

УПРАВЉАЊЕ ДЕВИЗНИМ КУРСОМ

Увод

Сама дефиниција девизног курса, као цијене по којој се јединица једне валуте размјењује за јединицу друге валуте, у себи уједно крије и открива значај девизног курса за једну националну економију. Величине БДП, увоза, извоза, и других макроекономских агрегата јављају се као последица активности у реалном економском сектору. Да би се извозило, прво се мора произвести, а то са друге стране захтијева ангажовање радне снаге и осталих фактора производње. Но, извоз је једино могућ уколико су цијене конкурентне на свјетском тржишту, а то зависи од више фактора: продуктивности, коришћења економије, обима производних и управљачких технологија итд. Међутим, извозни потенцијал бива неупотребљив а напори у реалном сектору узалудни, уколико се девизни курс промијени на начин који ће извозне производе учинити цјеновно неконкурентним. Отуда и велики значај и велико интересовање за девизни курс од стране носиоца економске политике. Исувише је велики значај девизног курса за националну економију да би се његово формирање препустило стихији тржишних снага, без напора да се њиме управља. Због тога не чуди податак да је литература о девизним курсевима богата, те да ово подручје, уз инфлацију, представља најчешће истраживан феномен у економској литератури.

КЉУЧНЕ РИЈЕЧИ: ДЕВИЗНИ КУРС, ПАРИТЕТ КУПОВНЕ МОЋИ, АПРЕСИЈАЦИЈА, ДЕПРЕСИЈАЦИЈА, ПУЗАЈУЋИ КУРС, ВАЛУТНИ ОДБОР, ДОЛАРИЗАЦИЈА, ПЛАТНИ БИЛАНС, ПЛИВАЈУЋИ КУРС, МЕЂУНАРОДНА ДОБРА, ДОМАЋА ДОБРА

1. ПОЈАМ ДЕВИЗНОГ КУРСА

Цијена по којој се једна национална валута размјењује за другу валуту назива се девизним курсом. Од девизног курса треба разликовати девизни (валутни) паритет, који представља званично утврђену вриједност националног новца изражену у неком ширем прихваћеном именитељу (деноминатору): злату, специјалним правима вучења – SDR, некој стабилнијој и важнијој националној валути и сл. У нормалним приликама девизни курс се креће око девизног паритета као основе.

Девизни курс успоставља везу између нивоа цијена у земљи и иностранству; помоћу њега се иностране цијене прерачунавају у националну валуту и домаће цијене исказују у девизама. Тиме се омогућава поређење цијена и индентификација производа чија је цијена у земљи нижа па се могу извозити, односно производа који су у иностранству јефтинији па их треба увозити. На дужи рок разлике у цијенама доводе до усмјеравања фактора производње у оне секторе у којима је национална привреда ефикаснија, а други сектори се препуштају успјешнијим иностраним произвођачима. Тако долази до међународне специјализације, до међународне подјеле рада.

Од чега зависи висина девизног курса и који фактори утичу на његово кретање?

У вријеме чистог златног стандарда, када је у промету био златан новац, односно новчанице са покрићем у злату, девизни курс је био одређен тзв. Ковничком стопом, која је казивала колико је злата садржано у јединици националног новца. Једноставним поређењем садржаја злата у јединици једне и друге валуте добијао се девизни паритет. Девизни курс је могао да се креће само у уским оквирима око девизног паритета¹ у границама између доње и горње златне тачке, односно тачке увоза и тачке извоза злата. Напуштањем златног стандарда нестало је чврсте основе за одређивање девизних курсева. Поставило се питање: шта у овим новим условима детерминише девизни курс? Појавило се више теорија које покушавају да идентификују факторе од којих зависи висина девизног курса.

2. ТЕОРИЈЕ О ДЕВИЗНОМ КУРСУ

2.1. ТЕОРИЈА ПАРИТЕТА КУПОВНЕ СНАГЕ

Шведски економиста Густав Касел (Gustav Cassel) у свом дјелу Теорија друштвене привреде (Theory of Social Economy, Лондон 1926), односе између појединих валута објашњава паритетом куповне снаге. Девизни курс се успоставља на оном нивоу на којем се изједначава куповна моћ у земљи и иностранству. Стране валуте се траже управо ради тога што омогућавају куповину робе и услуга) у иностранству. Уколико се прибављањем стране валуте може купити више робе него на домаћем тржишту (за домаћу валуту), повећаће се тражња стране валуте и понуда домаће. Цијена стране валуте ће расти све до оног нивоа на којем ће се успоставити паритет куповне моћи у земљи и иностранству. Ако је у базном периоду девизни курс на таквом нивоу да осигурава паритет куповне моћи, онда ће се он у наредним периодима мијењати у складу са стопом инфлације у земљи и иностранству. Ово се може изразити оваквом формулом:

$$K_i : K_0 = P_{ai} : P_{bi} \quad (1)$$

односно:

$$K_i = \frac{K_0 \cdot P_{ai}}{P_{bi}} \quad (2)$$

гдје је:

K_i = нови девизни курс (директно нотирање) у години i ,

K_0 = девизни курс у базном периоду,

P_{ai} = индекс цијена у датој земљи у години i ,

P_{bi} = индекс цијена у страној земљи у години i .

Због тога што се, према овој теорији, девизни курс мијења у складу са релативним промијенама цијена, ова теорија о формирању девизног курса назива се и теоријом инфлације.

Паритет куповне снаге је економски најрационалнија основа за формирање девизних курсева. Међутим, бројни су разлози због којих овај критеријум не игра онако важну улогу у дефинисању висине девизних курсева као што би то требало да буде. Наведимо неке од њих.

¹ Ако би курс неке валуте порастао изнад горње златне тачке, рентабилније је било да се плаћања иностранству изврше извозом злата него да се по том курсу прибавља страна валута. Та горња златна тачка одређена је трошковима преноса злата (транспорт и осигурање) до земље гдје треба измирити обавезе. У оваквим условима девизни курс није могао пуно да одступа од паритета- обично око 0,5% на горе и на доле.

Веома су изражене разлике у односима цијена појединих производа и услуга од једне земље до друге. Те разлике проистичу из разлика у нивоу развијености, развојних фаза у којим се поједине земље у одређеном времену налазе, структуре привреде, снабђивености природним ресурсима, историјског наслеђа, навика и обичаја, концепта и инструмената економске политике, друштвених односа, стратегијских потреба и сл. Мјерама економске политике могу се у неким земљама одржавати на релативно ниском нивоу цијене основних животних намирница, становања, школовања, здравствене заштите или неког другог вида потрошње, а подизати цијене луксузних добара. Због жеље да се створе услови за развој нових грана, да се диверсификује производна структура или обезбиједи стратегијска независност, могуће је да се цијене неких производа, у краћем или дужем периоду, одржавају на релативно високом нивоу.

