

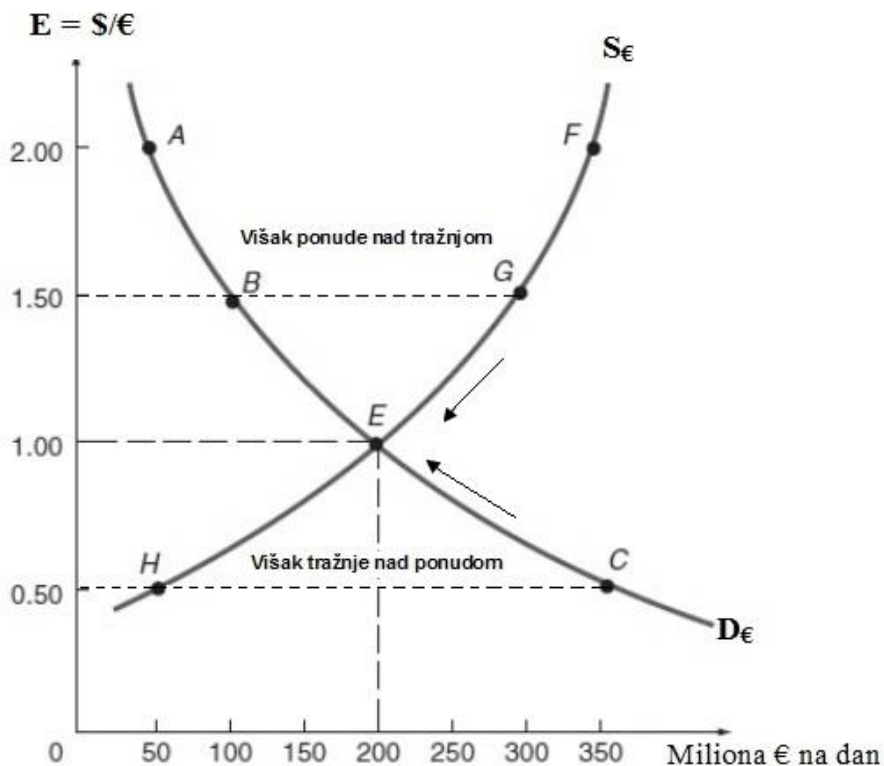
3.1 RAVNOTEŽNI DEVIZNI KURS

Radi jednostavnosti primera, pretpostavimo da postoje samo dve ekonomije, Sjedinjene Države i Evropska unija (EU), sa dolarom (\$) kao domaćom valutom i evrom (€) kao stranom valutom. Devizni kurs (E) između dolara i evra jednak je broju dolara koji je potreban za kupovinu jednog evra, odnosno to je direktna kotacija određivanja deviznog kursa, $E = \$ / €$. Na primer, ako je $E = \$ / € = 1$, to znači da je za kupovinu jednog evra potreban jedan dolar. Prema fleksibilnom sistemu deviznog kursa, kakav imamo danas, i koji važi između dolara i evra, vrednost deviznog kursa između dolara i evra (E) se određuje, baš kao i cena bilo koje robe, presekom tržišne krive tražnje i ponude za evre. Ovo je prikazano na slici 3.1, gde vertikalna osa meri dolarsku cenu evra, ili kurs, $E = \$ / €$, a horizontalna osa meri količinu evra. Krive potražnje i ponude na tržištu za evrima se presecaju u tački E , definišući ravnotežni kurs $E = 1$, pri čemu je tražena i ponuđena količina evra jednaka 200 miliona dnevno. Pri višem kursu, npr. $E = 1.5$, ponuđena količina evra premašuje traženu količinu, što znači da će na deviznom tržištu biti razmenjeno samo oko 100 miliona dnevno (tačka B). Neujednačenost u smislu veće ponude deviza u odnosu na tražnju na deviznom tržištu ne može dugo da traje, te će kurs apesirati i kretati se prema ravnotežnom kursu od $E = 1$. Po kursu koji je manji od $E = 1$, npr. $E = 0.5$, tražena količina evra premašuje ponuđenu količinu evra, i pri ovom kursu razmena na deviznom tržištu iznosi oko 50 miliona dnevno (tačka H). Veća tražnja za devizama od ponude na deviznom tržištu izaziva depresijaciju deviznog kursa, odnosno kurs će se kretati prema ravnotežnom kursu od $E = 1$. Ovako formiranje deviznog kursa se dešava samo ako na tržištu slobodno deluju sile ponude i potražnje za devizama. Međutim, ako bi centralna banka (npr. američki FED) vodio politiku fiksnog deviznog kursa prema evru, onda deviznom kursu ne bi bilo dozvoljeno da se slobodno formira na tržištu, pa bi tada američka centralna banka morala da ispuni ili udovolji višku tražnje za evrima iz svojih monetarnih rezervi ili da otkupi višak evra na tržištu, kako bi devizni kurs ostao na fiksnom nivou.

