviznega tečaja), neodvisna monetarna politika ter prost pretok kapitala (integracija z mednarodnimi kapitalskimi trgi), nezdružljivi. To pomeni, da država ne more hkrati zasledovati vseh treh ciljev, temveč se mora enemu odpovedati. Če vemo, da se finančni trgi po svetu vedno bolj povezujejo, se odločitev zoži na odpoved stabilnosti deviznih tečajev ali odpoved neodvisni monetarni politiki. Seveda pa se moramo zavedati, da to ni isto, kot če bi rekli, da se država ne more odpovedati obema ciljema oziroma da ne more imeti delne stabilnosti deviznih tečajev ter samo delno neodvisne monetarne politike. Leta 1985 je Rogoff določil optimalno delno zavezanost nominalnim ciljem v monetarni politiki, tako da je primerjal in uravnesil prednosti vnaprejšnje zavezanosti monetarne politike nekaterim ciljem s prednostmi neobvezujočega odgovora na šok (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str.13-16)

V obstoječih teorijah ni ničesar, kar bi na primer preprečevalo državam, da zasledujejo cilj postavitve deviznega tečaja v določeno ciljno področje srednje širine. Ta teorija ciljnih področij se je začela s Krugmanom leta 1991 in pomeni stabilizacijo valute s špekulacijami pod predpostavko popolne mobilnosti kapitala. Podobno ni ničesar, kar bi vladi neke države preprečevalo postavitev režima uravnavanega drsenja deviznega tečaja, v katerem je polovica presežnega povpraševanja po valuti zadovoljenega z intervencijo centralne banke, samo polovica presežnega povpraševanja pa se izraža v spremembi deviznega tečaja. Prav tako ni v teoriji ničesar, kar bi državi preprečilo zasledovanje režima fiksnega deviznega tečaja, ki ga lahko opusti, kadar koli pride do šoka, ki ga s polovico svojih rezerv ne more nevtralizirati (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str. 13–16).

Ponuja se še ena podlaga za bipolarno teorijo, in sicer, da ko vlada prevzame obveznost vzdrževanja določene vrednosti deviznega tečaja in je ta obveznost sprejeta kot kredibilna, kot se je zgodilo v nekaterih azijskih državah, banke in podjetja podcenjujejo možnost spremembe v vrednosti valute in izdajajo nezavarovane dolarske obveznice na tujem. Ko

do devalvacije resnično pride, so njihovi prihodki v domači valuti prenizki, da bi servisirali dolg, kar povzroči bankrot. Iz tega sledi, da sta v svetu velike kapitalske mobilnosti le dva realna pristopa k politiki deviznega tečaja. Prva možnost je, da devizni tečaj ne samo "mehko" fiksiramo, temveč ga trdo zvežemo v valutni odbor. Velika večina držav pa mora slediti drugi alternativni, in sicer dopuščanju prostega gibanja deviznega tečaja. Če se devizni tečaj redno giblje, bodo ekonomski subjekti imeli spodbudo za zavarovanje pred tečajnimi tveganji (Eichengreen, Hausmann, 1999, str. 49). Toda ta argument ima še vedno nekaj slabosti. Prvič, očitno temelji na predpostavki neracionalnosti podjetij in bank. Drugič, neposredno namiguje, da bi bilo za državo in njeno gospodarstvo bolje, če bi v politiko deviznega tečaja vnesla nekaj negotovosti oziroma razburjenja in s tem odvrnila ekonomske subjekte od nezavarovanih tujevalutnih transakcij (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str. 13–16). Tretjo slabost pa je poudaril Ricardo Hausmann leta 1999, ko je dejal, da tujci niso pripravljeni imeti odprtih pozicij v valutah tržno razvijajočih se držav. Zaradi tega je težnja izogibanja sposojanja v dolarjih do neke mere tudi težnja izogibanja sposojanja nasploh.

Tretja mogoča teoretična podlaga za bipolarno teorijo je, da vlade, ki sprejmejo neko ciljno raven deviznega tečaja in pozneje doživijo velik obrat kapitalskih pritokov, običajno čakajo predolgo, preden se odrečejo ciljni ravni deviznega tečaja. Od leta 1998 bi se lahko naučili vsaj to, da je pravočasna devalvacija, eden izmed ukrepov, ki jih vlade tržno razvijajočih se držav lahko sprejmejo za minimiranje možnih negativnih učinkov valutne krize. (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str. 13–16) Mehika, Tajska in Koreja so čakale predolgo in tako preveč izčrpale rezerve. Zaradi tega, potem ko so končno devalvirale valuto, niso imele nobenega primernegega izhoda, nobene kombinacije obrestnih mer in deviznega tečaja, ki bi istočasno zadovoljila finančne omejitve zunaj ter preprečila recesijo v državi. Toda zavedati se moramo, da je izhod iz politike deviznega tečaja, kjer se vlada obveže vzdrževati neke ciljne vrednosti, izredno težavna politična pozicija (Caramazza, Azziz, 1998, str.13). Lekcija, ki so jo avtorji potegnili iz tega, je, da bi morale vlade, zato da se izognejo takšnim težavam, prevzeti nepreklicno institucionalno obvezo za vzdrževanje fiksnega deviznega tečaja v izredno ozkih mejah (valutni odbor) ali pa zapustiti režim fiksnega deviznega tečaja dovolj zgodaj.

Vsak od predstavljenih treh argumentov – nemogoča trojnost, nevarnosti nezavarovanih dolarskih oziroma tujevalutnih obveznosti in politične težave izhoda iz režima – vsebujejo pomembne resnice. Ker pa kot popolna teoretična podlaga za prevlado robnih režimov nad tako imenovanimi srednjimi režimi ne vzdržijo, so Frankel, Schmukler in Serven ponudili svojo teoretično podlago, in sicer so v razlago bipolarne teorije uvedli pojem preverljivosti. Trdijo, da so enostavni režimi, kot na primer režimi trde vezave (dolarizacija, valutni odbor) ali režimi drsečega deviznega tečaja, bolj pregledni in preverljivi s strani udeležencev na trgu kot zapleteni srednji režimi. Avtorji so svojo analizo gradili na primeru Čila ter jo nadaljevali z Monte Carlo eksperimentom in končni rezultat je povsem mogoča utemeljitev bipolarne teorije, da če režim ni preverljiv, to pomeni zadosti

pregleden ter zaupanja vreden, potem ne moremo pričakovati, da bo realističen in učinkovit.

### 3.2.2. Strah pred drsenjem

Calvo in Reinhart (leta 2000) ter drugi so poudarjali, da mnoge države, ki trdijo, da imajo drseč devizni tečaj, pravzaprav ne dovolijo, da bi ta prosto drsel, temveč raje uporabijo politiko obrestne mere in intervencijsko politiko, da vplivajo na njegovo obnašanje. Iz te trditve, ki ni brez podlage, so potegnili dva zaključka, in sicer:

- trditve, da se države odmikajo od režima prilagodljivega fiksne deviznega tečaja, ne drži;
- države imajo dobre razloge, da si želijo fiksne devizne tečaje.

Nobeno presenečenje ni, da večina snovalcev ekonomske politike bdi nad gibanjem nominalnih in realnih deviznih tečajev. Spremembe v nominalnih deviznih tečajih vplivajo na višino inflacije. Spremembe v realnih deviznih tečajih pa imajo lahko močan vpliv na razporeditev virov, kar ima lahko ne le ekonomske, pač pa tudi politične posledice. Zaradi tega je realno pričakovati, da bo monetarna politika v državah z režimi drsečih deviznih tečajev odgovarjala na premike deviznega tečaja. Medtem ko do tega skoraj nikoli ne pride v Združenih državah Amerike, se to pogosteje dogaja v drugih državah skupine G-7 ter manjših razvijajočih se tržnih gospodarstvih. V državah, ki zasledujejo določeno inflacijsko raven, bodo gibanja deviznih tečajev upoštevana pri določanju monetarne politike, zato ker višina deviznega tečaja vpliva na gibanje cen. Države z drsečim režimom deviznega tečaja občasno tudi posegajo na devizni trg z nakupom ali prodajo tuje valute (Fischer, 2001, str. 7).

Ko se država odloči za režim drsečega deviznega tečaja, se mora odločiti tudi za monetarno politiko. Veliko držav, ki so se pred kratkim odločile za drseči devizni tečaj, se je pri monetarni politiki odločilo za vzdrževanje neke nizke inflacijske stopnje. Kot sem že zapisala, se v tem primeru zgodi to, da so gibanja deviznega tečaja samodejno vračunana do te mere, kolikor se pričakuje, da bodo imela vpliv na inflacijo.

Zavedati se moramo, da ostaja vprašanje, ali bi naj poskušali z monetarno politiko v sistemu drsečega deviznega tečaja vplivati na devizni tečaj na kratek rok, nerazrešeno. Kljub temu, da povezava ni bila deležna podrobnih analitičnih raziskav, je Fischer prepričan, da med deviznim tečajem in inflacijo obstaja, na kratek rok, podobna povezava kot tista med inflacijo in nezaposlenostjo v Phillipsovi krivulji. Vendar pa, čeprav do neke mere ekonomisti že imajo odgovore, kako kratkoročno uravnati Phillipsovo krivuljo, nimajo odgovorov na vprašanje, kaj kratkoročno storiti s podobno povezavo med deviznimi tečaji in inflacijo.

Nekatere države od časa do časa presežejo uporabo obrestnih mer kot obliko posrednega vpliva na devizni tečaj in neposredno posežejo na devizni trg z namenom stabilizirati

devizni tečaj. Dokler ne dajejo vtisa, da poskušajo obraniti določeno višino deviznega tečaja, so takšne intervencije po Fischerjevem mnenju lahko koristne. To je namreč eno izmed preostalih področij, kjer guvernerji centralnih bank poudarjajo pomembnost občutka za trg in kjer sistematična pravila niso posplošena. Seveda obstaja veliko dvomov glede tega, ali takšna intervencija v resnici deluje, in če deluje, ali jo je priporočljivo uporabljati. Mehiška centralna banka je tako razvila metodo bolj ali manj samodejne intervencije z namenom zmanjšati dnevna gibanja deviznih tečajev, ki bi lahko bila za zgled v prihodnosti (Fischer, 2001, str. 7).

### 3.3. Popravljen bipolarna teorija

V svojem delu z naslovom »Is the Bipolar View Correct« se eden izmed začetnikov tako imenovane bipolarne teorije Stanley Fischer sprašuje o njeni pravilnosti in trdi, da so začetniki in utemeljitelji teorije, vključno z njim, pretiravali.

Popravljen, manj dramatična bipolarna teorija pravi, da za države, ki so odprte za mednarodne kapitalne tokove, režimi po sistemu fiksnega deviznega tečaja niso vzdržni, razen če gre za trdno vezavo v obliki valutnega odbora ali prevzema druge valute, vendar pa je spekter režimov po sistemu fleksibilnega deviznega tečaja, ki so možni in vzdržni širok. Prav tako avtor dodaja, da je popolnoma logično in pričakovano, da politika v večini držav ne bo nevtralna do gibanja deviznih tečajev in bo torej poskušala vplivati na njihovo gibanje.

To pomeni, da po Fischerjevem mnenju namen bipolarne teorije ni bil v tem, da se odstrani vse režime deviznih tečajev (srednje režime) razen skrajnih režimov (trde vezave, drsečega deviznega tečaja), temveč da se poudari neprimernost in nevzdržnost režimov, ki jih *de facto* klasifikacija imenuje režimi mehke vezave. Takšna oblika formulacije bipolarne teorije pušča državam, odprtim za kapitalne tokove, možnost izbire med številnimi aranžmaji, od režimov drsečega deviznega tečaja do cele vrste plazečih fiksnih deviznih tečajev s širokimi mejami in seveda tudi režima valutnega odbora ter opustitve nacionalne valute kot predstavnika sistema trde vezave. Za države, ki še niso odprte za mednarodne kapitalne tokove, pa ta definicija bipolarne teorije pravi, da lahko izbirajo med celotnim spektrom režimov deviznih tečajev. Pri tem se postavlja vprašanje, kakšne so karakteristike režimov deviznih sistemov, ki jih ta oblika teorije vendarle izključuje kot neprimerne. Odgovor bi bil, da gre za režime deviznih tečajev v državah, odprtih za mednarodne kapitalne tokove, v katerih prevladuje mnenje, da mora vlada vzdrževati tečaj na določeni ravni oziroma v ozkem pasu okrog te ravni, vendar pa sama vlada ni nikoli sprejela nobene institucionalne obveznosti, ki bi monetarno politiko zavezovala ali ji omogočala, da se osredotoči samo na cilj ohranjanja paritetne vrednosti (Fischer, 2001, str. 4). Gre torej za režime tako imenovane mehke vezave, za razliko od prve definicije bipolarne teorije, kjer so kot neprimerni veljali vsi tako imenovani srednji režimi, seveda za države, odprte mednarodnim tokovom kapitala.

Na podlagi analize podatkov, ki jih bom predstavila v nadaljevanju, je Fischer prišel do sklepa, da se je v zadnjem desetletju resnično pojavljal tako imenovani efekt izginjanja srednjih deviznih tečajev, ko so režimi trde vezave in drsenja pridobivali na račun izginjajočih režimov tako imenovane mehke vezave. Poudarja, da je bil trend opazen za vse države in ne le za tiste, ki aktivno sodelujejo na mednarodnih kapitalskih trgih, ter napoveduje, da se bo to odmikanje od sredinskih tečajev v prihodnosti nadaljevalo predvsem v državah z razvijajočim se tržnim gospodarstvom.