Различити су и начини финансирања појединих активности. У неким земљама (нарочито је то било карактеристично за социјалистичке земље) добар дио трошкова здравствене заштите, школовања, становања и сл. подмирује се из друштвених фондова, а цијена услуга и производа из ових области су понекад само симболичне.

У свим земљама није исти однос између натуралног и робноновчаног сектора привреде, што зависи од новог развијености, али и од историјског развоја и традиција.

У економској литератури се истиче да за формирање девизног курса националне валуте нису значајне све цијене у датој земљи, већ само оне које важе за тзв. међународна добра (*tradable goods*), тј. за оне врсте производа и услуга које могу бити предмет међународне размјене, односно међународне подјеле рада и специјализације. Значи, не треба узимати тзв. домаћа добра (*domestic goods, nontradable goods*) која циркулишу само на унутрашњем тржишту. Када се објашњавају фактори који детерминишу висину девизног курса, није исправно много наглашавати разлике између ове двије категорије добара, и то из два разлога:

(1) Један дио добара није предмет међународне размјене баш због тога што су им цијене знатно изнад оних на свјетском тржишту.

(2) И у случају тзв. домаћих добара потрошачи су у ситуацији (мада, заиста, не увијек) да пореде да ли им је рационалније да фондове троше за набавку тих добара или да купују страну валуту за набавку увозне робе. Ово важи не само када су производу мање-више замјенљиви (као што је, на примјер, случај када се пореди цијена увозног аутомобила са цијенама превоза у унутрашњем саобраћају) већ и када је супституција немогућа: потрошач се може питати шта је рационалније, да ли, рецимо, да купи увозни аутомобил или да сагради викендицу.

Из наведених разлога може се закључити да тражња стране валуте, па према томе и девизни курс, зависе не само од цијена међународних добара већ (мада у мањој мјери), и од цијена оних добара и услуга који су намијењени искључиво домаћем тржишту.

2.2. ПЛАТНОБИЛАНСНА ТЕОРИЈА

Према платнобилансној теорији, цијена девиза, односно девизни курс, формира се под утицајем односа понуде и тражње, као и свака друга цијена. Понуда и тражња девиза манифестују се у платном билансу у виду прилива и одлива девиза. У случају дефицита платног биланса долази до несклада између понуде и тражње девиза, тражња је већа од понуде, па ће девизни курс расти. Раст девизног курса водиће смањењу тражње девиза и повећању понуде, што ће довести до отклањања дефицита и уравнотежења платног биланса земље.

2.3 ТЕОРИЈА О ПАРИТЕТУ КАМАТНИХ СТОПА

Понуда и тражња девиза не морају потицати само од извоза и увоза робе и услуга, већ и од претварања финансијских фондова из једне валуте у другу. Посједници слободних финансијских средстава настоје да их пласирају уз што већу камату. Уколико

је каматна стопа у иностранству већа него у земљи, повећаће се интерес да се фондови у домаћој валути претворе у девизе како би се остварио већи приход. Доћи ће, значи, до пораста тражње девиза, раста девизног курса и одлива финансијских средстава у иностранство. Бјекство фондова у иностранство наметнуће потребе да се каматна стопа у земљи повећа, чим ће се успоставити паритет каматних стопа.

Нема сумње да разлике у каматним стопама утичу на понуду и тражњу девиза, а тиме и на девизни курс. Међутим, мислим да ова теорија не може самостално да објасни начин формирања девизног курса јер је само релативно мали дио укупне понуде и тражње девиза резултат финансијских трансакција чији је циљ остварење камате. Зато је исправније ову теорију третирати као допуну или корекцију оне основне, теорије о паритету куповне снаге.

3. РЕАЛАН И РАВНОТЕЖАН ДЕВИЗНИ КУРС

Да би девизни курс успјешно обављао функције које су му намијењене, неопходно је да буде на одговарајућем нивоу, да буде реалан. А реалан је онај курс који изједначава општи ниво цијена у земљи са општем нивоом цијена у иностранству, који обезбјеђује паритет куповне моћи. Наглашавамо да се ради о општем нивоу цијена. Због различитих структура цијена у појединим земљама, цијене појединих производа и услуга неће бити изједначене. У једној индустриској земљи ће, рецимо, цијене телевизора бити два пута веће од цијене тоне пшенице, док ће у пољопривредној земљи телевизор бити четири пута скупљи. У основи, ове разлике су резултат различитих услова за производњу појединих добара, то су заправо манифестације компаративних предности. При реалном девизном курсу производи чија је цијена у земљи релативно нижа моћи ће рентабилно да се извозе, а увозиће се производи чија је цијена релативно виша у земљи него у иностранству.

Реалан девизни курс није само значајан за тржишну, већ и за планску привреду. Да би планови развоја били добри, да би се исправно оцијениле компаративне предности националне привреде неопходно је, баш уз помоћ реалног девизног курса, утврдити шта је јефтиније у земљи а шта у иностранству. То не значи да планови треба увијек и без резерви да прихватају оно што намеће примјена реалног девизног курса. Интереси дугорочног развоја, стратешки и други разлози могу учинити оправданим развој и неких грана у којима национална привреда нема компаративних предности. Но и тада је потребан реалан девизни курс, да би се знало какви се губици подносе и да ли су они прихватљиви с обзиром на позитивне ефекте такве оријентације.

Општи ниво цијена представља пондерисани просјек свих цијена. Из тога слиједи закључак да ће реалан девизни курс једну половину производа (узимајући у обзир пондере) чинити јефтинијим, а другу половину производа скупљим у земљи него у иностранству. Ова чињеница ствара претпоставку за уравнотежење размјене са иностранством. То значи да реалан девизни курс у нормалним околностима обезбјеђује и уравнотежење платног биланса.

Уколико је девизни курс испод нивоа који се може означити као реалан, онда је (у условима директног нотирања) домаћа валута прецијењена, а страна валута потцијењена. Прецијењеност домаћег новца доводи до тога да је куповна моћ у иностранству већа него у земљи: када се за домаћи новац купи страни по цијени која је нижа од реалне (по девизном курсу који је нижи од реалног), онда се обезбјеђује већа куповна моћ у иностранству него у земљи. Цијене стране робе прерачунате у домаћу валуту по таквом курсу постају ниже, што повећава интерес да се увози. И они страни производи који би при реалном девизном курсу били скупљи од домаћих, уз нижи девизни курс постају конкурентни на домаћем тржишту.

На другој страни, прецијењеност домаће валуте доводи до тога да извозници за стечене девизе добијају мање домаћег новца него што би то било при реалном девизном

курсу. Неки производи који би се иначе могли рентабилно извозити уз реалан девизни курс, постају неконкурентни на страном тржишту. Ово води смањењу извоза.

