

1.1 DIREKTNA I INDIREKTNA KOTACIJA DEVIZNOG KURSA

Sinonim za međunarodne finansije je devizni kurs, jer veliki deo teorijskog okvira međunarodnih finansija uključuje proučavanje deviznog kursa. Pri definisanju pojma deviznog kursa najjednostavnije je poći od konstatacije da je devizni kurs cena. Međutim, činjenica da devizni kurs predstavlja cenu, istovremeno može biti i zbunjujuća, jer devizni kurs prikazuje odnos između dve valute. Drugim rečima, devizni kurs se može definisati kao cena jedne valute koja je izražena u jedinicama druge valute. Praktično gledano, devizni kurs nam pruža informaciju koliko je potrebno jedinica određene valute kako bismo kupili jednu jedinicu druge valute.

Od deviznog kursa treba razlikovati devizni (valutni) paritet, koji predstavlja zvanično utvrđenu vrednost nacionalnog novca izraženu u nekoj drugoj valuti (najčešće stabilnijoj i važnijoj, tzv. svetskoj valuti, kao što su \$ ili €), zlatu ili specijalnim pravima vučenja – SDR¹ (što je obračunska jedinica Međunarodnog monetarnog fonda). O stabilnom i nepromenljivom valutnom paritetu se može govoriti u režimu fiksnog deviznog kursa. Sa druge strane, u režimu fleksibilnog kursa, stabilni valutni paritet (odnos između dve valute) ne postoji, jer se devizni kurs svakodnevno menja.

Pošto skoro sve zemlje u svetu imaju svoju nacionalnu valutu (sem onih zemalja koje su kao zvanično sredstvo razmene i plaćanja prihvatile valutu neke druge zemlje – najčešće su u pitanju stabilne valute kao što su \$ ili €), onda devizni kurs služi da uspostavi vezu između nivoa cena u zemlji i inostranstvu. Suštinski, pomoću deviznog kursa se inostrane cene preračunavaju u nacionalnu valutu, a domaće cene se iskazuju u devizama. Time se omogućava poređenje cena između zemlje i inostranstva, i identifikacija čija je cena proizvoda niža. Odnosno, ako su cene proizvoda u zemlji niže u odnosu na inostrane cene, onda se isplati inostranim uvoznicima da ih uvoze. Suprotno se dešava ako su cene proizvoda u inostranstvu niže, onda se isplati domaćim uvoznicima da uvoze inostrane proizvode. Gledano na duži rok, preko deviznog kursa, razlike u cenama dovode do usmeravanja faktora proizvodnje u one sektore u kojima je nacionalna privreda efikasnija, a drugi sektori se prepuštaju uspešnijim inostranim proizvođačima. Tako dolazi do međunarodne specijalizacije, odnosno do međunarodne podele rada.

Svaka zemlja ima valutu u kojoj su navedene cene robe i usluga, i koja služi za obavljanje kupoprodajnih transakcija, odnosno kao sredstvo razmene. Tako se zna da je dolar valuta u Sjedinjenim Državama, evro u zemljama Evropske monetarne unije (EMU), funta je u Britaniji, jen u Japanu, dinar u Srbiji, itd. Devizni kursevi igraju centralnu ulogu u međunarodnoj trgovini jer nam omogućavaju da uporedimo cene proizvedenih roba i usluga u različitim zemljama. Osnovni princip kod odluke

¹ Specijalna prava vučenja (SPV) predstavljaju veštačku valutu koju je kreirao MMF 1969. godine usled manjka međunarodne likvidnosti i koje su mogle da se koriste u transakcijama centralnih banaka radi finansiranja platnobilansnih deficita, dok njihova upotreba u komercijalnom poslovanju nije bila dozvoljena. Od oktobra 2016 godine, valute koje čine 1 jedinicu SPV su: američki dolar – 41,73%, euro – 30,93%, kineski juan – 10,92%, japanski jen – 8,33% i britanska funta – 8,09%.

potrošača koji proizvod kupiti je najbolja kombinacija cene i kvaliteta. Međutim, kako doneti pravu odluku koji proizvod kupiti ako su cene dva ista ili slična proizvoda izražene u drugim valutama. Za to nam služe devizni kursevi koji prikazuju cenu jedne valute izraženu u jedinicama druge valute. Drugim rečima, relativna cena između valuta se svakodnevno objavljuje u novinama, na televiziji ili se može videti kao vidna informacija na menjačnicama. Domaćinstva i firme koriste devizni kurs za prevođenje stranih cena u domaću valutu, i jednom kada su novčane cene domaće robe i robe iz uvoza izražene u istoj valuti, domaćinstva i firme mogu upoređivati cene te dve vrste proizvoda u cilju donošenja optimalne odluke.

