

3.1 FAKTORI KOJI UTIČU NA PROMENU DEVIZNOG KURSA

Devizni kurs je jedan od najznačajnijih makroekonomskih fundamenata, koji ukazuje na stabilnost i zdravlje jedne ekonomije, a na koga utiču brojni faktori, i zbog kojih se on svakodnevno menja. Ti faktori su sledeći:

- 1) stope inflacije između dve zemlje
- 2) visina kamatnih stopa između dve zemlje
- 3) nivo spoljne zaduženosti
- 4) naučno-tehnološki progres
- 5) mere monetarne politike
- 6) politička stabilnost
- 7) stanje platnog bilansa

U nastavku će biti objašnjeno kako svaki od faktora utiče na devizni kurs.

- 1) **Inflacija** – Razlika između stopa inflacije između dve zemlje predstavlja jedan od ključnih faktora koji utiču na kretanje deviznog kursa u srednjem i dugom roku (od 12 meseci pa nadalje). Zašto je to tako? Kao što smo rekli u prethodnom poglavlju, na ponudu i tražnju deviza na nacionalnom deviznom tržištu utiče priliv deviza koje su ostvarene izvozom proizvoda i odliv deviza koji je posledica uvoza inostranih proizvoda. Inflacija predstavlja prosečnu stopu rast cena u periodu od godinu dana. Prema tome, postojanje relativno visoke inflacije u jednoj ekonomiji poskupljuje domaće proizvode kako za domaće potrošače tako i za inostrane potrošače. Stoga, ako domaći proizvodi poskupljuju zbog inflacije, oni će biti manje konkurentni u odnosu na inostrane proizvode, pa će izvoz biti smanjen. Smanjeni izvoz se posledično odražava na manji priliv deviza od izvoza, što smanjuje ponudu deviza na domaćem deviznom tržištu. Manja ponuda deviza na deviznom tržištu pomera krivu ponude deviza (S) ulevo, što utiče na depresijaciju deviznog kursa. Zato stabilnost cena igra jako bitnu ulogu u procesu determinacije i kretanja deviznog kursa. Sa druge strane, ako bi u jednoj ekonomiji inflacija bila visoka, a u njenom glavnom trgovinskom partneru inflacija je takođe visoka, onda to ne bi značajnije poremetilo trgovinske odnose, jer su u obe zemlje cene proizvoda porasle, pa ni jedna zemlja nije ostvarila konkurentsku prednost u odnosu na drugu. Zbog toga se nikad ne posmatra kao faktor inflacija samo u jednoj zemlji, nego se visina inflacije posmatra relativno, tj. u odnosu na inflaciju druge zemlje. O ovoj temi će biti više reči u poglavlju koje se odnosi na paritet kupovne moći.
- 2) **Visina kamatnih stopa između dve zemlje** – Visina kamatnih stopa između dve zemlje igra jako bitnu ulogu u determinaciji deviznog kursa, kao i inflacija. Međutim, za razliku od inflacije za koju smo rekli da na devizni kurs utiče u srednjem i dugom roku, kamatne stope utiču na kretanje deviznog kursa u kratkom i vrlo kratkom roku (taj kratak rok nekada može biti trenutni). Zbog čega je to tako? Naime, globalni investitori su u stalnoj potrazi gde će uložiti svoja slobodna novčana sredstva, vodeći računa prvenstveno o dve stvari – visini prinosa na ulaganje (kamatnoj stopi) i riziku koje to ulaganje nosi sa sobom. Ako u ovom

trenutku zanemarimo faktor rizika na ulaganje, odnosno ako su sva ulaganja u svim zemljama bezrizična, onda se investitori odlučuju da ulože u onu zemlju koja na ulaganje (npr. u državne obveznice ili blagajničke zapise centralne banke) nudi višu kamatnu stopu. Prema tome, viša kamatna stopa će uticati na privlačenje kapitala u zemlju što će uticati na povećanje ponude deviza na domaćem deviznom tržištu, što pomera krivu ponude deviza (S) udesno i što onda rezultuje u apresijaciji deviznog kursa, odnosno jačanju nacionalne valute. Suprotno se dešava ako se zbog relativno niske kamatne stope počne dešavati odliv kapitala iz zemlje, odnosno tada se u relativno kratkom roku dešava depresija nacionalne valute.