Ниска цијена девиза чини атрактивним коришћење страних кредита. Средства добијена задуживањем троше се у иностранству јер им је тамо куповна моћ већа; при њиховом претварању у домаћу валуту дио њихове вриједности би се истопио због нереалног девизног курса. На другој страни, девизе за плаћање анuitета се прибављају по цијени нижој од реалне.

Прецијењеност домаће валуте не само да вјештачки сужава подручје на којем се испољавају компаративне предности националне привреде, него даје и погрешне информације о томе где треба усмјеравати производне факторе. Производња ослоњена на увозне сировине показује се рентабилнијом него што би стварно била у условима реалног девизног курса.

У оваким условима долази до раста увоза и смањена извоза, што доводи до дефицита платног биланса. Када се исцрпе могућности финансирања дефицита, наметнуће се потреба предузимања корективних мјера, које се обично свode на повећање девизног курса и ограничење увоза. Нови, виши девизни курс откриће многе грешке у развоју националне привреде, показаше да је било нерационалне алокације ресурса, да нису пронађене праве компаративне предности, да је било претјераног задуживања у иностранству.

Домаћа валута је потцијењена када је (при директном нотирању) девизни курс изнад реалног. При таквом курсу куповна моћ је већа у земљи него у иностранству. Због високе цијене девиза увоз поскупљује, што доводи до смањења броја страних производа који су конкурентни на домаћем тржишту.

На другој страни, за девизе стечене извозом добија се више домаћег новца, па због тога расте број извозних производа и повећава се њихова конкурентност на страним тржиштима. Све ово води побољшању стања у платном билансу.

Међутим, и потцијењеност домаће валуте може имати негативне ефекте на националну привреду, нарочито ако је та потцијењеност израженија и ако се практикује у дужем периоду. Због виших цијена увозних производа долази до супституције увоза домаћом производњом и тамо гдје то није оправдано, односно и тамо гдје би производи из увоза били јефтинији од домаћих, уколико би се примјењивао реалан девизни курс. Захваљујући сувише високом девизном курсу у извозу се појављују и они сектори који у нормалним околностима, уз реалан девизни курс, не би били у стању да извозе.

У првом периоду примјене виших девизних курсева супституција увоза и повећање извоза остварују се продајом постојећих залиха и већим коришћењем инсталираних капацитета. Међутим, ако се високи девизни курсеви примјењују у дужем периоду, доћи ће до изградње нових капацитета, који ће бити окренути извозу и супституцији увоза. Изградња нових капацитета биће оправдана једино у случајевима када већа продаја на домаћем и страном тржишту омогућава коришћење економије обима и доводи до таквог снижавања трошкова по јединици производа да би ти производи били конкурентни страним и при реалном девизном курсу. У свим осталим случајевима ради се о нерационалном усмјеравању фактора производње који могу да опстану једино уз нереално висок девизни курс, који их штити од конкуренције из иностранства и који им обезбјеђује нереално висок износ домаћег новца за девизе остварене извозом. Примјена реалног девизног курса показаше да су то, у ствари, промашене инвестиције. Посљедице за националну привреду биће утолико теже и трајније уколико се ради о крупнијим капиталним улагањима, о изградњи великих и скупих капацитета са дугим периодом експлоатације.

Неоправдано високе цијене увозних производа и дјелимична замјена увоза скупљим домаћим производима смањују рентабилност пословања и подстичу инфлацију. Инфлација није само последица поскупљења увоза већ и чињенице да висока цијена девиза доводи до несклада између робних и куповних фондова у земљи: тражња на домаћем тржишту расте а понуда се смањује због мањег увоза и већег извоза.

Девизни курс при којем се обезбјеђује уравнотеженост платног биланса, односно уједначавање понуде и тражње девиза, назива се равнотежним девизним курсом. У ширем економскополитичком смислу, равнотежни девизни курс је онај који обезбјеђује равнотежу платног биланса (1) у дужем временском периоду, (2) уз очување унутрашње равнотеже и (3) без абнормалних трговинских и девизних ограничења.

- (1) Сматра се да је равнотежан онај девизни курс који обезбјеђује да платни биланс земље буде уравнотежен у оквиру периода који обухвата један привредни циклус. Током тог периода може бити и суфицита и дефицита, али у цјелини треба да постоји равнотежа. Према једним економским ауторима² треба узети период од 5 до 10 година, јер ће се у том дужем временском интервалу потрети не само сезонске већ и цикличне флукуације понуде и тражње девиза. Према другима³ тај период од 5 до 10 година је исувуше дуг. Заиста, ријетке су земље које својим монетарним резервама могу покривати дефицит платног биланса у тако дугом периоду, посебно ако је дефицит већих размјера. Девизни курс би, ипак, требало да обезбједи уравнотеженост платног биланса у краћем периоду од 2 до 3 године. У ствари, и прва група аутора сматра да период може бити краћи када су у питању индустријске земље код којих нема већих цикличних флукуација.
- (2) Не може се називати равнотежним онај девизни курс који обезбјеђује равнотежу платног биланса, али доводи до унутрашње неравнотеже: стагнације или пада производње, изражене незапослености, инфлације и привредне нестабилности. Прошла су времена када је унутрашња равнотежа могла бити подређена очувању екстерне равнотеже-равнотежа платног биланса.
- (3) Није равнотежан ни онај девизни курс који одржава равнотежу платног биланса, али уз оштре мјере спољнотрговинске и девизне контроле. Високим царинама, робним контингентима, девизним квотама, дозволама, субвенцијама и сличним инструментима може се кресати тражња и стимулисати понуда девиза. Разумљиво је да девизни курс који у таквим условима обезбјеђује равнотежу платног биланса није прави равнотежни девизни курс.

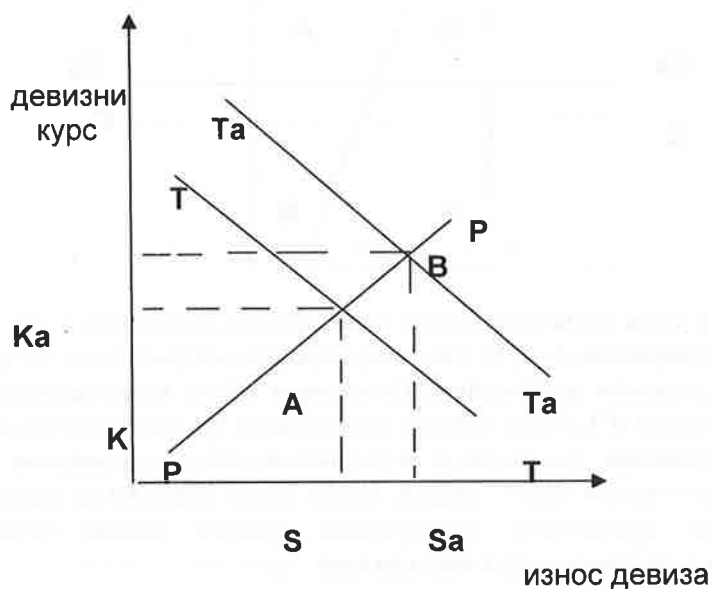
Када се говори о равнотежи платног биланса, онда се углавном мисли на биланс текућих трансакција. То значи да равнотежни девизни курс, тиме што одржава платни биланс у равнотежи, не би требало да доведе до промјене у нивоу монетарних резерви и степену спољне задужености. Сврха монетарних резерви јесте да се њиховим коришћењем обезбјеђује усклађивање понуде и тражње девиза у појединим временским периодима. Када је ријеч о сезонским осцилацијама у приливу и одливу девиза (време жетве, туристичка сезона и сл.) или о флукуацијама у току једног конјуктурног циклуса, нормално је да се интервенише монетарним резервама. Међутим, да би се девизни курс могао назвати равнотежним, непходно је да одржава платни биланс у равнотежи у оквиру једног конјуктурног циклуса али без(знатнијих) промјена у нивоу монетарних резерви на крају циклуса.

