

**RADOVAN KOVAČEVIĆ<sup>1</sup>**

E-mail: radovank@ekof.bg.ac.rs

# POSLEDICE JAČANJA DOLARA U PERIODU 2014-2015. GODINE NA PRIVREDU SAD<sup>2</sup>

## THE CONSEQUENCES OF THE DOLLAR STRENGTHENING ON U.S. ECONOMY IN 2014-2015

---

JEL KLASIFIKACIJA: F14, F31, F32, F33

---

### APSTRAKT:

*Volatilitnost deviznog kursa često ima značajne posledice na međunarodnu trgovinu. U ovom radu se analiziraju posledice apresijacije dolara u periodu 2014-2015. godine na privredu SAD. Nalazi u ovom radu potvrđuju tezu da jačanje dolara utiče na tekući račun i privredni rast SAD. Normalizacija monetarne politike u SAD, u vidu očekivanog rasta referentne kamatne stope Fed-a, podstiče buduća očekivanja apresijacije dolara. Inostrani dug SAD posle 2007. godine naglo se uvećao. Kao neto dužnik prema inostranstvu, SAD servisira ovaj dug u svojoj valuti. Porast vrednosti dolara stvara dodatno opterećenje za SAD, jer je njihov spoljni dug u dolarima, a inostrana aktiva u drugim valutama, koje*

---

<sup>1</sup> Institucija/Afilijacija: Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu.

<sup>2</sup> Ovaj rad je deo istraživanja na projektu 179065 Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije „Uloga države u novom modelu rasta privrede Srbije“.

*gube na vrednosti prema dolaru kad dolar apresira. To otežava spoljnofinansijsku poziciju zemlje.*

**KLJUČNE REČI:****DOLAR, TEKUĆI RAČUN, EFEKTIVNI DEVIZNI KURS**

---

**ABSTRACT:**

*The volatility of the exchange rate often have a significant impact on international trade. This paper analyzes the consequences of the appreciation of the dollar in the period 2014-2015. on the world economy. Findings in this study confirm the hypothesis that the strengthening of the dollar affects the current account and economic growth in the United States and the rest of the world. The normalization of monetary policy in the United States, as the expected growth of the Fed policy interest rate encourages future expectations of an appreciation of the dollar. External debt of the United States sharply increased after 2007. As a net debtor to abroad, the United States servicing this debt in its own currency. The increased value of the dollar creates an additional burden for the United States, because its foreign debt is in dollars, and foreign assets are in other currencies, which lose value against the dollar when the dollar appreciates. That make it difficult external financial position of the country.*

**KEY WORDS:****DOLLAR, CURRENT ACCOUNT, EFFECTIVE EXCHANGE RATE**

---

## UVOD

Oscilacije deviznog kursa dolara značajno utiču na performanse ne samo privrede SAD, već i svetske privrede. Odstupanje deviznog kursa od njegove ravnotežne vrednosti podstiče neravnoteže u privredi. Promena vrednosti dolara odražava se na trgovinske i finansijske tokove, kao i na privredni rast u svetu. Ulazak dolara u zonu apresijacije 2014-2015. godine podstakao je brojne analize posledica jačanja dolara na privredu SAD, kao i na svetsku privredu. Polazeći od zastupljenosti dolara u međunarodnoj trgovini i tokovima kapitala, u ovom radu se ukazuje na efekte njegove apresijacije na privredu SAD. Posebno se ističu posledice apresijacije dolara na tekući račun platnog bilansa. U skladu sa teorijskom paradigmom, po kojoj precenjenost valute generiše deficit tekućeg računa, apresijacija dolara daje svoj rezultat u vidu širenja deficita tekućeg računa SAD. Jačanje dolara, mereno pomoću realnog efektivnog deviznog kursa, na jednoj strani, i slabljenje evra, na drugoj strani, u posmatranom periodu, prenosi se na privredu ova dva područja. Produžetak ovih tendencija bi značio da se može očekivati širenje deficita tekućeg računa SAD i povoljni impulsi na tekući račun evrozona. Kad potrošačke cene u SAD reaguju na promene deviznog kursa, a dolar apresira, opadaju cene stranih proizvoda na tržištu SAD u odnosu na cene domaćih supstituta, i dolazi do preusmeravanja tražnje u SAD na uvozne proizvode. Usled toga se povećava trgovinski deficit SAD, jer strani kupci smanjuju traženu količinu američke robe a kupci u SAD povećavaju količine uvoza stranih proizvoda. Ovaj raskorak u realnim tokovima ne mora se nužno pretvoriti u nominalni deficit iskazan u dolarima, jer se smanjuju dolarske cene uvoza. Nepotpuna transmisija promena deviznog kursa dolara na uvozne i izvozne cene američkih proizvoda, generiše asimetrične efekte na trgovinske bilanse SAD i ostalih zemalja.

Status dolara kao istaknute valute fakturisanja međunarodne trgovine, čak i kod trgovinskih transakcija zemalja koje se ne realizuju sa SAD, dodatno doprinosi procesima prilagođavanja između SAD i ostatka sveta. Cenovna elastičnost tražnje igra ključnu ulogu u ovim procesima (Corsetti and Pesenti, 2005). U slučaju kad američka tražnja nadproporcionalno reaguje u odnosu na promene cena, tada će apresijacija dolara pogurati uvoz u SAD u dovoljnoj meri da poništi pozitivne efekte popravljavanja odnosa razmene (Terms of trade) usled pada uvoznih cena. Kad je strana tražnja za američkim proizvodima neelastična, apresijacija dolara neće značajnije uticati na američki izvoz. U tom slučaju prilagođavanje je pod dominantnim uticajem povećanih količina uvoza prema nepromenjenim količinama izvoza, što u krajnjoj instanci može dovesti do povećanja trgovinskog deficita. U slučaju da uvozne cene SAD reaguju slabije na promene deviznog kursa dolara, pogoršanje trgovinskog bilansa usled apresijacije dolara ne mora biti snažno. Efekti apresijacije dolara na trgovinski bilans SAD u krajnjoj liniji će zavisi od cenovne elastičnosti izvozne i uvozne tražnje.