#### 3.4. Nerealnost režimov mehke vezave na dolgi rok

Glavni razlog za opuščanje režimov mehke vezave deviznega tečaja v državah, odprtih za mednarodne tokove kapitala, je dejstvo, da so ti režimi bolj podvrženi krizam in niso realni za daljša obdobja. Režimi mehke vezave so bolj občutljivi na krize predvsem zato, ker se v državah, kjer je takšen režim v veljavi daljše obdobje in je kredibilen, ustvari mnenje, da se devizni tečaj ne bo spremenil, torej se ni treba zavarovati pred tečajnimi tveganji. Ker se osebki v takšni državi ne zavarujejo, vsaka kriza toliko bolj prizadene celotno državo. Načeloma bi bilo mogoče zmanjšati možno škodo z natančnimi pravili in kontrolami, ki bi omejevala odprto tujo pozicijo bank, toda skozi takšna pravila je izredno težko nadzorovati financiranje podjetij. Glavni krivec za to, da mehke vezave niso realni režim za daljše obdobje, je tako imenovana nemogoča trojnost, ki pomeni nezdržljivost režima fiksne devizne tečaja, mednarodne mobilnosti kapitala in monetarne politike. Tukaj se nam samodejno postavita dve vprašanji, in sicer, zakaj v takšnem primeru monetarna politika ne bi mogla biti usmerjena neposredno v vzdrževanje fiksne devizne tečaja ter ali naj država uporablja kapitalske kontrole za omejitev mobilnosti letnega. Ugotovimo lahko, da če je monetarna politika države usmerjena samo v vzdrževanje fiksne devizne tečaja, lahko v primeru večjih odstopanj zaradi kriz, pride do tega, da potrebni monetarni ukrepi niso realni bodisi zaradi političnih razlogov bodisi zaradi škode, ki bi jo utrpel bančni sistem ali agregatno povpraševanje. V takšnih okoliščinah so posledice krize katastrofalne. Kar pa zadeva kapitalske kontrole, jih moramo deliti na tiste za uravnavo kapitalskih odtokov in tiste za uravnavo kapitalskih pritokov. Kontrole za uravnavanje kapitalskih pritokov se lahko uporabljajo za pomoč pri vzdrževanju fiksne devizne tečaja, vendar pa takšne kontrole s časom izgubljajo učinkovitost. Kontrole pritokov kapitala za določen čas sicer lahko državi pomagajo voditi neodvisno monetarno politiko v režimih mehke vezave in lahko vplivajo na strukturo kapitalskih pritokov, vendar pa je dolgoročna učinkovitost vprašljiva (Fischer, 2001, str. 4–6).

#### 3.5. Realnost trde vezave

Ob koncu leta 1999 je 45 držav članic od takrat skupnih 182 imelo režim fiksne devizne tečaja, v obliki valutnega odbora oziroma države niso imele lastne neodvisne

valute. Razen 11 držav EMU je bilo vseh 37 držav, ki niso imele lastne valute, majhnih. Argentina in Hongkong sta največji državi z režimom valutnega odbora. Glavne prednosti valutnega odbora, ki so tudi najbolj razpoznavne, so prednosti v smislu prilagoditev na šoke, ki prizadenejo tekoči račun. Vendar pa je težko ovrednotiti prednosti in slabosti omejitev, ki jih državi nalaga režim valutnega odbora. Raziskave kažejo, da državam z dolgo zgodovino monetarnih problemov vpeljava valutnega odbora pomaga pridobiti verodostojnost monetarni politiki hitreje in z nižjimi stroški, kot bi to bilo mogoče na katerikoli drug način (Fischer, 2001, str. 8–10).

Pred združitvijo držav v EMU so potekale obširne razprave o tem, kako se bodo države prilagodile na razne šoke. Predvsem so poudarjali fleksibilnost plač in cen, mobilnost produkcijskih faktorjev ter fiskalne komponente. Malo verjetno je, da bo država z valutnim odborom imela možnosti pridobiti povratna fiskalna sredstva iz tujine ali da bo tako mednarodno mobilna, kot je EMU. Kljub temu Fischer meni, da ne smemo pretiravati pri poudarjanju vloge proste gibljivosti delovne sile kot sredstva za kratkoročno prilagajanje na šoke niti v velikih državah. Za takšno državo mora biti potem poudarek na notranji mobilnosti dela in kapitala ter fleksibilnosti plač in cen. Politike, kot so spodbujanje notranje mobilnosti faktorjev, fleksibilnosti plač in cen, ter primerne fiskalne politike so seveda popolnoma mogoče in lahko pomagajo ohraniti valutni odbor skozi daljše obdobje (Fischer, 2001, str. 8–10).

Režimi trde vezave so bolj privlačni, predvsem z vidika premoženjskih trgov (v svojih razpravah jih, za razliko od Fischerja, skupaj s kapitalnim računom, radi poudarjajo avtorji, ki so močno naklonjeni trdim vezavam), kot so bili pred nekaj leti. Za majhno gospodarstvo, ki je močno odvisno od svoje trgovine ter kapitalskih transakcij z nekim velikim gospodarstvom, je prevzem valute te države lahko pametna odločitev (Fischer, 2001, str. 8–10). Seveda so pogoji za uspešno delovanje takšnega sistema v smislu moči finančnega sistema ter fiskalne stabilnosti precej zahtevni, vendar pa doseganje takšnih kriterijev v vsakem primeru pozitivno vpliva na gospodarstvo. Kljub temu morajo države pazljivo premisliti o naravi šokov, ki so jim najpogosteje izpostavljene, in se šele potem odločiti za primeren režim deviznega tečaja. Fischer meni, da bo, tudi skozi širitev EMU, vedno več držav prevzelo režime zelo trde vezave in da bo v prihodnosti vedno manj nacionalnih valut.

### 3.6. Devizni tečaj kot nominalno sidro proti inflaciji

Pozitivne in negativne plati uporabe deviznega tečaja kot nominalnega sidra za zniževanje hiperinflacije so bile že velikokrat obravnavane. Če država, ki želi zmanjšati inflacijsko stopnjo, ne sprejme režima trde vezave, mora premisliti o tem, kakšna bo njena strategija umika iz režima mehke vezave. Od enajstih držav, katerih stabilizacijski programi so temeljili na deviznem tečaju, so štiri (Argentina 1991, Estonija 1992, Litva 1994 in Bolgarija 1997) prevzele režim valutnega odbora in uspešno znižale inflacijo v državi.



Ostalih osem držav je ali močno devalviralo svojo valuto ali pa je prešlo na plazeči fiksni devizni tečaj, ki se je sčasoma razširili. Nižanje inflacije v treh državah (Mehiki 1994, Rusiji 1998 in Braziliji 1999) pa se je končalo v popolnem polomu domačih valut (Fischer, 2001, str. 10). Študija IMF tako imenovanih izstopnih strategij (Eichengreen et al., 1998, str. 48) je pokazala, da je najbolje izstopiti iz režima deviznega tečaja, ko je valuta močna, kar se največkrat zgodi, ko stabilizacija pridobi verodostojnost in se kapitalski pritoki povečajo. Kljub temu pa je politika oddaljevanja oziroma izstopa iz režima fiksnega deviznega tečaja precej zapletena. Ko je valuta močna, oblasti v glavnem namreč ne vidijo nobenega razloga za izstop iz režima, ko je valuta šibka, pa se devalvaciji ali širitvi meja upirajo, ker naj bi bila ta pod pritiskom neučinkovita. Vendar pa dlje kot država vztraja v režimu mehke vezave, večje so nevarnosti, povezane z njim.

Vezava deviznega tečaja je lahko in je bila uspešno uporabljena za nižanje inflacijske stopnje brez krize (Ghosh et al., 1997, str.2). Po drugi strani pa se moramo zavedati, da fleksibilni devizni tečaj omogoča državi, da izbere tisto kombinacijo inflacije in stopnje nezaposlenosti, ki jo sama ocenjuje za najbolj primerno.

#### 4. EMPIRIČNA PREVERJANJA HIPOTEZE

Na tem mestu bom predstavila tri različna empirična preverjanja bipolarne teorije. Prva raziskava je najstarejša, objavljena je bila leta 2000 ter v končnem rezultatu hipoteze ne podpre. Drugo raziskavo je izvedel Fischer leta 2001 in z njo na podlagi empiričnih podatkov podprl popravljeno bipolarno teorijo. Tretja raziskava pa je najnovejša, iz leta 2002, in se opira na novo *de facto* klasifikacijo IMF, ter prav tako kot druga v empiričnem delu podpre popravljeno bipolarno teorijo.

##### 4.1. Raziskava NBER

Glede na podatke IMF iz leta 1999 lahko rečemo, da od 185 članic IMF 51 držav članic kvalificira kot države z neodvisno drsečim deviznim tečajem, 45 držav članic pa kot države s trdimi vezavami (valutni odbor ali monetarna unija). To pomeni, da ima 89 držav članic IMF tako imenovani srednji režim deviznega tečaja (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str. 15). Vendar pa se moramo zavedati, kot pravi Reinhard, da države, ki trdijo, da imajo neodvisno drseči devizni tečaj, pogosto intervenirajo na deviznem trgu, torej dejansko ne dopuščajo, da bi se devizni tečaj prosto gibal. ZDA so edine, ki izredno redko posegajo na devizne trge.

Po drugi strani pa moramo upoštevati dejstvo, da so države, kvalificirane kot države s fiksnim deviznim tečajem, v zadnjem desetletju spremenile paritetno vrednost svojih valut. Obstfeld in Rogoff sta leta 1995 ugotovila, da je le šest večjih in nekaj zelo majhnih držav sveta paritetno vrednost svoje valute ohranilo nespremenjeno pet ali več let. Klein in

Marion pa sta leta 1997 ugotovila, da je povprečni čas trajanja paritetne vrednosti fiksnega deviznega tečaja v državah zahodne poloble deset mesecev.

Samo 37 držav članic IMF se je odpovedalo nacionalni valuti kot legalni valuti. To je 11 držav tako imenovane euro cone, 14 članic CFA frank cone ter nekaj manjših držav, kot so Panama, San Marino in druge. Od naštetih pa le 11 članic EMU pred kratkim. Šest držav se je odločilo za valutni odbor, in sicer Hongkong leta 1983, Argentina leta 1991, Estonija leta 1992, Litva leta 1994, Bolgarija leta 1997 ter Bosna leta 1998 (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str. 16). Iz navedenega lahko ugotovimo, da se je v zadnjem desetletju 20 držav odločilo sprejeti skrajno fiksni devizni tečaj. Toda to ni zadosten dokaz za ugotovitev svetovnega trenda. Težava je predvsem v tem, da je v devetdesetih letih prejšnjega stoletja nastalo približno toliko novih neodvisnih valut, kot jih je izginilo. Masson je leta 2000 statistično zavrnil hipotezo o tem, da se vedno več držav odloča za trdo vezavo ali pa režime drsečega deviznega tečaja. Na podlagi empiričnih podatkov je zaključil, da tako imenovani srednji režimi dejansko ne izginjajo. Veliko držav se še vedno odloča za režim nekje med trdo vezavo in čistim drsenjem. Podatki IMF za leto 1999 so, da je 30 držav z valuto, vezano na eno tujo valuto, 13 držav ima valuto vezano na košarico valut, 5 držav ima režim fiksnega plazečega deviznega tečaja, 7 držav ima režim fiksnega deviznega tečaja znotraj horizontalnega pasu, 7 režim plazečega fiksnega deviznega tečaja, 26 držav pa ima režim uravnavanega drsečega deviznega tečaja (Frankel, Schmukler, Serven, 2000, str. 17).

Če na kratko povzamem, na podlagi podatkov IMF iz leta 1999 avtorji menijo, da dejstva ne podpirajo bipolarne teorije, da se države torej ne premikajo proti skrajnim režimom, vendar pa dejansko ne zavrnejo popolnoma, hkrati pa tudi ne potrdijo bipolarne teorije v njeni začetni obliki.

#### 4.2. Fischerjev dokaz bipolarne teorije

Obstajata dve skupini držav, ki jih lahko obravnavamo kot države, integrirane v mednarodne kapitalske tokove. To so tako imenovane razvite države oziroma države z razvitim tržnim gospodarstvom in države z razvijajočim se tržnim gospodarstvom. Fischerjeva razdelitev držav temelji na seznamu in indeksu MSCI (Morgan Stanley Capital International) ter EMBI+ (Emerging Markets Bond Indeks). Glede na to uvršča med razvite države 22 držav, navedenih v tabeli 1, med države z razvijajočim se tržnim gospodarstvom pa 33 držav, navedenih v tabeli 2.

Tabela 1: Režimi deviznih tečajev za razvite države (države z razvitim tržnim gospodarstvom) (podatki za december 1999)

Država	Režim deviznega tečaja	Država	Režim deviznega tečaja
Avstrija	nima lastne valute (euro)	Avstralija	neodvisno drsenje
Belgija	nima lastne valute (euro)	Kanada	neodvisno drsenje
Finska	nima lastne valute (euro)	Danska	prilagodljivi fiksni devizni tečaj
Francija	nima lastne valute (euro)	Hongkong	valutni odbor
Nemčija	nima lastne valute (euro)	Japonska	neodvisno drsenje
Irska	nima lastne valute (euro)	Nova Zelandija	neodvisno drsenje
Italija	nima lastne valute (euro)	Norveška	uravnavani fleksibilni devizni tečaj
Nizozemska	nima lastne valute (euro)	Singapur	uravnavani fleksibilni devizni tečaj
Portugalska	nima lastne valute (euro)	Švedska	neodvisno drsenje
Španija	nima lastne valute (euro)	Švica	neodvisno drsenje
		Velika Britanija	neodvisno drsenje
		ZDA	neodvisno drsenje

Vir: Fischer, 2001, str. 16.

Od 22 razvitih držav, ki so vse popolnoma oziroma skoraj popolnoma odprte za mednarodne tokove kapitala, je 10 članic EMU in torej nimajo lastne valute, Hongkong ima režim valutnega odbora, Danska je v sistemu ERM in ima torej fiksni devizni tečaj, ki se giblje v določenih mejah nihanja, preostalih 10 držav pa ima gibljive devizne tečaje. Norveška in Singapur sta edini z uravnavanim drsečim režimom deviznega tečaja, medtem ko valute ostalih osmih držav neodvisno drsijo. Ugotovimo lahko, da ima med razvitimi državami polovica gospodarstev zelo trde vezave, skoraj polovica držav pa ima drseči devizni tečaj.

