

7.4 EFIKASNOST DEVIZNOG TRŽIŠTA

Pitanje efikasnosti tržišta je važno, jer samo kada su tržišta efikasna cene tačno odražavaju oskudnu vrednost različitih resursa i rezultiraju u njihovoj efikasnoj alokaciji. Na primer, ako je iz nekog razloga cena neke robe veća od njene vrednosti, tada previše proizvodnje ide na proizvodnju te robe, a na štetu drugih roba koje bi potrošači više preferirali, i u tom slučaju je tržište neefikasno. Generalno se kaže da je tržište efikasno ako cene odražavaju sve dostupne informacije koje pristižu na tržište.

Što se tiče deviznog tržišta, ono je efikasno ako terminski kursevi tačno predviđaju buduće spot kurseve. Drugim rečima, ako forward devizni kurs odražava sve dostupne informacije i brzo se prilagođava bilo kojim novim informacijama sa spot tržišta, tako da ulagači ne mogu ostvariti profit na razlici između forward kursa i budućeg spot deviznog kursa. U ovom slučaju, forward kurs bi bio vrlo sličan budućem spot kursu, što bi eliminisalo ostvarivanje profita na razlici između forward kursa i budućeg spot kursa. Drugim rečima, jednakost između forward deviznog kursa i budućeg spot deviznog kursa se postiže ako su i pokriveni i nepokriveni paritet ispunjeni, što se izražava peko relacije:

$$\frac{E^F - E}{E} = r - r^* = \frac{E^e - E}{E} \quad (7.13)$$

Odnosno, devizno tržište je efikasno ako je postignuta jednakost:

$$E^F = E^e \quad (7.14)$$

Ukoliko jednakost (7.14) nije ispunjena, odnosno ako terminski devizni kurs odstupa od očekivanog promptnog (spot) deviznog kursa, arbitražeri na deviznom tržištu mogu da ostvare zaradu. U ovom slučaju, nove informacije sa globalnih tržišta se sporo ugrađuju u forward kurs, i zbog toga dolazi do razlike između forward kursa i budućeg spot kursa. U praksi, forward devizni kurs se nikad tačno ne poklapa sa budućim spot kursom, tj. on najčešće odstupa iznad i ispod budućeg spot deviznog kursa, jer je nemoguće predvideti budući spot kurs. Međutim, ukoliko su ova odstupanja na obe strane ujednačena po učestalosti, tj. ako terminski kurs podjednako učestalo prebacuje i podbacuje spot devizni kurs, onda se kaže da se terminski kurs u proseku izjednačava sa budućim promptnim kursom, odnosno, devizno tržište je u tom slučaju efikasno. Dakle, terminski kurs ne mora nikad biti jednak budućem promptnom kursu, ali ako su odstupanja od njega ujednačena sa gornje i donje strane, onda se može reći da je devizno tržište efikasno, tj. ono dovoljno brzo obrađuje sve relevantne eksterne informacije i ugrađuje ih u forward kurs. Upravo zbog ovih odstupanja koja ne mogu da se predvide, arbitražeri ne mogu kontinuirano da ostvaruju arbitražnu zaradu. Slično je i sa špekulantima koji nekada ostvaruju profit, a nekada gube.

Svetska devizna tržišta, poput Londona, New York-a, Tokia, itd. se smatraju efikasnim jer se viliki broj transakcija obavi svakodnevno, a svaka nova transakcija u sebi nosi

nove informacije koje se ugrađuju u devizni kurs. Drugim rečima, što je likvidnost tržišta veća, odnosno što je veći obim dnevnih transakcija, time se kaže da je tržište efikasnije. Sama činjenica da se devizni kursevi ne razlikuju mnogo između ključnih centara gde se valute razmejuju, a koje su geografski značajno udaljene, govori u prilog tome da se sve relevantne informacije brzo ugrađuju u nove devizne kurseve. Prema tome, devizna tržišta se generalno smatraju vrlo efikasnim tržištima i spadaju u red najefikasnijih tržišta na svetu.