Kao što se može videti na slici 3.1, kriva tražnje za evrima ($D_€$) je opadajuća, što znači da će tražnja za evrima biti veća ako je kurs niži, odnosno ako manje dolara mora da se odvoji za jedan evro. Niži kurs evra znači da su proizvodi iz EU jeftiniji za američke potrošače, jer moraju manje dolara da odvoje za jedan evro, pa je onda tražnja za evrima veća, odnosno uvoz iz EU je veći. Sa druge strane, američka ponuda evra ($S_€$) ima pozitivan nagib, što ukazuje da što je veći devizni kurs (E) to će ponuda evra biti veća. Viši kurs evra znači da potrošači iz EU kada menjaju evre za dolare, dobijaju više dolara za jedan evro, što bi značilo da su američki proizvodi evropskim potrošačima jeftiniji, pa bi onda tražnja za američkim proizvodima bila veća, odnosno izvoz iz amerike ka EU bi bio veći. To bi automatski značilo da je i ponuda evra na deviznom tržištu Amerike veća, jer kada američki izvoznici prodaju proizvode u EU, za njih dobijaju evre sa kojima se vraćaju u Ameriku, povećavajući ponudu evra na američkom deviznom tržištu.

Ko čini ponudu i tražnju za devizama? Iako ponuda i tražnja za devizama može poticati iz različitih izvora (izvoz, uvoz, strane direktne investicije, ulaganja na inostrana finansijska tržišta, doznake, ostvareni prihodi u inostranstvu, prihodi od stranih turista, itd.), u ovom primeru ćemo pojednostaviti stvari i pretpostaviti da ponuda deviza isključivo potiče iz izvoza proizvoda u EU, a da tražnja za devizama isključivo potiče od uvoza proizvoda iz EU. Prema tome, što je kurs veći (depresiraniji) to će činiti domaće proizvode jeftinijim inostranim potrošačima, što će povećavati izvoz. Sa druge strane, što je devizni kurs niži (apresiraniji) to će činiti inostrane proizvode jeftinijim domaćim potrošačima, što će povećavati uvoz. Drugim rečima, na ponudu deviza utiče izvoz, a na tražnju za devizama utiče uvoz.

Slika 3.1. Formiranje ravnotežnog kursa na deviznom tržištu



Objašnjenje: Vertikalna osa meri dolarsku cenu evra ($E = \$/\epsilon$), a horizontalna osa meri količina evra. Kriva ponude deviza je označena sa S_{ϵ} , a kriva tražnje za devizama je označena sa D_{ϵ} . Prema slici, ravnotežni devizni kurs je $E = 1$, i pri tom deviznom kursu se izvrši najveći promet deviza. Drugim rečima, pri ravnotežnom deviznom kursu, tražena količina i isporučena količina su jednaki i iznose 200 miliona € dnevno.

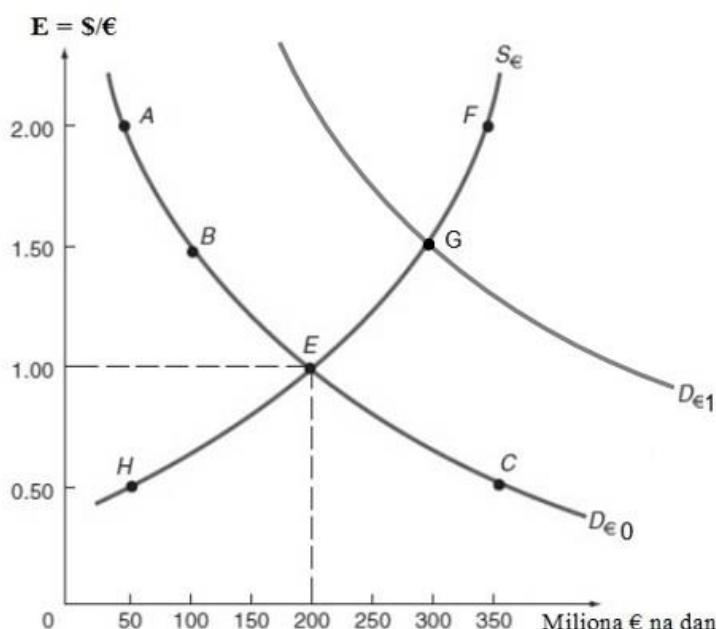
Zakovitost: Jačanje domaće valute (apresijacija) stimuliše uvoz, a destimuliše izvoz, što povećava tražnju za devizama, a smanjuje ponudu deviza. Sa druge strane, slabljenje domaće valute (depresijacija) stimuliše

izvoz, a destimuliše uvoz, što povećava ponudu deviza, a smanjuje tražnju za devizama.

Sad kada smo definisali izvore ponude i tražnje za devizama i objasnili zašto krive D_{ϵ} i S_{ϵ} imaju nagib kakav imaju, onda možemo videti na slici 3.1. pri kom nivou deviznog kursa se obavlja najveći promet deviza, odnosno razmena valuta. Taj nivo deviznog kursa je ravnotežni devizni kurs, odnosno $E = 1 \text{ \$/\text{€}}$ i pri tom nivou se razmeni 200 miliona € za $\text{\$}$ na dan (vidi tačku E).

