

## Šta je to realni devizni kurs?

„Uzmimo slučaj čoveka koji se najpre popne dva metra uz nasip, a zatim se spusti tri metra. Da li će se udaviti ili neće, zavisi od toga gde se nalazio pre nego što je počeo da se penje. Isti problem nastaje kada treba da utvrdimo da li je neka valuta potcenjena ili precenjena.”

– *The Economist*, 26. avgust 1995.



**Podimo od kraja: politika deviznog kursa ima dva cilja.**

Uspešna politika deviznog kursa treba *simultano da obezbedi da domaće cene miruju, a da se izvoznicima zbog toga ne smanjuje konkurentnost*. U slučaju da je domaća inflacija veća nego u svetu, ovi ciljevi postaju konfliktni, jer prvi nedvosmisleno znači da bi *nominalan, tržišni* kurs trebalo da bude stabilan, dok bi drugi cilj zahtevao da *realan* kurs bude stabilan, što će reći da se od prvog cilja odustane, te da tržišni kurs počne trajno da depresira. Bilo kako bilo, jedno je jasno, a to je da uspešna politika kursa mora barem da izbegava da stvari krenu u suprotnom pravcu, te da realni devizni kurs apresira, dakle da valuta postane precenjena, jer to vodi rastu spoljnotrgovinskog deficita i padu deviznih rezervi, što kompromituje kredibilitet ekonomske politike.

*Vežba 1: Pošto u Srbiji spoljnotrgovinski deficit neprestano raste, postoje jake indicije da je realan devizni kurs precenjen, a to je loše, jer će onda deficit i dalje rasti.*

**Ali, šta je realan devizni kurs?**

*Realan devizni kurs je obračunska kategorija*, a izračunava se tako što se nominalni kurs – dakle onaj sa tržišta, dakle kurs od 70 dinara za jedan evro – koriguje rastom cena. Prema tome, **svaki nominalni kurs postaje realan kada se dvostruko deflacionira** (kada se najpre podeli indeksom domaćih, pa zatim indeksom inostranih cena). Sledi da onaj ko tvrdi da kurs nije realan ne zna šta govori.

<sup>1</sup> Ekonomski fakultet i CLDS

**Valuta, to jest njen realan kurs, može biti precenjen ili potcenjen...**

Ako je realni devizni kurs precenjen, to znači da je na domaćem deviznom tržištu dinar skup (a dolar, ili evro, jeftin). Tada se isplati kupovati devize i baviti se uvozom, jer se uvozna dobra jeftino nabavljaju, a sve skuplje prodaju, jer domaće cene rastu brže od inostranih. Iz istog razloga izvoz se ne isplati, jer se prodajom deviza od izvoza dobija uvek ista količina dinara.

*Vežba 2: Ako imate, recimo, 100.000 evra, biste li ih uložili u neki izvozni, ili neki uvozni posao? Eto, i drugi u Srbiji upravo rade isto što biste i vi, te se sve više uvozi, sve manje izvozi, a deficit raste...*

**... u odnosu na šta?**

Kurs je precenjen (potcenjen) u odnosu na **ravnotežni devizni kurs**. Kolika je ravnotežna vrednost kursa niko tačno ne zna, ali to i nije tako preterano važno. To se može izračunati, ali prevazilazi gradivo ove male prolećne škole deviznog kursa. Ono što jeste važno je da se shvati princip: **ravnotežni devizni kurs je onaj koji omogućava da platni bilans zemlje bude u ravnoteži, ali ne u svakom trenutku, nego u trenutku dospeća međunarodnih obaveza**. Dakle, ako je zemlja neto-dužnik, realni kurs sigurno je precenjen, te zemlja mora da depresira valutu da bi ostvarila suficit, otplatila dug i uravnotežila platni bilans u zadatom intervalu. Tako rade sve otvorene tržišne privrede sveta, uključujući i najjače među njima.