Tabela 2: Razvrstitev držav z razvijajočim se tržnim gospodarstvom na podlagi režima deviznega tečaja (podatki za december 1999)

Režim deviznega tečaja	Države
brez lastne valute/valutni odbor	Argentina, Bolgarija, Panama, Ekvador
konvencionalni fiksni devizni tečaj	Kitajska, Egipt, Malezija, Maroko, Pakistan, Jordan
fiksni devizni tečaj znotraj horizontalnega pasu	Grčija – danes spada pod režim valutne unije, kajti postala je polnopravna članica EMU
plazeči fiksni devizni tečaj	Turčija
fiksni devizni tečaj znotraj plazečega pasu	Madžarska, Izrael, Poljska, Šrilanka, Venezuela
uravnavani fleksibilni devizni tečaj	Republika Češka, Nigerija, Tajvan
neodvisno drseči devizni tečaj	Brazilija, Čile, Kolumbija, Indija, Indonezija, Koreja, Mehika, Peru, Filipini, Rusija, Južna Afrika, Tajska

Vir: Fischer, 2001, str. 18.

33 držav z razvijajočim se tržnim gospodarstvom je v tabeli 2 razvrščenih v skupine glede na režim deviznega tečaja. Največja je skupina držav z režimom neodvisnega drsenja, kamor spada kar 13 držav. Šest držav, Indonezija, Koreja, Tajsko, Rusija, Brazilija in Mehika, se je za ta režim odločilo po velikih krizah v prejšnjem desetletju. Odločitve teh držav za prosto drsenje so najbolj vplivale na trditve, da mehke vezave niso realne na daljše obdobje. Tri države pa so opredeljene kot države z režimom uravnavanega drsenja. Čeprav se porajajo dvomi o tem, ali naj bi bile določene države navedene v skupini čistega ali uravnavanega drsenja, pa ni nobenega dvoma, da vseh 16 spada v eno od teh dveh kategorij. Poleg tega pa so v zadnjem desetletju opazni pomembni premiki držav z razvijajočimi se tržnimi gospodarstvi iz različnih režimov fiksnih deviznih tečajev v smeri drsečih deviznih tečajev (Fischer, 2001, str. 3).

Pet držav iz tabele 2 je imelo ob koncu leta 1999 režim valutnega odbora ali pa sploh ni imelo svoje lastne neodvisne valute. Ekvador se je tej skupini pridružil leta 1999, ko se je odpovedal lastni valuti in se odločil za dolarje (dolarizacija), Grčija pa po pridružitvi EMU. Šest držav je imelo ob koncu leta 1999 konvencionalno fiksni devizni tečaj. Turčija je imela plazeči fiksni devizni tečaj, ki ga namerava razširiti v bolj fleksibilen režim. Štiri države so imele fiksni devizni tečaj znotraj plazečega pasu, ki se je v primeru Izraela in Poljske skozi leta širil v smeri razmeroma velike fleksibilnosti. V skupini držav z razvijajočim se tržnim gospodarstvom lahko ugotovimo, da se je znižalo število držav s srednjimi režimi, povečalo pa se je število držav z režimom drsečega deviznega tečaja (Fischer, 2001, str. 4).

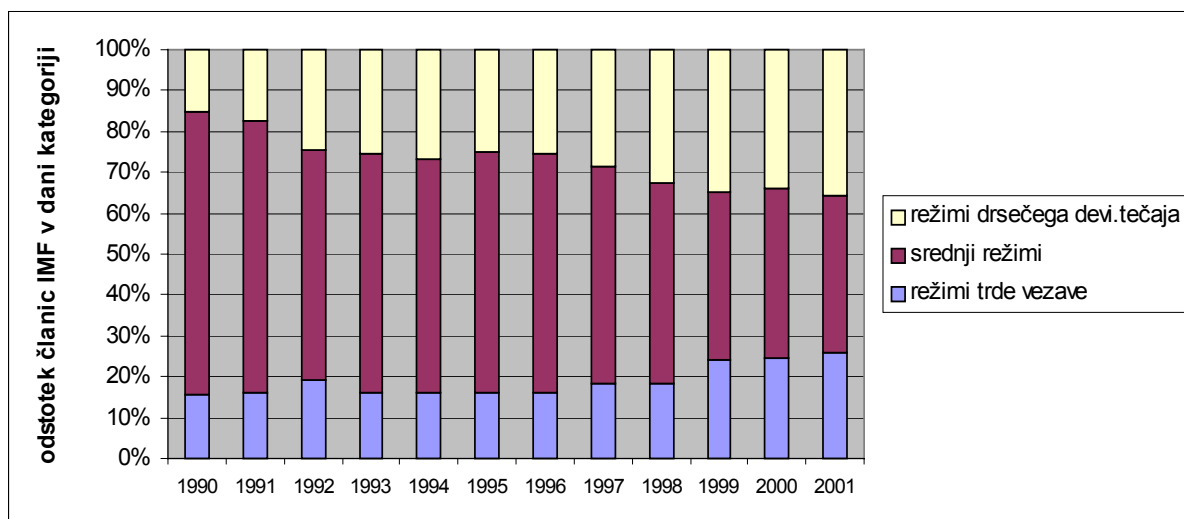
Fischer potem primerja režime deviznih tečajev za vse države iz leta 1991 in 1999. Ugotovi, da se je delež držav v svetu, ki nimajo lastne neodvisne valute ali imajo valutni odbor, povečal s 16 odstotkov leta 1991 na 24 odstotkov leta 1999. Delež držav v svetu s katerim od srednjih deviznih tečajev se je zmanjšal z 62 odstotkov leta 1991 na 34 odstotkov leta 1999. Delež držav z drsečim deviznim tečajem pa se je povečal s 23 odstotkov leta 1991 na 42 odstotkov leta 1999. Ti podatki po Fischerjevem mnenju potrjujejo dejstvo, da se delež srednjih tečajev v svetu manjša. Podobno analizo naredi še za razvite države in države z razvijajočim se tržnim gospodarstvom ter dobi podobne rezultate. Fischer meni, da je na podlagi teh podatkov realno trditi, da so se in se gospodarstva, odprta za mednarodne tokove kapitala, odmikajo od režimov tako imenovane mehke vezave valut v smeri trde vezave ali v smeri večje fleksibilnosti.

Pri tej raziskavi moram poudariti, da Slovenija glede na Fischerjevo razvrstitev držav ne spada niti v skupino razvitih držav niti v skupino držav z razvijajočim se tržnim gospodarstvom. Ko razdeli tudi druge države članice IMF glede na režim deviznega tečaja, nas Fischer razporedi v skupino držav z režimom uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja.

#### 4.3. Raziskava po *de facto* klasifikaciji

Avtorja te raziskave sta se odločila, da bosta na podlagi *de facto* klasifikacije, ki sem jo že predstavila, raziskali razvoj režimov deviznih tečajev od leta 1990 naprej. Tudi Fischer se je pri svojih razmišljanjih opiral nanjo, vendar pa jo je IMF sprejel šele leta 1999, tako da Fischerjev empirični dokaz v delu, ko primerja spremembe v deležih v letih 1991 in 1999, temelji na starejši *de jure* klasifikaciji. V obravnavani raziskavi pa sta avtorja raziskovala gibanje deviznih tečajev na podlagi mesečne baze podatkov o *de facto* deviznih tečajih držav članic. Na podlagi podatkov o dejanskih politikah deviznega tečaja v državah članicah IMF od leta 1990 naprej sta avtorja sestavila bazo podatkov o *de facto* režimih deviznih tečajev držav članic za obdobje od 1990 do 2001.

Slika 1: Prikaz razvoja deviznih tečajev med članicami IMF od 1990 do 2001 po *de facto* klasifikaciji



Vir: Babula, Robe, 2002, str.18.

Delež držav članic IMF, ki imajo enega izmed režimov fiksnega deviznega tečaja, se je od leta 1990 sicer znižal, vendar pa je takšne režime ob koncu leta 2001 še vedno imelo več kot polovica držav članic, kar 56 odstotkov. V sistemu fiksnih deviznih tečajev pa so po tej raziskavi opazni premiki v smeri režimov močnejše vezave valute, njihov delež se je namreč v tem obdobju več kot podvojil. Skupaj z opazno rastjo drsečih deviznih tečajev to nakazuje trend odmikov od tako imenovanih srednjih režimov v smeri stranskih rešitev, kar do neke meje potrjuje bipolarno teorijo. Delež srednjih režimov deviznih tečajev se je v obdobju 1990–2001 znižal za približno 30 odstotkov, na ta račun se je za 10 odstotkov povečal delež tako imenovanih trdih vezav in za 20 odstotkov delež režimov drsečega deviznega tečaja (Babula, Robe, 2002, str. 18).

Veliko držav je opustilo tako imenovane mehke vezave, druge pa so še naprej vztrajale pri vzdrževanju določene ravni deviznega tečaja, tako da so se odločile za bolj fleksibilne

oblike srednjih režimov. Deleži režimov deviznega tečaja znotraj plazečega pasu in uravnavanega drsečega deviznega tečaja so se povečali, medtem ko so se deleži deviznih tečajev znotraj horizontalnega pasu, plazečega fiksnega deviznega tečaja ter tako imenovanih konvencionalnih fiksnih deviznih tečajev ostro znižali. V večini primerov je bil nastanek napetosti med ciljema zniževanja inflacijske stopnje in konkurenčnostjo, pomemben faktor, zaradi katerega so se države, prostovoljno ali pa tudi ne, odločile za premik od manj fleksibilnih srednjih režimov proti bolj fleksibilnim srednjim režimom deviznega tečaja. Plazeči fiksni devizni tečaji, ki so bili nekoč izredno popularni med državami z visoko inflacijo, so bili med krizami opuščeni ali pa so jim povečali fleksibilnost z uvedbo pasu. Režim deviznega tečaja znotraj plazečega pasu je ponujal večjo fleksibilnost v smislu ravnanja s prostimi kapitalskimi tokovi ter hkrati ohranjal, vsaj do neke mere, vlogo sidra skozi redne mini devalvacije. Delež fleksibilnih tečajev se je povečal, ko so vlade poskušale ohraniti vlogo deviznega tečaja kot protiinflacijskega sidra, ne da bi se morale zavezati k ohranjanju deviznega tečaja na določeni ravni (Babula, Robe, 2002, str. 21). Ta ugotovitev avtorjev potrjuje Fischerjevo popravljeno bipolarno teorijo.

Premik stran od srednjih režimov je bil po ugotovitvah avtorjev bolj izrazit med razvitimi državami ter državami z razvijajočim se tržnim gospodarstvom, ki so močno integrirane v mednarodne kapitalske trge. Srednji režimi deviznih tečajev so v razvitih državah praktično izginili. Seveda je glavni razlog za to, kot so ugotovili tudi drugi raziskovalci, vstop držav v EMU in s tem opustitev režima ERM ter seveda odločitev Norveške, Švedske in Velike Britanije za drsenje v času krize ERM leta 1992. V državah z razvijajočim se tržnim gospodarstvom je bilo zaznati premik predvsem v smeri večje fleksibilnosti tečajev. Veliko držav se je za to odločilo zaradi ostre spremembe v kapitalskih tokovih leta 1990, druge pa zaradi odločitve, da povečajo moč monetarne politike države. Dodatna spodbuda je bila tudi nevarnost špekulativnih kapitalskih tokov. Nekaj držav, Argentina, Bolgarija, Ekvador, pa se je odločilo za bolj trdno vezavo in so s tem zmanjšale ali pa se popolnoma odrekle monetarni avtonomiji (Babula, Robe, 2002, str. 23).

Avtorja pa ugotavljata, da niti trend, ugotovljen iz empiričnih podatkov, niti navedeni razlogi za odmikanje od srednjih režimov ne morejo biti zadostna podlaga za trditev, da bodo srednji tečaji nekega dne izginili. Zato opravita bolj formalno analizo bipolarne teoriji, in sicer Markovo analizo. Na podlagi ocenjevanja verjetnosti prehoda med tremi širokimi kategorijami, trde vezave, srednjih režimov in drsečih režimov, avtorja prideta do ugotovitve, da na podlagi te analize ni močnih empiričnih dokazov za bipolarno teorijo ter da bodo srednji režimi zelo verjetno del dolgoročne distribucije režimov deviznih tečajev. Vendar pa ugotavljata, da bi bilo treba zaradi nekaterih dokazov o strukturni nestabilnosti podatkov pri tej analizi pridobiti dodatne podatke o prihodnji evoluciji režimov deviznih tečajev, preden se dokončno izrečeta proti bipolarni teoriji.

Ugotovim lahko, da dve empirični raziskavi potrdita bipolarno teorijo v njeni novejši obliki. Prav tako lahko do neke mere sklepam, da bi prva raziskava prav tako podprla

novejšo obliko bipolarne teorije, kajti avtorji v njej operirajo s precej podobnimi podatki kot Fischer. Na tem mestu lahko torej zaključim, da empirični podatki na splošno podpirajo obstoj bipolarne teorije v popravljeni obliki.

## 5. IZKUŠNJE DRŽAV

V tem delu naloge bom na primerih držav predstavila dogajanje na področju deviznih tečajev. Težave, s katerimi se srečujejo države z valutnim odborom, bom predstavila na primeru Hongkonga, potem bom predstavila razloge za prehod s fiksnih na drseče devizne tečaje na primeru Čila in Poljske. Na primeru Izraela bom podrobneje predstavila pasti, ki čakajo države pri tem prehodu, na koncu pa bom na primeru azijskih držav poskušala odgovoriti na vprašanje, ali države v današnjih razmerah velike integracije finančnih trgov še lahko ohranjajo tako imenovane srednje režime.

### 5.1. Hongkong – izkušnje z režimom valutnega odbora

Primer Hongkonga je zanimiva študija zaradi svoje dolge zgodovine in bogatih izkušenj pri upravljanju z režimom valutnega odbora. Izkušnje te države pa so za druge pomembne tudi zaradi strukture gospodarstva, ki je zaradi visoke stopnje odprtosti, odsotnosti kapitalskih kontrol ter velikih kapitalskih pretokov zelo dovzetno za izzive modernega finančnega sistema.