² Nurkse, 1949, str. 6

³ Ellsworth, 1964, str. 359-360

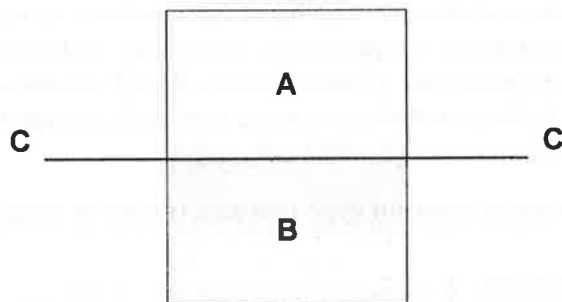
Равнотежан девизни курс се може приказати и графички:

Слика 1. Равнотежан девизни курс⁴



Већ је наведено да у нормалним околностима реалан девизни курс обезбјеђује уравнотежење платног биланса, што значи да је тада реалан девизни курс истовремено и равнотежан. Ову ситуацију можемо приказати и графички:

Слика 2. Општи ниво цијена

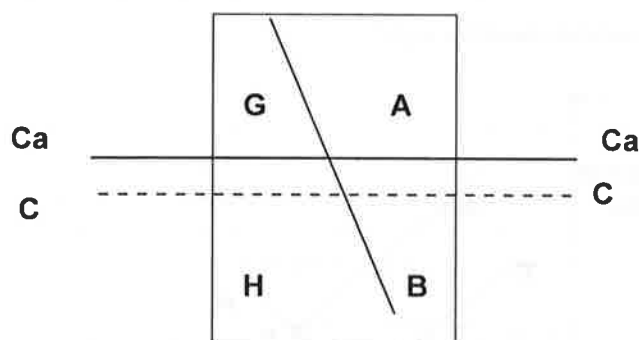


Права (CC) представља општи ниво цијена у земљи, односно пондерисани просјек цијена свих производа. При реалном девизном курсу тај ниво цена је изједначен са нивоом цијена у иностранству. Производи из сектора B су тада у земљи јефтинији, па се могу извозити, а производи из сектора A су у земљи скупљи, па ће се увозити. B представља понуду девиза, а A тражњу; пошто је $B=A$, платни биланс земље биће уравнотежен.

Но, најчешће стање није овакво. Због природних својстава појединих производа, високих транспортних трошкова, стратешких или неких других разлога, један дио добара се неће моћи ни извозити ни увозити. Ријеч је о тзв. домаћим добрима. И ово се може приказати графички:

⁴ Крива понуде девиза (PP) и крива тражње девиза (TT) секу се у тачки A, што значи да се при девизном курсу K понуда и тражња изједначавају, платни биланс је уравнотежен. Уколико дође до пораста тражње девиза, крива тражње ће се помјерити удесно ($TaTa$). У овом случају крива понуде и тражње девиза сијеку се у тачки B, што значи да ће се платни биланс уравнотежити при новом курсу Ka . Већа тражња девиза повећава девизни курс, а при већем курсу већа је и понуда девиза.

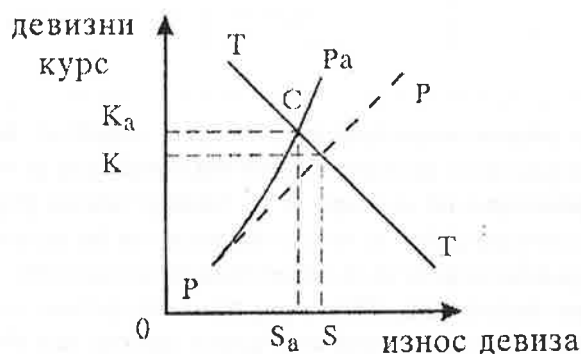
Слика 3. Домаћа и међународна добра



Права (CC) и овде означава општи ниво цијена. Површине G и H представљају домаћа добра, а површине A и B тзв. међународна добра. Пошто се знатан дио оних производа који су у земљи јефтинији (површина H) не може извозити, при реалном девизном курсу на нивоу (CC) биће понуда девиза мања од тражње, $B < A$. Да би се понуда и тражња девиза изједначиле (да би било $B = A$) неопходно је да девизни курс буде изнад нивоа који одговара општем нивоу цијена, изнад праве (CC). То ће се постићи на нивоу курса (CaCa), који представља пондерисани просјек цијена само међународних добара. Равнотежни девизни курс је изнад реалног.

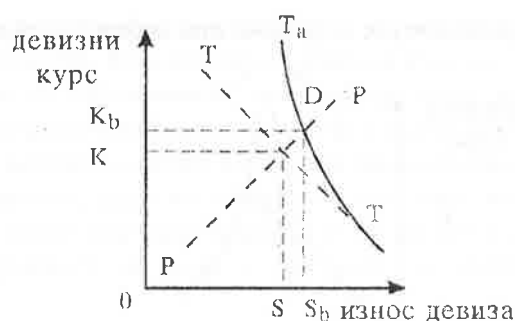
Реалан девизни курс биће истовремено и равнотежни само тада када је еластичност понуде девиза на промјену девизног курса једнака еластичности тражње девиза. У таквој ситуацији пораст курса за 10% доводи до пораста понуде девиза за 10% и пада тражње за исти проценат.

Могуће су и другачије ситуације. Понуда девиза се неће повећавати сразмјерно порасту девизног курса уколико је тешко повећати извоз. Тада је еластичност понуде девиза мања од 1. До овога може доћи из разних разлога, као што су: недостатак залиха извозне робе, ограничене могућности повећања производње за извоз због недовољности потребних ресурса (земљишта, радне снаге, капитала, технолошких знања), примјене трговинских и девизних ограничења у иностранству и сл. У неким случајевима је потребно да прође доста времена да би се повећала понуда извозних добара (нпр. у пољопривредној производњи). На слици 4 приказана је таква ситуација.

