

Poglavje 10

Izbira režima deviznega

tečaja Evrope

Neobstojna trojica (impossible trinity)

S fiksnim tečajem je neodvisnost monetarne politike izgubljena.

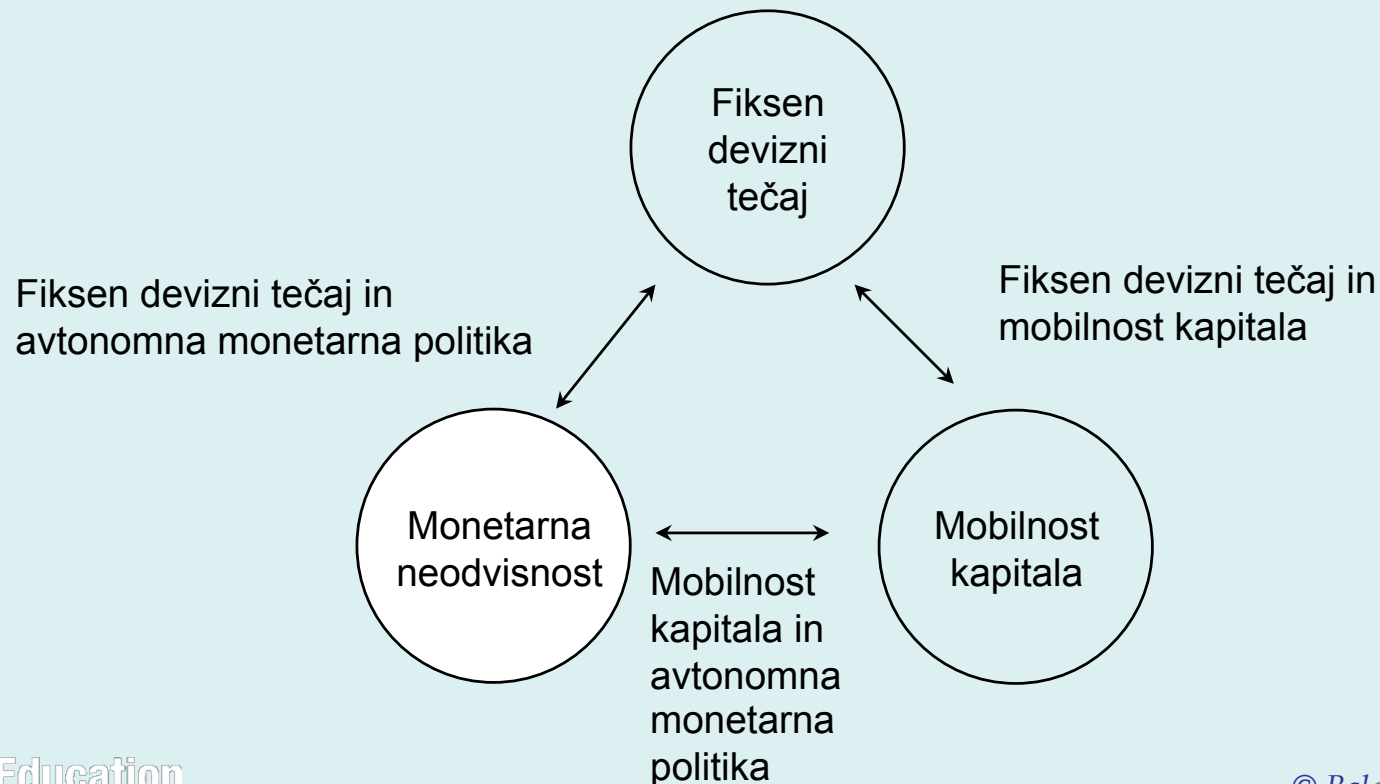
Kaj to pomeni?

- Na dolgi rok je monetarna politika nevtralna v vsakem primeru,
- Inflacija torej ni več determinirana od domačih oblasti – včasih to celo zaželeno.

Neodvisna monetarna politika se lahko obdrži z omejevanjem mobilnosti kapitala.

Neobstojna trojica (impossible trinity)

Načelo neobstojne trojice: Le dve od spodnjih kategorij sta istočasno obstojni!



Izbira režima deviznega tečaja

Kašen režim deviznega tečaja izbrati?

- Staro in kontroverzno vprašanje. Ni enoznačnega odgovora.
- Ni najboljše rešitve, vse vsebujejo prednosti in slabosti, ki se razlikujejo glede na okoliščine, države in obdobje.