Fiksen devizni tečaj je bil v zgodovini Hongkonga prej pravilo kot izjema in to odseva izjemno navzven usmerjeno gospodarstvo, ki potrebuje in želi trdno sidro za zunanjo vrednost svoje valute. Hongkonški dolar je bil skozi zgodovino večino časa vezan, od 1935 do 1972 na angleški funt, od 1972 do 1974 pa na USD, potem je drsel devet let, in sicer od 1974 pa do 1983, ko je država znova vezala valuto na ameriški dolar. V prvi polovici obdobja drsenja je gospodarstvo delovalo dobro, v drugi polovici pa so se pojavili znaki pregrevanja. Seveda pa za to ne moremo v celoti kriviti režima deviznega tečaja. Ekonomisti namreč krivdo pripisujejo predvsem odsotnosti učinkovitega monetarnega sidra ter nejasni definiciji ciljev monetarne politike. Prav tako ni pomagalo dejstvo, da vlada ni imela nobenega nadzora nad medbančno likvidnostjo in obrestnimi merami. Dodatni vzrok, ki je spodbudil opustitev drsečega deviznega tečaja, pa je bila velika negotovost in nezaupanje, ki sta spremljala politični prehod Hongkonga. Septembra 1983 je vrednost hongkonškega dolarja padla za 15 odstotkov v dveh dneh, kar je v državi povzročilo pravo paniko. Za povrnitev zaupanja v valuto je vlada sprejela odločitev o fiksnih vezavi le-te na ameriški dolar, in sicer 7.80 HK\$ za 1 USD (Chiu, 2001, str. 7).

Za vezavo na ameriški dolar so se odločili predvsem zato, ker vezava valute na eno tujo valuto pomeni prednosti v smislu enostavnosti, preglednosti in razumljivosti za širšo javnost. Za ameriški dolar pa so se odločili zato, ker so ZDA eden največjih trgovskih

partnerjev Hongkonga, USD pa je vodilna svetovna valuta, v kateri se vrši velik del trgovinskih transakcij Hongkonga. Oblika te prve vezave je bila pogojena z institucionalno ureditvijo v državi v tistem obdobju. Zaradi določenih zgodovinskih razlogov bankovce v Hongkongu izdajajo komercialne banke in ne valutni odbor. Banke, ki izdajajo bankovce, so po zakonu prisiljene držati certifikate zadolženosti (CI). To so papirji, ki jih izdaja EF (Menjalni sklad) z namenom prepričati komercialnim bankam, da bi odstopile od izdaje bankovcev, in ne prinašajo obresti. Poleg tega so banke v Hongkongu pred decembrom 1996 vzdrževale klirinške račune pri drugi komercialni banki HSBC (Hongkonški in šanghajski bančni korporaciji). Poleg teh posebnosti je imel sistem še mnoge pomanjkljivosti, ki so se predvsem izrazile leta 1987 zaradi večjega priliva špekulativnega kapitala v državo, kar je pomenilo velik pritisk na valuto. Ker vlada ni imela učinkovite kontrole nad medbančno likvidnostjo, zato da bi odvrnila napad, je zagrozila z negativnimi obrestmi. Jasno je postalo, da sistem potrebuje reforme, ki jih je Hongkong še pred azijsko krizo tudi izvedel. Reforme, ki so poostrele disciplino v upravljanju z medbančno likvidnostjo, vzpostavile mehanizem za kratkoročno likvidnostno pomoč ter okrepile institucionalni okvir, so se začele izvajati leta 1988 (Chiu, 2001, str. 9).

Režim valutnega odbora, izboljššanega z reformami, je bil na večji preskus postavljen z azijsko finančno krizo leta 1997. V regiji so valute padale ena za drugo in špekulativni napadi na hongkonški dolar so se vrstili. Država je krizo prebrodila in ohranila režim valutnega odbora, vendar pa je ta kriza pokazala na nove šibke točke in tako je HKMA (hongkonška monetarna avtoriteta) septembra 1998 začela z vrsto tehničnih reform za okrepitev režima valutnega odbora. Te reforme lahko razdelimo v tri širše kategorije (Chiu, 2001, str. 11–15), in sicer:

- Izrecna zavezanost vezavi

HKMA je bila, zato da bi zagotovila stabilnost deviznega tečaja, sicer vedno pripravljena prodajati ali kupovati HK\$ po tečaju 7.80 HK\$ za 1 USD, vendar pa natančni devizni tečaji, po katerih je trgovala, niso bili znani. Veljalo je prepričanje, da bo določena stopnja negotovosti povečala negotovost špekulantov, vendar pa je to med krizo, ko je bilo zaupanje v valuto omajano že z zunanjimi in domačimi šoki, negativno vplivalo na gospodarstvo. Kot del tehnoloških reform je tako HKMA zagotovila menjavo HK\$ za USD po določeni menjalni stopnji vsem bankam z licenco v Hongkongu. Začetna stopnja je bila ob upoštevanju prevladujočega tečaja postavljena na 7.75 HK\$ za 1 USD. Avgusta 2000 je bila menjalna stopnja dvignjena na fiksno stopnjo 7.80 HK\$ za 1 USD in tam tudi ostala. HKMA je sicer ohranila neko omejeno svobodo pri določanju deviznih tečajev za prodajo HK\$ za USD, še vedno namreč vlada prepričanje, da majhna stopnja negotovosti špekulantom otežuje ocenitev stroškov špekulacije.



- Reorganizacija mehanizma za premoščanje likvidnostnih težav

Izkušnje med krizo so razkrile tudi pomanjkljivosti LAF (sistema za prilagoditev likvidnosti), ki je bil uveden leta 1992 kot del prvih reform sistema na dveh ravneh. Prvič, LAF je bil v glavnem sistem za odbijanje likvidnostnih šokov in naj bi zagotavljal nemoteno delovanje medbančnega plačilnega sistema. Sistem pa ni imel vgrajenega mehanizma za preprečevanje presežnega naraščanja obrestnih mer kot odgovora na portfeljske šoke. Skupna bilanca bančnega sistema je bila že od nekdaj nizka glede na učinkovitost plačilnega sistema in odsotnost zahtev po obveznih rezervah. Odtok sredstev bi lahko hitro izčrpal medbančno likvidnost in povzročil paniko med bankami. Druga pomanjkljivost pa je v tem, da HKMA sicer ima pravico spreminjati obrestne mere LAF, vendar pa so te konvencionalno določene fiksno z odmikom od diskontne stopnje ZDA. Zaradi teh pomanjkljivosti je HKMA zamenjal LAF s tako imenovanimi diskontnimi okni. Izposoja na podlagi vrednostnih papirjev EF, ki so popolnoma kriti z USD, tako ni več omejena. Osnovna obrestna mera za sposojanje pri okencih je določena na podlagi javne formule, ki upošteva ciljno raven obrestne mere v ZDA ter medbančno obrestno mero za HK\$. Obstaja pa določilo, po katerem banka, ki si sposodi več, kot znaša 50 odstotkov sredstev, ki jih ima v vrednostnih papirjih EF, plača za posojilo višjo obrestno mero. Čeprav učinkovitost diskontnih oken še ni bila preskušena s kakšnimi večjimi šoki, so simulacije pokazale, da bi ta sistem precej zmanjšal nihanja obrestnih mer v času krize.

- Povečanje transparentnosti operacij valutnega odbora

Da bi dosegla večjo preglednost operacij, je HKMA objavila napoved sprememb v skupni bilanci in ustanovila pododbor za operacije valutnega odbora, ki nadzira transakcije valutnega odbora ter priporoča ukrepe, s katerimi bi še bolj okrepili valutni odbor.

Hongkong si je po krizi hitro močno opomogel, kar priča o sposobnosti gospodarstva, da se prilagodi na šoke. Od 1983, ko se je država znova odločila za režim valutnega odbora, je gospodarstvo delovalo dobro, s 5-odstotno rastjo povprečnega letnega realnega BDP in povprečno letno inflacijo 6 odstotkov. Fleksibilnost gospodarstva, zdrav finančni sistem, fiskalna natančnost ter rezerve v tuji valuti so osnovni elementi, ki podpirajo vzdržnost valutnega odbora. Kljub odličnim rezultatom v gospodarstvu leta 2000 pa čaka Hongkong v prihodnosti mnogo izzivov. Stopnja nezaposlenosti še ni na predkrizni ravni, prav tako potrošnja in investicije, katerih stopnje so se sicer dvignile, vendar so še vedno pod predkrizno ravno. Upočasnjena rast tujih trgov pa bo po pričakovanjih negativno vplivala na trgovinsko bilanco. Po drugi strani pa bo gospodarstvo Hongkonga najverjetneje pridobilo zaradi zniževanja obrestnih mer v ZDA, prav tako pa bo pridružitve Kitajske Svetovni trgovinski organizaciji najverjetneje spodbudila trgovinsko dejavnost s to državo. Zavedati se moramo, da je bil monetarni sektor v zadnjih letih kljub krizam relativno stabilen, vendar pa je malo odprto gospodarstvo vedno izpostavljeno tveganjem nestabilnosti kapitalskih tokov. Kljub temu, da so dosedanji valutni odbori relativno

uspešno delovali, pa bo v prihodnosti treba uvesti nove reforme za njegovo okrepitev (Chiu, 2001, str. 22).

## 5.2. Čile in Poljska – primer prehoda s fiksnega na fleksibilni režim deviznega tečaja

V tem delu naloge bom predstavila primera Čila in Poljske kot primera držav, ki sta z režimov fiksnega deviznega tečaja prešli na režim fleksibilnega deviznega tečaja. Čile so primer manj razvite države, medtem ko je Poljska primer države v tranziciji, zaradi česar se njuni izkušnji pri tem prehodu precej razlikujeta, hkrati pa obe omogočata vpogled v različne težave, s katerimi se države soočajo pri prehodih med režimi deviznega tečaja, ter v razloge, zaradi katerih se države zanje odločajo.

### 5.2.1. Primer Čila

V zadnjih 40 letih je Čile izkusil širok spekter režimov deviznih tečajev, od trdih vezav v zgodnjih 60. in 80. letih pa do trenutnega režima čistega drsenja. Po polomu fiksnega deviznega tečaja leta 1982 so se odločili za fiksni devizni tečaj z mejami gibanja, ki je trajal celih 15 let. Čeprav je ta režim doživel veliko sprememb v širini meja nihanja ter v razlogih za njegov obstoj, se je izkazal za dobro izbiro (v smislu skoraj neprekinjenih makroekonomskih dosežkov). Kljub temu pa se je septembra 1999 država odločila opustiti režim fiksnega deviznega tečaja v mejah nihanja. Tej odločitvi je botrovalo več razlogov (Morande, 2001, str. 1).

Leta 1999, ko so dosegli stopnjo inflacije okrog 3 odstotkov, za katero je centralna banka Čila menila, da je primerna, so prej prevladujoči načrt doseganja zelene stopnje inflacije modificirali. Od takrat naprej je bil poglavitni cilj ohraniti stabilno in nizko inflacijsko stopnjo, ne pa jo leto za letom zniževati. Del nove makroekonomske politike so bili tudi daljši politični horizonti (8 mesecev) ter povečana transparentnost politike. Kot del nadgradnje nove inflacijske sheme so šteli tudi režim čistega drsenja kot režim, ki vključuje manj tveganj konflikta s cilji inflacijske politike kot prejšnji režim. Prav tako je v letih pred 1999 trg tujih menjalnih derivatov in instrumentov zavarovanja pred tečajnimi tveganji zelo zrasel, tako da je bil leta 1999 zasebni sektor bolj pripravljen sprejemati in se zavarovati pred deviznimi tveganji kot v prejšnjih letih. Makroekonomska fleksibilnost, potrebna za sprejemanje šokov, ki so povezani z režimom čistega drsenja valute, je bila prav tako pripravljena (Morande, 2001, str. 6). V splošnem Morande meni, da so novi pogoji, s katerimi se je gospodarstvo Čila začelo srečevati leta 1998, jasno pokazali, da dotedanja politika potrebuje spremembe. Stara politika je bila namenjena kombinaciji konstantnega zniževanja inflacije z istočasnim ohranjanjem visoke stopnje rasti in deviznega tečaja v mejah nihanja v okolju visokih kapitalskih pritokov in fiskalnega presežka, ki pa se je sicer zniževal. Nova politika, vključujoči režim drsečega deviznega tečaja, je spremenila cilje in instrumente v smislu večje koherence in preglednosti, tako da so pripravljene za različne in pogosto nasprotujoče si pogoje v mednarodni sferi.

Najbolj glasni zagovorniki meja nihanja so kot razlog za ohranitev režima navajali potrebo gospodarstva po deviznem tečaju, ki bo spodbujal mednarodno konkurenčnost domače proizvodnje. To je pomenilo, da naj bi politika stalno depreciranega oziroma ne preveč apreciranega deviznega tečaja nadomeščala druge oblike industrijske politike. Takšna utemeljitev se je pojavila v času, ko je bil trend gibanja deviznega tečaja jasno usmerjen v apreciacijo in je vlada menila, da bi zanimanje centralne banke za ciljanje in zniževanje inflacije le-to lahko spodbudilo k zasledovanju politike, ki bi vodila k še večji apreciaciji pesa. Ko je v letih 1998 in 1999 peso dejansko depreciral kot posledica zunanjih kriz in je centralna banka spremenila glavni namen inflacijske politike z zniževanja na ohranjanje trenutne nizke stopnje inflacije, so se vladni strahovi zmanjšali in nasprotovanja opustitve režima z mejami nihanja so potihnila (Morande, 2001, str. 6).

Avtor meni, da zgoraj navedeni argumenti delno tudi pojasnjujejo, zakaj je trajalo tako dolgo, preden je Čile opustil režim z mejami nihanja. Po drugi strani pa pravi, da je za to, da čisto drsenje ni bilo vzpostavljeno že leta 1998, krivo samo pomanjkanje priložnosti. Kot zadnji, tretji argument pa Morande navaja azijsko krizo, ki je po njegovem mnenju ustvarila veliko nezaupanje glede srednjih deviznih tečajev po celem svetu, med akademiki, politiki in udeleženci na trgu. Zaradi tega je bila opustitev režima meja nihanja v skladu s prevladujočim trendom v svetu (Morande, 2001, str. 7).