Слика 4. Равнотежан девизни курс при еластичности понуде мањој од 1⁵

⁵ Умјесто криве понуде девиза (PP), гдје је коефицијент еластичности 1, имамо криву понуде (PPa): са порастом девизног курса понуда се све спорије увећава - коефицијент еластичности је мањи од 1. Крива понуде сијече криву тражње (TT) у тачки C, што одговара девизном курсу Ka, који је виши од ранијег курса K. При датој кривој тражње мањи је и износ девиза ($S_a < S$), што значи да је мањи обим плаћања са иностранством.

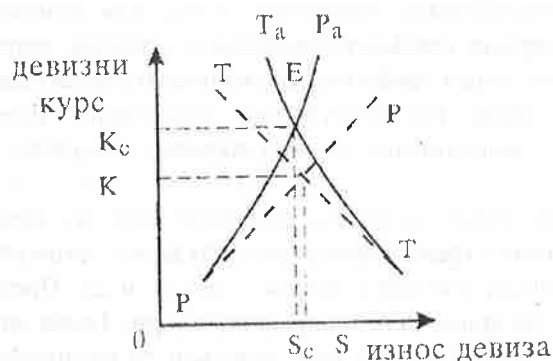
Слика 5. Равнотежан девизни курс при еластичности тражње мањој од 1



И тражња девиза може бити нееластична. Ако су девизе неопходне за увоз хране, сировина, резервних дијелова и сл., тражња девиза ће бити велика иако је девизни курс висок. Овакво стање приказано је на сл. 5.⁶

Уколико су коефицијенти еластичности и понуде и тражње девиза мањи од 1, девизни курс ће бити на још вишем нивоу.

Слика 6. Равнотежан девизни курс при еластичности понуде и тражње мањој од 1



Криве понуде (PPa) и тражње (TaT) девиза сијеку се у тачки E што одговара девизном курсу Kc.

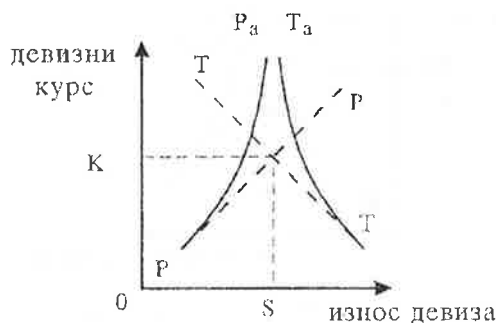
Када се расправља о равнотежном девизном курсу, обично се у виду има девизни курс који ће уравнотежити текући део платног биланса. Међутим понуда и тражња девиза не проистичу само из текућих трансакција, већ и из кретања капитала и трансферних плаћања. У земљама које имају велике дугове иностранству биће велика тражња девиза за измирење приспјелих обавеза. Ова тражња је скоро нееластична на висину девизног курса, јер се девизе за плаћање анuitета морају прибавити без обзира колико је њихова цијена висока (сем ако се не обезбиједи репрограмирање приспјелих дугова).

Када је понуда девиза веома нееластична (нпр., због пада производње, недостатка сировина и енергије, немогућности да се прошире капацитети у извозним секторима, због елементарних непогода и сличног), а на другој страни је и тражња девиза нееластична (због тога што је нужен велики увоз хране или неких других неопходних производа, што је потребан велики износ девиза за отплате приспјелих дугова), тада је могуће да се криве

⁶ Умјесто криве тражње девиза (TT), имамо криву тражње (TaT), гдје је еластичност мања од 1. Крива тражње (TaT) сијече криву понуде (PP) у тачки D, а нови, виши девизни курс је на нивоу Kb. Већи је и обим промета девиза ($S_b > S$).

понуде и тражње уопште не сијеку, или да се сијеку при неком изузетно високом нивоу девизног курса. Оваква ситуација је приказана на слици 7.

Слика 7. Крива понуде и тражње при веома малој еластичности



Да закључимо. Због недовољне еластичности понуде и тражње девиза, велике зависности од увоза, фиксних обавеза за спољни дуг, рестриктивних мјера других земаља и сл. Равнотежни девизни курс ће често бити изнад нивоа који означава реалан девизни курс. То значи да је тада национална валута потцијењена. Већа и трајнија потцијењеност, видјели смо, има негативне ефекте на националну привреду, што значи да је треба избјегавати. Прави пут у рјешавању проблема равнотеже платног биланса води преко стварања услова за већу еластичност понуде и тражње девиза, адекватног усмјеравања инвестиционих улагања, усклађивања каматних стопа, али понекад ће бити потребно кресати тражњу девиза мјерама спољнотрговинске и девизне контроле. Под активном политиком реалног девизног курса треба подразумијевати управо све оне мјере којима се обезбјеђује успјешније и брже реструктурирање националне привреде у циљу веће ефикасности, успјешнијег укључивања у међународну подјелу рада и објезбеђење екстерне равнотеже.

Није добро девизном курсу наметати функције које му природно не припадају: подстицај развоја појединих грана привреде, изузетно стимулисање извозника и декуражирање увоза, подстицај уношењу девиза у земљу и сл. Прецизније: неке од ових функција он врши, и треба да врши – али у одређеној мјери. Треба да подстиче извоз, и он (када је реалан) то и чини, али ако извоз није довољан то не значи да аутоматски треба повећати девизни курс. Ваља тражити и друге узроке недовољног извоза. Изузетно стимулисање извоза, онда када је неопходно, боље је вршити посебним премијама. Ако се то изузетно стимулисање врши неоправдано великим порастом девизног курса, онда се стиче погрешна представа о рентабилности улагања у извозне секторе. То може довести до развоја грана које неће моћи да живе уз нормалан, реалан девизни курс, већ само уз потцијењеност домаће валуте.

4. УПРАВЉАЊЕ ДЕВИЗНИМ КУРСОМ

Основно питање које се поставља у погледу политике девизног курса, јесте да ли се њим може управљати како би се остварили зацртани економски циљеви. Уколико је одговор позитиван онда се одмах намеће питање да ли је он мање или више управљив инструмент, из угла односа мјера и резултата добијених коришћењем девизног курса као економског инструмента.

Одговор на оба горе постављена питања је позитиван. Дакле, девизним курсом се може управљати. Но, оно што носиоце економске политике много више интересује јесте начин на који се то може вршити.

Политиком девизног курса се, у свјетлу ове дилеме, може управљати избором и промјеном режима девизног курса. Да би се ефекти ових активности монетарних власти,

као непосредно одговорних за ову област, могле разумјети потребно је претходно дефинисати врсте девизних курсева и природу његове основне подјеле. Двије су основне подјеле девизних курсева:

- према начину њиховог утврђивања разликују се чврсти (фиксни) и промјенљиви (флукутирајући,пливајући, флексибилни) девизни курсеви и
- према томе да ли се истовремено примјењује више курсева или само један , говоримо о вишеструким (диференцијалним) и јединственим девизним курсевима.