*Vežba 3. Pad vrednosti dolara, čiji smo svedoci poslednjih godina, govori da je ravnotežni realni kurs dolara vrlo nizak, što bismo i očekivali posle onolikih akumuliranih platnobilansnih deficita...*

**Može li se ravnotežna vrednost kursa promeniti?**

Može. Ako zemlja ima tetku, iz čijeg će nasledstva otplatiti dug, ravnotežna vrednost kursa se menja, tako da se može postaviti da domaća valuta i nije baš toliko precenjena. Isti princip važi i u slučaju da zemlja ima međunarodnu podršku, pa joj otpiše dugove: ravnotežni kurs približiće se njegovoj realnoj vrednosti. Važi i obrnuto: ako zemlja ima tetku, ili međunarodnu podršku, pa reši da im gura prst u oko, može da se desiti da nas se tetka odrekne preko novina, a međunarodna zajednica da to isto učini na nekom websajtu, te da se ravnotežni kurs vrati na svoj pređašnji, nepovoljniji nivo.

*Vežba 4. Upravo tako je Srbija, davne i zaboravljene 2001. godine, uspela da svede dug prema Pariskom klubu na trećinu, i time značajno smanji precenjenost realnog kursa*

*sopstvene valute. No, svi su izgledi da će nova vlada Srbije i na ovom planu napraviti neki otklon i sanitarni kordon, te će konfrontiranjem sa kreditorima pogoršati buduće uslove privređivanja i otežati ovo malo tranzicije i reforme koja se još uvek sprovodi. Evo recimo, ovaj Zakon o pravima i pomoci haškim optuženicima, donesen po hitnom postupku jer je stvar neobično hitna, sigurno će mnoge obradovati, ne samo američku administraciju koja je svoje divljenje već iskazala. Realno je očekivati i podršku naredne misije MMF: taman su odbili da nam daju novu tranšu kredita zbog prevelikog budžetskog deficita, a imperija Vilotića odmah je uzvratila udarac i ozakonila nove rashode, a time dakle i povećala deficit! Tako da više nema sumnje da će MMF, čim izvadi prst iz oka, zasigurno povući svoje primedbe ... i uložiti svoj novac u ovaj, sve lepršaviji, razvojni bužet.*

**Kako da utvrdimo da je valuta precenjena?**

**Lako. Ako se sistematski,** dakle svake godine, u dugom intervalu, **pravi deficit na tekućem računu, valuta je sigurno precenjena** u odnosu na svoj ravnotežni nivo. U Srbiji se tako poslednjih šezdeset godina skoro neprekidno beleži platnobilansni deficit, a kada dugovi dođu na otplatu mi napravimo neki međunarodni skandal i tako odložimo svoje obaveze do daljnjeg. No, ako pogledamo kako se deficit kretao nakon 5. oktobra 2000. godine, videćemo da se stvari ubrzano pogoršavaju, te da je deficit od 1,8 milijardi dolara u narednoj, 2001 iznosio 2,8, da bi zatim porastao na 3,2 i konačno, prošle godine dostigao čak 4,5 milijarde dolara... Deficit na tekućem računu dostigao je rekordnih 12% BDP (bruto domaćeg proizvoda), što ukazuje na da je prećenost (1) nedvosmislena i (2) rastuća.

**Ali, tvrdi se da depresijacija neće povećati izvoz, jer nemamo šta da izvezemo...**

Činjenica je je srpski izvoz pao na najniže moguće grane, ali to nimalo ne dovodi u pitanje potrebu da se vodi politika konkurentnog deviznog kursa. Iskustva zemalja koje su se ozbiljno pozabavile reformama upravo govore da mi u ovom trenutku i ne treba da imamo šta da izvezemo, već da treba da stvaramo ambijent u kome će to da učine oni koji to znaju da rade. Recimo, da to učine strateški investitori, kojima depresijacija nacionalne valute deluje kao povoljan veštar u leđa. U Mađarskoj, recimo, 70% izvoza obavljaju nove velike mađarske firme – Boš, Filips, Simens, Hitači, Nokia, Daewoo, Opel, Audi, Pakard... koje su došle upravo zato što su sve mađarske vlade postavljale ljude koji – ne samo da su znali – već su imali političku hrabrost i viziju kako da privuku strateške investitore, dakle da privuku one koji donose kapital, tehnologiju, izvozne kanale, otvaraju

nova radna mesta, plaćaju ogromne poreze. Jednom rečju, vodili su zemlju što dalje od zone ratova, sirotinje i besmisla. Permanentna depresijacija forinte, koja je u nekim godinama čak i premašivala iznos od 2% mesečno, dakle preko 25% godišnje, bila je jedna od tih ključnih mera kojima su uspeli da privuku (i zadrže) strateške investitore.