Ono što može logično da se postavi kao pitanje je da li je tačka E uvek ravnotežna tačka? Odgovor je, naravno da ne. Ravnotežna tačka se svakodnevno menja usled dnevne promene ponude i potražnje za devizama.

Slika 3.2. Pomeranje krive D_{ϵ} i uspostavljanje nove ravnoteže

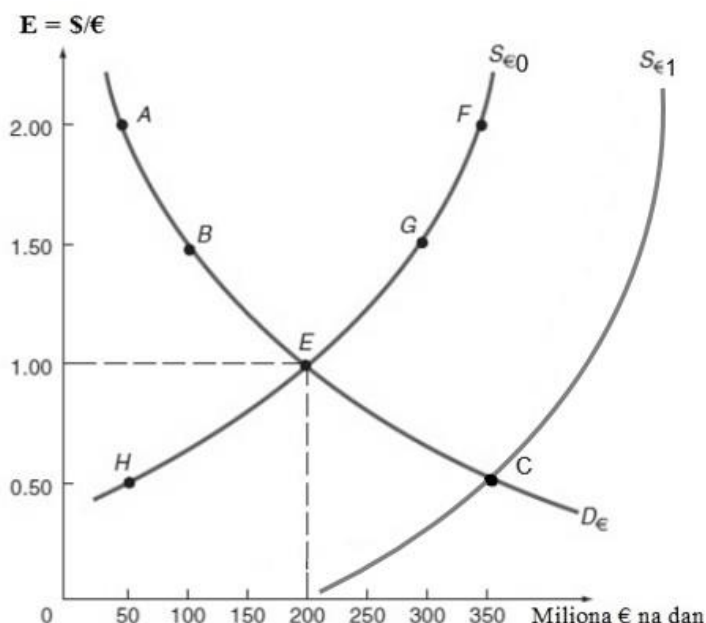


Pretpostavimo da se kriva tražnje za evrima pomerila prema gore (vidi sliku 3.2.), na primer kao rezultat promenjenih preferencija (ukusa) za evropsku robu (zato što je evropska roba postala kvalitetnija), onda bi se nova ravnoteža uspostavila u tački G i tada bi ravnotežni devizni kurs bio $E = 1,50$, a ravnotežna količina evra koja bi se dnevno razmenjivala bi bila 300 miliona. Ova situacija bi onda ukazivala da je dolar depresirao, jer je za kupovinu jednog evra potrebno 1,50 dolara (umesto dosadašnjih 1 dolara). Takođe, depresijacija dolara čini američke proizvode jeftinijim u očima evropskih potrošača, što povećava izvoz Amerike u Evropu i ponudu evra na američkom tržištu. Drugim rečima, ponuda evra više nije u tački E na nivou od 200 miliona € na dan, nego u tački G od 300 miliona € . Prema tome, usled pomeranja krive tražnje sa $D_{\text{€}0}$ na $D_{\text{€}1}$ i nepromenjene krive ponude evra, devizni kurs $\text{\$/\text{€}}$ je depresirao.

Sa druge strane, promene ravnotežnog deviznog kursa mogu da budu uslovljene i promenom krive ponude evra $S_{\text{€}}$ (vidi sliku 3.3.), usled na primer povećanog investiranja Evropljana u Ameriku. Tada bi ponuda evra na američkom deviznom tržištu porasla, odnosno kriva $S_{\text{€}}$ bi se pomerila udesno. Usled novih dešavanja na deviznom tržištu Amerike, nova ravnotežna tačka bi onda bila tačka C, a novi ravnotežni kurs bi onda bio $E = 0,5 \text{ \$/€}$, odnosno dolar bi apresirao prema evru, jer je ponuda evra veća nego u prethodnoj situaciji (tačka E). Apresirani kurs $\text{\$/€}$ znači da su sada evropski proizvodi Americancima jeftiniji, pa bi tražnja za evrima porasla sa 200 miliona € na 350 miliona € dnevno, odnosno nova ravnoteža bi se pomerila iz tačke E u tačku C.

Na slikama 3.2 i 3.3 su prikazane pojednostavljene situacije, gde se samo jedna od kriva pomerila, a druga je ostala nepromenjena. Međutim, u praksi, svakodnevno veliki broj faktora utiče i na krivu tražnje i na krivu ponude, što svakodnevno izaziva uspostavljanje novog ravnotežnog deviznog kursa, pa makar se on promenio za samo nekoliko desetina procenta.