Уколико је цијена девиза утврђена од стране националних монетарних власти и не зависи од понуде и потражње, ради се о чврстом или фиксном девизном курсу. Чврст девизни курс имамо и у оним случајевима када је дозвољено да се курс креће у уским границама од два-три процента на горе и на доле од званично утврђеног девизног курса(или паритета).

Чврст девизни курс је постојао и у вријеме златног стандарда, а његова висина је била одређена садржајем злата у јединици националне валуте. Ниво цијена у земљи је усклађиван са нивоом цијена у иностранству.

Позитивне стране чврстог девизног курса су углавном сљедеће:

- олакшава утврђивање рентабилности инвестиционих улагања,
- смањује ризик у економским трансакцијама са иностранством,
- позитивно дјелује на склапање дугорочних пословних аранжмана са страним партнерима,
- штити националну привреду од краткорочних и стихијских поремећаја на свјетском тржишту,
- повећава интерес странаца да држе националну валуту,
- сужава простор за спекулативне трансакције.

Главни недостаци чврстог девизног курса су ови:

- националну економску политику подређује потреби одржавања датог девизног курса,
- неопходне су мјере за усклађивање нивоа цијена у земљи са нивоом цијена у иностранству,
- одгађа неопходно прилагођавање националне привреде измијењеним околностима у свјетској привреди,
- не обезбјеђује уравнотежење платног биланса,
- слаби ефекте монетарне политике,
- намеће потребу држања већих монетарних резерви,
- доводи , по правилу до прецијењености домаће валуте,
- присутна је могућност да се девалвацијом и, ређе, ревалвацијом преко ноћи изврши велика промјена девизног курса , чиме се потиру многе позитивне стране чврстог девизног курса.

Уколико се цијена девиза формира углавном под утицајем понуде и тражње девиза, говоримо о промјенљивом девизном курсу. Треба нагласити да право промјенљивог девизног курса, који би био одређен деловањем само тржишних снага, без икаквог утицаја националних монетарних власти, у стварности никада није било. Исувише је велики значај девизног курса за националну привреду да би се његово кретање могло потпуно препустити стихијским промјенама на тржишту. Девизна тржишта су далеко од тога да су перфектна. На њима се увијек осећа присуство монетарних власти, у већој или мањој мјери, у отвореном или у прикривеном виду. Чак и они случајевима када се ради о снажној и стабилној привреди, интервенције монетарних власти на девизном тржишту могу бити неопходне да би се отклонили негативни ефекти интервенција других земаља. Због свега реченог у дефиницији је наведено де се промјенљиви девизни курс формира углавном (значи, не искључиво) под утицајем понуде и тражње девиза.

Милтон Фридман се још почетком педесетих година залагао за флексибилне девизне курсеве, који би се формирали на отвореном девизном тржишту првенствено кроз пословање приватних актера, као што се формирају цијене и на другим тржиштима. Он флексибилне девизне курсеве сматра значајним јер омогућавају неограничену мултилатералну међународну трговину и воде уравнотежењу платног биланса прије него што се проблеми нагомилају. У својој чувеној метафори, заговарајући флексибилни девизни курс, Фридман је рекао да се на љетње вријеме може прећи тако што ће сви промијенити понашање и исте ствари чинити један сат раније, или пак тако што ће се часовник помјерити за један сат. Ово друго много је лакше, казао је, него да милионима људи мијењамо навике. Лакше је промијенити девизни курс него промијенити милионе домаћих цијена.⁷

Позитивне стране промјенљивог девизног курса су следеће:

- обезбјеђује већу аутономност у вођењу економске политике,
- олакшава уравнотежење платног биланса,
- благовремено упућује домаћу привреду на потребна прилагођавања у складу са промјенама у међународном економском окружењу,
- чини непотребним предузимање мјера ради усклађивања нивоа цијена у земљи са нивоом цијена у иностранству јер ту функцију обавља девизни курс,
- смањује потребу држања великих монетарних резерви,
- није неопходна строга спољнотрговинска и девизна контрола,
- боље је дејство мјера националне монетарне политике,
- спречава, у принципу прецијењеност и потцијењеност националне валуте.

Промјенљиви девизни курс има наравно и недостатке:

- нема чврсте основе за калкулације о рентабилности извозних и увозних послова,
- не обезбјеђује постојане критеријуме за оцјену рентабилности инвестиционих улагања,
- повећава ризик у економским трансакцијама са иностранством,
- излаже домаћу привреду неконтролисаним утицају свих краткорочних и стихијских поремећаја на свјетском тржишту,
- обесхрабрује закључивање дугорочних пословних аранжмана са иностраним партнерима,
- повећава могућности за обављање шпекулативних послова.

Када се имају у виду наведене карактеристике једне и друге врсте девизних курсева, јасно је зашто избор није лак.

Други аспект класификације девизних курсева јесте њихова подјела на *јединствене* и *вишеструке* девизне курсеве.

Уколико за све врсте економских трансакција са свијетом важи један курс, кажемо да се примјењује јединствени девизни курс. Цијена девиза је иста за увознике и извознике, за робни и неробни промет, за све гране. Сви субјекти се налазе у истој позицији, како при продаји тако и при куповини девиза. Могуће је међутим да се истовремено примјењује више девизних курсева, са различитим распонима између њих. Тада је ријеч о вишеструким или диференцијалним девизним курсевима.

Вишеструки девизни курсеви могу постојати само у земљама у којима постоји девизна контрола. Одређивањем и одржавањем различитих девизних курсева за поједине врсте трансакција подстиче се остварење одређених економских циљева у датој земљи: подстицање извоза, ограничавање увоза, развој појединих грана, регионално усмјеравање спољнотрговинских токова, унапређење туризма и сл. У зависности од циљева који се

⁷ Macroeconomics, Michael C. Burda & Charles Wyplosz, str. 521

желе постићи утврђују се начини диференцирања девизних курсева и распони између њих.⁸

Без сумње је да се примјеном политике вишеструких девизних курсева може ефикасно дјеловати на развој и производну оријентацију националне привреде. Сектори који имају повољније девизне курсеве за увоз сировина и извоз својих производа моћи ће да се брже развијају. Поставља се, међутим, питање шта ће бити са тим секторима када се укину вишеструки и уведе јединствени курс, што треба да буде коначан циљ сваке економске политике. Овдје се јављају проблеми слични оним код утврђивања царина:

Које секторе штитити повољнијим курсевима, колико дуго и колика је разлика између девизних курсева оправдана. Треба изабрати оне секторе који имају изгледа да у догледно вријеме постану довољно снажни да могу опстати и на домаћем и на страном тржишту и без примјене повољнијих курсева. Потребно је постепено сужавати распоне између девизних курсева како би се штићени сектори присиљавали на прилагођавање нормалним условима привређивања. Дуга примјена вишеструких девизних курсева може имати негативан утицај на производну структуру националне привреде. Примјена различитих девизних курсева замагљује и деформише критеријуме за оцјену рентабилности инвестиционих улагања, доводи до нерационалне алокације ресурса, ствара погрешну слику о компаративним предностима и отежава укључивање у међународну подјелу рада. Сектори који уживају подршку кроз примјену диференцијалних девизних курсева врше притисак на економску власт да настави са примјеном вишеструких курсева и онда када за то нема потребе са становишта националне привреде као цјелине.