Izbira režima deviznega tečaja

Je devizni tečaj sploh pomemben?

Pomemben je le, če ima (nominalni) tečaj vpliv na realno ekonomijo.

Torej le na kratki rok:

- Spremembe v E se odražajo na $\lambda = EP/P^*$: P in P^* so lepljive.
- Na dolgi rok, pa je λ konstanten in neodvisen od E : P se prilagajajo

Izbira režima deviznega tečaja

- Pomembno je tudi, da “kratek rok” traja nekaj let. (2-3 leta ali več)
- Zaradi počasnega spreminjanja cen in plač.
- Izbira režima deviznega tečaja je torej pomembna na kratek rok, zaradi lepljivosti cen in plač.

Izbira režima deviznega tečaja

Kaj je na voljo (1)

- Prosto drseči tečaj (Free floating).
- Uravnivano drseči tečaj (Managed floating).
- Ciljni razpon (Target zones).
- Plezajoča pritrditev (Crawling pegs).
- Fiksni in prilagodljivi tečaj (Fixed and adjustable).

Izbira režima deviznega tečaja

Kaj je na voljo (2)

- Valutni odbor (Currency boards).
- Dolarizacija/Evroizacija in monetarna unija (Dollarization/euroization and Monetary union).

Izbira režima deviznega tečaja

Kaj upoštevati pri iskanju režima?

- Ohranjanje avtonomne monetarne politike:
 - Koristen instrument na kratek rok.
 - Lahko povzroča inflacijo (kvaliteta domačih institucij).
 - Velikost države.
- Fleksibilen tečaj izolira državo od zunanjih vplivov (vpliv na konkurenčnost).
- Volatilnost tečaja.

Izbira režima deviznega tečaja

- Stabilnost deviznega tečaja:
 - Fleksibilni tečaj se preveč “premika”,
 - Fiksni tečaj pa po določenem času postane nevzdržen.

Večno vprašanje: fiksni ali fleksibilen tečaj?

- Razlogi ZA fleksibilen tečaj:
 - Ob lepljivih cenah, fleksibilen tečaj omogoča prilagajanje po ekonomskih šokih.
 - Fleksibilen tečaj ni pod vplivom politike.
 - Ohranitev avtonomne monetarne politike.

Večno vprašanje: fiksni ali fleksibilen tečaj?

- Razlogi ZA fiksni tečaj:
 - Finančni trgi so podvrženi nepopolnim informacijam in neracionalnemu obnašanju akterjev (panika).
 - Fleksibilen tečaj je lahko zelo volatilen, kar ima za posledico veliko negotovost.
 - S fiksiranjem tečaja se skuša disciplinirati monetarno politiko.
 - Ko se pojavijo šoki, se še vedno lahko zamenja pariteto tečaja.

Nova rešitev: Dva ekstrema

- Le prosto drseči tečaj (pure float) ali trdna pritrditev (hard peg) sta zanesljiva:
 - Pri “nekaj vmes” (soft pegs) vedno lahko prihaja do zlorab s strani države, do pre-oz. pod- cenjenega tečaja in do špekulativnih napadov,
 - Prosto drseči tečaj – politika se z njim sploh ne ukvarja
 - Trdna pritrditev pa je nepovratna (pa je res?)

Nova rešitev: Dva ekstrema

- V skladu s teorijo:
 - soft pegs: monetarna politika se le “na pol” zaveže k cilju deviznega tečaja,
 - V času prostega pretoka kapitala je to v nasprotju z načelom neobstoje trojice,
 - In obsojeno na propad.

V Evropi se je večino držav odločilo za enega od ekstremov, vendar ne drži za vse države sveta.

Pregled monetarne zgodovine Evrope

- Monetarna unija je kontroverzni rezultat dolgega procesa. Pregled zgodovine pripomore k razumevanju.
- Od uvedbe papirnatega denarja je bila monetarna zgodovina Evrope razburkana. Iz vsake slabe izkušnje se nekaj pomembnega naučimo.
- Pred uvedbo papirnatega denarja je bila Evropa de facto monetarna unija. Mehanizem pomaga razumeti njeno delovanje danes.

Kovinski denar – Evropa kot monetarna unija

- Zlati in srebrni denar,
- Vsak vladar je koval svoj denar,
- Devizni tečaj le razmerje med vsebnostjo kovine med različnimi valutami.
- Torej je bil le en pravi denar: zlato (srebro).