Generalno gledano, neke od karakteristika efikasnog deviznog tržišta su: 1) da se relevantne informacije brzo prenose na spot i terminsko devizno tržište i da se brzo ugrađuju u nove devizne kurseve, 2) transakcioni troškovi su zanemarljivi, 3) finansijski instrumenti denominirani u različitim valutama su međusobno perfektni supstituti. Mada se testovi tržišne efikasnosti teško interpretiraju, brojne studije i empirijska istraživanja potvrđuju da devizna tržišta pokazuju visoku efikasnost. Međutim, visoka osetljivost deviznih kurseva na nove informacije otežava njihovu predvidljivost. Zbog toga novija istraživanja pokazuju da se efikasnost deviznog tržišta vrlo teško može testirati.

Glavna implikacija pretpostavke da su devizna tržišta efikasna je ta da onda intervencije centralne banke na deviznom tržištu gube svoje teorijsko utemeljenje. Zapravo, onda nema osnova da centralna banka interveniše kako bi sprečila "prevelike" oscilacije deviznog kursa i postigla njegovo približavanje ravnotežnom nivou, odnosno realnom deviznom kursu¹, zato što se devizni kurs vrlo brzo sam uravnotežuje na novom nivou, koji je realan. Ako su devizna tržišta efikasna, velike oscilacije deviznih kurseva su onda posledica makroekonomskih neravnoteža. To bi onda značilo da u cilju smanjivanja prevelikih oscilacija deviznog kursa, treba delovati na otklanjanju fundamentalnih makroekonomskih neravnoteža, a ne intervenisati na deviznom tržištu, jer se kurs sam od sebe uvek vraća na ravnotežni nivo.

Međutim, ako su devizna tržišta neefikasna, intervencije centralne banke na deviznom tržištu postaju poželjne u cilju njegovog urednog funkcionisanja. Ako izostanu ove intervencije, mogu se javiti razne manjkavosti u funkcionisanju deviznog tržišta, koje se mogu pripisati kako makroekonomskim faktorima tako i slabostima deviznog tržišta. Time se otvara prostor za špekulativno ponašanje učesnika na deviznom tržištu, tako da se tržišno formiran devizni kurs može značajno udaljiti od njegove ravnotežne vrednosti. Ova odstupanja deviznog kursa od ravnotežnog nivoa daju opravdanje centralnoj banci da interveniše na deviznom tržištu u pokušaju da smanji kratkoročne varijacije deviznog kursa od njegovog ravnotežnog nivoa, kao i da umanjii srednjoročna odstupanja od ravnotežne vrednosti.

¹ Realni devizni kurs je kurs koji odgovara ekonomskim fundamentima (nivou inflacije, uvozu, izvozu, konkurentnost privrede, itd.), odnosno realni devizni tačno odražava sve fundamente u zemlji i inostranstvu.

7.5 ODNOS IZMEĐU DEVIZNOG KURSA I NAFTE

U ovom poglavlju se objašnjava odnos između deviznog kursa, konkretno američkog dolara i cene nafte. Ovo analiza je bitna zato što se cena nafte izražava u američkom dolaru kada se sa njom obavljaju trgovanja na svetskim berzama. Ovde se postavlja pitanje da li i kako jačanje ili slabljenje američkog dolara, tj. njegova apresijacija ili depresijacija, utiču na cenu nafte. Odgovor je da utiču i to značajno. Drugim rečima, svako jačanje (apresiranje) američkog dolara u odnosu na ostale valute sveta znači da je subjektima iz tih zemalja potrebno više njihove valute da bi kupili jedan dolar. To automatski znači da i svi proizvodi čija cena se izražava u dolarima poskupljuje za te potrošače, pa tako i nafta. Ako je cena nafte koja se izrazi u jedinicama druge valute veća zbog jačanja dolara, to znači da tim potrošačima nafta postaje skuplja i oni počinju manje da je konzumiraju, tj. globalna tražnja za naftom u tim okolnostima opada. Ako globalna tražnja za naftom počne da opada, a ponuda nafte na svetskom tržištu ostane nepromenjena, onda usled delovanja zakona ponude i tražnje, cena nafte neminovno pada.