Ovakav scenario je dobro poznat na globalnom nivou i svakodnevno se dešava, i zbog toga ključni globalni centri (kao što su SAD, Evro zona, Japan, itd.) teže da imaju usklađene kamatne stope između sebe koliko god je moguće kako bi sprečili preveliki priliv ili odliv kapitala. Ovo zbog toga jer značajan priliv i odliv kapitala, koji može da se desi nekoj zemlji, utiče na apresijaciju ili depresijaciju deviznog kursa nacionalne valute, što onda posledično može da poboljša (depresijacija kursa) ili pogorša (apresijacija kursa) konkurentnost domaćih proizvoda na svetskom tržištu. Drugim rečima, pomeranje deviznog kursa daje ili oduzima prednost nekoj zemlji u smislu konkurentnosti na globalnom tržištu, a što nije posledica mnogo bitnijih stvari kao što je kvalitet proizvoda ili njegova cena. O faktoru kamatnih stopa koje utiču na devizni kurs biće više reči u poglavlju koje se odnosi na pokriveni i nepokriveni kamatni paritet.

- 3) **Nivo spoljne zaduženosti** – Ovaj faktor može da ima značajnu ulogu u smislu percepcije stranih investitora vezano za buduće kretanje ekonomije. Naime, ako neka zemlja ima visok nivo spoljnog duga (preko 100% BDP-a ili više) to uliva potencijalnu nesigurnost za investitore koji bi imali interes da ulažu u tu zemlju. To se dešava zbog toga što javni dug mora da se vrati, a država može da prikupi sredstva za njegovo vraćanje samo putem povećanja poreza, što kompanijama koje bi ulagale u tu zemlju nikako ne odgovara i zbog toga odustaju od ulaganja. Smanjeno ulaganje investitora, ne samo da smanjuje proizvodne potencijale zemlje, njen rast i razvoj, nego utiče i na smanjenje izvoznih prihoda zemlje, odnosno na smanjen priliv deviza na bazi izvoza. Smanjena ponuda deviza od izvoza utiče na pomeranje krive ponude deviza (S) ulevo i što onda rezultuje u depresijaciji deviznog kursa, odnosno slabljenju nacionalne valute.
- 4) **Naučno-tehnološki progres** – Ovaj faktor je najzdraviji i najpoželjniji kada su u pitanju izvozni potencijali zemlje i njena globala konkurentnost. Naime, ukoliko je zemlja tehnički napredna, odnosno ukoliko značajna sredstva ulaže u razvoj tehnike i tehnologije (kao primeri mogu da se navedu Nemačka i Japan posle Drugog svetskog rata, Južna Koreja 70-tih godina, Kina u poslednje 3 decenije, itd.), njena produktivnost i kvalitet proizvoda će da rastu. Rast produktivnosti znači veću proizvodnju po jedinici vremena, što smanjuje cene gotovih proizvoda i čini ih više konkurentnim na globalnom tržištu. Drugim rečima, tehničko-tehnološki napredak neke zemlje povećava njen izvoz što onda posledično utiče na rast izvoznih prihoda i povećanja ponude deviza. Povećana ponuda deviza od izvoza utiče na pomeranje

krive ponude deviza (S) udesno, što izaziva smanjenje deviznog kursa, odnosno njegovu apresijaciju.