Na primer, u tabeli 1 je dat pregled zvaničnog srednjeg kursa dinara u odnosu na valute 22 zemlje na dan 26. juna 2020, kao i koliko jedinica strane valute se može kupiti pri određenom kursu. U tabeli 1 devizni kursevi dinara u odnosu na valute drugih zemalja su prikazani putem tzv. direktnog kotiranja, gde se postavlja pitanje koliko jedinica domaće valute (dinara) je potrebno da bi se kupila jedna (ili 100) jedinica druge valute. Na primer, na dan 26. juna 2020. godine po srednjem kursu bilo je potrebno izdvojiti 117,57 dinara za jedan evro, 72,13 dinara za jedan australijski dolar, 76,83 dinara za jedan kanadski dolar, itd.

Tabela 1. Zvanični srednji kurs dinara u odnosu na 22 nacionalne valute drugih zemalja

Šifra valute	Naziv zemlje	Oznaka valute	Važi za	Srednji kurs
978	EMU	EUR	1	117,5793
36	Australija	AUD	1	72.1268
124	Kanada	CAD	1	76.8256
156	Kina	CNY	1	14.7981
191	Hrvatska	HRK	1	15.5344
203	Češka	CZK	1	4.3997
208	Danska	DKK	1	15.7733
348	Mađarska	HUF	100	33.1493
392	Japan	JPY	100	97.8234
414	Kuvajt	KWD	1	340.0055
578	Norveška	NOK	1	10.8548
643	Rusija	RUB	1	1.5144
752	Švedska	SEK	1	11.2451
756	Švajcarska	CHF	1	110.4914
826	Velika Britanija	GBP	1	130.1892
840	SAD	USD	1	104.7522
933	Belorusija	BYN	1	43.9430
946	Rumunija	RON	1	24.2706
949	Turska	TRY	1	15.2805
975	Bugarska	BGN	1	60.1146
977	Bosna i Hercegovina	BAM	1	60.1146
985	Poljska	PLN	1	26.3832

Izvor: Narodna banka Srbije na dan 26.6.2020.

Međutim, pored direktne kotacije postoji i tzv. indirektna kotacija koja predstavlja recipročnu vrednost deviznog kursa iskazanog preko direktne kotacije. Odnosno, kada

se devizni kurs posmatra preko indirektno kotacije postavlja se pitanje koliko jedinica strane valute treba izdvojiti za jednu jedinicu domaće valute. U tom slučaju bi za jedan dinar trebalo izdvojiti $\frac{1}{117,57} = 0.0085$ evra, $\frac{1}{72,13} = 0.0139$ australijskih dolara, $\frac{1}{76.83} = 0.0130$ kanadskih dolara, itd. Devizni kursevi koji su iskazani u tabeli 1 su zvanični pariteti, tj. odnosi između vrednosti dve valute. Radi jednostavnijeg prikaza, obično valuta koja ima manji paritet (odnos) u odnosu na drugu valutu se izražava preko direktne kotacije, dok u slučajevima kada valuta ima veći paritet u odnosu na druge valute, onda se devizni kurs izražava preko tzv. indirektno kotacije. Kako je američki dolar dominantna valuta na globalnim deviznim tržištima, pravilo je da se generalno koriste direktne kotacije drugih valuta u odnosu na američki dolar. Izuzetak od ovog pravila su valuta evro i valute država komonvelta (Commonwealth), poput britanske funte, australijskog dolara i novozelandskog dolara, koji se obično kotiraju u indirektnom obliku u odnosu na američki dolar (na primer GBP 1 = 1,30 USD).

