

8 INFLACIJA KAO DETERMINANTA DEVIZNOG KURSA

8.1 PARITET KUPOVNE MOĆI

U predhodnom poglavlju smo videli da kamatna stopa ima značajnog uticaja na devizni kurs i da pretstavlja njegovu značajnu determinantu. Međutim, kamatne stope utiču na devizni kurs u kratkom roku, a često je kretanje kapitala vezano za razliku u kamatnim stopama stimulirano špekulativnim razlozima. Prema tome, kamatne stope definitivno utiču na devizni kurs i menjaju ga u pravcu apresijacije ili depresijacije, ali se taj uticaj dešava u kratkom zbog brzog kretanja kapitala, koji je potstaknut razlikama u kamatnim stopama. Međutim, kamatne stope nisu onaj faktor koji suštinski utiče na devizni kurs i određuje ga u dugom roku. Drugim rečima, kamatne stope utiču na devizni kurs da se kreće oko dugoročnog trenda, a taj dugoročni trend je determinisan fundamentalnim faktorima kao što su izvoz i uvoz roba. Sa druge strane postavlja se pitanje šta utiče na izvoz i uvoz, a odgovor je konkurentnost ekonomije, odnosno nivo inflacije. To znači da što su cene domaćih proizvoda niže, to će ti proizvodi biti povoljniji inostranim potrošačima i izvoz će tada biti veći. Isto važi i za inostrane proizvode gledano sa aspekta domaćih potrošača. Kao što smo ranije rekli, od nivoa izvoza i uvoza zavisi priliv i odliv deviza na deviznom tržištu, što direktno utiče na devizni kurs. Stoga, nivo inflacije između domaće ekonomije i inostranstva igra jako bitnu ulogu u određivanju deviznog kursa u dugom roku, a ovo poglavlje to objašnjava.

Osnovna ideja koja stoji iza nivoa inflacije kao fundamentalnog faktora je činjenica da svaki potrošač ima izbor da kupi isti proizvod od domaćih proizvođača ili iz inostranstva. Ako se kvalitet ne razlikuje između ta dva proizvoda, onda se odluka bazira na nižoj ceni. Prema tome, potrošač kupuje proizvod koji ima nižu cenu, a prema zakonu o robnoj arbitraži to bi značilo da trgovci kopuju isti ili sličan proizvod u zemlji u kojoj je jeftiniji i prodaju ga u zemlji u kojoj je skuplji kako bi ostvarili profit. Međutim ovaj proces ne može da traje beskonačno, jer će u zemlji u kojoj je taj proizvod jeftiniji doći do povećanja tražnje, što će uticati na rast cena, a u zemlji gde je taj proizvod skuplji će doći do povećanja ponude, što će uticati na smanjenje cena. U suštini, poenta je da cene istog proizvoda između dve zemlje vremenom moraju da se izjednače. Pošto se različite valute upotrebljavaju kao sredstvo razmene u različitim zemljama, onda postoji devizni kurs između tih valuta, a nivo deviznog kursa mora biti na onom nivou da odražava jednakost cena istog proizvoda u zemlji i inostranstvu kada se ti proizvodi iskažu u istoj valuti. Ovo je fundamentalna premisa ovog koncepta, a on se u međunarodnim finansijama naziva zakon jedne cene (*law of one price*).

Prema tome, ako imamo isti proizvod i istog kvaliteta u dve različite zemlje (npr. Nemačkoj i Srbiji) onda cena tog proizvoda u obe zemlje bi trebala da bude ista kada se iskaže u istoj valuti (npr. dinarima). Prethodna tvrdnja se može iskazati u formi sledećeg identiteta:

$$P = E \times P^* \quad (8.1)$$

gde je simbolom P označena cena proizvoda u domaćoj ekonomiji, a simbolom P^* cena istog proizvoda u Nemačkoj. Simbolom E se označava nominalni devizni kurs između dinara i evra (direktno notiranje). Ako bismo nivo cena istog proizvoda posmatrali kroz konkretan primer, tj. ako je cena proizvoda u Srbiji 12.000 dinara, a cena istog proizvoda u Nemačkoj 100€, onda bi devizni kurs između dve zemlje, koji bi trebao verodostojno da oslikava jednakost cena između dve zemlje, bio:

$$E = \frac{P}{P^*} = \frac{12.000}{100} = 120 \text{ RSD za } \text{€} \quad (8.2)$$