Slika 3.3. Pomeranje krive $S_{\text{€}}$ i uspostavljanje nove ravnoteže



3.1.1 *Elastičnost krivih ponude i tražnje za devizama*

Kad se govori o krivama ponude i tražnje za devizama, onda je neizostavni segment analize njihova elastičnost. Elastičnost krivih ponude i tražnje za devizama može da se objasni kao osjetljivost (mogućnost promene) ponude i tražnje za devizama usled promene deviznog kursa. Drugim rečima, elastičnost objašnjava za koliko procenata će se promeniti ponuda i tražnja za devizama, ako se devizni kurs promeni za 1%. Ako se

ponuda i tražnja za devizama promene za više od 1%, onda kažemo da su krive ponude i tražnje za devizama elastične. Ako se ponuda i tražnja za devizama promene za manje od 1%, onda kažemo da su krive ponude i tražnje za devizama neelastične. A ako se ponuda i tražnja za devizama promene za tačno 1%, onda kažemo da su krive ponude i tražnje za devizama jedinično elastične. Prema tome, ako su krive tražnje i ponude elastične, to bi značilo da se ponude i tražnje za devizama više menjaju od procentualne promene deviznog kursa. Sa druge strane, ako su krive ponude i tražnje neelastične, to bi značilo da se ponuda i tražnja za devizama manje menjaju od promene deviznog kursa. Sa aspekta elastičnosti se razlikuje i izgled krivih ponude i tražnje za devizama. Pa tako, ako su krive ponude i tražnje elastične, njihov izgled je više horizontalan. Ako su neelastične, njihov izgled je više vertikaln, a ako su jedinično elastične, one bi trebale da budu pod uglom od 45° u odnosu na X osu.

Da bismo videli zašto je elastičnost vrlo bitan pojam u analizi deviznih kurseva, analiziraćemo jedan primer, koji će nam ukazati na važnost elastičnosti kao kategorije u međunarodnim finansijama. Naime, sagledaćemo slučaj korekcije (ispravke) platnog bilansa, kad krive američke ponude i tražnje za evrima karakterišu drugačije elastičnosti. Prema tome, posmatramo odnos između SAD i EU, a pretpostavka je da američka ponuda i potražnja za evrima isključivo zavisi od uvoza i izvoza. Na slici 3.4. su prikazane dve različite krive ponude i tražnje. Krive koje su prikazane plavom bojom su više vertikalne, i stoga se mogu okarakterisati kao neelastične, dok krive prikazane crnom bojom imaju više položeniji oblik, i stoga se mogu okarakterisati kao elastične.

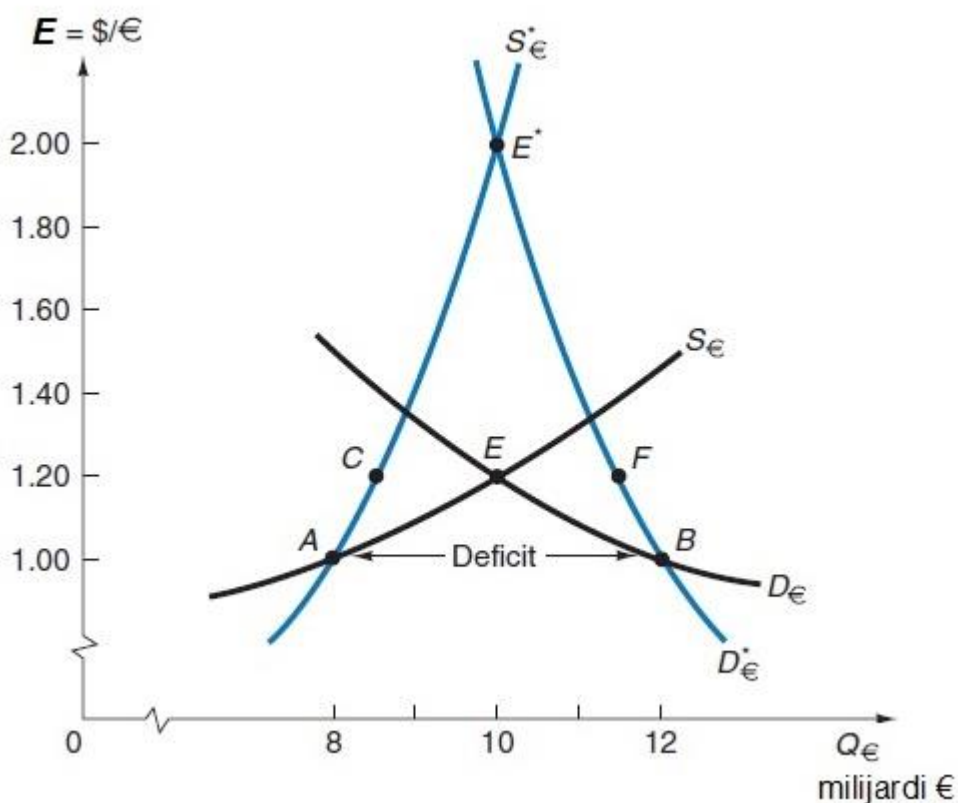
U čemu je poenta slike 3.4? Ako bi devizni kurs na tržištu bio $E = \$1/€1$, onda bi potražnja za evrima bila 12 milijardi €, dok bi ponuda € iznosila 8 milijardi, a taj slučaj bi važio kad bi krive ponude i tražnje bile i elastične i neelastične. Kao rezultat niskog ili apresiranog kursa, SAD bi imale deficit u platnom bilansu od 4 milijarde €, jer su proizvodi iz EU jeftiniji u SAD nego zbog apresiranog (jakog) dolara. Takođe, opao bi izvoz SAD u EU, jer su američki proizvodi za potrošače EU preskupi zbog jakog dolara, odnosno niskog kursa. Oba ova faktora čini da je tražnja za evrima veća od ponude evra, što se automatski može protumačiti da je uvoz SAD veći od izvoza SAD, a to znači da postoji deficit platnog bilansa SAD. Deficit u platnom bilansu SAD može da se smanji ili eliminiše na dva načina – realno i nominalno. Realan put smanjenja deficita u platnom bilansu bi značilo da Amerikanci počnu da proizvode jeftinije i kvalitetnije proizvode, što bi privuklo Evropljane da ih više kupuju i što bi onda povećalo izvoz Amerike u EU. Realan put smanjenja deficita u platnom bilansu je najpoželjniji i najzdraviji, ali to takođe znači da Amerikanci moraju da povećaju produktivnost, odnosno da više rade, kako bi proizvodili jeftinije i kvalitetnije proizvode, što nije uvek lako postići.