1.2 DEPRESIJACIJA I APRESIJACIJA DEVIZNOG KURSA

Devizni kursevi prikazani u tabeli 1 važe na određeni dan, konkretno 26. jun 2020. godine, međutim pošto Narodna banka Srbije vodi tzv. politiku upravljanog fluktuiranja deviznog kursa, to onda znači da se devizni kurs na dan 26. juna verovatno razlikovao od deviznog kursa na dan 25. juna ili u odnosu na sledeći dan 27. juna. To je zbog toga što na devizni kurs utiču brojne fundamentalne sile na deviznom tržištu (inflacija, kamatna stopa, produktivnost, veličina uvoza i izvoza, itd.) o kojima će biti više reči u narednim poglavljima, i koje svojim delovanjem utiču da valuta određene zemlje oslabi ili ojača u odnosu na valutu druge zemlje. Prilikom izvođenja zaključka da li je neka valuta ojačala ili oslabila u odnosu na drugu valutu, bitan faktor je kako se ta valuta kotira u odnosu na drugu valutu – direktno ili indirektno. Ako se uzme u obzir konvencionalan način, po kome se kotira najveći broj valuta, a to je direktno kotiranje, onda se jačanje domaće valute u odnosu na stranu naziva *apresijacija*, dok se njeno slabljenje naziva *depresijacija*. Kod direktnog kotiranja, apresijacija podrazumeva jačanje domaće valute u odnosu na inostranu, što se ispoljava kao smanjenje deviznog kursa, dok depresijacija podrazumeva slabljenje domaće valute u odnosu na inostranu, tj. rast deviznog kursa. Sa druge strane, kod indirektnog kotiranja, apresijacija znači rast deviznog kursa, jer je potrebno više jedinica strane valute za 1 jedinicu domaće valute, dok depresijacija znači pad deviznog kursa, jer je potrebno manje jedinica strane valute za jednu jedinicu domaće valute.

Empirijski primer 1.1. – Apresijacije i depresijacije evra

Na slici ispod se može videti empirijsko kretanje evra u odnosu na američki dolar od januara 2000 do jula 2020 godine. Kao što se može videti, u tom periodu evro je zabeležio ozbiljne fluktuacije u odnosu na američki dolar. Na slici 1.1, kurs evra u odnosu na dolar se posmatra preko direktnog kotiranja,

odnosno postavlja se pitanje koliko jedinica evra je potrebno dati za jedan američki dolar. Na samom stvaranja evra kao valute, bilo je potrebno odvojiti za jedan dolar najviše, čak preko 1,2 evra. Već krajem 2001 godine, evro počinje da jača u odnosu na dolar (apresira), što je trajalo do sredine 2008 godine, kad je za jedan dolar bilo dovoljno nešto više od 0,6 evra. Nakon tog perioda, evro je beležio periodične apresijacije i depresijacije u odnosu na dolar, i sredinom 2020 godine 1 dolar se menja za oko 0,9 evra.

Slika 1.1. Empirijsko kretanje američkog dolara u odnosu na evro



Izvor slike: Delo autora

Depresijacija i apresijacija su pojmovi koji se koriste pri promeni deviznog kursa, ako monetarne vlasti sprovode tzv. režim fleksibilnog deviznog kursa. U režimu fleksibilnog deviznog kursa, monetarne vlasti se ne mešaju u to koliki će kurs da bude, odnosno njegovo determinisanje je određeno isključivo delovanjem fundamentalnih sila. Danas u svetu, 100% fleksibilni devizni kurs, bez tzv. intervencija centralne banke na deviznom tržištu, primenjuju samo veoma snažne ekonomije, čije valute imaju status konvertibilnih valuta, odnosno onih valuta koje mogu bilo gde u svetu da se konvertuju u druge valute. Takve valute su npr. američki dolar, evropski evro, britanska funta, kanadski dolar, japanski jen, švajcarski franak, australijski dolar, itd. Devizni kursevi ovih valuta se svakodnevno menjaju, a te promene su posledica promena ponude i tražnje za tim valutama na globalnom deviznom tržištu. Direktna posledica promene u ponudi i tražnji za tim valutama nastaje kao rezultat promene tražnje za proizvodima tih zemalja. Odnosno, što je veća tražnja za proizvodima neke zemlje, usled povoljne cene i/ili dobrog kvaliteta, to će biti veća tražnja za njenom valutom na globalnom deviznom tržištu, i takva valuta će imati trend rasta, odnosno apresijacije. Poznata je