Drugim rečima, ako bi se upoređivale cene dva identična proizvoda u dve zemlje, onda devizni kurs koji bi trebao da izjednači cene ta dva identična proizvoda između Srbije i Nemačke bi iznosio 120 RSD za 1€. Devizni kurs utvrđen na ovaj način se zove paritet kupovne moći (*purchasing power parity* – *PPP*). Odnos između nivoa cena dve zemlje daju temelj odnosno osnovu oko koje se svakodnevno kreće devizni kurs, a čije pomeranje je uzrokovano faktorima koji ne spadaju u red fundamentalnih, a to su kamratne stope, politička stabilnost, nivo rizika dotične zemlje, mere monetarne politike, itd. Ovde treba reći da nivo deviznog kursa po kome se 1 € kupuje za RSD u menjačnici verovatno odstupa od nivoa deviznog kursa koji bi se utvrdio preko pariteta kupovne moći, jer u praksi postoje brojne nesavršenosti koje se u teoriji PPP isključuju, odnosno posmatraju se savršene okolnosti, što u praksi nikad nije slučaj. To znači da teorijski pristup PPP isključuje postojanje transportnih troškova, postojanje trgovinski barijera između dve zemlje (carina) i kretanje kapitala (koji utiče na devizni kurs u kratkom roku). Svi ovi faktori imaju uticaja na nivo cena i devizni kurs, a kada bi se pretpostavilo da oni ne postoje, mogli bismo da dođemo do orijentacionog nivoa deviznog kursa, koji je određen fundamentalnim faktorima, tj. izvozom i uvozom, a na koga utiču inflacija i produktivnost u dve zemlje, koji su ključni faktori od kojih zavisi nivo deviznog kursa u dugom roku.

Prema tome, paritet kupovne moći daje temelj za nivo deviznog kursa i njegov trend u dugom roku između dve zemlje, a oko koga oscilira dnevni devizni kurs. Zbog toga, upoređivajući fundamentalni devizni kurs (koji je utvrđen na osnovu PPP) i dnevni devizni kurs (na koga utiču brojni kratkoročni faktori) možemo sagledati da li je nominalni devizni kurs precenjen ili potcenjen u odnosu na njegov fundamentalni nivo koji predlaže teorija PPP. Ako bismo devizni kurs

koji je određen na bazi teorije PPP obeležili sa E^{PPP} i ako bi njegova vrednost bila 120 RSD/€, kao što smo izračunali u izrazu (8.2), a ako bi dnevni spot kurs, po kome može da se kupi 1€ u menjačnici, iznosio 115 RSD/€ onda bi se reklo da je nominalni devizni kurs precenjen, odnosno da jedan dinar više vredi nego što bi vredeo prema teoriji PPP. Za potrošače u Srbiji, na svakodnevnom nivou, nije bitan fundamentalni kurs (E^{PPP}) nego trenutni dnevni kurs po kome oni mogu da kupe jedan evro u menjačnici ili banci. Ako je dinar precenjen, tj. ako je kurs 115 RSD/€, onda to znači da su inostrani proizvodi za domaće potrošače jeftiniji, što bi stimulisalo uvoz inostranih proizvoda. Ovde se može postaviti pitanje da li spot devizni kurs može ostati precenjen u dugom roku? Odgovor je ne, a razlog leži u činjenici da bi precenjeni devizni kurs konstantno podsticao uvoz, a loše uticao na izvoz, što bi rezultiralo većim odlivom deviza od njihovog priliva, što bi u krajnjoj instanci rezultovalo manjkom deviza na domaćem deviznom tržištu, i što bi onda uticalo na rast nominalnog spot kursa. Drugim rečima, ako bi nominalni devizni kurs porastao, on bi se približio njegovoj fundamentalnoj vrednosti, a viši kurs stimuliše izvoz i destimuliše uvoz, što bi dovelo do uravnoteženje uvoza i izvoza.