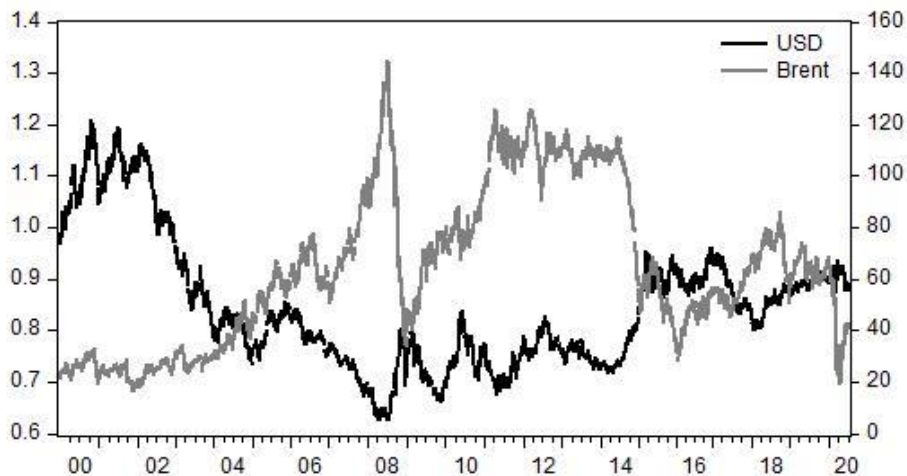
Sa druge strane, ako američki dolar depresira, odnosno izgubi vrednost u odnosu na druge valute, onda potrošačima van SAD je potrebno manje njihove valute da bi kupili jedan američki dolar. To automatski znači da je cena proizvoda izraženih u dolarima jeftinija za te potrošače, pa tako i cena nafte. Pošto nafta u tim uslovima postaje jeftinija za globalno tržište, dolazi do povećanja globalne tražnje za njom. Ako ponuda nafte na globalnom tržištu ostane nepromenjena, onda veća tražnja za naftom uslovljava rast cene nafte na globalnom tržištu.

Drugim rečima, sa ovog aspekta posmatrano, cena nafte i američkog dolara su upravo srazmerno korelirane, tj. kada američki dolar apresira, onda cena nafte opada, odnosno kad američki dolar depresira, onda cena nafte poraste. Međutim, pošto na cenu nafte utiču brojni faktori, a posebno odnos globalne tražnje i ponude za njom, onda ovakav odnos često izostane u praksi, tj. da apresijacija dolara bude praćena padom cene nafte, a depresijacija njenim rastom. Jedan od razloga zašto se ovo dešava je što jačanje ili slabljenje dolara treba posmatrati i u kontekstu trenutnih okolnosti američke ekonomije. Odnosno, ako američka ekonomija beleži veće stope rasta, to će se odražavati na jačanje dolara (njegovu apresijaciju), jer će stope prinosa koje investitori mogu da ostvare na američkom tlu porasti. Zbog toga će globalni investitori pohrliti u Ameriku, što će povećati tražnju za dolarom i usloviti njegovu apresijaciju. Pored toga, ovde treba spomenuti i činjenicu da je Amerika najveći potrošač nafte na svetu, sa udelom od 19,7%, dok je druga Kina sa 14,3%, treća je Indija sa 5,4%, a četvrti je Japan sa 3,9% u 2019. godini. To znači da ako američka ekonomija raste onda će i potražnja za naftom rasti, što podiže cenu nafte, a ako je američka ekonomija u recesiji, tražnja za naftom od strane Amerike opada, pa onda i cena nafte pada.

Drugim rečima, zbog toga je odnos između američkog dolara i nafte često negativno koleriran, odnosno da apresijaciju dolara prati rast cene nafte, a depresijaciju njen pad. Na slici 7.5. je dat paralelni prikaz kretanja cene Brent nafte i američkog dolara u poslednjih 20 godina. Kao što se može videti, u većem periodu posmatranog uzorka se

jasno može uočiti negativna korelacija između američkog dolara i cena nafte. Na primer, vidljivo je da američki dolar ima tendencija apresijacije prema evru od 2005 do sredine 2008, što je period pre svetske finansijske krize, i u kojem je Amerika, pa i čitav svet beležio visoke stope rasta. Takođe u tom periodu jasno se može videti da je cena nafte dostigla istorijski maksimum, a glavni razlog je visoka globalna tražnja za ovim energentom. Međutim, po izbijanju svetske ekonomske krize, dolar je počeo da depresira prema evru, jer su se investitori povlačili sa američkog tržišta, a cena nafte je naglo pala jer je čitav sve ušao u globalnu recesiju, pa je onda i cena nafte pala.