Kljub temu, da je bil prehod na režim čistega drsenja neke vrste naravni razvoj, pa so se vseeno pojavljala vprašanja, zakaj se Čile raje ne odloči za trdo vezavo valute (valutni odbor ali odpoved svoji valuti). Sama odločitev o tem, ali vzdrževati lastno valuto ali ne, običajno temelji na makroekonomskih prednostih, ki izvirajo iz makroflexibilnosti kot posledice fleksibilnega deviznega tečaja in neodvisne monetarne politike, ter mikroekonomskih prednostih, ki pa izvirajo iz nižjih transakcijskih stroškov in večje ekonomske integracije v režimu valutne unije (Edwards, 1996, str. 20). Natančna kvantitativna določitev teh stroškov in prednosti pa zagotovo ni lahka naloga. V svoji razpravi je Morande primerjal stroške in prednosti odpovedi lastni valuti (v smislu dolarizacije ali monetarne unije). Zaradi težav s kvantifikacijo je prednosti in stroške kvalitativno opisal, sama pa jih tukaj navajam v strnjeni obliki.

Prednosti, če se država odpove pesu:

- nižji transakcijski stroški,
- manjša segmentacija trga ter večja integracija trga dobrin,
- povečanje mednarodne trgovine zaradi manjšega valutnega tveganja ter odprave premij za valutno tveganje.

Stroški, če se država odpove pesu:

- odpoved neodvisni monetarni politiki in politiki deviznega tečaja, kar pomeni uvažanje inflacije, izgubo fleksibilnosti deviznega tečaja in monetarnega stabilizatorja,

- stroški s fiskalno koordinacijo in medregionalnimi fiskalnimi transferji,
- odpoved možnosti posredovanja centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili.

Analiza, ki jo je izvedel na podlagi zgoraj omenjenih prednosti in stroškov, kaže, da bi bila za Čile v takratnem trenutku odločitev slaba, če bi sprejeli tujo valuto kot edino legalno valuto v državi. Ker sta bili drugi dve različici trde vezave (valutna unija in valutni odbor) prav tako, če ne še bolj nesprejemljivi, je bil fleksibilen devizni tečaj najboljša razpoložljiva možnost (Morande, 2001, str. 16).

Dosedanja izkušnja Čila s fleksibilnim deviznim tečajem je bila, vsaj do sredine leta 2001, umirjena, saj je inflacija ostala blizu ciljne vrednosti in se nihanje deviznega tečaja ni preveč povečalo, če vrednosti primerjamo z dogajanjem v prejšnjem obdobju. Dogajanja, predvsem v zvezi z gibanjem deviznega tečaja, so presenetljiva, kajti države, ki so prešle s fiksnih režimov na fleksibilne devizne tečaje, so poročale o precejšnjih povečanjih nihanja deviznih tečajev po prehodu (Morande, 2001, str. 16). Zakaj se to ni zgodilo v primeru Čila? Morande pravi, da ima Čile sicer prekratko zgodovino fleksibilnega deviznega tečaja in premalo izkušenj v zvezi z njim, da bi lahko sklepali o vzrokih ali določili trende, ki so pripomogli k temu, zato lahko o možnih razlagah le ugibajo. Prvi vzrok bi po njegovem mnenju lahko bil v značilnostih finančnega sistema Čila. Mogoče je namreč, da finančni trgi v Čilu zaradi relativno majhnega števila udeležencev, malo transakcij in dejstva, da na njih ni številnih finančnih instrumentov, niso zelo spekulativno naravnani in niso zelo heterogeni. To pa sta značilnosti finančnih trgov, ki se v industrializiranih državah uporabljata kot glavni pojasnjevalni spremenljivki za nihanja deviznih tečajev. Ali bo nadaljnji razvoj finančnega sistema v Čilu v resnici povečal nihanja deviznih tečajev, pa po Morandovem mnenju ostaja odprto vprašanje. Morande ugotavlja, da bo finančni razvoj skupaj z možnim povečanjem nihanja deviznega tečaja prinesel tudi bolj učinkovite in moderne oblike zavarovanja pred tečajnimi tveganji in tako delno zmanjšal negativne posledice nihanj deviznega tečaja.

### 5.2.2. Primer Poljske

Poljsko zgodovino deviznih tečajev lahko razdelimo na tri časovna obdobja. Na samem začetku procesa transformacije je šlo poljsko gospodarstvo skozi tipično obdobje hiperinflacije. Prav zato se je moral proces transformacije začeti s stabilizacijskim programom. Pomemben del tega programa je bil, kot v podobnih primerih, fiksni devizni tečaj v vlogi nominalnega sidra. Zaradi zelo nizke ravni deviznih rezerv, povezane z nujno potrebo po vzpostavitvi verodostojnosti za novo postavljeno konvertibilnost, po vzpostavitvi fiksnega deviznega tečaja, je za to prvo obdobje značilna precejšnja devalvacija tečaja.

Drugo obdobje se je začelo leta 1991, ko se je Poljska odpovedala fiksnemu deviznemu tečaju. Proces stabilizacije gospodarstva je sicer trajal precej dlje, kot so prvotno predvidevali, toda geografska struktura poljske zunanje trgovine se je dramatično

spremenila, predvsem v smislu izredno hitrega povečanja deleža trgovine z razvitimi državami. Razlika v inflacijskih stopnjah Poljske in razvitih držav je skupaj s fiksnim deviznim tečajem pomenila velik pritisk na konkurenčnost domačega gospodarstva. Kljub še vedno nizki ravni deviznih rezerv se je Poljska leta 1991 odločila preiti s fiksnega deviznega tečaja na režim plazečega fiksnega deviznega tečaja, z valuto, vezano na košarico valut. Takšna odločitev je pomenila kompromis. Vezava na košarico valut naj bi ohranila lastnosti deviznega tečaja kot nominalnega sidra, prilagodljivi plazeči del pa bi naj kontroliral inflacijska pričakovanja in hkrati zagotavljal neko zadostno konkurenčnost (Kokoszczynski, 2001, str. 2).

Tretje obdobje se je začelo kot posledica velikih sprememb v rezultatih na področju gospodarstva in seveda tudi zaradi potreb po večji fleksibilnosti deviznega tečaja kot posledici liberalizacije kapitalskih tokov. Tako sta bila sredi 90. let dvajsetega stoletja presežek tekočega računa ter veliki kapitalski pritoki dva glavna razloga, ki sta Poljsko na neki način potisnila v smer bolj fleksibilnih deviznih tečajev. Prehod do čistega drsenja je bil postopen, in sicer prek fiksnega deviznega tečaja znotraj plazečega pasu (Kokoszczynski, 2001, str. 1). Postopen prehod s fiksnega deviznega tečaja iz leta 1990 na drseči devizni tečaj leta 2000 je lepo viden v kronološkem pregledu deviznih tečajev na Poljskem od 1990 do 2000.

Tabela 3: Razvoj režima deviznega tečaja na Poljskem od 1990 do 2000

<b>Datum</b>	<b>Spremembe v deviznem tečaju</b>
1. januar 1990	Fiksna vezava valute na USD; 1 USD = 0,95 PLN
16. maj 1991	Fiksna vezava valute na košarico valut (USD, GBP, FRF, CHF)
14. oktober 1991	Plazeči fiksni devizni tečaj z dnevnimi devalvacijami glede na košarico valut
16. maj 1995	Fiksni devizni tečaj znotraj plazečega pasu +/- 7,0 %
26. februar 1998	Razširitev pasu na +/- 10,0 %
28. oktober 1998	Razširitev pasu na +/- 12,5 %
1. januar 1999	Sprememba v košarici valut (EUR – 55 %, USD – 45 %)
25. marec 1999	Razširitev pasu na +/- 15,0 %
12. april 2000	Prehod na drseči devizni tečaj

Vir: Kokoszczynski, 2001, str.12.

Zavedati se moramo, da so bile spremembe v režimu deviznega tečaja na Poljskem pomemben del njihove monetarne evolucije. Strategija monetarne politike na Poljskem je od samega začetka iskala ravnotežje med dvema nasprotujočima si ciljema, ohranjanjem stabilnega in predvidljivega trenda zniževanja inflacije na eni ter vzdrževanjem varne in dolgoročno stabilne zunanje pozicije na drugi strani. Cilj nizke inflacije je na Poljskem in v

podobnih državah povsem očiten in pogost, medtem ko je bil drugi cilj vzdržne zunanje pozicije države pogojen s posebnimi značilnostmi Poljske. Pri tem so mišljeni predvsem velik zunanji dolg, močna interakcija med deviznim tečajem, tekočim računom in inflacijo ter uvozna intenzivna gospodarska rast, ki pomenijo velike omejitve za makroekonomsko politiko. V relativno velikem in odprtem gospodarstvu, kot kaže poljska zgodba, je bilo preveč primerov kratkoročnih kompromisov med inflacijo in zunanjo pozicijo, da bi kakšna srednja pot lahko bila primerna osnova za strategijo monetarne politike (Kokoszczynski, 2001, str. 10). Avtor trdi, da je bila odločitev o neposrednem ciljanju na inflacijo na Poljskem optimalna in je bil zato prehod na fleksibilni devizni tečaj nujen.

### 5.3. Izrael – presenečenja na poti do fleksibilnosti deviznih tečajev

V zadnjih 15 letih je Izrael prehodil dolgo pot od deviznega tečaja v vlogi nominalnega sidra pa do postopnega povečevanja fleksibilnosti deviznega tečaja. Vendar pa ta pot ni bila enostavna in avtorji omenjajo Izrael kot primer največjih težav, s katerimi se srečujejo tako imenovani srednji režimi, v katerih si monetarna politika prizadeva doseči neko ciljno inflacijo in ima hkrati zelo omejeno možnost nihanja za nominalne devizne tečaje. Danes Izrael kljub jasni in transparentni politiki neposeganja v dogajanje na deviznem trgu, ki jo vodi že od leta 1998, še vedno dejansko vzdržuje režim fiksne devizne tečaja znotraj plazečega pasu. Zgornja meja tega pasu letno deprecira za 6 odstotkov, spodnja meja pa letno deprecira za 2 odstotka (Bufman, Leiderman, 2001, str.4).

Kot sem že omenila, se je Izrael v procesu tega prehoda srečal z mnogimi težavami, med katerimi Bufman in Leiderman izpostavljata predvsem šest glavnih presenečenj oziroma dogodkov in pojavov, ki so najbolj odstopali od njunih pričakovanj in pričakovanj večine ekonomistov. Menita, da so izredno poučna predvsem za druge države. Omenjenih šest presenečenj bom v nadaljevanju na kratko predstavila:

- Hiter padec inflacijske stopnje in njena konvergenca k inflacijskim stopnjam razvitih držav

To je prvo večje presenečenje, s katerim se je srečal Izrael. Inflacija se je zniževala postopoma v nekaj krajših obdobjih, prvo je bilo od 1991 do 1992, ko se je inflacija znižala s približno 18–20 odstotkov letno na 10 odstotkov letno. Drugo znižanje inflacije se je zgodilo med 1996 in 1997, ko je inflacija padla z 10 odstotkov letno na 7 odstotkov letno in se je potem v letu 1998 vztrajno zniževala. Tretje obdobje se je začelo leta 1999, ko je inflacija padla na raven 1,3 odstotka letno, in končalo leta 2000, ko je inflacijska stopnja Izraela padla na 0 odstotkov letno. V vseh treh obdobjih so na zniževanje inflacije vplivale razne ekonomske spremenljivke, vendar pa je bilo dogajanje v tretjem obdobju najbolj presenetljivo za oblast, znanstvenike in udeležence na trgu (Bufman, Leiderman, 2001, str. 12). Avtorja razvrščata ekonomske spremenljivke v tri glavne skupine. V prvo spada tako imenovana uvožena inflacija Izraela, padec inflacije je bil v obeh obdobjih

delno pogojen s padcem zunanjih pritiskov na cene. V drugo skupino spadajo dejavniki, povezani s stanjem gospodarstva, ki se je oddaljevalo od polne zaposlenosti (rast nezaposlenosti) in kjer se je rast BDP zniževala. Kot tretja skupina dejavnikov pa je na zniževanje inflacije vplivala monetarna in fiskalna politika. Monetarna politika je vplivala z vzdrževanjem visoke ravni kratkoročnih obrestnih mer (6 odstotkov v obdobju 1996–98 in 7 odstotkov v obdobju 1999–2000), fiskalna politika pa s tem, da je dosegla nižji deficit od načrtovanega v obdobju 1999–2000. Kot vidimo, se je inflacijska stopnja Izraela znižala na nižjo raven, kot je bila raven inflacije v industrijsko razvitih državah, na podlagi delovanja domačih in zunanjih faktorjev (Bufman, Leiderman, 2001, str. 12).

- Rekordno nizka razlika v nominalnih obrestnih merah ni privedla do velikih kapitalskih odlivov

Eno najbolj presenetljivih dogajanj na izraelskem finančnem trgu v zadnjih letih je apreciacija valute ne glede na veliko znižanje razlik v obrestnih merah med Izraelom in velikimi razvitimi državami. Znižanje razlik v obrestnih merah je sledilo uspehu znižanja inflacije v Izraelu na stabilno raven. Med procesom zniževanja inflacijske stopnje je centralna banka Izraela počasi konstantno zniževala obrestno mero. Kot rezultat tega se je razlika v obrestnih merah Izraela in velikih razvitih držav vztrajno nižala, kar pa kljub temu ni sprožilo velikih odlivov kapitala iz države, in posledično je valuta med procesom ostala močna. Vse to dogajanje je seveda v nasprotju s standardno ekonomsko teorijo, ki predvideva odtok kapitala in depreciacijo domače valute (Bufman, Leiderman, 2001, str. 15). Avtorja to dogajanje pripisujeta predvsem izredni odprtosti Izraela za tuje naložbe in privlačnosti države za tuje vlagatelje (nizka tveganja in omogočanje zavarovanja pred njimi, davčne ugodnosti, izobražena delovna sila, ki pa kljub vsemu ni poceni).

