

Марко Ђого

Економски факултет Пале;
Универзитет у Источном Сарајеву,
БиХ

✉ marko.djogo@ekofis.org

ТЕОРЕМА НЕМОГУЋЕГ ТРОЈСТВА У ИСКУСТВУ ЗУТ IMPOSSIBLE TRINITY IN EXPERIENCE OF COUNTRY IN TRANSITION

Резиме: У економској теорији данас је мало ишире прихваћених концепата од теорије немогућег тројства. Међутим, с обзиром на специфичности ЗУТ (трговински дефицит који често не реагује на промјене девизног курса, висока задуженост), жељели смо да провјеримо колико је ова теорија за њих релевантна. Наша истраживања показују да је, упркос свим ограничењима, врло релевантна, те да се немогуће тројство svelo на двојство (скоро све ЗУТ либерализовале су токове капитала са иностранством), али и да већина ЗУЗ, изузимајући земље Балтика и Балкана, радије бирају флукутирајуће курсева и аутономне монетарне политике од супротне опције.

Кључне ријечи: режим девизног курса, токови капитала са иностранством, монетарна политика

JEL класификација: F 30

Summary: The very few theories in modern economy are wider accepted than theorem of impossible trinity. Because of special conditions in country in transition (trade deficits very often are not responsive on change of real exchange rate, high level of country dept), we wished to check is this theory relevant for them. Our research shows that despite all limitations this theorem is very relevant, that impossible trinity is reduced at binity (almost every CIT have been liberated capital movement), and that all countries, except countries at Balkans and Baltic prefer fluctuation exchange rate and independent monetary policy over the alternatives.

Key words: exchange rate regime, capital flow, monetary police

JEL Classification: F 30

1. УВОД

Ријетко која економска теорема је данас тако широко прихваћена као она о немогућем тројству. Њу једнако прихватају и либерали и кејзијанци свих провинијенција. Ова теорија каже како не можете истовремено имати фиксан девизни курс, аутономну монетарну политику и слободне токове капитала са иностранством. Објашњење је једноставно и своди се на то да аутономна монетарна политика (прије или после) подразумијева различите стопе инфлације између земље и иностранства. Различите стопе инфлације утичу на кретање реалног девизног курса (један од начина његовог израчунавања је и да се ради о двоструко дефлационираном номиналном девизном курсу из претходног периода), а управо је он један од фактора који утичу на конкурентност земље на међународном тржишту. Тако веће стопе инфлације у земљи него у иностранству воде ап्रेसијацији реалног девизног курса, под условом да је номилани курс фиксан, а самим тим и до већег или мањег погоршања спољнотрговинске позиције земље. У овој теорији, једини фактор који би могао да ограничи претходни механизам је увођење контрола на токове капитала између земље и иностранства. Тај закључак се изводи из премисе да се трговински дефицит мора платити (за почетак занемарујемо сток девиза у земљи, а ван монетарних власти те званичне девизне резерве као извор финасирања трговинског дефицита), приливом токова капитала из иностранства. Ови токови су у облику стицања власништва над

активом у земљи или у облику раста дугова владе и резидената једне земље ка иностранству.

Међутим, у теорији немогућег тројства учавамо двије нелогичности које диктира структура привреда ЗУТ:

1. Трговински биланси ових земаља често нису под значајним утицајем кретања реалног девизног курса због унутрашњих слабости привреде које не могу да смање увозну зависност чак ни код позитивних кретања реалног девизног курса (девалвације), односно немају довољне количине робе за извоз чак и када извозе цјеновно еластичне производе

2. Сваки извор страног капитала има своје лимите и не може бити трајан начин финансирања трговинског и текућег дефицита без обзира на режим девизног курса. То значи да се слобода токова капитала у једном тренутку практично претвара у неслободу (што би требало да иде наруку присталицама фиксних курсева) и без увођења формалних ограничења. У том тренутку могуће је, евентуално, још неко вријеме покривати трговински дефицит трошењем девизних резерви. Када девизне резерве буду потрошене, одбрана девизног курса под притиском постаје немогућа осим увођењем стриктних спољнотрговинских баријера. Међутим, акумулирани дуг у иностранству из претходног периода ствара притисак за побољшање конкурентности земље, како би се остварили девизни приливи неопходни за неометано плаћање рата. Тиме су власти земаља које желе да одбране стабилност курса *стјеране у ћошак* тј. приморане да девалвирају свој реални девизни курс, а што је могуће урадити на два начина:

1. дефлацијом,
2. девалвацијом номиналног девизног курса.