Povećana volatilnost deviznih kurseva vodećih valuta u svetu, u okruženju dinamičnih međunarodnih tokova kapitala, pojačava tržišne neizvesnosti i stvara pogodan okvir za špekulativno ponašanje tržišnih aktera. Na taj način tokovi kapitala ostvaruju sve jači uticaj na formiranje deviznih kurseva, umanjujući značaj realnog sektora. Očekivani rast kamatnih stopa u SAD podstiče priliv stranog kapitala, koji vrši dodatni pritisak na jačanje dolara. Posledice se registruju ne samo u vidu širenja deficita tekućeg računa SAD, već i u pogledu budućeg opterećenja prilikom servisiranja dužničkih obaveza. Kao najzaduženija zemlja na svetu, SAD treba da računa na teškoće urednog servisiranja svojih obaveza,

ako se nastavi tendencija rasta dolara. Trend apresijacije dolara je pokrenuo razmišljanja o tome da li bi trebalo da se između razvijenih zemalja (RZ) postigne novi sporazum o koordinaciji i kooperaciji centralnih banaka prilikom intervencija na deviznim tržištima, kako bi se dolar vratio u okvire blizu svog ravnotežnog nivoa. Iz istorije su izronila prisećanja na sporazum Plaza iz 1985. godine, kad su RZ, upravo posredstvom koordinacije centralnih banaka, uspele da za relativno kratko vreme potru apresijaciju dolara i njegovu vrednost približe procenjenom ravnotežnom nivou.

Cilj ovog rada je analiza aktuelnih tendencija deviznog kursa američkog dolara, i identifikovanje faktora koji su doprineli njegovom jačanju tokom 2014-2015. godine. Nalazi treba da posluže za sagledavanje posledica uspona dolara na privredu SAD.

Doprinos ovog rada postojećoj literaturi je dvostruk. Prvo, ranija istraživanja posledica jačanja dolara na privredu SAD iz ugla međunarodne investicione pozicije su dopunjena novijim podacima. Sem toga, skrenuta je pažnja na vezu koja postoji između bilansa spoljne zaduženosti SAD i stanja u računu primarnog dohotka, takođe sa podacima koji pokrivaju skorašnje razdoblje. Drugo, rad pruža mogućnost potpunijeg razumevanja uticaja apresijacije dolara na trgovinske tokove, i u skladu sa tim proširuje horizont sagledavanja potreba za donošenjem određenih mera ekonomske politike, koje bi imale korektivno dejstvo na postojeće neravnoteže trgovinskog bilansa i tekućeg računa.

Preostali deo rada je strukturiran na sledeći način. U prvom delu analiziraju se efekti apresijacije dolara na privredu SAD. Tendencije realnog efektivnog deviznog kursa dolara istražuju se u drugom delu rada, a u trećem delu se izlažu osnovne performanse međunarodne investicione pozicije SAD. U četvrtom delu se ispituje uticaj apresijacije dolara na privredna kretanja. Predmet razmatranja u petom delu rada je poređenje sadašnjeg stanja platnog bilansa SAD i volatilnosti deviznog kursa dolara sa stanjem iz vremena donošenja međunarodnog Plaza sporazuma iz 1985. godine. Na kraju rada su sumirani glavni nalazi i njihove implikacije za buduća istraživanja.

## 1. EFEKTI APRESIJACIJE DOLARA NA TRGOVINSKI BILANS SAD

Jačanje dolara američki uvoz čini jeftinijim u odnosu na domaću proizvodnju, što vodi preusmeravanju tražnje američkih potrošača u korist uvoznih proizvoda, dok preduzeća počinju da kupuju relativno jeftinije uvozne inpute. Međutim, treba imati u vidu da se ne ostvaruje potpuno prelivanje rasta deviznog kursa dolara na smanjivanje dolarskih uvoznih cena, jer kompanije koje izvoze na tržište SAD prilagođavaju svoju maržu profita kako bi očuvale tržišni udeo. U stvari, strana preduzeća koja izvoze na tržište SAD mogu oklevati da smanje dolarske cene svojih proizvoda kad dolar apresira, jer ostvaruju veću zaradu bez povećanja obima izvoza. To zapravo znači da je porast uvozne tražnje u SAD zbog jačanja dolara umeren. Rast dolara povećava izvozne cene američkih proizvoda kad se one konvertuju u strane valute. To utiče na usporavanje rasta američkog izvoza. U tom slučaju američke kompanije prilagođavaju svoju profitnu maržu kako bi sprečile potpuno prelivanje deviznog kursa na izvozne cene u stranoj valuti.



U praksi se koriste različiti ekonometrijski modeli da bi se ocenili efekti apresijacije dolara. Prema modelu koji je razvijen u njujorškom Fed-u, apresijacija dolara od 10% smanjuje doprinos neto-izvoza rastu bruto domaćeg proizvoda (BDP) za 0,5% u toku jedne godine, uz dodatnih 0,2% u sledećoj godini<sup>3</sup>. U oktobarskoj svesci publikacije World Economic Outlook iz 2014., MMF je ocenio da porast realnog efektivnog deviznog kursa dolara za 1% dovodi do srednjoročnog pogoršanja bilansa tekućeg računa SAD za 0,165% BDP-a, sa kašnjenjem od dve godine (Cline, 2015, str. 5).

Primenom ekonometrijskog modela na privredu SAD, eksperti Fed-a su izračunali da apresijacija dolara od 10% dovodi do pada realnog izvoza SAD za 3% posle jedne godine, i više od 7% posle treće godine (Fischer, 2015, str. 3). Postepeno reagovanje izvoza posledica je usporene supstitucije skupljih američkih proizvoda, koju sprovode preduzeća i domaćinstva u stranoj zemlji, smatra Fischer. Istovremeno ocenjuje da realan američki uvoz raste, jer apresijacija dolara pojeftinjuje strane proizvode za američke potrošače. Fischer se ujedno poziva na literaturu po kojoj je stepen transmisije promena deviznog kursa na američke uvozne cene prilično nizak, prvenstveno zbog toga što strani izvoznici uglavnom zadržavaju relativno stabilne dolarske cene za proizvode koje prodaju na američkom tržištu. Pri tome navodi kao tipičnu ocenu onu po kojoj apresijacija dolara od 10% dovodi do pada američkih uvoznih cena nenaftnih proizvoda samo za oko 3% posle jedne godine, i nešto malo preko toga u kasnijem periodu<sup>4</sup>. Na osnovu ovih procena, Fischer zaključuje da su izvozno usmereni proizvodni sektori američke privrede (sektori koji proizvode razmenljive proizvode), više pogođeni apresijacijom dolara od ostatka privrede. Kao dokaz navodi činjenicu da su ovi sektori tokom 2014. godine ostvarili manji rast od rasta celokupne privrede.