- Evropa delovala kot monetarna unija

Zlati standard in Humov mehanizem

- Mehanizem opisuje osnove delovanja monetarne unije.
- Temelji na načelih nevtralnosti denarja na dolgi rok, PPP in na kratkoročnem vplivu denarja na obrestne mere
- Humov mehanizem: količina denarja se avtomatično prilagodi za dosego uravnotežene plačilne bilance.

Zlati standard in Humov mehanizem (tekoči račun)

- Trgovinska (plačilna) bilanca vpliva na tokove denarja.

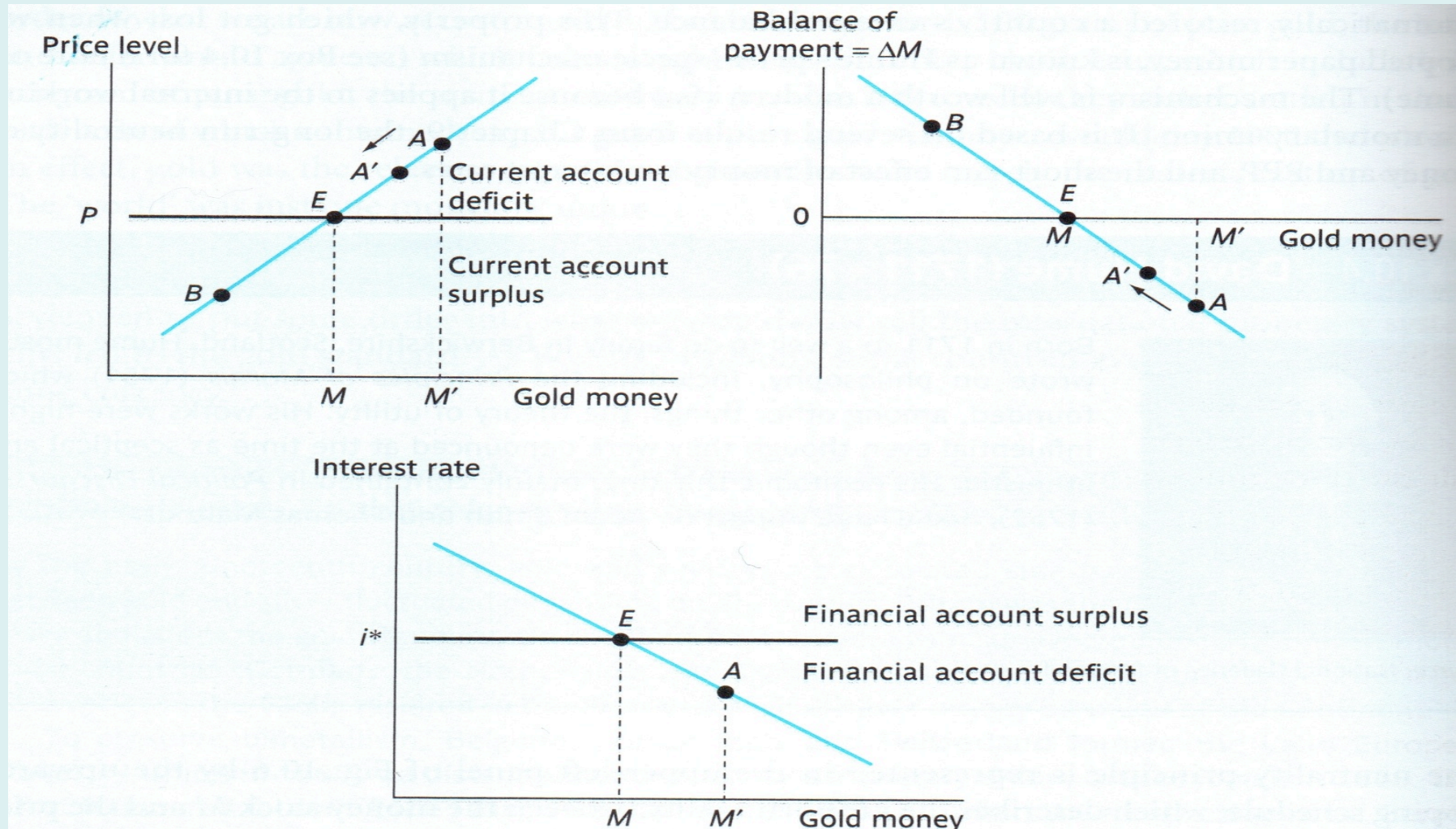


Figure 10.6 Hume's price-specie mechanism

Zlati standard in Humov mehanizem (tekoči račun)

- Količina denarja določa P (na dolgi rok), P pa vpliva na trgovinsko bilanco.