Međutim, postoji i drugi način smanjenja deficita koji je značajno lakši, a to je nominalnim putem preko depresijacije deviznog kursa, jer onda izvozni proizvodi postaju jeftiniji, a uvozni skuplji bukvalno preko noći. Naravno, ovde treba reći da depresijacija deviznog kursa nije apsolutno rešenje za smanjenje deficita u platnom bilansu, jer depresijacija nosi sa sobom i vrlo negativne efekte po ekonomiju. Na primer, depresijacija kursa izaziva da se dug domaćih rezidenata i države, ako je izražen

i stranoj valuti, preko noći povećava, jer će domaći rezidenti morati da odvoje više jedinica domaće valute za jednu jedinicu strane valute. Takođe, ako je država zavisna od uvoza energenata ili hrane iz inostranstva, depresijacija kursa automatski oveličava cene tih dobara, što se odražava na rast inflacije u domaćoj ekonomiji. Rast inflacije ima svoje posledice u smislu da se onda smanjuje konkurentnost domaćih proizvoda, što se odražava na smanjenje izvoza, a to onda dovodi do daljeg povećanja depresijacije kursa. Drugim rečima, ulazi se u negativnu spiralu rasta inflacije i depresijacije kursa, koji jedno drugo podstiču.

Međutim, ako bismo ovde zanemarili negativne efekte depresijacije, i pretpostavili da se neka zemlja odlučuje da depresira devizni kurs kako bi smanjila deficit platnog bilansa, onda elastičnost krivih ponude i tražnje igra bitnu ulogu. Na primer, ako analiziramo crne (više elastične) krive ponude i tražnje, onda bi depresijacija dolara od 20% na kurs $E = \$1,2/€1$ rezultovalo eliminaciji deficita platnog bilansa (tačka E), jer bi se ponuda i tražnja za evrima izjednačile (tačka E). Drugim rečima, pri ovom kursu bi ponuda deviza porasla, a tražnja za devizama bi opala, što bi indirektno značilo da se uspostavila ravnoteža i u platnom bilansu. Odnosno, zbog promene u ponudi i tražnji za evrima koja je nastala kao rezultat depresijacije deviznog kursa, u tački E bi se izjednačila količina evra koja se nudi i koja se traži, i ona bi iznosila 10 milijardi €.

Slika 3.4. Krive ponude i tražnje za devizama pri različitom nivou elastičnosti



Objašnjenje: Krive prikazane plavom bojom su manje elastične i depresijacija koja je potrebna za uravnoteženje deviznog tržišta mora biti veća, jer se ponuda i tražnja za devizama menja manje od promene deviznog kursa. Sa druge strane, ako su krive ponude i tražnje prikazane crnom bojom onda i relativno mala promena deviznog kursa uslovljava relativno značajnu promenu u ponudi i tražnji za devizama.

Sa druge strane, ako su krive ponude i tražnje manje elastične (plava linija), onda bi depresijacija dolara od 20% smanjila deficit platnog bilansa, ali ga ne bi eliminisala, odnosno deficit bi se i dalje oslikavao između tačaka C i F. Drugim rečima, tražnja za evrima bi onda iznosila oko 11.5 milijardi, a ponuda oko 8.5 milijardi, pa bi deficit platnog bilansa bio smanjen, ali bi i dalje postojao i iznosio bi oko 3 milijarde €. Da bi se eliminisao deficit platnog bilansa pri neelastičnim krivama ponude i tražnje za evrima, depresijacija dolara prema evru bi morala da iznosi 100%, odnosno devizni kurs koji bi uravnotežio platni bilans bi morao biti $E = \$2/€1$. Drugim rečima, depresijacija kursa mora biti mnogo veća da bi uticala na smanjenje tražnje za inostranim proizvodima i stimulaciju tražnje domaćih proizvoda. Naravno, depresijacija deviznog kursa od 100% bi imala veoma velike negativne efekte koji su prethodno objašnjeni, ali se oni u ovom primeru zanemaruju.