У конгломерату наведених чињеница поставља се питање на основу којих критерија се треба вршити избор политике и режима девизног курса, у зависности од ситуације која влада у свакој појединачној земљи. Економисту су, синтезом теоријских и искуствених спознаја, конструисали неколико модела за избор режима девизног курса. Доминација једног модела над другим, као и код других економских теорија, мијењала се у складу са еволуцијом свјетске економије, уважавајући и уграђујући у модел новонастале околности. Можда је дилему супремације једног у односу на други модел, који претендују да ријеше исти економски проблем, најбоље описао Черчил реченицом да је сваки важећи модел најгори, послје свих осталих.

4.1 УКРАТКО О КАРАКТЕРИСТИКАМА РАЗЛИЧИТИХ АРАНЖМАНА ДЕВИЗНОГ КУРСА

Доларизација значи потпуну замјену домаће валуте доларом као законским средством плаћања. Овом драстичном мјером земља потпуно одустаје од монетарне независности. Финансијска стабилност и пораст спољног кредибилитета представљају предности доларизације за земљу, док недостаци могу долазити од мањка монетарног суверенитета и губитка емисионе добити. Неки аутори су говорили о евризацији у европском контексту, али нису добили подршку европске стране.

Историјски посматрано, валутни одбори су боли колонијални валутни режими, док су у посљедње вријеме коришћени да би се скренула пажња на бројне специфичне проблеме: транзицију од централнопланских привреда (Естонија и Литванија), заустављање

⁸ Може бити, на примјер, виши курс за извоз а нижи за увоз, виши курс за увоз луксузних производа а нижи за увоз сировина и хране, један курс за трансакције са конвертибилним а други за трансакције са клириншким подручјем, један за размјену са развијеним а други за размјену са земљама у развоју итд. Могуће је да се и за извоз неких производа примјењује нижи, неповољнији девизни курс. Ово се чини у случајевима када се жели декуражирање извоза ради бољег снабдијевања домаћег тржишта или када се жели опорезивање извозника уколико остварују веома повољне цијене на свјетском тржишту. Неке латиноамеричке земље су примјењивале овакве девизне курсеве за извоз кафе.

хиперинфлације (Аргентина, Бугарска), обнављање девизног курса након политичке и банкарске кризе (Хонг Конг) и за осигурање стабилног институционалног оквира за обнову после сукоба (Босна и Херцеговина). Основне карактеристике су: девизни курс је фиксан по закону; домаћа валута је у потпуности покривена иностраним резервама; дјелује самокоригујући механизам платног биланса у коме дефицит плаћања аутоматски смањује домаћу монетарну понуду, што доводи до смањивања потрошње. Валутни одбор пружа кредибилан оквир за монетарну стабилност и ниску инфлацију, што је гарантовано испуњењем три услова: довољно покриће новчане масе, довољно рестриктивна фискална политика и здрав финансијски систем. Промијене новчане масе у валутном одбору имају као посљедицу промене каматних стопа, које имају тенденцију да смање кретања на девизним тржиштима и подстакну прилагођавање производње и запослености. Као и у случају доларизације, главни недостатак валутног одбора је немогућност коришћења монетарне политике за стимулисање привреде, када је то потребно. Сем тога, валутни одбори нису одговарајуће рјешење за земље са slabим банкарским системом или за земље које су осјетљиве на асиметричне шокове. Међутим, овај аранжман садржи одређен маневарски простор, пошто су девизне резерве веће од новчане масе и могу се користити у случају валутне кризе.

У погледу фиксног везивања, користи које потичу од већег кредибилитета валутног одбора могле би се упоредити са додатним трошковима који настају због губитка дијела емисионе добити и ограниченог простора за улогу зајмодавца у крајњој нужди.

Одрживост валутних одбора оштро је тестирана током финансијских криза у Аргентини и Хонг Конгу када су валутни одбори преживјели шпекулативне ударе против њихових валута. Еластичност валутног одбора у Аргентини, током криза у Азији и Мексику, увећала је популарност оваквих аранжмана. Ипак, валутни одбор у Аргентини је укинут у јануару 2002.г. у налету озбиљне економске и политичке кризе.

Фиксни девизни курс може бити везивање валуте за неку другу валуту, на пример за долар или евро, или за пондерисану корпу валута, као што је специјална права вучења (SDR), где су пондери, објављени или не, одређени у складу са пондерима трговине. Избор између једне валуте или корпе валута зависи од концентрације трговине земље на посебне трговинске партнере или валуте у којима је деноминираан њен спољни дуг. Фиксни девизни курсеви су често прилагодљиви (*adjustable peg*), гдје земља има могућност повремених подешавања. Тај режим је чинио срж бретонвудског система у 70-им годинама 20. вијека. Пузајући курс (*crawling peg*) на другој страни често се користи у земљама са високом инфлацијом. Везани курс се регуларно прилагођава у серији мини девалвација. Стаза прилагођавања може бити претходно објављена или индексирана у односу на ниво цијена.

У режиму циљне зоне (*target zone*) или режиму оквира (*band*) власти су спремне да интервенишу када девизни курс додирне претходно објављене границе. Примјер овог режима је Европски валутни механизам ЕМС-а установљен 1979. године.

У режиму руковођеног флукутирања (*managed float*) власти слиједе необјављен циљ девизног курса и интервенишу на девизном тржишту. У режиму слободног пливања нема интервенција на девизном тржишту. Долар и евро после 1999.г. представљају најчистији облик слободно флукутирајућих валута, мада је и овдје било повремених интервенција као нпр. у септембру 2000.г.

ММФ је промијенио класификацију режима девизног курса у односу на ранији приступ. Пре 1998.г., ММФ је оперисао са три основне категорије: везани курс, ограничена флексибилност и повећана флексибилност. Данас се девизни курсеви систематизују у неколико подгрупа: валутни одбори, конвенционално фиксирање, хоризонтални оквири, пузајући курс, покретан оквир, прљаво флукутирање, слободно флукутирање.

4.2. МЕЂУНАРОДНИ ТОКОВИ КАПИТАЛА И ДЕВИЗНИ КУРС

Основна дилема у избору између фиксног и флексибилног девизног курса задржала се до данас, с тим што је обучена у „ново рухо“, уважавајући експанзију међународних токова капитала.