Slika 7.5. Paralelni prikaz kretanja američkog dolara i Brent nafte



Objašnjenje: Leva Y osa prikazuje vrednost dolara u odnosu na evro, a desna Y osa prikazuje cenu jednog barela Brent nafte. Crnom linijom je prikazano kretanje američkog dolara prema evru, a sivom kretanje cene jednog barela Brent nafte.

Izvor: Delo autora.

7.6 ODNOS IZMEĐU DEVIZNOG KURSA I VREDNOSTI AKCIJA

Postojanje veze između akcija i deviznog kursa dobro je poznato u međunarodnoj finansijskoj literaturi. Ekonomska teorija predlaže dva glavna pristupa koja se bave ovom vezom: tradicionalni ili tzv. model toka (*flow-oriented model*) i portfolio-bilansni pristup (*portfolio-balance approach*), odnosno model koji je orijentisan na finansijsku aktivu (akcije). Pristup na bazi toka pronalazi vezu između akcija i deviznog kursa preko međunarodnog trgovinskog bilansa. Odnosno, kako je rečeno, kretanje kursa (depresijacija / aprecijacija) utiče na konkurentnost domaće / strane robe, što se posledično odražava na ravnotežu trgovinske pozicije zemlje. Drugim rečima, depresijacija kursa popravljajući konkurentnost domaćih proizvoda i utiče pozitivno na povećanje izvoza. Kao posledicu toga imamo da rast realne proizvodnje utiče na trenutne i buduće novčane tokove domaćih kompanija, posebno onih koje su

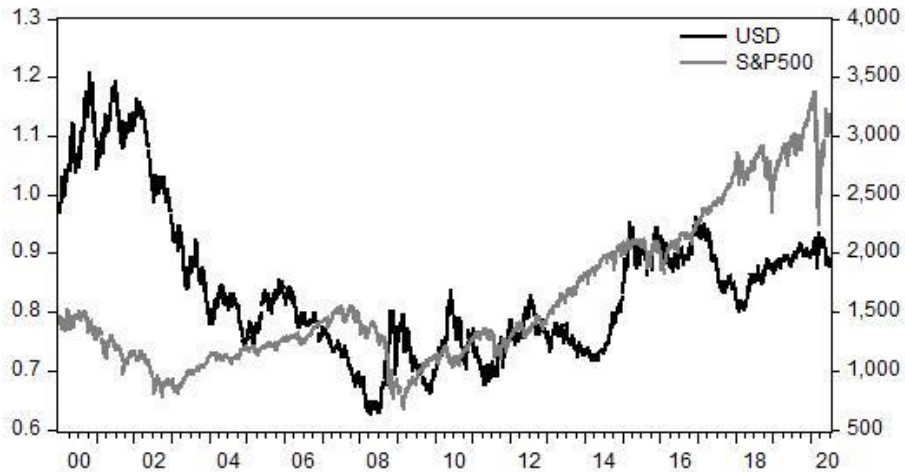
orijentisane na izvoz, što dovodi do rasta njihovih cena akcija. Ova indirektna povezanost se odvija putem platnog bilansa, i ova veza podržava pozitivnu povezanost između deviznog kursa i cena akcija. Prema tome, model toka implicira pozitivnu korelaciju između deviznog kursa i akcija, odnosno depresijacija kursa vodi ka rastu akcija, a apresijacija ka padu akcija. Ovoj vezi, koja se ostvaruje preko veličine izvoza, obično treba više vremena da se ispolji (6-12 meseci, a nekad i više). Ovo zbog toga jer depresijacija koja se desi ne utiče trenutno na rast cena akcija, pošto depresijacija kursa prvo treba da dovede do povećanog izvoza koji se odražava na poboljšan rezultat kompanije, a tek nakon toga poboljšan finansijski rezultat može rezultovati u rastu akcija, a ovaj proces zahteva vreme. Zbog toga se kaže da model toka dolazi do izražaja u dužem roku.