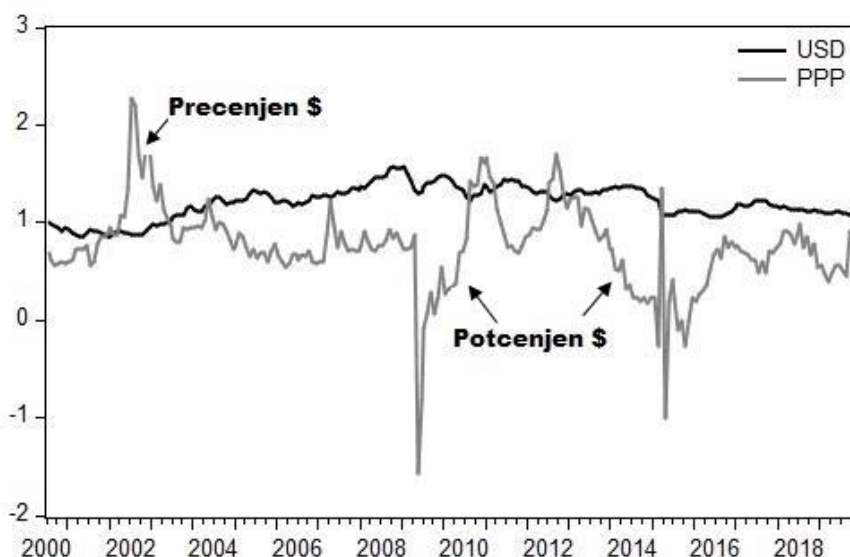
Sa druge strane, ako bi se dnevni spot kurs prodavao po ceni od 125 RSD/€, on bi bio veći od fundamentalnog deviznog kursa (E^{PPP}) koji se određuje na bazi teorije PPP, i tada bismo za spot kurs rekli da je potcenjen, odnosno da 1 dinar vredi manje nego što mu određuje teorija PPP. Isto kao i u predhodnom slučaju, potcenjenost dnevnog spot kursa ne može da traje u dugom roku, jer potcenjeni kurs stimuliše izvoz, a destimuliše uvoz, što rezultuje u većem prilivu deviza od odliva na lokalnom deviznom tržištu Srbije. Drugim rečima, potcenjeni spot devizni kurs uslovljava veću ponudu deviza na deviznom tržištu, što mora dovesti do apresijacije spot kursa, odnosno njegovog pada. Prema tome, u ovom slučaju, nominalni spot kurs bi se spustio, odnosno približio svojoj fundamentalnoj vrednosti, jer je njegov nivo bio neodrživ u dugom roku. Na sledećem šematskom prikazu su združeno predstavljene obe varijante odnosa između deviznog kursa baziranog na fundamentima, tj. paritetu kupovne moći i spot deviznog kursa. Kao što je rečeno, ako je $E > E^{PPP}$ onda je spot devizni kurs (E) potcenjen, a ako je $E < E^{PPP}$ onda je spot devizni kurs precenjen.



Empirijski primer 8.1. – Odnos između deviznog kursa \$/€ i njegove vrednosti računane na bazi PPP

Kako bismo empirijski sagledali odnos, odnosno nepoklapanje između nominalnog deviznog kursa i deviznog kursa računato na bazi pariteta kupovnih snaga, u ovom primeru se analizira slučaj američkog dolara. Naime na slici 8.1. je prikazano kretanje nominalnog deviznog kursa \$/€ i njegova vrednost koja bi se dobila računanjem preko koncepta PPP, odnosno relativnog odnosa cena između Amerike u EMU zone. Kao što može da se vidi, nominalni devizni kurs američkog dolara je u većem delu posmatranog perioda iznad teoretskog deviznog kursa, koji bi se računao na bazi PPP. To praktično znači da je nominalna vrednost deviznog kursa \$/€ potcenjena u odnosu na evro. Potcenjenost nominalnog kursa američkog dolara odgovara američkim izvoznicima, a ne odgovara američkim uvoznicima, jer su tada američki proizvodi jeftiniji evropskim potrošačima, a evropski proizvodi su skuplji američkim potrošačima.

Slika 8.1. Odnos između nominalnog deviznog kursa \$/€ i njegove teorijsake vrednosti računane na bazi pariteta kupovne moći



Izvor: delo autora na bazi sopstvenih proračuna