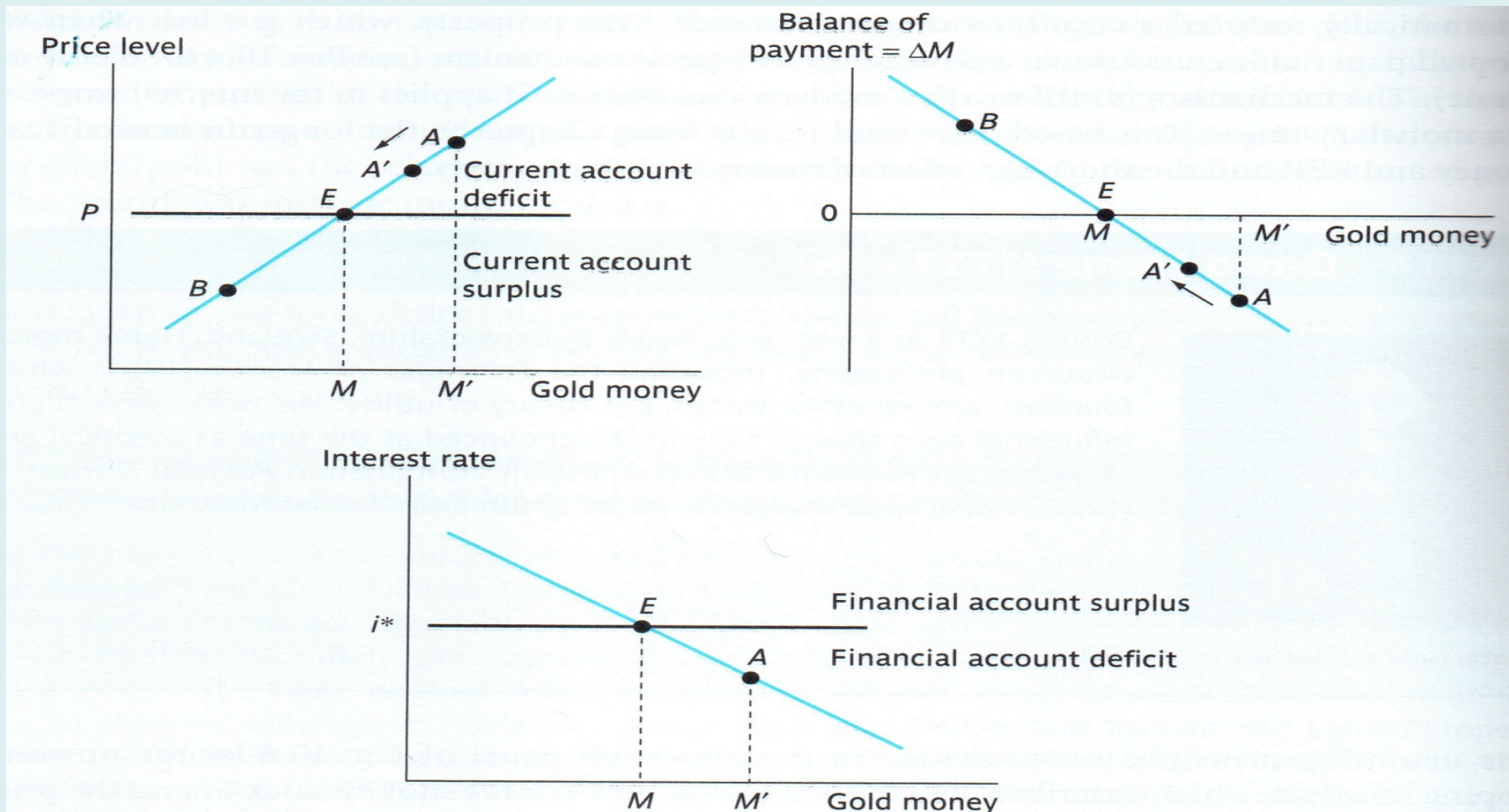


Figure 10.6 Hume's price-specie mechanism

Zlati standard in Humov mehanizem (finančni račun)

- Količina denarja vpliva na obrestno mero, obrestna mera pa na tokove denarja.