- 5) **Mere monetarne politike** – Monetarna politika neke zemlje može da ima značajne reperkusije (posledice) na kretanje deviznog kursa. Naime, centralna banka, odnosno monetarne vlasti neke zemlje imaju u svom posedu jedan jako važan instrument, koji se zove referentna kamatna stopa (RKS). Referentna kamatna stopa je stopa po kojoj komercijalne banke mogu da pozajmljuju novac od centralne banke, i određujući nivo referentne kamatne stope, centralna banka može da poskupljuje (viša RKS) ili pojeftinjuje (niža RKS) novac. Odluku o tome kolika će biti RKS centralna banka donosi u zavisnosti od trenutnih okolnosti koje vladaju u privredi, odnosno od kretanja privrednih ciklusa. Drugim rečima, ako je trenutno stanje privrede recesija, onda centralna banka smanjuje referentnu kamatnu stopu (nekad RKS može čak biti i negativna) kako bi privredi olakšala težak period kroz koji prolazi, odnosno kako bi kompanije potreban novac mogle da nabave po što jeftinijim uslovima. Međutim, niska RKS koja je reperna mera za sve ostale kamatne stope, utiče destimulativno na strane investitore, koji onda nemaju interesa da svoja slobodna novčana sredstva plasiraju u takvu zemlju. Smanjeni priliv kapitala, odnosno odliv kapitala iz zemlje utiče na depresijaciju deviznog kursa. Međutim, depresijacija deviznog kursa ne mora da se uvek posmatra sa negativnog aspekta, jer na taj način domaći proizvodi postaju jeftiniji inostranim potrošačima, odnosno izvoz se povećava.

Sa druge strane, ako je ekonomije u fazi ekspanzije, što znači da privreda dobro funkcioniše, da je velika zaposlenost i da su dohodak i potrošnja veliki, onda se javlja pritisak na cene (pojava inflacije tražnje) zbog povećane potrošnje koju privreda u postojećim kapacitetima ne može da podmiri. U tim uslovima centralna banka podiže RKS kako bi poskupela novac, smanjila uzimanje kredite i smanjila ukupnu potrošnju (tzv. agregatnu tražnju). Međutim, viša RKS utiče na rast i ostalih kamatnih stopa u toj zemlji, a visoke kamatne stope deluju stimulatивно na globalne portfolio investitore koji ulažu u hartije od vrednosti, podstičući ih da u tu zemlju plasiraju svoja slobodna novčana sredstva. Priliv kapitala, uzrokovan višim kamatnim stopama utiče na rast ponude deviza na nacionalnom deviznom tržištu, odnosno na apresijaciju deviznog kursa. Međutim, pošto apresijacija kursa direktno utiče na smanjenje izvoza, zemlje se nevoljno odlučuju na povećanje svojih kamatnih stopa. Prema tome, pošto je Amerika još uvek ekonomski najjača sila, onda sve ostale zemlje (poput Velike Britanije, Nemačke, Japana, Kanade, itd.) koje vode politiku fleksibilnog kursa pokušavaju da se ravnaju prema njenoj ekonomskoj politici, kako bi bilo sprečeno preveliko kretanje kapitala usled razlika u kamatnim stopama. Empirijski posmatrano, to i nije teško postići, jer uglavno sve razvijene zemlje sveta prolaze kroz iste ciklične faze kao što prolazi globalna ekonomija. Odnosno, kada svet uđe u recesiju zbog npr. Svetske finansijske krize 2008, ili pojave pandemije zbog virusa COVID19 u 2019. godini, onda sve zemlje beleže pad svog BDP-a u manjoj ili većoj meri, i sve imaju tendenciju da smanjuju svoje RKS, tako da se značajnije kretanje kapitala zbog razlike u kamatnim stopama

ne dešava. Suprotan slučaj je stanje kada je globalna ekonomija u stanju ekspanzije, što je bio slučaj u 2006. i 2007., odnosno u godinama pre izbijanja Svetske ekonomske krize. Tada su sve ključne centralne banke imale tendenciju da povećavaju svoje RKS, što opet nije uslovalo značajnije kretanje kapitala između njih, jer su sve ključne centralne banke vodile politiku visokih referentnih kamatnih stopa.