Ali ostaje drugi deo argumenta – a to je da će depresijacija svakako pomoći postojećim izvoznicima, dok bolji ne stasaju, dok će istovremeno smanjiti postojeći uvoz, a taj deo priče niko i ne pominje. Da bismo otkrili zašto, treba najpre da postavimo pitanje...

**... kome to odgovara da valuta bude precenjena?**

Najpre, **odgovara siromašnima i onima koji žive od fiksnih primanja**, jer se sa dinarima koji sve manje vrede ipak može kupiti sve veća količina deviza ili uvozne robe. Ovaj deo populacije objektivno gubi ako uvozna roba poskupljuje, a domaće, jeftinije, nema; no, taj problem svako tržište rešava tako što skuplji uvozni proizvodi ustupaju mesto jeftinijim (korejskim, bugarskim itd.), ili tako što se ubrzano aktivira domaća proizvodnja. Što bi bio i cilj ekonomske politike u toj oblasti. Nadalje, precenjen dinar **odgovara uvoznom lobiju**, tradicionalno jakom igraču u srpskoj politici, inače jako naklonjenom ublažavanju nedaća siromašnih. Konačno, ovakav režim odgovara **firmama koje ne izvoze i koje su na ivici rentabilnosti**, jer su uvozni repromaterijal sve jeftiniji. **Svima ostalima ovakva politika je štetna**: država gubi devizne rezerve i prekomerno zadužuje potomstvo; izvoznici gube potencijalno rastuće zarade, a vlasnicima deviznih štednih uloga kupovna moć njihovih **ušteđevina stalno pada**.

*Vežba 5. Ako ste 5 oktobra 2000. godine imali 1000 nemačkih maraka, kolika je danas njihova kupovna moć (dakle, kolika je vrednost robe koju danas za taj novac možete u Srbiji da kupite)? Protivvrednost u robi iznosi oko 420 maraka, ili nešto ispod 210 evra, jer su se domaće cene od tada više nego udvostručile (porasle su za 156%), dok je nominalni kurs porastao za svega oko 18%. Eto kako na našu ušteđevinu deluje precenjen dinar i potcenjena strana valuta. Skoro da isto tako deluje i na izvoznike, koji deviznim zaradama pokrivaju rastuće troškove plata (koje prate rast cena), i rastuće dinarske troškove proizvodnje... A eto kako onda izgleda naš izvozni ambijent.*

**Ali, to ne može da traje predugo, jer preti rizik od špekulativnog udara...**

...a do udara dolazi zato što svi znaju da kurs nije održiv, jer je deficit preveliki, te da stvar mora da pukne. Investitori tada pokušavaju da se oslobode domaće valute, jer se očekuje devalvacija, dok najveći pritisak na valutu nastaje upravo zbog pada poverenja u održivost kursa. Ovo jeste cirkularno zaključivanje, ali se zaista tako i odvija. Impuls kreće od kumuliranog deficita, te, ako se tu stvar zahukta, dovoljno da jedan veliki, ili mnogo malih igrača započnu sa prodajom domaće (precenjene) valute, pa da centralna banka počne munjevito da gubi rezerve, te da nakon toga odustane od odbrane fiksnog pariteta i devalvira sopstvenu valutu.

*Vežba 6. Pomenimo samo da se to se desilo čuvene **crne srede**, 16. septembra 1992. godine, kada je u špekulativnom napadu na britansku funtu Džordž Soroš zaradio jednu, a Britanija izgubila oko 10 milijardi dolara. Meksiko je 1994. godine, za tri meseca, izgubio 15 milijardi dolara rezervi. Češka je za jedan jedini radni dan, 22. maja 1997. godine, izgubila pola milijarde dolara rezervi, ali, kruna je već narednog dana prešla na plivajući kurs.*