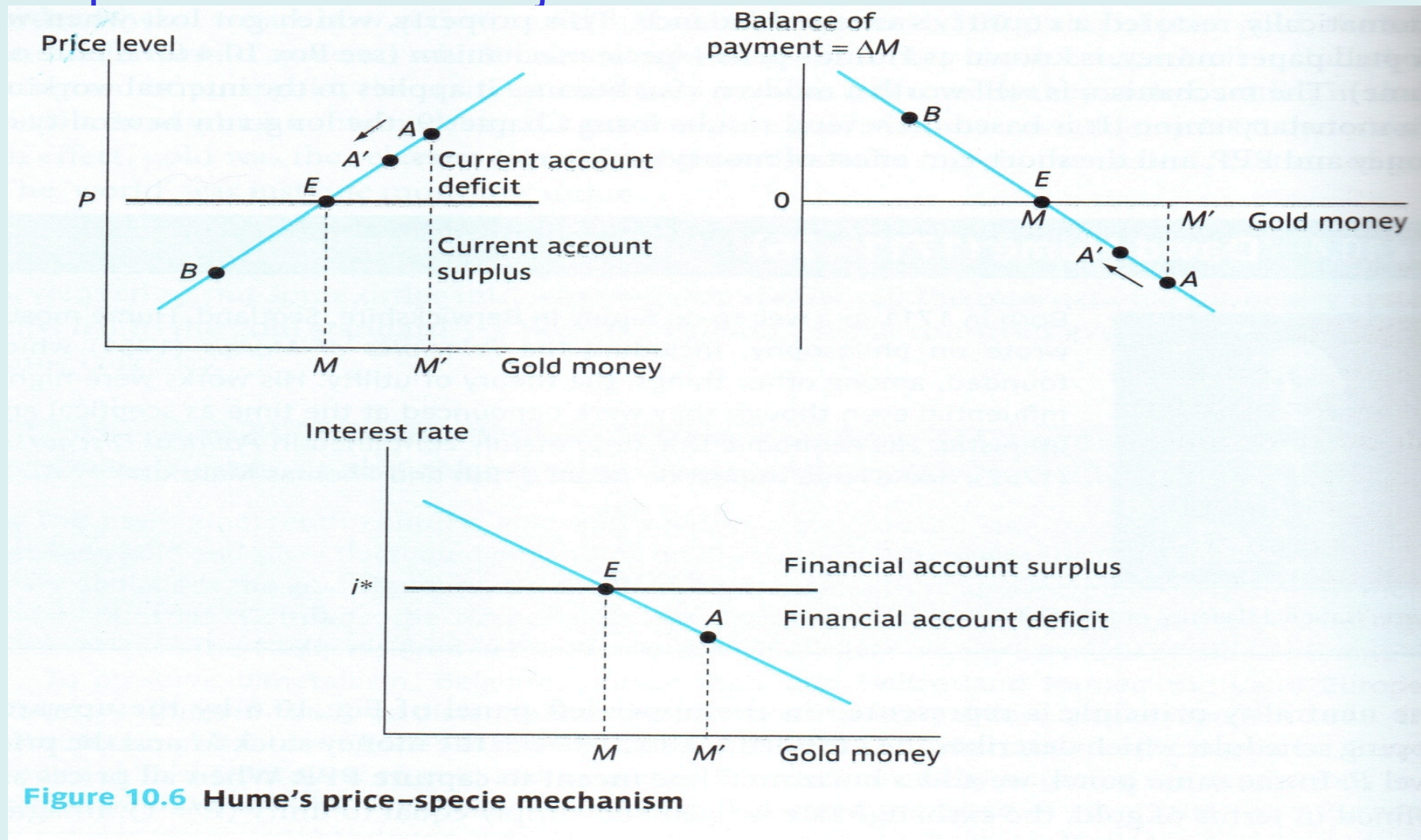


Figure 10.6 Hume's price-specie mechanism

Zlati standard in Humov mehanizem

- Vračanje v položaj uravnotežene plačilne bilance je samodejno.
- Prilagajanje preko cen je počasno, preko finančnega trga pa zelo hitro.
- Zlati standard je bil torej v osnovi stabilen.
- Ni potrebe po vmešavanju ekonomske politike, saj je količina zlatega denarja določena endogeno.