Sa druge strane, portfolio-bilansni pristup je zasnovan na tražnji za finansijskim instrumentima, kao što su akcije, što spada u red tzv. portfolio investicija. Drugim rečima, rast ekonomije dovodi do povećane potražnje za domaćim akcijama od strane inostranih investitora, jer donose veći prinos investitorima (dividendu i kapitalnu dobit). Porast tražnje za domaćim akcijama izaziva veće potrebe za domaćom valutom, što se odražava posledično na njenu apresijaciju, odnosno jačanje. Suprotno tome, ako ekonomija uđe u recesiju, tj. ako kompanije počnu da beleže gubitke i otpuštaju radnike, onda i interesovanje, odnosno tražnja međunarodnih investitora za akcijama te zemlje opada, pa i njihova cena na finansijskim tržištima beleži pad. Istovremeno sa padom tražnje za domaćim akcijama opada i tražnja za valutom te zemlje. U tim okolnostima valuta te zemlje slabi, odnosno depresira. Prema tome, portfolio-bilansni pristup podrazumeva indirektnu korelativnu vezu između deviznog kursa i akcija, odnosno rast cena akcija podrazumeva apresijaciju kursa, dok pad cena akcija dovodi do depresijacije kursa. Za razliku od modela toka, portfolio-bilansni pristup se ispoljava u kratkom roku, odnosno vrlo brzo, jer povećana potražnja za domaćim hartijama od vrednosti uzrokuje trenutnu povećanu tražnju za domaćom valutom, koja onda apresira. Sa druge strane, smanjena tražnja za domaćim akcijama gotovo se istovremeno odražava na smanjenu tražnju za domaćom valutom, što izaziva njenu depresijaciju.

U jednoj ekonomiji, efekti oba modela se ispoljavaju istovremeno, ali kada se posmatraju empirijska kretanja akcija i deviznog kursa onda vizuelni izgled kretanja deviznog kursa i akcija više odgovaraju portfolio-bilansnom pristupu. Ovo zbog toga što se empirijski prikazi posmatraju na dnevnom nivou, pa onda njihov odnos više odgovara portfolio-bilansnom pristupu. Sa druge strane, pošto na dnevnim empirijskim prikazima ne postoji efekat odlaganja, jer se posmatraju dnevne vrednosti, dan za danom, onda na njima nije moguće uočiti efekat toka, iako on nesumnjivo postoji, samo dolazi do izražaja u dužem vremenskom periodu. Ovde treba reći da je negativna korelativna veza između deviznog kursa i akcija posebno vidljiva u kriznim periodima kada investitori masovno i u kratkom roku napuštaju finansijska tržišta i izlaze iz domaće valute. Da bi smo ilustrovali ovakvu tvrdnju, na slici 7.6. se prikazuje paralelno kretanje američkog dolara i američkog reprezentativnog indeksa S&P500 koji obuhvata 500 najboljih kompanija sa američkog tla. Ono što je evidentno da se desilo u periodu Svetske finansijske krize, posebno na njenom početku, je činjenica da je devizni kurs

depresirao, a da je indeks S&P500 zabeležio nagli pad. Sasvim osnovano je pretpostaviti da se takvo kretanje indeksa i dolara desilo zbog bega investitora sa američkog tržišta akcija, što je uslovalo istovremeni pad indeksa, dok je dolar depresirao.

Slika 7.6. Paralelni prikaz kretanja američkog dolara i američkog S&P500 indeksa



Objašnjenje: Leva Y osa prikazuje vrednost dolara u odnosu na evro, a desna Y osa prikazuje vrednost američkog S&P500 indeksa. Crnom linijom je prikazano kretanje američkog dolara, a sivom indeksa S&P500.

Izvor: Delo autora.