izreka u međunarodnim finansijama da devizni kurs odražava „krvnu sliku“ jedne ekonomije, tj. devizni kurs je najbolji pokazatelj njenog stanja. Odnosno, što je ekonomija snažnija, što je njena produktivnost veća, što joj je bolja tehnologija, to će potražnja za njenim proizvodima biti veća, a njena valuta će na globalnom deviznom tržištu biti traženija, a devizni kurs će onda jačati ili apresirati. Drugim rečima, nemoguće je postojanje slabe ekonomije i jake valute ili jake ekonomije i slabe valute. Prema tome, osnovna zakonitost je da jake ekonomije imaju jaku valutu, a slabe ekonomije imaju slabu valutu. Ovo stanje nije nepromenljivo na globalnoj pozornici, odnosno ponuda i potražnja za valutama se menja u skladu sa ekonomskim doprinosom pojedinačne zemlje globalnoj ponudi proizvoda. Što ekonomija više napreduje u smislu rasta i razvoja, to se automatski odražava na tražnju za njenim proizvodima, te će njena valuta biti cenjenija i traženija u očima inostranih potrošača.

Empirijski primer 1.2. – Konvertibilna valuta

Konvertibilnom valutom se naziva ona valuta koja se relativno lako može zameniti za drugu valutu ili za zlato. U suštini se može govoriti o dva tipa konvertibilnosti: klasičnoj i savremenoj. U vreme čistog zlatnog standarda, 1870-1920, postojala je puna (klasična), tj. neograničena konvertibilnost. Tada je u prometu bio i kovani novac, a papirne novčanice su mogle bez ograničenja da budu zamenjene za odgovarajuću količinu zlata. Na novčanicama je obično bila naznačena obaveza emitenta (države, centralne banke, vladara) da na zahtev donosioca izvrši isplatu u zlatu. Prvi svetski rat označio je kraj čistog (klasičnog) zlatnog važenja. Posle Prvog svetskog rata bilo je pokušaja da se ponovo uvede zlatni standard, ali uspeh je bio samo delimičan i kratkotrajan.

U zlatno-deviznom standardu, 1920-1929, postojala je obaveza da se novčanice zamene za drugu valutu, ali ne uvek i za zlato. Pri formiranju Međunarodnog monetarnog fonda, jula 1944, postavljen je cilj da se što pre uspostavi konvertibilnost valuta zemalja članica. Krajem pedesetih i početkom šezdesetih godina XX veka, većina razvijenih zemalja proglasila je svoje valute konvertibilnim. Međutim, ova savremena konvertibilnost se dosta razlikuje od one klasične. Prvo, savremena konvertibilnost ne podrazumeva obaveznu zamenljivost valute za zlato, već zamenljivost za neku drugu konvertibilnu valutu. Drugo, konvertibilnost ne važi bezuslovno za domaće rezidente nego samo za strance koji hoće da kupe nešto u domaćoj ekonomiji. Treće, potreba konvertovanja domaće valute za stranu postoji samo ako se radi o potraživanjima stranih rezidenata koja su rezultat tekućih transakcija (promet robe i usluga, normalni tekući transferi), ali ne mora da bude ako je reč o kapitalnim transakcijama (uvoz i izvoz kapitala, kapitalni transferi). Kapital može da se kreće iz jedne zemlje u drugu u bilo kojoj valuti (a to su najčešće dolar i evro). Sa druge strane, izvoznici i uvoznici menjaju inostrane valute u domaće, jer im je domaća valuta potrebna za nastavak

poslovnog ciklusa, tj. da plate radnu snagu, repromaterijal, troškove energije, itd.