Cline (2015a, str. 1) smatra da je u novembru 2015. američki dolar bio precenjen za oko 10% u odnosu na modelski ocenjen fundamentalno ravnotežni nivo deviznog kursa. Ova neravnoteža je ujedno bila najveća u svetskoj privredi. Cline (2015a, str. 6) u navedenom radu ocenjuje da bi dalji rast dolara mogao dovesti do deficita tekućeg računa 2020. godine od oko 4,6% BDP-a. To svakako izoštrava finansijske uslove u SAD, dok su oni blaži u evrozoni i Japanu. Divergentna monetarna politika doprinela je rastu dolara u odnosu na evro i jen tokom 2015. godine. Od sredine 2014. do novembra 2015. godine dolar je ojačao za 25 procenata prema evru i 20% prema jenu (Cline, 2016, str. 1). Relativno velika precenjenost dolara iz 2015. još uvek se, prema istom izvoru, održava u rasponu 7-8%. Ako se ima u vidu da apresijacija dolara ispoljava produženo delovanje na tekući račun u periodu od skoro dve godine, gore spomenuti autor zaključuje da se može očekivati dalje širenje deficita tekućeg računa SAD (Cline, 2016, str. 11). Pad cena sirovina u 2015. takođe je doprineo jačanju dolara.

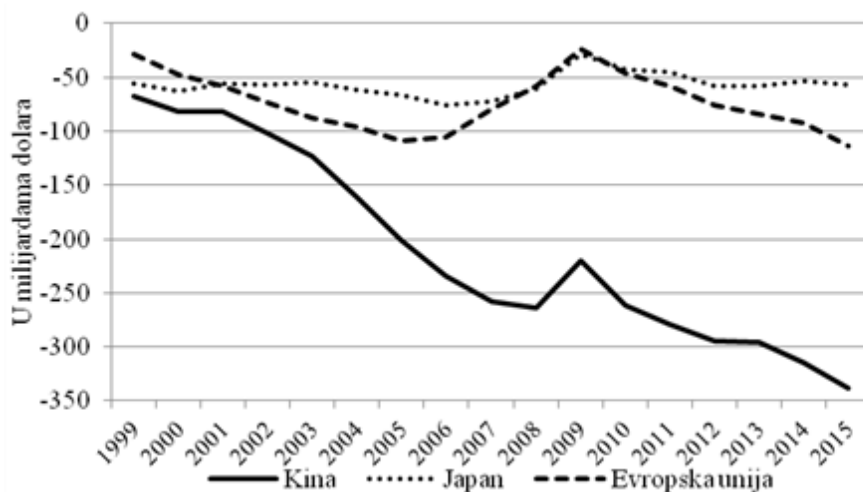
Tendencija rasta dolara može umanjiti izvoznu konkurentnost SAD, mada ova zemlja ima mogućnosti da unapređenjem produktivnosti i sofisticiranosti proizvodnje nadoknadi ovaj gubitak. Razmena sa nekoliko zemalja, prema prikazu na slici 1, je posebno osetljiva za SAD.

3 <http://wbponline.com/articles/view/50653/how-surging-dollar-weakens-us-growth-new-york-fed>. Pristupljeno 16. januara 2016. godine.

4 Fischer (2015, str. 3) konstatuje da se iznete ocene slažu sa nalazima dve novije analize, koje su uradili Gopinath (2015) i Bussière, Delle Chiaie, and Peltonen (2014).

Na slici 1. se uočava izražen trend rasta trgovinskog deficita SAD u razmeni s Kinom. (Deficit u razmeni robe i usluga s Kinom 2015. godine iznosio je 338 milijardi dolara i predstavljao je 62,5% ukupnog deficita SAD u razmeni robe i usluga s inostranstvom u toj godini)<sup>5</sup> Mada deficit u razmeni s EU nije zanemarljiv, ipak je on znatno manji nego deficit ostvaren u razmeni s Kinom. Zbog toga se neretko u SAD mogu čuti prigovori da Kina politikom jeftinog juana (renminbi) podstiče svoj izvoz. Međutim, ove prigovore treba propustiti kroz filter tendencija na kineskom deviznom tržištu, da bi se shvatilo da Kina danas zapravo interveniše na deviznom tržištu, kako bi sprečila preteranu depresijaciju svoje valute. (Prema oceni američkog Ministarstva finansija, kako to prenosi Bloomberg, juan je 2015. godine depresirao prema dolaru 4%, uprkos tome što je Narodna banka Kine prodala 480 milijardi dolara na svom deviznom tržištu od avgusta 2015. do marta 2016. godine, u cilju podrške juanu)<sup>6</sup> Iz toga se nameće zaključak da su prigovori o potcenjenom juanu neosnovani, već je pre reč o precenjenom dolaru.

► SLIKA 1: SALDO RAZMENE ROBE I U SLUGA SAD S KINOM, JAPANOM I EVROPSKOM UNIJOM, 1999-2015. GODINE



Izvor: <http://www.bea.gov/international/index.htm#trade> Pristup 30.05.2016.

U kontekstu praćenja stanja platnog bilansa, američko Ministarstvo finansija od aprila 2016. godine poseduje tzv. novu „monitoring listu” pet velikih zemalja: Kina, Nemačka, Japan, Koreja i Tajvan, kao potencijalnih „valutnih manipulatora”. Ova lista se zasniva na novim merama koje su utvrđene u Zakonu o olakšavanju i podsticanju trgovine („Trade Facilitation and Trade Enforcement Act” iz 2015, koji je poznat i kao „customs bill”). Te mere počivaju na nekoliko objektiviziranih kriterijuma. Jedan od kriterijuma koji se koriste za potencijalnu optužbu zemlje kao valutnog manipulatora je trgovinski suficit te zemlje sa SAD veći od 20 milijardi dolara u periodu od 12 poslednjih meseci. Drugi kriterijum je postojanje globalnog suficita jedne zemlje koji prelazi 3% njenog BDP-a u poslednjih 12

5 <http://www.bea.gov/international/index.htm> Pristupljeno 01.06.2016. godine.

6 <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-29/u-s-puts-china-japan-on-new-watch-list-for-unfair-fx-practices> Pristupljeno 01.06.2016. godine.

meseci. Sledeći kriterijum je preduzimanje jednostranih intervencija na deviznom tržištu, koje su definisane kao ponovljene neto kupovine deviza po obimu veće od 2% BDP-a u poslednjih 12 meseci. Konačno, zemlja se označava kao „veliki trgovinski partner” ako ostvaruje trgovinu sa SAD veću od 55 milijardi dolara, i na ovu zemlju se primenjuju prethodna tri kriterijuma (Bergsten and Gagnon, 2016). Prema oceni spomenutih autora, ovi objektivni kriterijumi za utvrđivanje da li postoji praksa manipulisanja deviznim kursom, predstavljaju unapređenje u odnosu na Trgovinski zakon iz 1988, po kome je Ministarstvo finansija SAD bilo u obavezi da javno imenuje zemlju kao „valutnog manipulatora”, ako se oceni da ona sprovodi valutnu politiku čiji je cilj da spreči efektivnu korekciju njenog tekućeg računa, pre svega putem intervencije na deviznom tržištu koja sprečava rast deviznog kursa njene valute. Spomenuti autori smatraju da je po ranijem zakonu Ministarstvo finansija moglo da zaobiđe osnovnu nameru Zakona, uz obrazloženje da je nemoguće utvrditi stvarne namere zemlje prilikom intervencija na deviznom tržištu. U svom izveštaju iz aprila 2016. godine (U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs, 2016, str. 2), američko Ministarstvo finansija je ocenilo da ni jedna zemlja ne ispunjava istovremeno sva tri prethodna kriterijuma, ali da pet velikih trgovinskih partnera SAD ispunjava po dva kriterijuma, i da je stoga oformilo listu od pet gore navedenih zemalja. U skladu sa spomenutim kriterijumima, Ministarstvo finansija SAD će u narednom periodu „... nadgledati i ocenjivati ekonomske trendove i deviznu politiku” spomenutih pet zemalja, stoji u navedenom izveštaju.