Elastičnost krivih ponude i tražnje za devizama treba da se posmatra u kontekstu proizvoda koji se izvoze i uvoze, jer elastičnost ponude i tražnje za devizama može biti manja ili veća uzimajući u obzir različite proizvode koji se posmatraju. Na primer, ako je zemlja zavisna od uvoza energije i hrane, njena kriva tražnje za devizama bi bila neelastična što znači da bi i dalje postojala visoka tražnja za devizama bez obzira koliko kurs depresira, jer je ljudima potrebna hrana, a privredi energija. Sa druge strane, ako posmatramo krivu tražnje za devizama u kontekstu nekih neesencijalnih proizvoda (npr. odeće ili nameštaja), onda bi kriva tražnje za devizama bila više elastična. Prema tome, elastičnost krivih ponude i tražnje za devizama se razlikuje sobzirom na elastičnost proizvoda koji se uvoze i izvoze, i tek kada se sve elastičnosti ponderišu, odnosno uproseče, onda bi moglo da se govori o jednoj elastičnosti koja važi na nivou cela privrede, kao na slici 3.4. Takođe treba reći da elastičnosti ponude i tražnje za devizama ne moraju biti jednake, kao što je na slici 3.4 prikazano, nego čak naprotiv, elastičnosti krivih ponude i tražnje za devizama se najčešće značajno razlikuju. Odnosno, ako je kriva tražnje za devizama neelastična, kriva ponude deviza može bi elastična, i obrnuto, a to sve zavisi od elastičnosti prema uvoznim i izvoznim proizvodima.

3.1.2 Ukršteni devizni kurs, valutna arbitraža i efektivni devizni kurs

Ukršteni devizni kurs – Prethodni primer je uključivao samo dve valute radi jednostavnosti primera, ali u stvarnosti postoje brojni devizni kursevi između različitih parova valuta, pa stoga razlikujemo devizni kurs između svakog para valuta. Međutim, na integralnom (svetskom) deviznom tržištu, za koje smo rekli da je jako umreženo, i kada su u pitanju konvertibilne valute, onda kurs neke valute takođe može da se utvrdi i posmatranje tzv. unakrsnih ili ukrštenih deviznih kurseva između tri valute. Na primer, ako bi kurs američkog dolara i britanske funte (£) bio 2, a kurs između dolara

i evra (€) 1,25, onda bi kurs između britanske funte i evra bio 1,60 (tj. za kupovinu 1 £ potrebno je 1,6 €). To se zove utvrđivanje deviznog kursa na bazi ukrštenih deviznih kurseva, a konkretan izraz je:

$$E(\text{€}/\text{£}) = \frac{\$ \text{ vrednost od } \text{£}}{\$ \text{ vrednost od } \text{€}} = \frac{2}{1,25} = 1,60$$

Ovde se može postaviti pitanje zašto se kurs \$/£ stavlja u brojilac (gornji deo razlomka), a kurs \$/€ u imenilac (donji deo razlomka)? To je zato što je namera da se izrazi kurs €/\$ u direktnoj kotaciji, gde je € domaća valuta, a £ inostrana valuta, odnosno gde se postavlja pitanje koliko evra je potrebno za jednu jedinicu £. Ako bi se kurs izražavao preko indirektno kotacije, onda bi u brojilac išao kurs \$/€, a u imenilac \$/£. U ovom slučaju, kurs $E(\text{£}/\text{€})$ bi bio 0,625, odnosno 0,625 funti je potrebno za jedan evro. Prema tome, kod računanja deviznog kursa (direktno kotacije) preko ukrštenog deviznog kursa, valuta koja ima manji paritet se uvek stavlja u imenilac, a valuta koja ima veći paritet se stavlja u brojilac. Nije bitan paritet valuta koje se upoređuju prema zajedničkoj valuti, u ovom slučaju to je \$.

Ukršteni devizni kursevi su usko vezani sa pojmom valutne arbitraže, gde bi trebalo da se devizni kurs između bilo koje dve konvertibilne valute ogleda na istom nivou u različitim finansijskim centrima širom sveta. Arbitraža je proces u kome fizička i pravna lica (banke, brokerske kuće, investicioni fondovi, penzion fondovi, itd.) svojim aktivnostima na deviznom tržištu pokušavaju da ostvare profit kupujući konvertibilne valute na određenom finansijskom tržištu po nižem kursu, pri čemu obavljaju njihovu trenutnu preprodaju na finansijskom tržištu gde je devizni kurs veći. Na primer, ako je cena evra u USD bila 0,99 dolara u Njujorku i 1,01 dolara u Frankfurtu, arbitražer (obično trgovac devizama, tj. komercijalna banka) bi kupio evre po 0,99 dolara u Njujorku i odmah ih preprodao u Frankfurtu za 1,01 dolara, realizujući tako profit od 0,02 USD za evro. Iako se zarada na kupovini/prodaji evra čini mala, na milijardu evra zarada bi bila 20.000 dolara za samo nekoliko minuta rada. Od toga se moraju oduzeti troškovi provizije elektronskog prenosa i ostali troškovi koji su povezani sa arbitražom.