- Nevarnosti sterilizacije

Eden izmed stranskih učinkov soobstoja ciljne inflacije ter deviznega tečaja znotraj pasu gibanja je bil precejšen neto pritok kapitala v Izrael v letih 1995–1997. Izraelska centralna banka se je znašla v precej omejeni poziciji, ko je imela na razpolago le en instrument, in sicer kratkoročne obrestne mere centralne banke, vendar pa je morala doseči več ciljev hkrati (ciljno inflacijo in nominalni devizni tečaj). Da bi preprečila apreciacijo valute nad mejami pasu gibanja, je bila centralna banka prisiljena k intervenciji na tujem deviznem trgu. Običajno je takšna politika povezana z močno monetarno sterilizacijo intervencije na deviznem trgu. Dva glavna stranska učinka takšne politike sta: veliki kvazifiskalni stroški sterilizacije, ki izhajajo iz dejstva, da je obrestna mera na domača sredstva, ki se jih uporabi pri sterilizaciji, višja kot mejni prihodki, zasluženi na podlagi povečanih mednarodnih rezerv centralne banke; ter pojav raznih nepravilnosti, ko zasebni sektor zazna in nosi nižjo stopnjo valutnega tveganja, kot pa je dejanska. Jasno je, da bi bolj fleksibilna monetarna politika, ki bi dopuščala apreciacijo valute glede na stanje na trgu, prispevala k velikemu znižanju potrebe po intervenciji in posledično prispevala k

manjšemu izkrivljanju tveganja ter znižala fiskalne stroške monetarne politike (Bufman, Leiderman, 2001, str. 16).

Ker ima izraelska centralna banka na trgu šekela omejene možnosti za izvajanje operacij na odprtem trgu, poteka implementacija njenih politik prek sistema monetarnih posojil in depozitov. Zaradi velikih potreb po monetarni sterilizaciji je v razponu nekaj let izraelska centralna banka prešla s sistema posojanja denarja komercialnim bankam na sistem relativno visokih depozitov komercialnih bank v centralni banki (sposojanje od komercialnih bank), prek katerega je bila sposobna vsrkati preveliko likvidnost na trgu. Takšno ravnanje centralne banke se je pokazalo v njenem finančnem poročilu s presežkom stroškov nad prihodki ter deficitom njenega kapitala. Kvizifiskalni stroški takšne politike centralne banke so bili v obdobju od 1996 do 2000 ocenjeni na 0,9 odstotka letnega BDP. Seveda se je raven po letih spreminjala, najnižjo vrednost pa so kvizifiskalni stroški dosegli leta 1998, ko so znašali le 0,3 odstotka letnega BDP. Avtorja menita, da se je to zgodilo zaradi deprecijacije šekela (Bufman, Leiderman, 2001, str. 17).

– Udeleženci na trgu se hitro prilagodijo večji fleksibilnosti valute

Ko se je država odločila razširiti mejo pasu gibanja valute se je pojavila zaskrbljenost, da bo večja fleksibilnost in neke vrste izguba deviznega tečaja kot protiinflacijskega sidra povzročila precejšnje povečanje negotovosti v zasebnem sektorju, kar pa bi lahko škodovalo mednarodni trgovini, izvozu in uvozu, ter finančnim naložbam. Ta zadržek je povzročil obširno razpravo med centralno banko, ki se je zavzemala za povečanje fleksibilnosti, in ministrstvom za finance, ki je zagovarjalo bolj postopen pristop. Kot kaže, je povečevanje fleksibilnosti deviznega tečaja, ki se je začelo sredi leta 1997 s precejšnjo širitvijo pasu gibanja, dobilo z dogodki konec leta 1998 v Rusiji, ki so Izraelcem nekako povrnili zavedanje obstoja valutnih tveganj, dodaten zagon. Obstajajo dokazi, da se je po tem obdobju Izrael relativno hitro prilagodil odprtosti za ta tveganja, kar se je pokazalo predvsem v povečanju odtokov kapitala iz Izraela ter zmanjšanju financiranj v tuji valuti. Kot kaže, je sposobnost deviznega tečaja, da se močno odzove, ko je to potrebno, ne da bi bil omejen z mejami nihanja, toda v okviru "urejenega" trga, igrala pomembno vlogo pri tem, da so Izraelci dosegli neki uravnotežen pristop k tuji valuti ter neki splošno stabilen devizni tečaj (Bufman, Leiderman, 2001, str. 18).

– Valuta je ostala močna in relativno stabilna kljub močnim političnim in ekonomskim šokom

Kljub različnim šokom, kot je na primer izbruh nasilja konec leta 2000, predčasne volitve ter padec NASDAQ, v katerem imajo največji delež vseh registriranih neameriških podjetij prav izraelska podjetja, je šekel ostal stabilen. Šekel je od leta 1998 dalje ohranjal svojo stabilnost brez intervencij na deviznem trgu tudi v času, ko so izraelsko gospodarstvo prizadeli vplivi ruske krize leta 1998. Tudi na finančno krizo v Turčiji



februarja 2000 se je valuta le obrobno odzvala, kar pomeni, da ni bilo večjih nihanj v njeni vrednosti. Poleg tega sta Bufman in Leiderman ugotovila, da se je frekvenca nihanja vrednosti valute, ki že tako ni bila zelo visoka, še zniževala (Bufman, Leiderman, 2001, str. 19). Avtorja menita, da je močna verodostojnost zavezanosti centralne banke doseganju ciljne inflacije igrala veliko vlogo pri ohranjanju stabilnosti šekela ter njegovi odpornosti na zunanje in notranje šoke. Ta zavezanost centralne banke cilju zniževanja inflacije je imela obliko sistema načrtovanja monetarne politike, v katerem centralna banka določi ključno nominalno obrestno mero. Odločitev glede obrestne mere je sprejeta v centralni banki z upoštevanjem ciljne inflacije, ki jo določi vlada. Obrestna mera, ki je instrument monetarne politike centralne banke, je torej določena na podlagi ocene, koliko monetarne omejitve je potrebno glede na stanje inflacijskega okolja v razmerju s ciljno inflacijo, ki je bila določena, ter s karakteristikami transmisijskega mehanizma monetarne politike proti njegovim raznim kanalom. Izraelska centralna banka vsak mesec, kot del procesa odločanja o želeni obrestni meri, analizira serije podatkov kot indikatorjev inflacije ter določujočih elementov transmisijskega mehanizma monetarne politike, ki se spreminja glede na gospodarsko okolje. Preglednost monetarne politike za javnost predvsem pa za glavne akterje na finančnih trgih je pomembna tako za centralno banko, ki želi doseči bolj učinkovito politiko, kot za udeležence na trgu, potrošnike in vlagatelje, ki želijo ravnati v skladu s pričakovano politiko. Politika postane bolj pregledna, ko so podatki, ki jih centralna banka proučuje, dostopni in jasni, njihov relativni delež znan, procesi analiziranja pa razumljivi. Sistem je uspešno prestal preizkušnjo iz konca leta 1998, kar je očitno prepričalo udeležence na trgu, da lahko namere izraelske centralne banke, kar zadeva nominalno stabilnost, jemljejo resno. V splošnem lahko rečemo, da je že samo priznanje verodostojne reakcijske funkcije centralne banke z omenjenimi karakteristikami imelo pomembno stabilizacijsko vlogo za nominalni devizni tečaj (Bufman, Leiderman, 2001, str. 20).

– Presenetljivo nizki inflacijski vplivi deviznega tečaja na cene

Empirični dokazi za Izrael podpirajo trditev, da je povečanje fleksibilnosti deviznega tečaja omogočilo tudi zmanjšanje občutljivosti domačih cen na spremembe vrednosti deviznega tečaja šekela. Avtorja sta ugotovila, da je bilo v začetku obdobja 1988–1994 mogoče pričakovati, da bi šok, ki bi pomenil povečanje deviznega tečaja za 10 odstotkov, skupno povečal cene za približno 4 odstotke v prvih desetih četrletjih po šoku. Za primerjavo, bi enak šok (enaka sprememba deviznega tečaja) v obdobju 1995–2000 pomenila le 1-odstotno skupno povečanje cen v prvih desetih četrletjih po šoku. Obdobji se med seboj razlikujeta po stopnji fleksibilnosti deviznega tečaja in tudi po stopnji monetarne stabilnosti oziroma nestabilnosti. Skozi čas je tako z rastočim približevanjem stabilnosti cen inflacijska stopnja postajala vedno manj občutljiva na spremembe v deviznem tečaju (Bufman, Leiderman, 2001, str. 21).

Po mnenju avtorjev je tako imenovani srednji režim, v katerem je šlo za soobstoj ciljanja inflacije, gibanja tečaja v mejah nihanja in intervencijo na deviznem trgu, v Izraelu

prevladoval predolgo in je imel veliko negativnih stranskih učinkov. Prvi negativni učinek vztrajanja na srednjem režimu je, da je povzročil zmedo glede statusa doseganja ciljne inflacije proti statusu ciljanja določene ravni nominalnega deviznega tečaja. Ta zmeda pa je škodovala verodostojnosti obeh tarč politike. Drugi negativni stranski učinek se kaže v ustvarjanju anomalij, udeleženci na trgu so valutno tveganje dojemali nižje, kot je bilo v resnici. Tretji negativni učinek srednjega režima so obsežni kvazifiskalni stroški, četrti pa omejenost monetarne politike pri doseganju ciljne ravni inflacije (Bufman, Leiderman, 2001, str. 22). Vsem tem negativnim učinkom bi se Izrael lahko izognil, če bi se prej odločil za prehod na drseči devizni tečaj. Do tega prehoda pa do leta 2001 ni prišlo zaradi več razlogov, od katerih je po mnenju avtorjev najmočnejši razlog prepričanje vplivnih ekonomistov v državi, da bi prehod na drseči devizni tečaj, ki ga je predlagala centralna banka, pomenil izgubo vloge deviznega tečaja kot nominalnega sidra, kar bi pomenilo neurejene razmere na deviznem trgu in bi vodilo v močnejšo apreciacijo šekela kot v drugih razmerah. Ista skupina ekonomistov je pred nekaj leti trdila, da je nemogoče znižati inflacijo v Izraelu brez precejšnjega povečanja nezaposlenosti, vendar pa avtorja menita, da dogodki v bližnji preteklosti teh mnenj ne podpirajo in da je to, da Izrael navkljub vsem mednarodnim dokazom še vedno vzdržuje tečaj v pasu gibanja skupaj s politiko doseganja ciljne inflacijske stopnje, zelo sporna odločitev vodilnih (Bufman, Leiderman, 2001, str. 22).

#### 5.4. Azijske države – ali je še prostor za srednje režime

Azijska kriza (1997–1998) je bila, med krizami od leta 1990 naprej, ena najpomembnejših pri ustvarjanju vtisa o izginjajočih srednjih tečajih v razvitih državah po svetu.. Dosežki azijskih držav, ki so pozneje podlegle valutnim in bančnim krizam (Indonezija, Tajska, Malezija, Filipini ter Koreja), so bili pred krizo obravnavni kot ekonomski čudež. Prav aktivnemu uravnavanju višine deviznega tečaja z namenom doseganja čim večje konkurenčnosti pa so pripisovali največ zaslug za ta gospodarski čudež. Kriza je vse te države prisilila, da so opustile svoje *de facto* vezane režime deviznega tečaja in prešle na drsenje, ki je povzročilo zelo ostru nihanja v vrednosti valut. Ponujal se je torej sklep, da če te države – s tako zdravim gospodarstvom z odlično makroekonomsko podlago, v vedno bolj finančno integriranem svetu, v katerem so se znašle od leta 1990 naprej – niso bile sposobne obdržati politike aktivnega uravnavanja deviznega tečaja, potem možnosti, da tako storijo druge razvijajoče se države, niso obetajoče. To pa je vodilo naprej v sklep o izginjajočih srednjih režimih. V zadnjem času pa so se v teh azijskih državah pojavili dvomi o politikah deviznega tečaja, ki jih vodijo po krizi. Kar nekaj opazovalcev je poročalo, da nekatere države razmišljajo o preusmeritvi nazaj na takšno politiko deviznega tečaja, kot so jo vodile pred krizo. Predvsem vlade teh držav razmišljajo o načinih stabilizacije svojih valut, tako da bi jih vezale na USD, vendar hkrati ne bi sprejele obvezujočih mehanizmov, ki bi bili potrebni, pri režimih trde vezave. Opazovalci so nad takšnim tekom dogodkov zaskrbljeni predvsem zato, ker menijo, da bi lahko bile te države, če ponovno uvedejo srednje režime, v trenutnih razmerah na mednarodnem finančnem trgu

(visoka integracija) zelo ranljive in v nevarnosti, da se dogodki iz let 1997 in 1998 ponovijo (Hernandez, Montiel, 2001, str. 2).

Hernandez in Montiel sta ugotovila, da se v teh državah (Indonezija, Koreja, Malezija, Tajska in Filipini) uradno objavljeni *de jure* režim deviznega tečaja precej razlikuje od dejanskega dogajanja, torej od *de facto* režima, ki ga vlada izvaja. Glede na *de jure* klasifikacijo so imele države do leta 2000 režime, ki so prikazani v spodnji tabeli.

Tabela 4: Uradni devizni tečaji v Indoneziji, Koreji, Maleziji, na Tajskem in Filipinih

Država	Obdobje	Režim deviznega tečaja
Indonezija	november 1978–junij 1997	uravnavano drsenje
	julij 1997–december 2000	neodvisno drsenje
Koreja	marec 1980–oktober 1997	uravnavano drsenje
	november 1997–december 2000	neodvisno drsenje
Malezija	januar 1986–februar 1990	omejeno fleksibilni devizni tečaj
	marec 1990–november 1992	fiksni devizni tečaj
	december 1992–september 1998	uravnavano drsenje
	september 1998–december 2000	fiksni devizni tečaj
Filipini	januar 1988–december 2000	neodvisno drsenje
Tajska	januar 1970–junij 1997	fiksni devizni tečaj
	julij 1997–december 2000	neodvisno drsenje

Vir: Hernandez, Montiel, 2001, str.3.