Zlati standard in monetarna unija danes

- Podobno deluje kot zlati standard.
- Namesto zlata **evro**.
- V države s presežkom pritekajo evri, iz držav s primanjkljajem evri odtekajo.
- Države ne morejo devalvirati/depreciirati tečaja. Sprijazniti se morajo s padcem (počasnejšo rastjo) cen.
- Pomembno, da pravila igre držijo (prosti pretok blaga in kapitala).

Zlati konvertibilni standard

- Uveden papirnati denar (19. stoletje).
- Stabilnost se ohrani le pod tremi pogoji:
 - bankovci zamenljivi za zlato po fiksni ceni (torej le kot substitut za zlato)
 - Popolna pokritost. Centralna banka ima (vsaj) toliko zlata kot je izdala bankovcev. S pritoki/odtoki zlata izdaja/odvzema papirnati denar.
 - Popolna mobilnost trgovine in kapitala, da je mehanizem prilagoditve mogoč.

Obdobje med vojnama: najslabše vseh svetov

- Ob začetku vojne 1914 zlati standard ukinjen.
- Po vojni so oblasti imele v mislih vrnitev na zlati standard, vendar:
 - Ni bilo konsenza po kakšnih paritetah vzpostaviti devizne tečaje,
 - Zelo kaotičen začetek s posledicami prve svetovne vojne
 - zelo visoka javnofinančna zadolženost
 - visoka inflacija.

Obdobje med vojnama: trije primeri

- Velika Britanija: predolgo zavračanje devalvacije precenjenega funta: desetletje nizke gospodarske rasti.
- Francija: devalvacija, podcenjenost franka, dokler ostali ne devalvirajo svojih valut; sledi precenjenost franka.
- Nemčija: hiperinflacija, devalvacija in dvigovanje ovir prosti trgovini in prostemu pretoku kapitala.

Lekcije za Evropo

- Po razpadu zlatega standarda so bili tečaji prosto drseči.
- Države so pustile svoje valute deprecirati za izboljšanje konkurenčnosti na račun drugih.
- To je začelo ovirati trgovino. In spodbujalo protekcionizem.
- Kar je še poglobilo depresijo.

Lekcije za Evropo

Zaključki:

- Drseči tečaji povzročajo neravnovesja in spodbujajo trgovinske ovire in znižujejo prosperiteto.
- Veliko Evropskih držav je razvilo “strah pred drsečim tečajem”. Tečaje je treba fiksirati, vendar ne zelo trdno.
- Določanje paritet deviznih tečajev ne morejo biti prepuščeni vsaki državi po svoje. Vzpostavljen mora biti mednarodni sistem.