Dobro je poznata činjenica da privreda SAD ima kratku poziciju u dolarima kojom finansira dugu poziciju u ostalim valutama. Zbog toga ostatak sveta mora imati veću dolarsku aktivu od dolarske pasive, tako da uživa agregatne dobitke u procesu vrednovanja (eng. valuation) kad dolar apesira<sup>7</sup>. Javni sektor u mnogim ZTN ima dugu dolarsku poziciju, dok korporativni sektor karakteriše kratka dolarska pozicija. Sada kad dolar jača, potrebno je omogućiti transfere iz dobitničkog javnog sektora u korist gubitničkog korporativnog sektora, kako bi se izbeglo posrtanje privrede usled jačanja dolara.

Snažniji dolar delimično može uticati na priliv stranih direktnih investicija (SDI) u SAD, tržište koje predstavlja vodeću investicionu destinaciju u svetu. Uticaj jačanja dolara na ovom području već se osetio, jer je neto priliv SDI u SAD porastao sa 131,8 milijardi dolara u 2014. na 409,9 milijardi dolara u 2015. godini<sup>8</sup>.

## 2. REALNI EFEKTIVNI DEVIZNI KURS DOLARA

Međunarodna konkurentnost privrede najbolje se iskazuju pomoću realnog efektivnog deviznog kursa. Ovaj pokazatelj se izračunava tako što se ponderisani prosek bilateralnih deviznih kurseva koriguje ponderisanim prosekom promena u stopama inflacije između posmatrane zemlje i inostranstva. Najčešće se kao ponderi koriste učešća relevantnih zemalja u spoljnoj trgovini posmatrane zemlje. Nivo realnog deviznog kursa na srednji i dugi rok treba da je opredeljen delovanjem fundamentalnih faktora, pa se takvo stanje kursa

7 Ovaj efekat na nivou zemlje predstavlja razliku između promena vrednosti aktive koju zemlja ima u inostranstvu i promena vrednosti domaće aktive koju poseduju strani investitori.

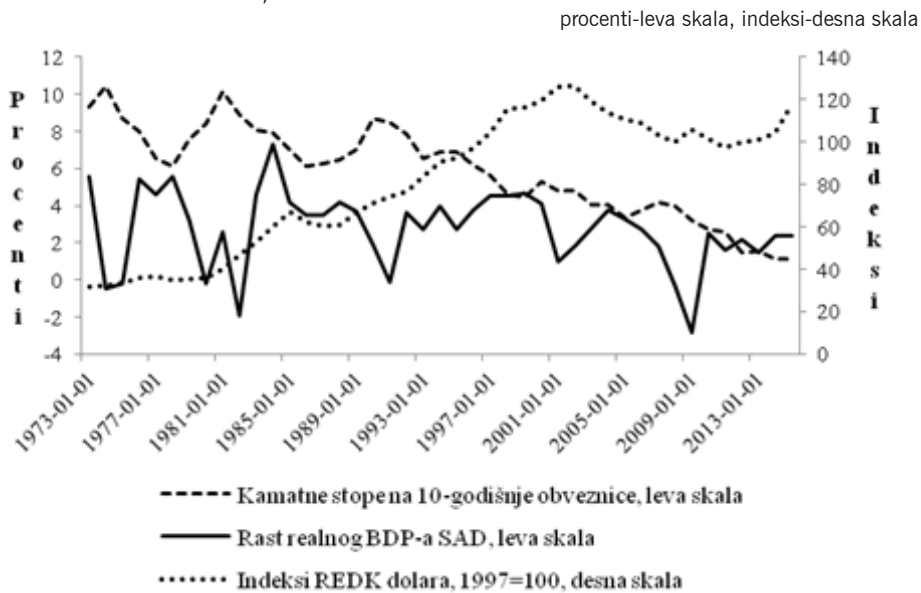
8 Podaci su prema [http://www.bea.gov/international/bp\\_web/tb\\_download\\_type\\_modern.cfm?list=1&RowID=2](http://www.bea.gov/international/bp_web/tb_download_type_modern.cfm?list=1&RowID=2) Pristupljeno 01.06.2016. godine.

označava kao ravnotežno. Na kratak rok svakako dolazi do odstupanja realnog deviznog kursa od ravnotežnog nivoa, kako pod delovanjem cikličnih faktora, tako i pod uticajem vesti sa finansijskih tržišta koje utiču na nivo tekućeg tržišnog kursa.

Kratkoročno odstupanje realnog efektivnog deviznog kursa od ravnotežne putanje može dovesti do neravnoteže u spoljnotrgovinskom i tekućem računu. Ukoliko nominalna apresijacija valute dovede do njene realne apresijacije, to će značiti da se odstupilo od cenovno konkurentnog realnog deviznog kursa, i da se zemlja može suočiti sa pogoršanjem izvozne konkurentnosti. Da bi se izbeglo formiranje dugoročno neodrživog deficita tekućeg računa, u tim slučajevima se pristupa primeni korektivnih mera koje će voditi uspostavljanju spoljne ravnoteže. Polazeći od ovih teorijskih okvira, u ovom odeljku ćemo analizirati aktuelno kretanje realnog efektivnog deviznog kursa dolara.

Kretanje kamatnih stopa povezano je sa tendencijom deviznog kursa. Preko kamatnih stopa, centralna banka može da utiče na inflaciju i devizni kurs. Prikazane varijable na slici 2. ukazuju na to da se periodi viših kamatnih stopa u SAD poklapaju sa jačanjem dolara, i obrnuto. Više kamatne stope privlače strani kapital, potpomažući apresijaciju dolara. Odliv kapitala zbog nižih kamatnih stopa povlači depresijaciju dolara. Međutim, neretko se događa da su više kamatne stope povezane sa višim stopama privrednog rasta. Na slici 2. se takođe zapaža da je prosečan rast realnog BDP-a SAD bio skoro izjednačen u fazama apresijacije i depresijacije dolara.