Hernandez in Montiel nadalje države na podlagi lastnih raziskav o njihovih režimih deviznih tečajev (*de jure* in *de facto*) delita v tri skupine (Hernandez, Montiel, 2001, str. 15):

- Koreja in Tajska, za ti dve državi je bilo obdobje po azijski krizi relativno mirno. V tem obdobju sta se državi odločili za povečanje fleksibilnosti svojih deviznih tečajev (po *de jure* klasifikaciji imata državi režim neodvisno drsečega deviznega tečaja), vendar pa je bilo mogoče zaznati nekatere poskuse vplivanja na dvostranski devizni tečaj proti dolarju v večji meri, kot bi bilo za prosto drsenje primerno. Torej lahko *de facto* rečemo, da sta se državi sicer premaknili proti bolj fleksibilnim oblikam režimov deviznih tečajev, vendar pa nista dosegli skrajnega pola čistega drsenja.
- Malezija je od septembra 1998 naprej javno fiksirala svoj dvostranski devizni tečaj na USD in je pariteto ohranjala z intervencijo na deviznem trgu, ki jo je seveda sterilizirala. Da se je država raje odločila za takšno obliko ohranjanja vezave, namesto da bi to nalogo prepustila monetarni politiki, je bila po mnenju avtorjev posledica omejitev na kapitalske tokove, ki jih je država uvedla.

- Za Filipine in Indonezijo je bilo obdobje po azijski krizi bolj razburkano, kar zadeva dogajanja na deviznih trgih, kot obdobje pred krizo. Državi sta na dogajanje odgovorili tako, da sta dopuščali gibanja vrednosti deviznega tečaja in ga hkrati ohranjali na določeni ravni z intervencijami na deviznem trgu in z domačo monetarno politiko. Raziskave o gibanju deviznega tečaja dejansko namigujejo na to, da se je režim deviznega tečaja v teh dveh državah podobno kot v Koreji in na Tajskem premaknil v smeri bolj fleksibilnega deviznega tečaja, vendar pa so posegi v gibanje deviznega tečaja bolj pogosti in močnejši, kot bi smeli biti, če naj bi ju razglasili za državi z neodvisno drsečim deviznim tečajem.

Na kratko avtorja pravita, ima vseh pet držav *de facto* srednje režime deviznega tečaja, torej režime, ki naj bi izginjali. Z izjemo Malezije se je vseh pet tako imenovanih kriznih azijskih držav v obdobju po azijski krizi premaknilo v smeri večje fleksibilnosti svojih deviznih tečajev. Hernandez in Montiel si postavljata vprašanje, zakaj so se te države odločile za takšno ravnanje oziroma kakšni so bili cilji njihovih politik deviznega tečaja v obdobju po krizi. Na to vprašanje sta poskušala odgovoriti s proučevanjem uradnih, vladnih razlag za takšno ravnanje in poskušala ugotoviti, ali se ujemajo z dejanskimi dokazi. Ugotovila sta, da čeprav so države verjetno res želele zgladiti visokofrekvenčna nihanja deviznega tečaja, dokazi kažejo, da to ni mogel biti edini cilj v obdobju po krizi, ki je določal ravnanje monetarnih oblasti v teh državah ( Hernandez, Montiel, 2001, str.15). Poleg tega avtorja pravita, da sistematična akumulacija rezerv v teh državah v obdobju po krizi kaže na to, da so države poskušale upočasniti apreciacijo realnega deviznega tečaja, kar je v skladu z dolgoročnimi razvojnimi strategijami teh držav in tudi v skladu s kratkoročno potrebo po novem zagonu v gospodarstvu teh držav. Prav tako pa je po njunem mnenju mogoče, da so si države ustvarjale tudi tako imenovane »vojne rezerve«, ki bi jih uporabile za stabilizacijo deviznega tečaja v prihodnosti. Kljub temu, da Hernandez in Montiel pravita, da samo na podlagi ravnanja držav pri zbiranju rezerv in ravnanju z njimi v pokrizenem obdobju ne moreta razlikovati med tema možnima ciljema, pa hkrati zaključujeta, da obstajajo neposredni dokazi, ki kažejo na to, da je zbiranje deviznih rezerv v resnici bilo dodaten in neodvisen cilj monetarne politike v teh azijskih državah.

Politike deviznih tečajev v obravnavanih petih državah lahko v obdobju po krizi tako opredeljujejo tri pglavitne značilnosti, in sicer omejena fleksibilnost, omejevanje apreciacije realnega deviznega tečaja ter akumulacija deviznih rezerv (Hernandez, Montiel, 2001, str. 29). Možni razlogi za upravičenost takšne politike v smislu razmer v obdobju po krizi so v obravnavanih državah naslednji (Hernandez, Montiel, 2001, str. 29–36):

- Omejena fleksibilnost

Dopuščanje večje stopnje fleksibilnosti nominalnega deviznega tečaja ima eno večjo prednost, gledano s stališča azijskih držav v obdobju po krizi. Povečana fleksibilnost deviznih tečajev naj bi približala *de facto* in *de jure* politiko države in tako (s tem, ko bi država tudi uradno imela bolj fleksibilen devizni tečaj) preprečila pojav kakšne implicitne obveznosti do vzdrževanja paritete deviznega tečaja. S tem, ko se vlada ne zaveže za vzdrževanje nekega fiksnega tečaja in zato ne izpostavi svojega ugleda v primeru tržno pogojenih deprecij deviznega tečaja, zmanjšuje potrebo po tem, da bi morala nameniti večje vsote za ohranjanje paritete, in tako zmanjšuje možnosti zaslužkov v spekulativnih napadih na valuto. Po drugi strani pa bi bila določena mera uravnavanja deviznega tečaja primerna za obdobje po krizi, kajti intervencija, s katero bi zmanjšali prevelika nihanja vrednosti deviznega tečaja, lahko pripomore k temu, da postanejo pričakovanja ekonomskih subjektov o prihodnjih vrednostih in gibanju deviznega tečaja, ki so lahko v takšnih razmerah (po krizi) nerealna, bolj realistična. Da centralna banka ohrani videz, da se devizni tečaj lahko prosto giblje, se mora odpovedati vplivanju na vrednost deviznega tečaja z intervencijo na deviznem trgu in z monetarno politiko. Seveda pa centralna banka želi, da bi se devizni tečaj gibal uravnoteženo, in če želi preprečiti ekstremna nihanja, mora uporabiti prav ta dva instrumenta. Kar seveda pomeni, da sta ta dva cilja centralne banke v konfliktu. Obnašanje štirih azijskih držav (Indonezije, Koreje, Filipinov in Tajske), katerih devizni tečaj drsi, lahko označimo kot kompromis med tema dvema ciljema. Peta obravnavana država, Malezija, pa se ni odločila za fleksibilnost, temveč za stabilnost in fiksní devizni tečaj. Zakaj so bili srednji režimi optimalna rešitev za druge štiri države, medtem ko je bil za Malezijo fiksní devizni tečaj, je vprašanje, na katerega ni enostavnega odgovora. Ena hipoteza, ki jo omenjata Hernandez in Montiel pravi, da je do tega prišlo predvsem zato, ker se je leta 1998 država odločila za program spodbujanja gospodarstva in potrošnje s povečanjem državnih izdatkov ter zmanjšanjem obrestnih mer zunaj konteksta stabilizacijskega programa, ki ga je podpiral Mednarodni denarni sklad, kar je skupaj s političnim stanjem v državi vplivalo na to, da je bila menjava stabilnosti za fleksibilnost manj privlačna možnost kot za druge države v regiji. Sama odločitev stabilizacije gospodarstva brez sodelovanja (programa) Mednarodnega denarnega sklada, bi lahko precej vznemirila devizni trg. Skupaj s politično nestabilnostjo v državi v tistem obdobju, bi to pomenilo velike pritiske deviznega trga.

Rečemo lahko, da bi politika ekstremnega režima deviznega tečaja (trda vezava, čisto drsenje) lahko bila primerna za vseh pet azijskih držav v obdobju po krizi. Izbrane politike so sicer v vseh petih državah postavile pričakovanja ekonomskih subjektov na realna tla, hkrati pa so v štirih državah vpeljale neko negotovost (Hernandez, Montiel, 2001, str. 30).

– Strah pred apreciacijo valute

Stranski učinek zbiranja rezerv je uravnavanje apreciacije nominalnega deviznega tečaja. To je pomembno predvsem zaradi pretirane apreciacije tečaja valut azijskih držav, ki jo je

povzročila kriza. Posledica zniževanja apreciacije je realna depreciacija realnega deviznega tečaja, ki poveča konkurenčnost gospodarstva teh držav in prispeva k obnavljanju gospodarske dejavnosti s spodbujanjem izvoza in oviranjem uvoza. Hernandez in Montiel sta za pet obravnavanih azijskih držav zbrala podatke o gibanju deviznega tečaja in ugotovila, da so bili devizni tečaji v povprečju za vseh pet valut bolj apreciiirani v obdobju 1999–2000 kot leta 1998, ko so tečaji vseh valut dosegli minimalno vrednost, hkrati pa so bili v obdobju 1999–2000 bolj depreciirani kot v obdobju pred krizo. To pomeni, da so bili tečaji po letu 1998 sicer nižji, torej apreciiirani kot v obdobju pred krizo, vendar pa so hkrati rasli bolj (depreciirali) kot v obdobju pred krizo. Krizo je v teh državah spremljalo ostro krčenje gospodarske dejavnosti, pozneje pa se je gospodarstvo postavilo na noge prav s pospešeno rastjo izvoza, ki je bila pogojena tudi z izboljšano konkurenčnostjo držav (Hernandez, Montiel, 2001, str. 31).

– Zbiranje deviznih rezerv

Hernandez in Montiel menita, da je zbiranje rezerv pomemben del normalnega prehoda na nov režim drsečih deviznih tečajev. V zadnjih letih so ekonomisti prišli do spoznanja, da države, ki se ne odločijo za fiksni devizni tečaj, dopuščajo različna drsenja. Hausmann je leta 1999 zapisal, da imajo države z drsečim deviznim tečajem različne obsege zalog deviznih rezerv. Tiste z večjimi zalogami le-te tudi aktivno uporabljajo pri intervenciji na deviznem trgu in tako zagotavljajo večjo stabilnost v gibanju svojega deviznega tečaja, kot bi bila sicer mogoča. Ne glede na to, ali države posegajo na devizne trge z namenom uravnavanja drsenja ali pa z namenom zagotovitve neke dolgoročno stabilne vrednosti valute, morajo te države, ki so podvržene pojavi, ki ga Eichengreen in Hausmann imenujeta »izvirni greh« – gre za to, da si ekonomski subjekti v razvijajočih državah ne morejo sposojati sredstev v lastni valuti, zato da sploh lahko v večji meri intervenirajo na deviznem trgu, akumulirati večje obsege deviznih rezerv. Vseh pet obravnavanih držav spada po mnenju avtorjev v skupino držav, podvrženih »izvirnemu grehu«, kot ga opredeljujeta Eichengreen in Hausmann. Ker so omenjene države doživele valutno krizo, ki je precej osiromašila njihove devizne rezerve, je po mnenju avtorjev za njihovo politiko deviznega tečaja možna razlaga, da gre za prehodno obdobje zbiranja deviznih rezerv z namenom, da bodo te države v prihodnosti v boljšem položaju za aktivno uravnavanje svojih deviznih tečajev, s čimer se bodo zavarovale pred možnostjo valutnih zlorab. (Hernandez, Montiel, 2001, str. 33).

Argumenti glede vseh treh pglavitnih značilnosti politike, kot sta jih raziskala in predstavila Hernandez in Montiel, po njunem mnenju kažejo na to, da so se obravnavane azijske države odločile za optimalno politiko v razmerah v obdobju po krizi. Ta politika namreč hkrati dosega tri cilje (Hernandez, Montiel, 2001, str. 34):

- s tem, ko omeji nepotrebna nihanja deviznega tečaja, omogoča ekonomskim subjektom lažje pridobivanje informacij na podlagi gibanja deviznega tečaja in jim torej omogoča učinkovito alokacijo virov;

- s tem, ko ohranja trenutno preveč deprecirani devizni tečaj, spodbuja ekonomsko dejavnost in razvoj skozi izvoz;
- z zbiranjem deviznih rezerv ustvarja možnosti, s katerimi se žrtve tako imenovanega izvirnega greha lahko v prihodnosti zaščitijo.

Te ugotovitve skupaj z dejstvom, da so te države po krizi pokazale izjemne rezultate na makroekonomskem področju (ne samo velike zbrane rezerve temveč tudi velike prilagoditve tekočega računa, ki so jih dosegli s hitrim izboljšanjem gospodarske rasti in odsotnostjo inflacije), dajejo podlago za ugotovitev, da je bila politika deviznega tečaja v obravnavanih petih azijskih državah v obdobju po krizi pravilna. Tudi z bolj ozkega stališča same vzdržnosti režimov deviznih tečajev, ki so jih države izbrale, so bile politike deviznega tečaja uspešne. Zaradi tako imenovanih »umazanih drsenj«, za katere so se države odločile, so te še posebno ranljive za razne špekulativne napade na valuto. Ti napadi, uspešni ali ne, pa bi se odrazili v podrobnih opazovanjih komponent pritiska deviznih trgov (spremembe v deviznih rezervah države, spremembe obrestnih mer in spremembe deviznega tečaja). Vendar pa raziskave, ki sta jih opravila Hernandez in Montiel kažejo, da so bili ti indeksi v obdobju po krizi relativno mirni. Vse to izraža, da so bile celotne politike deviznega tečaja v teh državah kredibilne. Z drugimi besedami, kljub temu, da so se te države odločile za srednje režime deviznih tečajev (razen Malezije), zdaj ne kaže, da bi jih trg huje kaznoval za to odločitev (Hernandez, Montiel, 2001, str. 35).

Obstaja pa tudi temnejša stran politik deviznega tečaja v teh državah. Popolnoma mogoče je, da je bilo akumuliranje deviznih rezerv samo nadomestek za druge spremembe, ki bi bile potrebne v teh gospodarstvih. Zaradi teh neuresničenih ali nedokončanih reform lahko izbrane politike deviznega tečaja najbolje definiramo kot drugo najboljšo izbiro. Seveda pa so bile pod pogoji neuresničenih reform te politike deviznega tečaja primerna izbira. Ko bodo te druge reforme dokončane, nadaljevanje izbrane politike deviznega tečaja ne bo optimalno, kajti v takšnih okoliščinah bi bile te politike samo poraba sredstev držav (Hernandez, Montiel, 2001, str. 40).