- 6) **Politička stabilnost** – Ovaj faktor je vezan za opšti rizik jedne zemlje. Drugim rečima, ako neku zemlju karakteriše stabilnost političkih prilika, koja se ogleda u stabilnoj parlamentarnoj većini vladajuće garniture, odnosno jasnoj viziji kojoj celokupno društvo teži, onda će i percepcija potencijalnih investitora o toj zemlji biti pozitivna, što znači da će oni rado investirati u tu zemlju, jer znaju da je njihovo ulaganje sigurno, odnosno da će im doneti profit. Zbog stabilnih političkih prilika, zemlja ima koristi jer ostvaruje ekonomski rast koji se ogleda u povećanju izvoza. Rast izvoza onda direktno deluje na povećanje ponude deviza na domicilnom deviznom tržištu, što utiče na rast ponude deviza od izvoza i što utiče na pomeranje krive ponude deviza (S) udesno. Rezultat tih dešavanja je apresijacija deviznog kursa, odnosno jačanje nacionalne valute.
- 7) **Stanje platnog bilansa** – Kada se govori platnom bilansu, onda se ne može reći da je platni bilans faktor koji utiče na devizni kurs u istom smislu kao navedenih prethodnih šest faktora, koji imaju fundamentalan uticaj na devizni kurs. Ovo je zbog toga što platni bilans suštinski i nije faktor, nego je sistemski pregled svih transakcija koje neka zemlja ima sa inostranstvom. Odnosno, u njemu se mogu videti efekti svih prethodno navedenih faktora, koji imaju suštinski uticaj na devizni kurs, a onda indirektno preko platnog bilansa se može videti da li su fundamentalni faktori uticali da se povećaju ili smanje uvoz i izvoz. Prema tome, u platnom bilansu se odražavaju posledice promena nivoa deviznog kursa, ali ne može se reći da je platni bilans direktan uzrok promena samog deviznog kursa.

Kako platni bilans utiče na devizni kurs? U platnom bilansu se prikazuje vrednost transakcija između domicilne zemlje i inostranstva u određenom vremenskom razdoblju, obično u toku jedne godine. Odnosno u platnom bilansu se beleže sve transakcije iz uvoza i izvoza, priliva i odliva kapitala po osnovu stranih direktnih investicija, portfolio investicija, zajmova, jednostranih transfera, itd. Znatniji i trajniji deficit platnog bilansa znači da domicilna zemlja beleži odliv deviza jer je uvoz veći od izvoza ili je odliv kapitala veći od priliva kapitala. Takvo stanje uzrokuje manju ponudu deviza na deviznom tržištu, što pomera krivu ponude deviza (S) ulevo i što onda rezultuje u depresijaciji deviznog kursa, odnosno slabljenju nacionalne valute. Suprotno se dešava kad imamo suficit platnog bilansa, koji podrazumeva veći priliv deviza od odliva, što onda utiče na jačanje domaće valute ili njenu apresijaciju.

Međutim, treba reći da stanje platnog bilansa nije dovoljno pouzdan pokazatelj stanja nacionalne privrede i njenog mesta u međunarodnim ekonomskim odnosima, jer porast deficita ne mora uvek biti znak lošeg stanja nacionalne privrede. Na

primer, rast deficita platnog bilansa može da se javi kao posledica ubrzanog razvoja ekonomije, jer ubrzani rast i razvoj podrazumeva razvoj industrije, što može dovesti do porasta uvoza opreme i sirovina, odnosno smanjenja izvoza domaćih sirovina. Do deficita platnog bilansa može doći i zbog povećanog izvoza kapitala kojim se razvija poslovna aktivnost u inostranstvu. Ukoliko su ovakve i slične promene dovele do pogoršanja stanja u platnom bilansu, onda se, očigledno, ne radi o znacima slabosti nacionalne privrede, što znači da nema osnova za pretpostavke da će nacionalna valuta slabiti.

Prethodno navedeni faktori deluju svakodnevno i simultano na globalnom deviznom tržištu, a pogotovo na nacionalnim deviznim tržištima, utičući na pomeranje krivih tražnje i ponude za devizama, što se direktno odražava na jačanje ili slabljenje deviznog kursa. Zbog velikog broja faktora koji imaju uticaja na devizni kurs, njegovo kretanje je gotovo nemoguće predvideti sa sigurnošću, a nemogućnost predviđanja nečega se karakteriše kao rizik. O riziku deviznog kursa i načinu zaštite od njega se govori u narednom poglavlju.