Прва опција је изузетно непопуларана због тога што њено спровођење подразумева кресање надница, чему се супротстављају синдикати. Због тога је често једина практично изводљива опција напуштање фиксног девизног курса и његова девалвација. Ово поготово у ери глобализације гдје скоро све земље теже учешћу у међународним организацијама као што су ММФ, Свјетска банка, СТО, које не допуштају једнострана ограничења ни токова капитала ни токова роба и услуга, па се *тројство практично своди на двојство*: на избор између активне монетарне политике и стабилности девизног курса.

Из свега претходног се види да овај рад има чак три циља:

1. да провјери да ли теорија немогућег тројства дјелује и у условима у којима се налазе ЗУТ,
2. да провјери да ли се тројство свело на двојство,
3. ако се јесте свело да утврди коју опцију преферирају ЗУТ: флексибилан курс и аутономну монетарну политику или фиксан курс уз ограничење аутономије монетарне политике.

2. ИСКУСТВА ЗУТ ЦЕНТРАЛНЕ И ИСТОЧНЕ ЕВРОПЕ СА ПОЛИТИКОМ ДЕВИЗНОГ КУРСА

Земље у транзицији имају, на срећу или несрећу, богато искуство са режимима девизних курсева. Од почетка процеса транзиције доста су експериментисале са различитим режимима девизних курсева. Као би описивање сваке земље и режима девизних курсева изашло изван оквира овога рада дајемо пресјек дефакто изабраних режима девизног курса у три момента транзиције: на почетку (1993), након превазилажења почетних шокова (2001) и крајем 2010.

Табела 1: Дефакто режими девизних курсева у ЗУТ 1993, 2001. и 2010.

<i>Земља:</i>	<i>Режим девизног курса 1993.</i>	<i>Режим девизног курса 2001.</i>	<i>Режим девизног курса 2010.</i>
<i>Бугарска</i>	Чврсто контролисано флукутирање	Валутни одбор	Валутни одбор
<i>Словачка Република</i>	Везивање	Контролисано флукутирање	Дио ЕМУ
<i>Естонија</i>	Валутни одбор	Валутни одбор	Валутни одбор до краја 2010. од 2011. дио ЕМУ
<i>Литванија</i>	Контролисано флукутирајући	Валутни одбор	Валутни одбор
Летонија	Контролисано флукутирање	Везивање са корпом валута	Везивање са корпом валута
Словенија	Уназад гледајући пузајући курс	Контролисано флукутирање	Дио ЕМУ
Бјелорусија	Контролисано флукутирајући	Унапријед гледајући пузајући курс	Везивање
БиХ	Везани* ¹	Валутни одбор	Валутни одбор
Македонија	Слободно флукутирајући	Везивање	Везивање
Црна Гора	Везани	Једнострана евроизација	Једнострана евроизација
Хрватска	Пузајући курс са прилагођавањем у назад	Чврсто контролисано флукутирање	Чврсто контролисано флукутирање
Чешка Република	Везивање	Слободно флукутирање	Слободно флукутирање
Мађарска	Прилагодљиво-фиксни	Режим коридора	Слободно флукутирање
Пољска	Унапријед гледајући пузајући курс	Слободно флукутирање	Слободно флукутирање
Румунија	Контролисано флукутирање	Контролисано флукутирање	Контролисано флукутирање
Русија	Режим коридора	Контролисано флукутирање	Контролисано флукутирање са посматрањем бивалутне корпе (€\$)
Украјина	Везани	Чврсто контролисано флукутирајуће	Контролисано флукутирање
Србија	Везани ²	Чврсто контролисано флукутирање	Контролисано флукутирање
Молдавија	Контролисано флукутирајући	Слободно флукутирајући	Контролисано флукутирање
Албанија	Слободно флукутирање	Слободно флукутирање	Слободно флукутирање

Извор: imf WP/02/155, Transition Report 2010, властито истраживање.

Из претходне табеле видимо да је од 20 посматраних ЗУТ 1993. године седам имало неки облик фиксног режима девизни курс, шест средњи режим док је седам земаља имало неки облик флексибиланог девизног курса. До 2001. године избор се није значајније промијенио. Међутим, од 2001. долази до значајнијих промјена. Средњи режими девизних курсева практично нестају у корист крајности и то скоро правилно подијељених. Једини изузетак је Хрватска за коју ММФ каже како има режим близак

¹ 1993 године у земљи се води грађански рат па је она била и монетарно подијељена у три монетарне области о чему ће бити више ријечи касније.

² У току ове године дошло је до промјене од слободног флукутирања из 1992. до чврстог везивања по програму гувернера Аврамовића.