Hernandez in Montiel ugotavljata, da je del srednjih režimov deviznih tečajev, ki resnično izginjajo, majhen. Povečana finančna integracija je finančno integriranim državam nedvoumno otežila vzdrževanje srednjih režimov, predvsem zato, ker mednarodni trgi ne dopuščajo napak domačih politik deviznega tečaja. Ali pa prostor za takšne režime še obstaja, je odvisno od tega, ali se monetarne oblasti v državi lahko izognejo ranljivosti. Azijske države se temu pred krizo niso mogle izogniti in zato je trg njihove napake kaznoval. Lekcija, ki jo lahko potegnemo iz primera azijskih držav po krizi (razen Malezije), je, da obstajajo druge možnosti, ki niso nujno odločitev za skrajne režime, ter da aktivno upravljanje z deviznim tečajem ostaja ne le kot možnost v okviru trenutnih mednarodnih pogojev, temveč je mogoče celo zaželena, odvisno pač od okoliščin vsake posamezne države. Malezija pa je bila kljub temu, da se je odločila za trdo vezavo svoje

valute, prisiljena uvesti omejitve na kapitalske tokove, kajti trg ni odobral odločitev in ukrepov, ki jih je sprejela ob vezavi (Hernandez, Montiel, 2001, str. 40).

## 6. ZAKLJUČEK

V svoji diplomski nalogi sem predstavila in opredelila bipolarno teorijo, poskušala ugotoviti, v kolikšni meri drži, ter potrditi tezo, da je v državah, odprtih za mednarodne tokove kapitala, še vedno prostor za srednje režime, da so torej avtorji prve definicije bipolarne teorije v svoji trditvi pretiravali.

Ugotovila sem, da je bipolarna teorija v svoji osnovni obliki, ki ima korenine v krizi evropskega monetarnega sistema leta 1992 ter finančnih krizah držav v razvoju in držav v tranziciji, precej neprilagodljiva ter ima nekatere pomanjkljivosti. Največja pomanjkljivost, poleg pomanjkanja teoretične podlage, je tako imenovan strah pred drsenjem, ki sta ga utemeljila Calvo in Reinhart. Strah pred drsenjem temelji predvsem na razliki med uradno politiko deviznega tečaja ter dejansko politiko deviznega tečaja, ki jo vodijo države, saj avtorja trdita, da se države bojijo dopustiti popolno svobodno drsenje svojih deviznih tečajev in vedno poskušajo vplivati na njihovo vrednost. To pomanjkljivost je odpravil Fischer v svoji popravljeni bipolarni teoriji, kot jo sam imenuje. Ta teorija je manj dramatična kot prva definicija bipolarne teorije, kajti slednja kot nevzdržne in neprimerne za države, odprte za mednarodne tokove kapitala, označi vse srednje režime, medtem ko Fischer v svoji teoriji kot takšne označi le režime mehke vezave, z izjemo režimov fiksnega deviznega tečaja znotraj plazečega pasu z širokimi mejami. Hkrati pove, da je nesmiselno pričakovati od držav, da se ne bodo vmešavale v gibanje svojega deviznega tečaja. Ta popravljena bipolarna teorija temelji na *de facto* klasifikaciji, ki jo je IMF uradno sprejel januarja 1999. *De facto* klasifikacija opredeli režime deviznega tečaja podrobneje kot *de jure* klasifikacija, najpomembnejša razlika pa je v tem, da odločitev, v kateri režim deviznega tečaja spada devizna politika države, temelji na načelu opazovanja dejanskega dogajanja v zvezi z deviznimi tečaji v tej državi in ne le na uradnem obvestilu države o njeni uradni politiki deviznega tečaja. V zvezi z bipolarno teorijo so bile opravljene tudi empirične raziskave. V svoji nalogi sem predstavila tri, od katerih le raziskava NBER ne podpre, niti ne ovrže bipolarne teorije, ostali dve (Fischerjeva raziskava in raziskava po *de facto* klasifikaciji) pa jo potrjujeta, vendar v njeni popravljeni, manj strogi obliki. Po mojem mnenju je najbolj prepričljiva raziskava na podlagi *de facto* klasifikacije, ki to klasifikacijo raztegne nazaj v času in potem časovno primerja spreminjanje v stanju *de facto* režimov deviznih tečajev v državah članicah IMF od 1990 pa do 2001.

V nadaljevanju sem se osredotočila na primere držav in ugotovila, da potrjujejo popravljeno obliko bipolarne teorije. Najprej sem obravnavala valutni odbor, in sicer na primeru Hongkonga, kjer je valutni odbor sicer dokazal svoje pozitivne strani predvsem v smislu povrnitve zaupanja v valuto, vendar pa so se pokazale tudi njegove slabosti, ki so



izražale potrebo po prilagoditvi režima novim razmeram v svetu. Hongkong je z reformami uspešno prilagajal sistem času ter odpravljal njegove pomanjkljivosti, vendar pa bodo reforme potrebne tudi v prihodnje. Kot primer prehoda iz fiksnega na fleksibilni devizni tečaj sem predstavila primera Čila in Poljske. Čile je prešel z režima fiksnega deviznega tečaja v mejah nihanja na režim fleksibilnega deviznega tečaja brez hujših težav, razlogi za prehod pa so bili predvsem nova makroekonomska politika, nizka inflacija, pripravljenost zasebnega sektorja na valutna tveganja ter seveda tudi svetovni trendi, ki so v času prehoda že bili negativno nastrojeni proti srednjim režimom. Dosedanje izkušnje s fleksibilnim deviznim tečajem so za to državo pozitivne, saj niso doživeli večjih nihanj v vrednosti deviznega tečaja. Na Poljskem je prehajanje s fiksnega deviznega tečaja, katerega vloga je bilo zniževanje hiperinflacije v zgodnjem prehodnem obdobju, na fleksibilni devizni tečaj potekalo postopno preko srednjih režimov. Ta prehod je bil pomemben del razvoja monetarne politike, ki se je že od začetka soočala z dvema nasprotujočima si ciljema, in sicer s stabilnim zniževanjem inflacije ter ohranjanjem varnega zunanjega položaja države. Zaradi številnih kompromisov med tema ciljema v preteklosti je bila neka srednja pot kot osnova za monetarno politiko v prihodnosti nesprejemljiva. Tako so se odločili za politiko ciljanja neke nizke inflacije ter posledično prešli na režim fleksibilnega deviznega tečaja.

Za predstavitev primera Izraela sem se odločila, ker se je ta država pri prehodu na bolj fleksibilne režime deviznega tečaja srečala s šestimi presenečenji. To so hiter padec inflacijske stopnje, rekordno nizka razlika v nominalnih obrestnih merah, ki ni pomenila večjih kapitalskih odlivov, veliki stroški vzdrževanja režima z dvojnimi cilji, hitra prilagoditev udeležencev na trgu večji fleksibilnosti valute, relativno nizka ranljivost valute za močne politične in ekonomske šoke ter zmanjšanje inflacijskih vplivov deviznega tečaja na cene. Vsekakor pa je imelo vzdrževanje srednjega tečaja z dvojnimi cilji za izraelsko gospodarstvo negativne posledice, ki bi se jim država lahko izognila, če bi se prej odločila za prehod, vendar pa Izrael še danes vzdržuje režim fiksnega deviznega tečaja znotraj pasu nihanja. Najbolj zanimiv in poučen pa je bil primer azijskih držav. Režimi deviznega tečaja, za katere so se te države odločile v obdobju po azijski krizi, so se namreč izkazali za uspešne tako z vidika trga (trg ni pretirano pritiskal nanje) kot tudi z makroekonomskega vidika (povečana rast teh držav, nizka inflacija ter hitro prilagajanje tekočega računa plačilne bilance). To je precej presenetljivo, saj so vse obravnavane države, razen Malezije, tudi po krizi ohranile srednje režime deviznega tečaja, vendar pa so se premaknile v smeri večje fleksibilnosti. Tako primer teh držav potrjuje, da so srednji režimi tudi v današnjem svetu velike finančne integracije med državami lahko primerni za države, odprte za kapitalske tokove. Aktivno upravljanje z deviznimi tečaji ostaja ne le kot možnost v okviru trenutnih mednarodnih pogojev, temveč je morda celo zaželeno, odvisno pač od okoliščin vsake posamezne države. Obstaja verjetnost, da se bodo te države postopoma odločile za režime drsečega deviznega tečaja, vendar pa ostaja dejstvo, da so te države preživele krizo in se zopet postavljajo na noge z režimi srednjih deviznih tečajev.

Menim, da sem potrdila svojo tezo, da je začetna definicija bipolarne teorije preveč dramatična in da je tudi v razmerah visoke integracije finančnih trgov za države, odprte za

mednarodne kapitalske tokove, še vedno mogoče reči, da so srednji tečajji vzdržni, vendar pa je njihovo vzdrževanje oteženo. Strinjam se s Fischerjevo popravljeno bipolarno teorijo, ki jo podpirajo tudi primeri držav, ki sem jih predstavila, saj so azijske države in Izrael lep primer držav, ki so se sicer premaknile v smeri večje fleksibilnosti, vendar pa še vedno *de facto* vplivajo na svoj devizni tečaj. Mislím, da se države počasi res odpovedujejo srednjim režimom deviznega tečaja, vendar ne vsem, tako kot to predvideva prva definicija bipolarne teorije, odločajo se ali za trdo vezavo valute ali pa za večjo fleksibilnost.

## 7. LITERATURA

1. Babula Andrea, Otker-Robe Inci: The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De facto Policies. Working Paper. Washington: IMF, 2002. 37 str.
2. Bufman Gil, Leiderman Leonardo: Surprises on Israel s Road to Exchange Rate Flexibility. Working Paper. Washington: IMF, 2001. 25 str.
3. Calvo Guillermo, Reinhart Carmen M.: Fear of Floating. Working Paper. Cambridge: NBER, 2000. 64 str.
4. Caramazza Francesco, Azziz Jahangir: Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s. Economic Issues. Washington: IMF, 1998. 25 str.
5. Chiu Priscilla: Hong Kong s Experience in Operating the Currency Board System. Working Paper. Washington: IMF, 2001. 22 str.
6. Edwards Sebastian: The Determinants of the Choice between Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes. Working Paper. Cambridge: NBER, 1996. 26 str.
7. Eichengreen Barry: International Monetary Arrangemnts for the 21<sup>st</sup> Century. Washington: Brookings Institution, 1994. 202 str.
8. Eichengreen Barry, Hausmann Ricardo: Exchange Rates and Financial Fragility. Working Paper. Cambridge: NBER, 1999. 56 str.
9. Eichengreen Barry, et al.: Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange rate Flexibility. Occasional Paper. Washington: IMF, 1998. 50 str.
10. Fischer Stanley: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? IMF. [URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>], 1.6.2001.
11. Frankel Jeffrey, Schmukler Sergio, Serven Louis: Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime. Working Paper. Cambridge: NBER, 2000. 74 str.
12. Ghosh Atish R.et al.: Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? Working Paper. Cambridge: NBER, 1997. 35 str.
13. Hernandez Leonardo, Montiel Peter J.: Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the »Hollow Middle«? Working Paper. Washington: IMF, 2001. 49 str.
14. Hausmann Ricardo, et al.: Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime. Washington: Inter-American Development Bank, 1999. 35 str.
15. Klein Michael, Marion Nancy: Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs. Journal of Development Economics, Amsterdam, 1997, 2, str. 387-404.
16. Kokoszczyński Ryszard: From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland. Working Paper. Washington: IMF, 2001. 19 str.
17. Krugman Paul: Target Zones and Exchange Rate Dynamics. Quarterly Journal of Economics, Cambridge, 1991, 3, str. 669-682.
18. Masson Paul: Exchange Rate Regime Transition. Working Paper. Washington: IMF, 2000. 17 str.
19. Morande Felipe G.: Exchange Rate Policy in Chile: Recent Experience. Working Paper. Washington: IMF, 2001. 28 str.
20. Mrak Mojimir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 681 str.
21. Mundell Robert: A Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review, Nashville, 1961, str. 509-517.
22. Mussa Michael, et al.: Exchange rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. Occasional Paper. Washington: IMF, 2000. str. 36.
23. Obstfeld Maurice, Rogoff Kenneth: The Mirage of Fixed Exchange Rates. Journal of Economic Perspectives, Nashville, 9, 1995, str.73-96.

24. Williamson John: From Bretton Woods to Bipolarity: The Evaluation of Thought on Exchange Rate Regimes. Institute for International Economics Washington DC. [ URL:[www.iie.com/publications/papers/williamson0801.htm](http://www.iie.com/publications/papers/williamson0801.htm) ], 2001.

## **PRILOGE**

### **Priloga 1: Slovar**

Bipolar view- bipolarna teorija  
Corner solution – teorija skrajnosti  
Conventional fixed peg arrangements- konvencionalni fiksni režimi deviznega tečaja  
Crawling pegs-plazeči fiksni devizni tečaj  
Currency board arrangements – valutni odbor  
Emerging market economies-države z razvijajočim se tržnim gospodarstvom  
Exchange regimes with another currency as a legal tender-druga valuta kot uradna valuta države  
Exchange regimes with no separate legal tender ( currency unions)-valutna unija  
Free floats - režimi prostega drsenja  
Hard pegs - režimi trde vezave  
Intermediate regimes - srednji režimi  
Independent floating- režim neodvisnega drsenja  
Pegged exchange rates within a horizontal band- fiksni devizni tečaj znotraj horizontalnega pasu  
Pegged exchange rate within crawling bands-fiksni devizni tečaj znotraj plazečega pasu  
Soft pegs - režimi mehke vezave  
Tightly or other managed floating with no predetermined path for the exchange rate- režim uravnava drsečega deviznega tečaja  
Vanishing or missing middle hypothesis - teorija o izginjajoči ali manjkajoči sredini

**Priloga 2 : Diagram *de facto* klasifikacije režimov deviznega tečaja**



Vir: Babula, Robe, 2002, str. 16