► **SLIKA 2: REALNI EFEKTIVNI DEVIZNI KURS (REDK) DOLARA, RAST REALNOG BDP-A SAD I KAMATNE STOPE NA DESETOGODIŠNJE OBVEZNICE U SAD, GODIŠNJI PODACI**



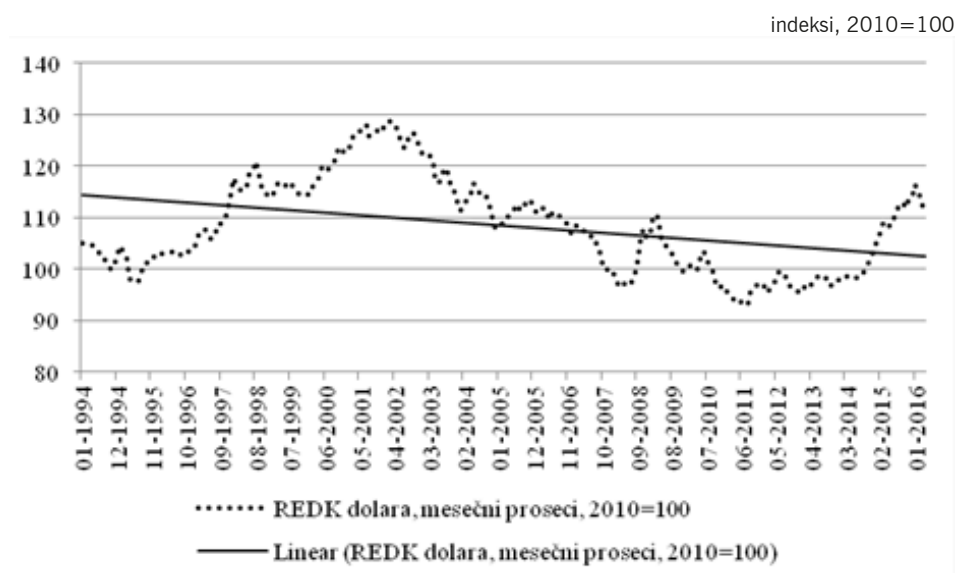
Napomena: Rast realnog BDP-a je prikazan kao procentualni porast u tekućoj u odnosu na prethodnu godinu; Indeksi REDK su obračunati pomoću trgovinskih pondera za širu korpu valuta. Vrednosti indeksa iznad 100 predstavljaju apresijaciju, ispod 100 je depresijacija.

Izvor: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED Economic Data). <https://research.stlouisfed.org/fred2/> Pristupljeno 1.02.2016. godine.



Kretanje vrednosti dolara, posmatrano u odnosu na linearni trend realnog efektivnog deviznog kursa, prikazano na slici 3, pokazuje da realna kupovna moć ove valute prolazi kroz cikluse, i da je od sredine 2014. godine otpočeo ulazak u zonu apresijacije. Mada se u prvoj polovini 2016. godine zapaža zaokret realnog efektivnog deviznog kursa u pravcu depresijacije, posmatrano u odnosu na baznu godinu (2010=100) ovaj kurs je i dalje u pojasu apresijacije. To zapravo znači da srednjoročni preokret kursa dolara u prvoj polovini 2016. u pravcu depresijacije nije bio dovoljno snažan da realni efektivni devizni kurs privuče na trendnu putanju. Ovaj prikaz upućuje na zaključak da se u narednom periodu mogu očekivati oscilacije realnog efektivnog deviznog kursa dolara, koje ne bi dovele do toga da on napusti zonu apresijacije u koju je ušao.

► **SLIKA 3: REALNI EFEKTIVNI DEVIZNI KURS (REDK) DOLARA I LINEARNI TREND, MESEČNI PROSECI**



Izvor: <https://www.bis.org/statistics/eer.htm?m=6%7C187> Pristupljeno 30.05.2016. godine.

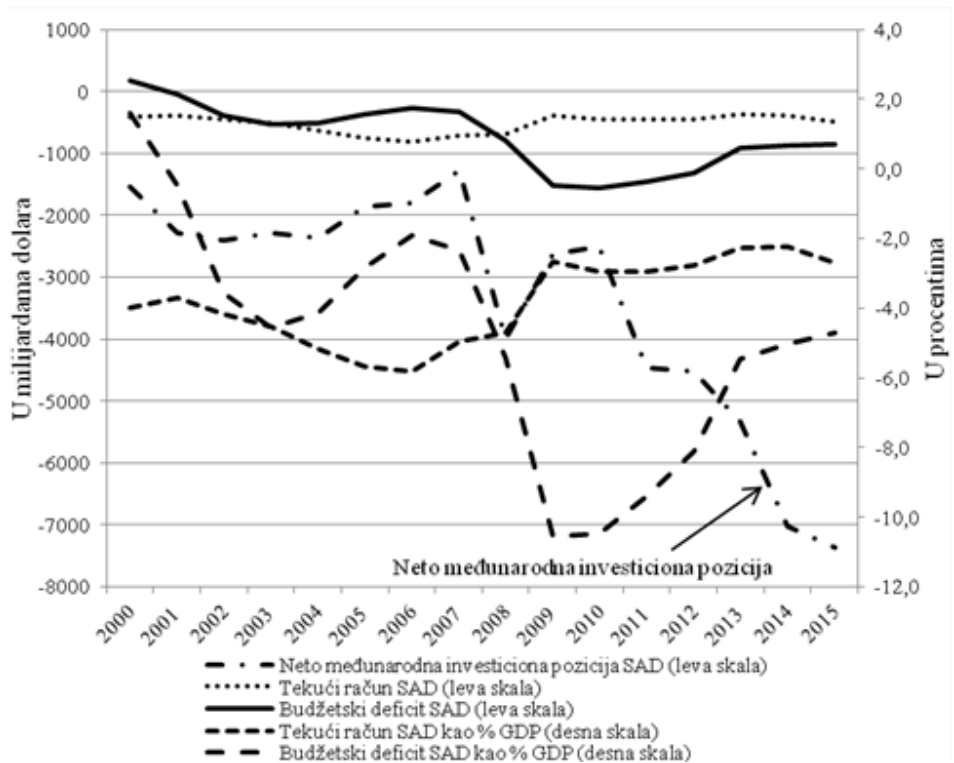
U gornjem tekstu je već istaknuto da porast realnog efektivnog deviznog kursa dolara ima tendenciju da poveća neto uvoz SAD, jer snažniji dolar podstiče uvoz a destimulise izvoz (stranci su manje zainteresovani za kupovinu skupljih američkih proizvoda u nacionalnoj valuti). Pri ovakvim okolnostima realistično je očekivati širenje američkog deficita tekućeg računa. Međutim, ovi trendovi mogu doprineti smanjivanju inflacije u SAD. Ipak treba istaći da tekuću privrednu aktivnost u SAD ne karakteriše inflacioni pritisak, već naglašena opreznost monetarnih vlasti u pogledu mogućih recisionih impulsa. Nakon što smo sagledali tenedencije realnog efektivnog deviznog kursa dolara, prelazimo na ispitivanje međunarodne investicione pozicije SAD.