У последњих 30 година најбрже се мијењао финансијски подсистем привредног система. Брза експанзија тржишта капитала поклопила се са процесом транзиције у већем броју постсоцијалистичких земаља. Ова чињеница је бацила ново свјетло на избор политике девизног курса, и то не само у земљама у развоју него и у развијеним земљама.

Доток страних инвестиција и капитала значајно је омогућио акцелерисање стопа привредног раста у великом дијелу свијета. Прилив капитала посредством финансијских тржишта допринио је да велики број земаља са ниским нивоом домаће акумулације ријеши свој круцијални развојни проблем. Страни инвеститори у потрази за добрим пласманима диверзификују своја улагања и на тај начин доприносе даљој финансијској глобализацији. У прилог томе најбоље говори чињеница да су међународни финансијски токови у протеклих двадесетак година расли динамичније него међународна робна трговина. Због свега овога разлози зашто треба ићи у финансијску либерализацију су вишеструки.

Прво, либерализација финансијских тржишта доноси значајне користи. Она подстиче мобилизацију штедње и повећава ефикасност алокације инвестиција, а истовремено омогућава поравнање потрошње и портфолио диверзификацију. Финансијска тржишта не дјелују перфектно, али представљају најбољи облик алокације ресурса. За разлику од ранијег периода када су земље у развоју ограничавале приватне финансијске трансакције, а владе спроводиле политику директног кредитирања како би утицале на алокацију ресурса, данас се региструју значајне користи од ослањања на тржиште. Ово се посебно односи на еру у којој привредни раст веома зависи од производних и процесних иновација.

Друго, либерализација међународног финансијског тржишта и пораст међународних токова капитала су неопозиви и неизбјежни. Домаћа и међународна финансијска либереализација иду руку под руку, у смислу да је веома тешко спријечити међународне финансијске трансакције уколико је слободно домаће финансијско тржиште.

Међутим, друга страна медаље финансијске либерализације крије опасност од наступања финансијских криза изазваних овим токовима. Поред користи од прилива капитала, уколико земље акцептори немају довољно развијен и робустан финансијски систем да њиме управљају, постојаће велики потенцијал за кризу која се може манифестовати у виду валутне и банкарске кризе.

Криза у југоисточној Азији најбољи је доказ за ову тврдњу. Високе стопе раста у овим земљама засноване на извозној пропулзији, довеле су до формирања изузетно добрих економских перформанси. Страни капитал је улазио у великом обиму, а и домаћа штедња је брзо расла. Повећана су улагања у некретнине и акције домаћих компанија, што је довело до настанка шпекулативног мјехура, који се огледао у брзом расту цијена наведених актива. Банке и друге финансијске институције су додатно подгријавале овакав инвестициони оптимизам, одобравањем зајмова приватном сектору који је повећао ионако превелику ликвидност. На тај начин су банке, занемарујући своју ликвидност, ушле у проблем моралног хазарда који се најбоље може описати девизом која је настала у САД: „to big to fail“ (сувише велик да би пропао). Но, недостатак адекватне пруденционе контроле банкарског сектора, доћи ће до изражаја тек када буде прекасно. Наиме, домаће финансијске институције нису биле у стању да управљају тржишним и кредитним ризиком, јер су располагале оскудним кадровским потенцијалом. Кредитна анализа је била

склоњена у страну и сви су вјеровали да ће се позитивни трендови и даље наставити. Уљуљкани оваквом атмосфером, пренебрегнули су чињеницу да је страни капитал изузетно осјетљив на било какву најаву могућих проблема, те да одлази „главом без обзира“, не само из дотичне него и из сусједних земаља. Када је дошло до благог пада перформанси извоза посматраних земаља због кретања цена на светском тржишту (пад цена полупроводника), капитал је почео да напушта Југоисточну-Азију. Долази до пуцања шпекулативног балона и наглог пада вредности стокова имовине. Паника која је наступила је још једном потврдила да она не разара капитал, него само показује у ком степену је он раније деструиран лошим пласманом у непродуктивне активности. Напуштајући дотичне земље, страни капитал оставља рушевине у финансијском сектору, те еродира вриједност домаћих валута које се настоје одбрани од стране централних банака тих земаља. Девизне резерве се релативно брзо топе, а земље са фиксним девизним курсом морају да га напусте. Тек тада су на површину испливали сви недостаци финансијског сектора у виду неликвидних и неперформансних зајмова. Финансијске институције су постале инсолвентне, и све очи су биле упрте у ММФ и захтијев за позајмицама у виду *stand by* аранжмана. Наравно, они су и услиједили, али условљени фискалним и монетарним реформама, прије свега у циљу изградње довољно робузног и здравог система финансијских институција. Криза у југоисточној Азији је показала да трансмитовање кризних процеса из једне у друге земље са сличним макроекономским и структуралним карактеристикама, у литератури позната као „зараза кризама“, није академска новотарија него реалност са којом су се неке земље нерадо морале суочити. Ова криза је такође показала како либерализација рачуна капитала, праћеног наглим приливом страног капитала, и недовољно робустан домаћи финансијски систем, представљају фаталну комбинацију, односно рецепт за несрећу. Поучене овим искуствима, многе државе су потребу за финансијском либерализацијом као предусловом за доток акумулације, с једне стране, и потребу за стабилношћу домаће валуте, с друге стране, покушале да измире увођењем контроле прилива капитала. На овај начин би се капитал при уласку на својеврстан начин „легитимисао“ у погледу својих намјера, кроз спречавање уласка краткорочног, шпекулативног врућег новца који задаје највише главобоља.

Поред одређених позитивних искустава са контролом капитала (случај Малезије) економисти сматрају да те мјере треба да остану „последње уточиште“, а не примарни инструмент антизаразне политике. Умјесто тога, земље са тржиштом у настајању требало би да концентришу енергију на финансијске реформе и либерализацију. У међувремену, са реформом девизног режима, јака контрола финансијског система и снажна конкуренција, смањиће обим заразе банкарског и валутног система. Сталан напредак у реформама неће елиминисати појаву криза, али ће умањити њихов обим. Реформе ће допринијети повећању ефикасности финансијског система и унапређењу алокације националне штедње. За разлику од контроле капитала, лијек који се може показати лошијим од болести, финансијске реформе ће донијети трајне користи привреди једне земље.

Као други пут се препоручује секвентна либерализација рачуна капитала. Дизајнирање динамике и секвенци либерализације рачуна капитала има за циљ да максимизира користи и минимизира ризике либерализације. Традиционална гледишта на секвенце либерализације наглашавају претпоставке за њу: постизање макроекономске стабилности и развој домаћих финансијских институција, тржишта и инструмената прије либерализације. Према овим гледиштима, либерализација рачуна капитала требала би да се деси касније у општем програму економских реформи.