U ovom procesu traženja razlika u deviznim kursovima među svetskim finansijskim tržištima, devizni kursevi se vrlo brzo izravnjaju između različitih finansijskih centara, i mogućnost zarade na razlici u deviznim kursovima vrlo brzo isčezava. Nastavljajući naš primer, vidimo da arbitraža povećava potražnju za evrima u New Yorku, jer je devizni kurs niži u odnosu na Frankfurt, a na taj način se vrši pritisak na rast cena dolara u New Yorku. U isto vreme, povećana prodaja evra u Frankfurtu utiče na rast ponude evra na ovom finansijskom tržištu, pa se tako vrši silazni pritisak na dolarsku cenu evra u Frankfurt. To se nastavlja sve dok cena jednog evra u dolaru brzo ne postane jednaka u New Yorku i Frankfurtu (recimo $1\$ = 1\text{€}$), čime se eliminiše profitabilnost dalje arbitraže. Arbitraža se najčešće odvija između dva finansijska centra, međutim ona deluje na isti način u smislu obezbeđivanja konzistentnosti ukrštanja deviznih kurseva između tri valute u tri finansijska centra. Drugim rečima, ukršteni kursevi

konvertibilnih valuta takođe treba da budu jednaki između različitih finansijskih centara u svetu.

Efektivni devizni kurs – Efektivni devizni kurs ukazuje na to kako neka valuta stoji u odnosu na korpu drugih valuta. Ovaj pokazatelj može biti značajan jer vremenom neka valuta može da apresira ili depresira prema drugim valutama u različitom procentu, a takođe može da se desi da prema nekim valutama depresira, a prema drugim apresira. Stoga, efektivni devizni kurs predstavlja ponderisani prosek za devizni kurs između domaće valute i valuta najvažnijih trgovinski partnera za zemlju, pri čemu su ponderi (udeli) relativni udeo vrednosti trgovine sa svakom zemljom. Drugim rečima, efektivni devizni kurs može biti uzračunat na sledeći način:

$$E_{\text{efektivni}} = E_1 \times k_1 + E_2 \times k_2 + \dots + E_n \times k_n$$

Gde su simbolom E obeleženi devizni kursevi domaće valute prema inostranim valutama, a simbolom k su obeleženi udeli u trgovinu zemlje sa zemljama čiji se devizni kursevi posmatraju. Zbir udela (*k*) mora biti jedna 1 ili 100%. Na primer, ako bi određivali efektivni devizni kurs dinara, uz pretpostavku da Srbija ima najveću trgovisku saradnju sa EU u iznosu od npr. 70% i SAD u iznosu od 30%, pri čemu je početni kurs RSD/€ = 118, a RSD/\$ = 100. U ovom početnom slučaju efektivni devizni kurs je

$$E_{(RSD) \text{ efektivni}} = 118 \times 0.7 + 100 \times 0.3 = 112.6 \text{ RSD/korpa valuta}$$

Sada pretpostavimo da je RSD depresirao prema evru zbog povećanje tražnje za evropskim proizvodima na novi kurs od 120 RSD/€, dok je RSD apresirao prema dolaru zbog povećanog izvoza u Ameriku na novi kurs 95 RSD/\$. Onda bi novi efektivni kurs dinara iznosio:

$$E_{(RSD) \text{ efektivni}} = 120 \times 0.7 + 95 \times 0.3 = 112.5 \text{ RSD/korpa valuta}$$

Odnosno, vidimo da je RSD posle novih promena u odnosu na evro i dolar apresirao prema korpi valuta (dolaru i evro) sa 112.6 na 112.5.