**... što se umalo i nama nije desilo pre dve godine,**

— Mali „špekulativni” udar zbog „jedne neodgovorne izjave” republičkog premijera Zorana Đinđića trajao je tri nedelje, završen je (ne)uspešno, jer je stabilnost ponovo uspostavljena, a banke koje su kupovale devize u uverenju da će dinar oslabiti sada sve redom beleže gubitke — slavnodobitno je, ali tek kada je oluja prošla, izjavio guverner NBJ Mladan Dinkić, a prenela Free Serbia, 20. novembra 2002. godine. On je potvrdio da je tokom udara, kojem je kumovala najava moguće korekcije kursa, tražnja za devizama bila tri puta veća od uobičajene i da su pojedine banke „kao lude” kupovale devize. „Frka” je rezultirala rastom kursa, a da bi utolila glad za devizama NBJ je intervencije sa prosečnih šest miliona morala da poveća na osam miliona evra dnevno. Nakon toga banke u Srbiji odbijale su da prodaju devize, ali su to morale da otpočnu da rade, da ne bi izgubile dozvolu za menjačke poslove. Nakon toga, evro je polako, polako, počeo da kliza. Što je, naravno, bilo sasvim razumno i prihvatljivo rešenje.

**...ali smo dobro prošli.**

Dobro smo prošli, jer dinar nema punu konvertibilnost, što će reći da se devize smeju iznositi iz zemlje samo radi finansiranja uvoznih transakcija, dok jednostrani odliv deviza nije dozvoljen. Da nije tako, banke koje su otkupile devize mogle su ih prebaciti u inostranstvo ili nastaviti sa

udarom i ozbiljno ugroziti monetarni sistem zemlje. Ovako je bilo moguće da se udar zaustavi silom, ali se mora dodati da je iz ove basne izvučeno valjano naravoučeniije: ako si već sitna riba, plivaj brzo, da te ajkule ne uhvate.

**Ali, mnogi tvrde da depresijacije i devalvacije samo izazivaju inflaciju...**

...a kao dokaz navode da smo od 1980. godine ovu meru probali već nekoliko desetina puta i da smo svaki put nastradali, što pisca ovog teksta uvek može istim intenzitetom da fascinira. Pa, kako je onda moguće da se inflacija iz 2002. godine od 14% u 2003. skoro prepolovila (7,8%), dok je depresijacija sa 2% porasla za oko 12%? Odgovor leži u tome što, kada se jednom prestalo sa populističkom politikom prema kojoj se svaka promena kursa kompenzovala istoprocenatnim rastom plata, inflacija ne samo da nije rasla, već se prepolovila. Iskustva sa depresijacijom u svim ozbiljnim zemljama potvrđuju da je ova mera efikasna i da daje zadovoljavajuće rezultate, a kako vidimo, čak je i ova naša prethodna vlada uspjela to da potvrdi.

**... a pošto se platni bilans pogoršava, treba nešto činiti...**

**Sve su glasnjiji predlagači mera vancarinske zaštite.** U najkraćem, kaže se da bi trebalo sprečiti uvoz tako što će se kao barijera ulasku postaviti atesti, sanitarne inspekcije, kontrola kvaliteta i druge mere koje se u normalnom svetu smatraju merama zaštite potrošača, a ne zaštite platnog bilansa. Ako ne misle na skrivenu zaštitu, onda je ova mera sasvim u redu i treba je glasno pozdraviti. No, ako misle da će tzv. skrivenim merama zaštite (porast „papirologije”, produženja i usložnjenja carinskih procedura itd.) uspjeti da smanje uvoz, grdno se varaju. Svaka mera ograničenja uvoza stvara višak tražnje za tim dobrima, što nadalje izaziva apresijaciju valute. Tako će, čak i kada bi država u potpunosti uspjela da spreči uvoz svega što bude želela da spreči, sama apresijacija dovesti do rasta uvoza neke druge, uredno atestirane robe, koju carina neće moći da vrati. Jer, ni uvoznici nisu od juče...

**Nije rešenje ni to da mi lepo uvedemo evro pa da se makar tako približimo Evropi...**

**...jer bi bi kod nas evro odmah postao precenjen** zbog toga što je naš dug veliki, te bi ovde ravnotežni kurs evra bio mnogo drugačiji nego u Evropi. Eto, zato između ostalog služe Mastroški kriterijumi (o maksimalnoj visini dugova, fiskalnog deficita itd.). Služe, naime, tome da se postigne konvergencija ravnotežnih realnih deviznih kurseva, kako bi finansijsko tržište moglo nesmetano da funkcioniše uz jedinstvenu vrednost valute u svim zemljama članicama.