### 3. MEĐUNARODNA INVESTICIONA POZICIJA SAD

Položaj SAD u međunarodnom okruženju može se sagledati pomoću bilansa međunarodne investicione pozicije. Kao što se može videti na slici 4, inostrani dug SAD posle 2007. godine naglo se uvećao.

Budući da je neto dužnik prema inostranstvu (preko 7 biliona dolara krajem 2015. godine), SAD servisira ovaj dug u svojoj valuti. Stoga jačanje dolara stvara dodatno opterećenje za SAD, jer je njihov spoljni dug u dolarima, a inostrana aktiva u drugim valutama, koje gube na vrednosti prema dolaru. To otežava spoljnofinansijsku poziciju zemlje. Istovremeni budžetski deficit i deficit tekućeg računa (pojava u literaturi označena kao defцити „blizanci“) finansiraju se zaduživanjem u inostranstvu, uvećavajući iznos spoljnog duga. Strani investitori su i dalje veoma zainteresovani za ulaganja u američke državne HoV, koje, sem visoke likvidnosti, poseduju naglašenu sigurnost, svojstvo koje izuzetno cene menadžeri deviznih rezervi u centralnim bankama.

▶ SLIKA 4: NETO MEĐUNARODNA INVESTICIONA POZICIJA SAD, STANJE KRAJEM GODINE



Izvor: <http://bea.gov/iTable/>. Pristupljeno 30.05.2016. godine.

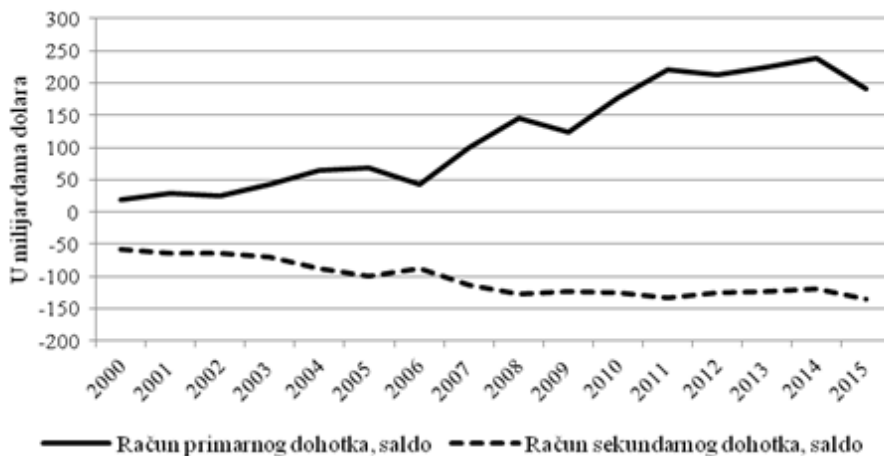
Tendencija rasta deviznih rezervi u svetu posle globalne finansijske krize iz 2007-2008. godine pojačava tražnju za američkim državnim HoV, što olakšava finansiranje spomenu-

ta dva deficita. Mada je budžetski deficit koristan instrument za podsticanje domaće tražnje, važno je da se oceni njegova održivost. Ova potreba je naglašenija sa porastom neto spoljnog duga SAD. Na drugoj strani, posredstvom ova dva deficita, uvećava se iznos dolarskih deviznih rezervi u svetu i održava pozicija dolara kao vodeće svetske rezervne valute. Dakle, apresijacija dolara pozitivno utiče na neto priliv stranog kapitala, dok se negativan uticaj registruje u trgovinskom bilansu SAD. Nastojanja zemalja sa najvećim deviznim rezervama na svetu da kroz valutnu diverzifikaciju smanje udeo dolara u svojim rezervama, ukazuju da se i na strani tražnje za dolarima odvijaju procesi koji mogu umanjiti njegov značaj kao vodeće svetske rezervne valute u narednim godinama. SAD bi se suočile sa izazovom da se krnji leaderska pozicija dolara u tokovima međunarodne trgovine i postepeno nagrizi njegov status kao dominantne valute svetskih deviznih rezervi. Činjenica je da apresijacija dolara ne bi mogla značajnije da utiče na preokret ovog trenda, ali bi mogla da privremeno uspori proces njegovog potiskivanja kao najpoželjnije valute međunarodnih deviznih rezervi.

Polazeći od valutne strukture aktive i pasive, koju su analizirali Bénéétrix et al. (2015), u OECD je procenjeno da će se neto inostrana pasiva SAD uvećati za oko 7% BDP-a, jer je inostrana aktiva uglavnom denominovana u stranim valutama (OECD, 2015, str. 21). Inostrana aktiva koja glasi na strane valute, koju poseduju američki investitori, beleži niže dolarske prinose. Time se širi raskorak između godišnje stope prinosa u nacionalnim valutama i dolarima. S obzirom na to da se veliki deo profita američkih kompanija, čije akcije ulaze u sastav indeksa S&P 500, ostvaruje iz poslovanja na stranim tržištima, apresijacija dolara će umanjiti njihove prihode iskazane u dolarima, a verovatno i cene njihovih akcija. Nasuprot SAD, prinosi investitora iz evrozone i Japana na strane aktive, iskazani u evru i jenima, su porasli. Prema skorašnjim ocenama OECD iznetim u poznatoj publikaciji *OECD Economic Outlook* (OECD, 2016, str. 13), porast efektivnih deviznih kurseva u RZ i zaoštavanje kreditnih uslova u SAD, u osnovi znači da su ukupni finansijski uslovi u RZ restriktivniji nego u drugoj polovini 2015. godine, uprkos olakšavajućim merama monetarne politike u evrozoni i Japanu.