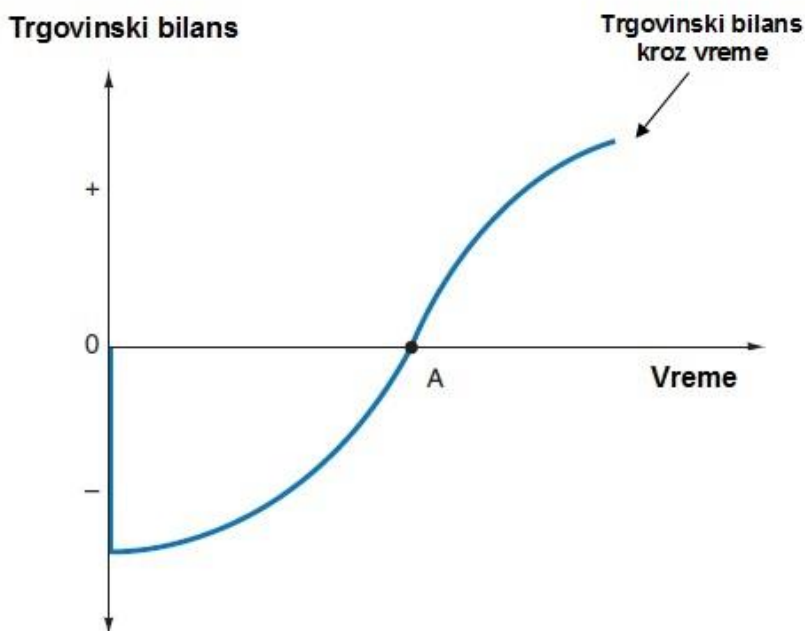
3.1.3 Efekat J krive

U prethodnom poglavlju je rečeno da depresijacija deviznog kursa popravља platni bilans zemlje, jer depresijacija podstiče izvoz, a destimuliše uvoz. Međutim, ova tvrdnja ne mora da bude u potpunosti tačna, jer u kratkom roku (npr. oko 6 meseci), trgovinski bilans (deo platnog bilansa u kome se beleže sve izvozne i uvozne transakcije roba) zapravo može prvo da se pogorša, a tek onda u srednjem i dugom roku da se poboljša, kao rezultat depresijacije deviznog kursa. Ovaj fenomen se javlja zbog tendencije da se rast cena uvoznih proizvoda, koje su porasle nakon depresijacije valute, brže ispoljava na platni bilans, nego što se poboljšava izvoz, koji nakon

depresijacije valute čini domaće proizvode jeftinijim za inostrane potrošače. Drugim rečima, zbog sporog prilagođavanja depresijaciji deviznog kursa, količina uvoza se u kratkom roku ne menja ili se vrlo malo menja, iako je uvoz sada skuplji. To se dešava primarno zbog toga što se nastavlja stabilan uvoz proizvoda koji su neophodni za ekonomiju (kao npr. uvoz energenata i hrane), čak i u uslovima rasta kursa koji poskupljuje uvozne proizvode. Takođe, da bi se zamenili poskupeli proizvodi jeftinijim je potrebno da prođe određeno vreme, ako je uopšte moguće pronaći adekvatnu zamenu, pa je ovo dodatni razlog zašto u kratkom roku depresijacija kursa zapravo pogoršava platni bilans.

Sa druge strane, depresijacija kursa pojeftinjuje domaće proizvode za inostrane potrošače, ali je nemoguće u kratkom roku značajnije povećati izvoz samo zbog činjenice da su domaći proizvodi jeftiniji. Postoji nekoliko razloga. Prvo treba ubediti inostrane uvoznike da će uvozom proizvoda koji su postali jeftiniji zbog depresijacije ostvariti zaradu. To nije lak zadatak, jer novi proizvodi ulaze na tržište koje je već popunjeno drugim proizvodima, i treba vremena da ti proizvodi budu prepoznati od lokalnih potrošača kako po kvalitetu, tako i po pristupačnoj ceni. Takođe, postoji faktor inercije, jer su lokalni potrošači navikli na konzumaciju određenih proizvoda i treba im vremena da promene navike.

Slika 3.5. Efekat „J“ krive usled depresijacije deviznog kursa



Izvor: Delo autora

Prema tome, usled depresijacije valute, u kratkom roku vrednost uvoza može čak da poraste na viši nivo nego što je to bilo pre depresijacije, jer se uvezena količina ne

menja, a cene uvoznih proizvoda su porasle, pa je onda vrednost uvoza zamim tim porasla, što dovodi do pogoršanja trgovinskog bilansa. Sa druge strane, vrednost izvoza ne mora brzo da poraste u kratkom roku, i to su združeni razlozi zašto u kratkom roku depresijacija može, u stvari, da pogorša platni bilans, pre nego da ga poboljša. Tek u kasnijem, dužem periodu (godinu dana i više) izvoz počinje da raste kao rezultat depresijacije valute, što poboljšava platni bilans. U literaturi međunarodnih finansija, ovaj fenomen je nazvan „J“ kriva, jer kada se trgovinski bilans prikaže na Y osi, a vreme na X osi, onda platni bilans ima izgled kao slovo J, što se može videti na slici 3.5.

Ono što je prikazano na slici 3.5. je da je početna tačka 0, i u toj tački je trgovinski bilans (plava alinija) trenutno izjednačen, tj. izvoz je jednak uvozu. Takođe, pretpostavka je da je došlo do značajnije depresijacije valute, koja zbog gore navedenih razloga pogoršava trgovinski bilans u kratkom roku, jer je vrednost uvoza veća od vrednosti izvoza, odnosno dolazi do tzv. trgovinskog deficita (plava linija ide na dole, odnosno u negativne vrednosti, što se tumači kao deficit platnog bilansa). Kako vreme prolazi, izvoz počinje da se popravlja, odnosno da raste, jer domaći proizvodi zbog depresijacije kursa postaju jeftiniji inostranim potrošačima, što rezultuje postepenim poboljšanjem trgovinskog bilansa, koji je ponovo u ravnoteži u tački A, ali to se desilo tek posle određenog protoka vremena. Posle tačke A, trgovinski bilans je u suficitu, i to se dešava kao posledica poboljšane konkurentnosti domaćih proizvoda (postali su jeftiniji) dok su inostrani proizvodi postali skuplji. Međutim, taj efekat je postignut tek u srednjem ili dugom roku (od 6 meseci do dve godine).