*Vežba 7. Srbija ne može da razmišlja o uvođenju evra sve dok domaće cene rastu brže od inostranih, što će morati da se dešava još dosta dugo. Najpre, ako isključimo prekomerno štampanje novca, inflacija će rasti zbog liberalizacije preostalih kontrolisanih cena (energija, infrastruktura, itd), kao i zbog zakonite tendencije rasta cena u sektoru usluga, koja je neibežni pratilac svake tranzicije. Iz svih tih razloga, dinar će morati dodatno da depresira, ne bi li izvoz ostao konkurentan.*

*Stoga nije čudo što Evropska Unija neće svojim novim članicama dozvoliti da pređu na evro, i to najmanje u roku od dve godine. Tranzicija mora biti gotova, sva tržišta aktivirana, sve cene pretežno ujednačene sa evropskim, da ne bi bilo nepotrebnih turbulencija na finansijskom tržištu.*

**...a Crna Gora opstaje zahvaljujući nekim drugim faktorima...**

Veoma je simptomatična, i potvrđuje sve što smo već rekli, činjenica da Crna Gora pravi inflaciju iako nema sopstvenu valutu. A praviće je i dalje, jer, osim nabrojanih razloga, koji će se javiti kada Crna Gora ozbiljno započne tranziciju, sada je najznačajniji razlog taj što tamo više od polovine stanovnika živi od prihoda iz državnog budžeta, dok firme uglavnom slabo rade, a mnoge najavljuju zatvaranje. Takva situacija može da potraje jedino ako „neko” obezbedi stalni priliv valute, da bi se deficiti pokrili. To se čini što donacijama, što šleperima, što gliserima...

**Rešenje je u mehanizmu fleksibilnog upravljanja nominalnim kursom...**

Dakle, šta treba da učinimo? Cilj je da ostvarimo spoljnotrgovinski višak na tekućim transakcijama, koji će biti neophodan za regulisanje reprogramiranog duga. Stoga treba primeniti **politiku fleksibilnog pojasa (crawling band)**, jer ima dve ključne prednosti u odnosu na politiku trajnijeg fiksnog kursa i čisto fleksibilnog kursa. Prvo, ona priznaje činjenicu da je fiksni kurs nemoguće braniti bez gubitka rezervi, drastične kontrole uvoznih tokova ili veoma čvrste politike plata, kao i veoma restriktivne fiskalne i monetarne politike. Drugo, u ovom aranžmanu poštuje se neophodnost izbegavanja apresijacije kursa, u cilju rasta izvoza i deviznog priliva. „Plivanje” se može najaviti, ali ne mora. Iskustva (Čile, Meksiko, Indonezija, Kolumbija, Izrael, Mađarska) govore da bolje prolaze zemlje koje u redovnim intervalima objavljuju promenu kursa i interval (od recimo, 5%) unutar koga Centralna banka neće intervenisati, dok promene kursa po pravilu ne prelaze polovinu širine pojasa. Pokazalo se da se sa ovom politikom postiže veća stabilnost kursa, dakle niža inflacija uz veći rast izvoza i uz veću stopu privrednog rasta.

**...a preduslovi za uspeh su...** Tri su preduslova za uspeh ove politike. Prvo, ona će biti uspešna **ako se domaća tražnja drži pod kontrolom**, tj. ako ne bude rasta plata iznad produktivnosti i rasta budžetskih rashoda van definisanih okvira. Drugo, **devizne rezerve treba da se kreću na nivou tromesečnog uvoza**, kako bi se kurs branio u trenucima kada dostigne gornju granicu najavljenog intervala, koji se mora braniti (trenutno su na nivou petomesečnog uvoza). I konačno, **presudna će biti politika države u pogledu loših firmi**: ako se nastavi politika njihovog subvencioniranja na jedan ili drugi način, šanse za uspeh skoro da nestaju, jer se dovodi u pitanje ne samo uspeh politike kursa, već se otvara i pitanje dometa i smisla svih ostalih reformi u kojoj privrednim ambijentom nastavi da dominira državna intervencija.

**Bi li onda ovaj mehanizam uopšte radio u Srbiji?**

Radio bi, kada bi ga primenili.