Mada bi se, prema stanju neto međunarodne investicione pozicije SAD, moglo očekivati da saldo računa primarnog dohotka u platnom bilansu bude sa negativnim predznakom, u stvarnosti to nije slučaj. Zapravo, slika 5. nas uverava da SAD i dalje beleže pozitivan saldo u računu primarnog dohotka platnog bilansa. Pri tome se uočava trend rasta ovog salda od 2002. godine. Dakle, uprkos dinamičnom porastu spoljne zaduženosti SAD od 2010. godine, koji prikazuje kriva neto međunarodne investicione pozicije na slici 4., pozitivan saldo računa primarnog dohotka je nastavio da se uvećava (tek je u 2015. došlo do njegovog neznatnog pada, ali je i u toj godini pozitivan saldo bio nešto manji od 200 milijardi dolara).

► SLIKA 5: SALDO RAČUNA PRIMARNOG I SEKUNDARNOG DOHOTKA PLATNOG BILANSA SAD U PERIODU 2000-2015. GODINE



Napomene: 1 Račun primarnog dohotka obuhvata prihode i rashode proizvodnih faktora. Ovde se beleže prihodi i rashodi po osnovu nadoknade zaposlenih rezidenata u inostranstvu i nerezidenata u domaćoj zemlji, kao i dohodak od investicija (Ovaj dohodak obuhvata: dividende, reinvestirane prihode, kamate, a posebno su iskazani prihodi i rashodi po osnovu deviznih rezervi). Račun primarnog dohotka ne uključuje kapitalne dobitke i gubitke, i dohodak od finansijskih derivata. 2 Račun sekundarnog dohotka (tekući transferi) obuhvata prihode i rashode američke vlade i privatne transfere, kao što su penzije i pomoć američke vlade, kazne i penale, poreze na kamate i dividende koji se plaćaju u nekim zemljama, lične transfere (doznake), transfere koji se odnose na osiguranje i ostale tekuće transfere. Podaci su iskazani u tekućim dolarima.

Izvor: <http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid> Pristupljeno 30.05.2016. godine.

Stanje bilansa računa primarnog dohotka šalje informaciju da manji iznos investicija SAD u inostranstvu donosi znatno veću stopu prinosa od stranih investicija u SAD. Servisiranje stranog duga ne stvara probleme američkim dužnicima, uključujući i državu kao dužnika. Čak se ima utisak da i u slučaju da se nastavi sa trendom rasta negativnog salda međunarodne investicione pozicije, to neće ugroziti platni bilans SAD, niti će dovesti u sumnju mogućnost servisiranja spoljnog duga. Strane investitore snažno privlači američko tržište novca i kapitala, tako da su spremni da investiraju u kupovinu visoko rejtingovanih HoV, posebno onih koje emituje država. Prihode po osnovu HoV i direktnih investicija, stranci u velikoj meri zadržavaju u SAD kroz reinvestiranje. To smanjuje pritisak na strani odliva kapitala iz SAD.

Za razliku od računa primarnog dohotka, saldo računa sekundarnog dohotka (u kome se beleže državni i privatni transferi) ima negativan predznak. Takođe se na slici 5. uočava tendencija blagog povećanja ovog salda od 2006. godine.

I spoljni trendovi sugerišu zapažanje da će promene deviznih kurseva uticati na preusmeravanje tražnje od SAD prema evrozoni i Japanu. Razmere preusmeravanja će zavisiti od proklizavanja deviznog kursa na izvozne i uvozne cene, kao i od cenovne elastičnosti izvoza i uvoza. U OECD je ocenjeno da je proklizavanje deviznog kursa u SAD znatno

slabije nego u evrozoni, dok izvozne i uvozne cenovne elastičnosti osetno variraju između zemalja (OECD, 2015, str. 19). Apresijacija dolara brine američke izvoznike zbog slabljenja njihove konkurentne pozicije u izvozu, dok se domaći proizvođači mogu suočiti sa cenovno konkurentnijim uvozom.

Cene sirovina (nafta, rude, uglj, poljoprivredni proizvodi i dr.) iskazuju se u dolarima, tako da će apresijacija dolara umanjiti cenovnu konkurentnost američkih izvoznika ovih proizvoda, a povećati prihode stranih proizvođača u lokalnoj valuti, što može podstaći povećanje njihove proizvodnje.

Neki analitičari smatraju da devalvacija valute gubi na snazi u pogledu stimulisanja izvoza zbog rastuće uloge globalnih lanaca isporuke u svetskoj privredi. Zapravo, uvoz poluproizvoda koji se koriste u proizvodnji finalnih izvoznih proizvoda sve je veći u okviru ovih lanaca, tako da se smanjuje neto efekat devalvacije na profit u izvozu. Drugi ekonomisti smatraju da na devizni kurs i trgovinu utiču, pre svega, fundamentalni ekonomski faktori, kao što su: rast GDP, cene proizvoda, zaduženost u inostranstvu, inflacija, kao i specifični faktori date zemlje. Međutim, depresijacija valuta ZTN u prvoj polovini 2015. nije podstakla izvoz iz ovih zemalja, ali je povećala njihove uvozne cene, što se odrazilo na smanjivanje njihovog uvoza, a time i izvoznih prihoda zemalja koje izvoze na ova tržišta, što je dalje umanjilo uvozne mogućnosti zemalja izvoznica. Time je ova depresijacija podstakla posrtnanje međunarodne trgovine. Ovo je dobra ilustracija da ZTN u svojoj trgovini i finansijama pokazuju visoku zavisnost od valuta RZ (Obstfeld, 2013).

## 4. UTICAJ APRESIJACIJE DOLARA NA PRIVREDNA KRETANJA

Kretanje deviznog kursa dolara može imati značajne posledice na privredna kretanja u svetu. MMF u aprilskom izdanju svoje publikacije *World Economic Outlook* iz 2016. godine (IMF, 2016, str. 18) projektuje privredni rast SAD po umerenoj stopi od 2,4% u 2016, uz blaži porast u 2017. godini. Takođe se zapaža da je MMF ublažio dugoročne perspektive rasta SAD na oko 2%. Za evrozonu je projektovan nastavak oporavka u 2016-2017., uz slabljenje spoljne tražnje. Očekuje se da ovaj udar bude kompenzovan povoljnijim efektima nižih cena energije, uz umerenu fiskalnu ekspanziju i podržavajuće finansijske uslove. Na drugoj strani, visok privatni i javni dug, niske investicije i smanjivanje raspoloživog fonda znanja usled visoke dugoročne nezaposlenosti, kao i smanjivanje stope rasta ukupne faktorske produktivnosti, delovaće, po oceni MMF-a, na usporavanje potencijalnog ekonomskog rasta. Zbog toga je u ovoj publikaciji procenjen privredni rast evrozone od 1,5% u 2016. i 1,6% u 2017. godini, odnosno 1,5% u srednjem roku. U istoj publikaciji je projektovan privredni rast Japana po stopi od 0,5% u 2016., uz zaokret prema negativnoj stopi rasta od -0,1% u 2017. godini, zbog planiranog porasta poreza u maloprodaji od 2%. Devizni kursevi su sledili fundamentalne ekonomske zaokrete, kao što su promene cena sirovina, izmene perspektiva privrednog rasta trgovinskih partnera, kao i eksterne slabosti, ocenjeno je u navedenoj MMF-oj publikaciji. Karakteristično je da su MMF-ove aprilske projekcije privrednog rasta RZ u 2016. i 2017. godini niže od januarskih procena, što se dovodi u vezu sa manjim stopama ekonomskog rasta u poslednjem kvartalu 2015. u odnosu na ranije projektovane stope rasta u 2015. godini.