пузајућем (што спада у средње режиме девизног курса), мада комплетна стручна јавност хрватске тврди да се ради о класичном режиму фиксног девизног курса.

Међу флукутирајућим курсевима добија на важности слободно флукутирање. То иде у прилог теорији о *биполарности режима девизних курсева*. Ова кретања су сажета у табели бр. 2.

Табела 2: Избор режима девизних курсева у ЗУТ

	1993.	2001.	2010.
Фиксни режими	7	7	10
Средњи режими	6	5	1
Флексибилани режими	7	8	9

Свега неколико земаља није експериментисало са изабраним режимом девизног курса у посматраном периоду и успјело је да га одржи.

3. СЛОБОДА ТОКОВА КАПИТАЛА СА ИНОСТРАНСТВОМ У ЗУТ

Друга полука у теорији немогућег тројства је слобода токова капитала са иностранством (подразумијева се да су ограничења на кретање роба и услуга већ отклоњена). У жељи да провјерима у којој мјери су ЗУТ уклониле ограничења токова капитала са иностранством определијели смо се за кориштење извјештаја Свјетске банке *Инвестирање преко границе 2010* (Investing Across Borders 2010), на основу којег смо саставили табелу која се односи само на ЗУТ. Из извјештаја смо користили Индекс страног власништва (Foreign equity ownership index) који се у самом извјештају даје за 11 привредних сектора појединачно, док смо га ми, ради прегледности и упоредивости свели на један показатељ и то као просту аритметичку средину.³

Посебно је битно нагласити да смо свјесни да могућност страних субјеката да стичу власништва у предузећима у земљи није синоним за слободу токова капитала са иностранством. Слобода токова капитала са иностранством је знатно шири појам и обухвата и слободу стицања краткорочних и дугорочних приватних и државних ХОВ у земљи, те могућност репатријације добити, могућност да фирме у власништву резидената инвестирају у иностранство без ограничења итд., што се не види директно кроз овај показатељ. Међутим, определијели смо се за њега из простог разлога што је стицање власништва над имовином у земљи најосјетљивији и кроз историју најрегулисанији (најограниченији) облик токова капитала са иностранством. Разумна је претпоставка да стране фирме неће стицати власништво над фирмама у земљи ако су им ускраћене могућности да позајмљује у иностранству или да изнесе остварену добит умањену за порезе земље. Тим прије што се међу 11 сектора које овај извјештај експлицитно наводи налазе и банкарски сектор и сектор осигурања. Предност и мана овог показатеља је што се ради о релативно једноставном показатељу базираном на јасној законској регулативи што га чини релативно објективним (за разлику од бројних показатеља из других извјештаја који укључују дозу субјективности). Због свега наведеног, по нашем мишљењу, овај показатељ је довољно близак супститут за стицање грубе слике о слободи токова капитала у ЗУТ. Уочавама и да слобода стицања имовине у земљи није исто што и чин стицања, али на тај чин утичу бројни разлози, често и некономске природе (величина земље, природна богатства, географски положај, политички односи итд.), због чега би било погрешно оцјењивати слободу токова

³ Свјесни смо и да би било боље да смо јединствени показатељ добили као пондерисану аритметичку средину, гдје би као пондери служили учешћа појединих сектора у стварању БДП-а.

капитала са иностранством само на основу учешћа страног власништва у привреди неке земљи.⁴

Табела 3: Слобода стицања имовине у ЗУТ за нерезиденте

<i>Земља</i>	<i>Индекс (слободе стицања) страног власништва</i>	<i>Просјек за групу 5⁵ развијених земаља</i>
<i>Црна Гора</i>	100	88,74
<i>Бугарска</i>	98,15	88,74
<i>Чешка</i>	98,15	88,74
<i>Словачка</i>	98,15	88,74
<i>Македонија</i>	98,15	88,74
<i>Румунија</i>	98,15	88,74
<i>Молдавија</i>	97,68	88,74
<i>Србија</i>	97,68	88,74
<i>Хрватска</i>	97,22	88,74
<i>Албанија</i>	95,42	88,74
<i>Пољска</i>	93,97	88,74
<i>Босна и Херцеговина</i>	92,9	88,74
<i>Русија</i>	91,2	88,74
<i>Украјина</i>	88,83	88,74
<i>Бјелорусија</i>	81,66	88,74

Извор: властито израч. на основу података из извјештаја Investing Across Borders 2010.