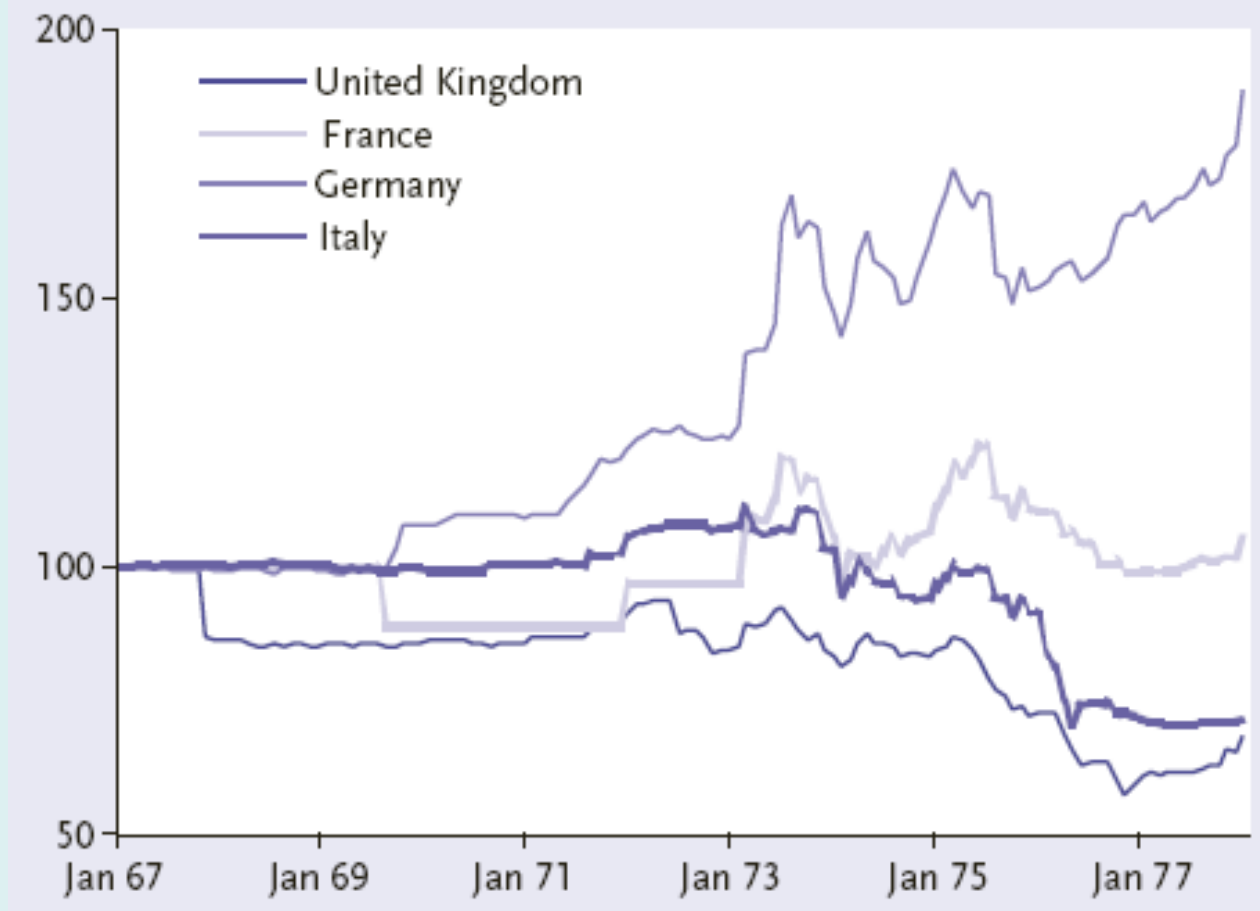
Povojna ureditev: Bretton Woods

- Vzpostavitev mednarodnega denarnega sistema.
- Na zlato vezan le dolar. Tečajji so bili fiksni in prilagodljivi (fixed and adjustable).
- Ustanovljen MDS (IMF) – za nadzor in pomoč državam v težavah.
- Ovire gibanju kapitala so bile dovoljene, in veliko držav jih je uporabljalo.
- ZDA ekonomski in politični garantor sistema.

Razpad BW sistema in Evropska “kača”

1971 v ZDA ukinejo konvertibilnost dolarja za zlato. 1973 fiksni in prilagodljivi tečaji uradno ukinjeni.

Evropski devizni tečaji so se spet pričeli oddaljevati.

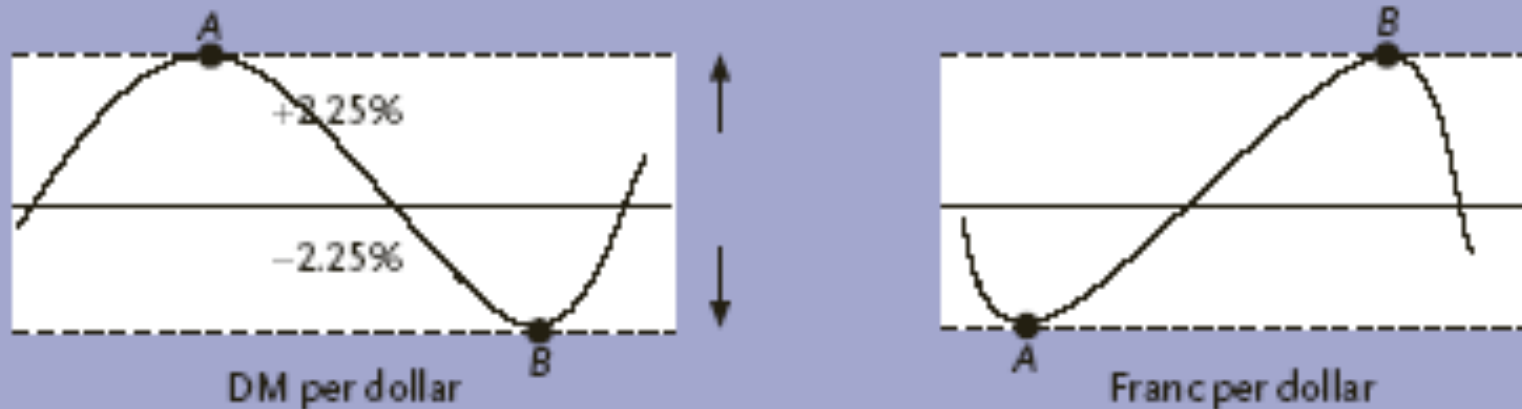


Razpad BW sistema in Evropska “kača”