Da bi jedna valuta mogla postati konvertibilna neophodno je, pre svega, da iza nje stoji stabilna privreda. Platni bilans ne bi smeo da pokazuje veći i dugotrajniji deficit, a nivo monetarnih rezervi treba da bude takav da omogućava amortizovanje povremenih nesklada u prilivu i odlivu deviza. Neophodan je i određeni stepen političke stabilnosti u zemlji. Nije dobro da zemlja proglasi svoju valutu konvertibilnom ako nisu obezbeđeni svi potrebni uslovi za to. Umesto pozitivnih efekata, nacionalna privreda može pretrpeti štete od takvog preuranjenog čina: odliv monetarnih rezervi, pogoršanje stanja u platnom bilansu i slično. Ovo može dovesti do gubljenja poverenja u datu valutu i suspenzije konvertibilnosti. Za nacionalnu privredu je bolje da ima stabilnu nekonvertibilnu valutu nego konvertibilnu, a slabu.

1.3 DEVALVACIJA I REVALVACIJA DEVIZNOG KURSA

Ako monetarne vlasti, tj. centralna banka, sprovode tzv. režim fiksnog deviznog kursa, onda je centralna banka u obavezi da svakodnevno interveniše na deviznom tržištu kako bi održala devizni kurs fiksnim, tj. na određenom nivou (paritetu) prema ključnoj valuti (npr. \$ ili €). Centralna banka održava devizni kurs fiksnim tako što na deviznom tržištu nastupa, pored ostalih komercijalnih banaka, kupujući ili prodajući devize (inostranu valutu) za domaću valutu. Centralna banka neke zemlje može da zameni koliko hoće domaće valute za inostranu valutu na deviznom tržištu, jer ima ekskluzivno pravo štampanja domaće valute. Međutim, zamena, tj. kupovina domaće valute inostranom valutom je ograničeno nivoom deviznih rezervi centralne banke. Drugim rečima, centralna banka ne može neograničeno da interveniše na deviznom tržištu sa prodajom, odnosno ponudom inostrane valute. Zbog toga, ako centralna banka nije u stanju da interveniše na deviznom tržištu i da održava unapred zacrtani paritet fiksnog kursa, takav paritet mora da se promeni, a ta promena se donosi deklarativno, tj. odlukom centralne banke. Obično bi novo-utvrđeni fiksni kurs trebao da uspostavi realnu vrednost deviznog kursa, odnosno onu vrednost koja bi bila utvrđena delovanjem fundamentalnih faktora. Prema tome, ako je novo-utvrđena vrednost deviznog kursa niža u odnosu na prethodnu, onda se kaže da je devizni kurs *revalvirao*, a ako je novo-utvrđena vrednost deviznog kursa veća u odnosu na prethodnu, onda se kaže da je devizni kurs *devalvirao*.

Prema tome, pojmovi depresijacija i devalvacija ukazuju na rast deviznog kursa ili slabljenje domaće valute u odnosu na inostranu, dok apresijacija i revalvacija ukazuju na pad deviznog kursa ili jačanje domaće valute u odnosu na inostranu. Razlika je u tome što depresijacija i apresijacija nastaju kao rezultat promene ponude i tražnje za devizama na deviznom tržištu, usled čega se devizni kurs menja, dok devalvacija i revalvacija takođe znače promenu deviznog kursa, ali ta promena nije nastala usled

direktnog delovanja fundamentalnih tržišnih faktora na deviznom tržištu (promene ponude i tražnje za devizama) nego usled odluke centralne banke da promeni paritet domaće valute u odnosu na inostranu. Da ne bi bilo zabune, devalvacija i revalvacija nastaju kao posledica odluke centralne banke da promeni postojeći paritet deviznog kursa na gore (devalvacija) ili dole (revalvacija), ali ta odluka nije posledica proizvoljnog mišljenja centralne banke, nego je potreba koja je nastala delovanjem fundamentalnih (tržišnih) faktora, po kojima je postojeći devizni kurs neodrživ.