Из овог извјештаја може се видјети да су све ЗУТ, изузев Бјелорусије, по слободи инвестирања страног капитала у њихове привреде изнад нивоа просјека пет традиционалних капиталистичких економија. Штавише, лидер у овом процесу (Црна Гора) је оставрила боље оцјене него рецимо САД или Велика Британија. У контексту предмета нашег истраживања изнесени подаци нам говоре да ЗУТ не користе ограничења токова капитала са иностранством како би утицале на величину и структуру платног биланса, *тј. како се тројство јесте свело на двојство.*

5. АУТОНОМИЈА МОНЕТАРНИХ ПОЛИТИКА У ЗУТ

И тако долазимо до посљедњег дијела теорије немогућег тројства: аутономије монетарних политика. Да бисмо провјерили степен ове аутономије у свакој од посматраних земаља пошли смо од констатације једног од највећих монетарних економиста свих времена, проф. Милтона Фридмана. Наиме проф. Фридман волио је да каже како је инфлација увијек и свугдје монетарни феномен, тј. он је сугерисао да су за више стопе инфлације увијек одговорне монетарне власти. У складу са тим би и аутономију монетарне политике неке земље, теоретски, било најлакше провјерити посматрајући разлику у инфлацијама између те земље и земље (односно валутне области) у односу на коју се истражује аутономност. С обзиром да већина ЗУТ гравитира ЕУ, истражили смо разлику у инфлацијама спрам Еврозоне.

⁴ Дobar примјер за ово је Канада. Њена оцјена у овом Извјештају је најнижа од свих развијених земаља а познато је да око 60% предузећа у Канади посједују држављани САД.

⁵ Нажалост у извјештају се нису нашле оцјене за Њемачку и Италију па нисмо могли дати просјек за групу Г 7. Ипак саставили смо просјечну оцјену за следећих пет земаља: САД, Канада, Велика Британија, Француска и Јапан. За ове земље постоји увијек мишљење да су примјер слободних капиталистичких економија код којих су капиталне контроле отклоњене још након Другог свјетског рата.

Табела 4: Разлика у инфлацијама између ЗУТ и еврозоне

Земља	Стопа инфлације у години:					Просјечна стопа инфлације	Просјечна стопа инф. у ЕМУ-17	Разлика
	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.			
Словачка	4,3	1,9	3,94	0,9	0,7	2,35	1,9	0,45
Македонија	3,2	2,3	8,3	-1,4	1,6	2,8	1,9	0,9
Р. Чешка	2,5	2,9	6,3	1	1,4	2,82	1,9	0,92
Словенија	2,46	3,6	5,6	0,85	1,8	2,86	1,9	0,96
Албанија	2,4	2,9	3,4	2,3	3,5	2,9	1,9	1
Хрватска	3,17	2,87	6,06	2,4	1	3,1	1,9	1,2
Пољска	1,11	2,4	6,8	3,8	2,7	3,36	1,9	1,46
БиХ	7,4	1,5	7,4	-0,4	2,1	3,6	1,9	1,7
Естонија	4,4	6,6	10,4	0	3	4,9	1,9	3
Литванија	3,74	5,7	10,9	4,4	1,6	5,3	1,9	3,4
Мађарска	3,9	7,9	6,06	4,2	4,9	5,4	1,9	3,5
Румунија	6,6	4,8	7,85	5,6	6,1	6,2	1,9	4,3
Бугарска	7,26	8,4	12,4	2,7	2,4	6,6	1,9	4,7
Летонија	6,5	10,1	15,4	3,5	-1,1	6,9	1,9	5
Србија	11,7	6,5	11,7	8,1	10,2	9,64	1,9	7,74
Русија	9,68	9	14,1	11,7	5,5	10	1,9	8,1
Бјелорусија	7	8,4	14,8	14,5	7,8	10,5	1,9	8,6
Украјина	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	14,5	1,9	12,6

Извори: International Financial Statistics, International Monetary Fund and ERS Baseline Regional Aggregations, доступно на: <www.ers.usda.gov/Data/Macroeconomics>, и Eurostat - HICP – inflation rate, доступно на: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>>.