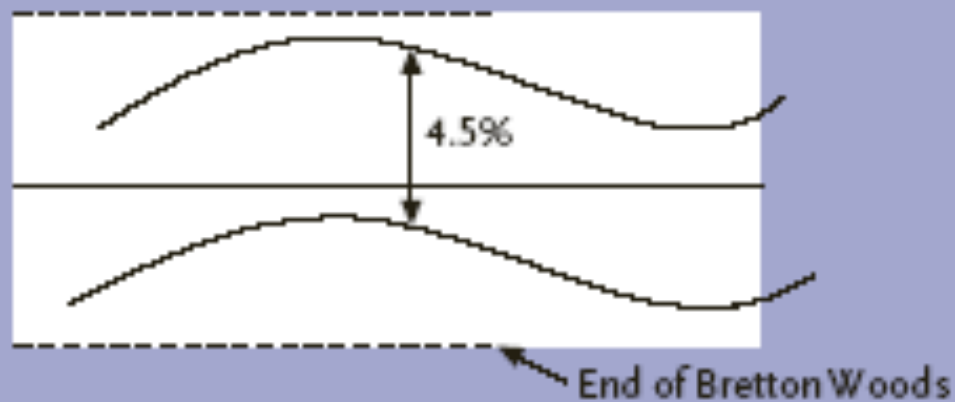
- Evropa se je znašla brez sistema.
- Zaradi medvojne izkušnje je iskala rešitev:
“Kača”
- Sporazum o stabiliziranju intra-evropskih tečajev znotraj ozkih mej.
- Ovire za mobilnost kapitala so se večkrat uporabljale, a niso bile striktne; ni omejitev za nacionalne monetarne politike.
- Zelo krhek sistem, brez trdnih zavez in brez ukrepov v primeru kriz.

Razpad BW sistema in Evropska “kača”

1. Without the Snake



2. The Snake in the tunnel



SOURCE: IMF.

Razpad BW sistema in Evropska “kača”

- Ob prvem naftnem šoku so centralne banke reagirale različno.
- Nekateri države uspejo zadržati inflacijo, druge ne.
- Sistem ni imel mehanizmov za reagiranje v krizah.
- Nekateri države so zapustile sistem.

Razpad BW sistema in Evropska “kača”

Evropska “kača” je pokazala, da

- obstaja determiniranost za fiksiranje intra-evropskih deviznih tečajev,
- brez zunanje reference (zlato, dolar), se morajo evropske valute fiksirati druga na drugo.

Evropski monetarni sistem

Mehanizem deviznih tečajev (ERM)

- ERM: medsebojno uravnavani fiksni in prilagodljivi tečaji.
- Nestabilni začetki: ni formalnih restrikcij za nacionalne monetarne politike, zaradi globalizacije vedno bolj prost pretok kapitala. Devizni tečaji divergirajo. Pogoste menjave paritet.
- Neformalna zaveza načelu “neobstoje trojice”: države se zavežejo k zmanjšanju razlik v stopnjah inflacije.

Evropski monetarni sistem

- Bundesbank in DM postaneta center sistema. Valute se vežejo na DM. Le Nemčija ohrani avtonomno monetarno politiko.
- Vendar preveč neformalen sistem, da bi zdržal krizo.
- Ob združitvi Nemčije, Bundesbank vodi restriktivno monetarno politiko. Ostale države ne sledijo.
- ERM skoraj razpade 1992-1993, razpon gibanja tečajev se razširi.

K Monetarni uniji

- Vedno bolj prost pretok kapitala. Potreben bolj trden sistem.
- Maastricht 1991: rojstvo EU in program za vzpostavitev EMU.
- 1999: tečaji 11 držav nepovratno zamrznjeni. ESCB s sedežem v Frankfurtu začne delovati.
- 2002: v obtok pridejo tudi evro kovanci in bankovci.
- Januar 2009: 16 držav evroobmočja.