Nastanak fundamentalne neravnoteže i neodrživost postojećeg fiksnog deviznog kursa najlakše se utvrđuje na bazi upoređivanja godišnjih iznosa uvoza i izvoza roba i usluga. Odnosno, ako je kontinuirano i u relativno dugom periodu (12-24 meseci) uvoz veći od izvoza, to bi moglo da ukazuje da je domaća valuta precenjena, odnosno da više vredi nominalno, nego što bi vredela na bazi delovanja fundamentalnih faktora. Drugim rečima, u tim uslovima inostrani proizvodi su jeftiniji za domaće potrošače, nego što su domaći proizvodi za inostrane potrošače, što uslovljava odliv deviza iz domaće ekonomije (jer inostrani proizvodi moraju da se plate u devizama), odnosno smanjenje deviznih rezervi. Međutim, odliv deviza, tj. smanjenje deviznih rezervi ne može beskonačno da traje, jer su devizne rezerve ograničene, pa je potrebno uspostavljanje novog deviznog kursa koji bi utvrdio novu ravnotežu. Drugim rečima, u ovom slučaju devalvacija deviznog kursa je rešenje, jer se na taj način bukvalno preko noći uspostavlja nova ravnoteža koja je narušena. Odnosno, postupkom devalvacije, inostrani proizvodi odjednom postaju skuplji za domaće potrošače (jer je potrebno odvojiti više domaćeg novca za jednu jedinicu inostranog novca), što smanjuje uvoz, a domaći proizvodi postaju jeftiniji za inostrane potrošače (jer oni dobijaju više domaće valute za jednu jedinicu svoje), što podstiče izvoz.

Suprotno se dešava postupkom revalvacije. Odnosno revalvacija je potrebna ako je fundamentalna ravnoteža narušena u smislu da je izvoz zemlje kontinuirano i u dugom roku veći od uvoza (ova situacija je ređa u praksi i karakteristična je za zemlje koje imaju visoku produktivnost i razvijenu tehnologiju, što omogućava njihovim proizvodima da budu visoko traženi na globalnom tržištu zbog niske cene i dobrog kvaliteta). Tada se dolazi u situaciju da zemlja beleži konstantno povećanje deviznih rezervi u bilansu centralne banke. Međutim, iako je ova situacija povoljnija u odnosu na prethodnu, kada je uvoz bio konstantno veći od izvoza, ona isto predstavlja narušavanje fundamentalne ravnoteže koja može da ima posledice na unutrašnji sistem. Naime, konstantno višim prilivom od odliva deviza, dolazi do toga da se novčana masa u domaćem sistemu poveća, jer devize koje uđu u zemlju na bazi izvoza u inostranstvo se pretvaraju u domaću valutu u menjačnicama ili bankama. To se dešava na bazi tzv. autonomnih tokova, a autonomni tokovi se tako nazivaju jer su to nezavisni ili nekontrolisani tokovi od strane države, koji nastaju na bazi interesa pojedinačnih privrednih subjekata (fizičkih i pravnih lica). Odnosno, svaki privredni subjekt odlučuje na bazi sopstvenih interesa da li će kupiti devize (da bi uvezao neke proizvode iz inostranstva) ili prodati devize (da bi platio radnu snagu, kupio repro materijal, platio troškove struje, itd.). Odnosno, ako na bazi autonomnih tokova dolazi do konstantnog i kontinuiranog pretvaranja deviza u domaću valutu, onda može da se dođe u situaciju

da količina domaćeg novca u domaćem sistemu bude prevelika u odnosu na optimalno potrebnu, što bi izazvalo inflatorne pritiske.

U cilju sprečavanja ovakvog scenarija, koji je nastao usled narušavanja fundamentalne ravnoteže, nova ravnoteža se uspostavlja preko revalorizacije nacionalne valute (ako centralna banka vodi politiku fiksnog deviznog kursa), putem koje na bazi odluke nacionalna valuta od jednog trenutka počinje da vredi više u odnosu na inostranu. Drugim rečima, revalorizacijom je potrebno odvojiti manje domaće valute za jednu jedinicu inostrane valute, što važi za domaće potrošače, odnosno potrebno je odvojiti više inostrane valute za jednu jedinicu domaće valute, što važi za inostrane potrošače. Na ovaj način, revalorizacija čini da bukvalno preko noći inostrani proizvodi postanu jeftiniji za domaće potrošače, što povećava uvoz, a domaći proizvodi postanu skuplji za inostrane potrošače, što smanjuje izvoz. Ovim putem se narušena fundamentalna ravnoteža ponovo uspostavlja, odnosno uravnotežuju se uvoz i izvoz zemlje, pa se takođe uravnotežava priliv i odliv deviza u zemlju, odnosno ne dolazi do konstantnog povećanja deviznih rezervi i na bazi toga rasta domaćeg novca u sistemu.