Међутим, при оцјени аутономије монетарне политике на основу разлика у инфлацији посматране земље и ЕМУ постоји један изузетак који је за наш рад битан и треба га нагласити. Код фиксних девизних курсева, а поготово код монетарног одбора, у случају да монетарне власти не врши стерилизацију девизних прилива, а да су приливи значајни, то води бржем расту новчане масе од раста тражње за новцем, што би посљедично могло да доведе до инфлације (додуше дефицити трговинског биланса углавном служе као вентил кроз који вишак тражње одлази не утичући на инфлацију у земљи). Нешто више стопе инфлације формиране на овај начин *не говоре о слободнијем коришћењу монетарне политике* већ управо супротно, о минимуму слободе. Управо ова ситуација може да објасни нешто више стопе инфлације у нашој табели које имају земље са системом монетарног одбора, а које су уједно и постале чланице ЕУ (Естонија, Бугарска, Летонија), док је с друге стране инфлација много мања у нпр. Чешкој или Пољској које имају флукутирајуће девизне курсеве. Подаци из све три табеле сажети на једном мјесту изгледају овако.

Табела 5: Немогуће тројство у ЗУТ

	<i>Режим девизног курса</i>	<i>Индекс (слободе стицања) страног власништва</i>	<i>Разлика у инфлацији спрема ЕМУ 17</i>
<i>Македонија</i>	Везивање	98,15	0,9
<i>Хрватска</i>	Чврсто контролисано флукутирање	97,22	1,2
<i>БиХ</i>	Валутни одбор	92,9	1,7
<i>Бугарска</i>	Валутни одбор	98,15	4,7
<i>Бјелорусија</i>	Везивање	81,66	8,6
<i>Словачка Република</i>	Дио ЕМУ	98,15	0,45
<i>Чешка</i>	Слободно флукутирање	98,15	0,92
<i>Албанија</i>	Слободно флукутирање	95,42	1
<i>Пољска</i>	Слободно флукутирање	93,97	1,46
<i>Румунија</i>	Контролисано флукутирање	98,15	4,3
<i>Србија</i>	Контролисано флукутирање	97,68	7,74
<i>Русија</i>	Контролисано флукутирање са посматрањем бивалутне корпе (€\$)	91,2	8,1
<i>Украјина</i>	Контролисано флукутирање	88,83	12,6

Извор: табеле 1, 3 и 4.

6. ЗАКЉУЧАК

Тестирајући теорему немогућег тројства за тринаест земаља земаља у транзицији за које имамо податке по све три димензије, дошли смо до следећих сазнања и закључака.

У три земље које су везале своје валуте за евро (БиХ, Хрватска и Македонија), а нису до 2010. приступиле ЕУ (због чега изузимамо Бугарску), нити значајније контролишу токове капитала са иностранством (због чега изузимамо Бјелорусију), просјечна разлика у стопама инфлације спрема ЕМУ 17 је износила 1,25%. С друге стране у земљама које су примјењивале флексибилне режиме девизног курса просјечна разлика у инфлацији спрема ЕМУ 17 износи 5,15%. *Тиме је, заправо, теорија немогућег тројства потврђена и у пракси ЗУТ и поред неких специфичности ових земаља који јој не иду на руку.* Додуше, примјери Чешке, Албаније и Пољске показују да је и уз флукутирајуће режиме девизног курса могуће водити одговорну монетарну политику. *Наше истраживање је показало и да су се ЗУТ укључиле у међународну економију и организације које персонификују ову сарадњу због чега се тројство свело на двојство* тј. да су ограничења на капитале токове мање-више укинута. *Сматрамо посебно занимљивим примијетити да се већина ЗУТ определилила за флексибилне курсеве и аутономну монетарну политику, упркос код нас доста широко распрострањеном мишљењу да је за ове земље боље да вежу своје курсеве.*

ЛИТЕРАТУРА

- Burda, M. i Viploš, Č.** 2004. *Makroekonomija*, Beograd: Centar za liberalno-demokratske studije
- Bubula, A. and Otker-Robe, I.** 2002. *The evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies*, IMF WP /02/155, 2002.
- Dragutinović, D.** 2008. *Moć i nemoć monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije*, Beograd: Radni papir, NBS.
- Jovanović-Gavrilović, P.** 2000. *Međunarodne poslovne finansije*, Beograd: Ekonomski fakultet Beograd.
- Kovačević, R.** 2002. *Devizni kursevi: režimi i politika*, Beograd: Institut za spoljnu trgovinu
- Nikolić, G.** 2010. *Dinar, 10 godina posle: komparativna analiza*, Beograd: CNP.
- Rohatinski, Ž.** 2008. *Monetarna politika*, Opatija: Zbornik radova konferencije.
- EBRD.** 2010. *Tranzition Report 2010*. London.
- Eurostat** – HICP – inflation rate, dostupno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- International Financial Statistics**, International Monetary Fund and ERS Baseline Regional Aggregations, dostupno na: www.ers.usda.gov/Data/Macroeconomics.
- Investing accross Borders 2010**, WBG, Washington DC, 2011.