Ispoljena opreznost u pogledu očekivanog privrednog rasta u 2016. godini ukazuje na potencijalne recesione rizike.

Rast realnog efektivnog deviznog kursa dolara od oko 15% u poslednje dve godine (2014-2015) mogao bi imati za rezultat manji privredni rast SAD od oko ½% godišnje u narednih 5 godina (Cline, 2015a, str. 1)<sup>9</sup>.

Apresijacija dolara dovodi do pada cena sirovina koje se iskazuju u ovoj valuti. Manji izvozni prihodi smanjuju uvozni kapacitet ZTN-a koje izvoze ove proizvode. Usled toga usporava se realni rast BDP-a. Niži realni dohodak smanjuje unutrašnju tražnju ovih zemalja. Više stope ekonomskog rasta SAD, koje su podržane prilivom kapitala pod uticajem viših kamatnih stopa, povoljno deluju na privredni rast ZTN-a. Snažniji privredni rast u SAD pojačava tokove uvozne tražnje za proizvodima iz ZTN-a, i time direktno podupire njihov privredni uspon. Mada depresijacija valuta ZTN-a prema dolaru podstiče njihov izvoz, smanjena kupovna moć izvoza, posebno izvoznica sirovina, potire ove efekte.

Usporen oporavak svetske privrede u razdoblju posle svetske ekonomske krize iz 2008. godine, nametnuo je pitanje da li se možda radi o cikličnoj krizi? Mada nisu sve zemlje podjednako pogođene ovom krizom, njihov zajednički imenitelj je usporen i nestabilan privredni oporavak. Anemična konjunktura u RZ ugrozila je privredni rast ne samo u tim zemljama, već i u ZTN. Drugi faktor koji utiče na nestabilan i nedovoljan privredni rast u RZ je usporeno oživljavanje investicija, pre svega u evrozoni. Ovome treba dodati i činjenicu da se registruje usporavanje rasta kineske privrede, što sve zajedno ukazuje da svet još uvek nije savladao recesione impulse. Integrisanost svetske privrede, bez obzira na razlike u pogledu nivoa razvijenosti zemalja, utiče na to da se nedovoljno intenzivna konjunktura rasprostire na celokupnu svetsku privredu. Mada privreda SAD danas predstavlja izuzetak zbog viših stopa ekonomskog rasta nego u ostalim RZ, ostaje da se vidi da li će se to pretvoriti u kontinuiran i dinamičan uspon, ili je reč o privremeno višim stopama rasta, iza kojih opet može uslediti talas slabljenja konjunktura.

U ranijim usporavanjima svetske privrede značajnu ulogu u oživljavanju privrednog rasta odigrala bi međunarodna trgovina. Stope rasta svetske trgovine znatno su nadilazile stope privrednog rasta, tako da je jaka uvozna tražnja povlačila privredni rast u svetu. Međutim, posle krize iz 2008. stope rasta svetske trgovine nisu uspele da se povrate na pretkrizni nivo, već su se približile, a u pojedinim godinama i izjednačile, sa stopama privrednog rasta. Uvozna tražnja najvažnijih zemalja u svetskoj privredi nije više tako intenzivna da bi mogla jače povući izvoz drugih zemalja, a time i njihov privredni rast. To je dovoljno snažan argument za zaključak da trgovina nije više glavni pokretač privrednog rasta u svetu, i da zbog toga stope privrednog rasta nisu tako impresivne kao u razdobljima koja su prethodila krizi iz 2008. godine. Uostalom, o tome svedoče i gore spomenute projekcije rasta svetske privrede u 2016. i 2017. godini. Mada savremeni krizni poremećaji svetske privrede imaju koren u neravnotežama koje su se formirale u RZ, privredni razvoj ZTN u periodu pre krize teško bi dostigao svoj nivo da nije postojala snažna uvozna tražnja RZ. Stoga se opet nameće ocena da se prosperitet svetske privrede ne može graditi bez uspona RZ, i da perspektive ZTN u priličnoj meri zavise od obnavljanja trajno viših stopa privrednog rasta RZ. Pad cena sirovina uveliko potvrđuje da se izvozni prihodi mnogih

<sup>9</sup> Tekuća apresijacija dolara od oko 10% uporediva je sa apresijacijom ove valute u periodu od 2008. do početka 2010. i ponovo u 2011. godini.

ZTN ne mogu održati na ranijem nivou, bez veće uvozne tražnje RZ. Stoga kretanje deviznog kursa dolara profilise međusobne robne tokove SAD i ostatka sveta.

## 5. DA LI JE DOŠLO VREME ZA SPORAZUM PLAZA II?

Plaza sporazum iz 1985. godine i sporazum u Luvru iz 1987. godine predstavljaju važne domete međunarodne ekonomske koordinacije u posleratnom periodu. Ovi sporazumi su nastali kao izraz potrebe da se kroz međunarodnu koordinaciju ekonomske politike ublaži problem precenjenosti dolara, koji je apresirao u periodu 1980-1985. godine<sup>10</sup>.

Precenjenost dolara u spomenutom periodu bila je tesno povezana sa velikim budžetskim deficitom SAD. Visoke kamatne stope su privlačile strani kapital u rastućem obimu, što je stvaralo neizdrživ pritisak na apresijaciju dolara. Rastuća precenjenost dolara i velika nestabilnost deviznog kursa ove valute prema vodećim svetskim valutama, pre svega prema nemačkoj marki i japanskom jenu, nametnuli su potrebu da se pokuša sa međunarodnom koordinacijom ekonomske politike u cilju svođenja kursa dolara na njegovu dugoročnu ravnotežnu vrednost. Naročito je bilo važno da se usaglase intervencije centralnih banaka RZ na deviznim tržištima, kako bi se dolaru osiguralo „mekano prizemljenje” na koridoru približavanja svojoj ravnotežnoj vrednosti. Model koordinacije centralnih banaka prilikom intervencija na deviznim tržištima, koji je tada primenjen, nije ponovljen do danas.

Kad je 1985. godine apresijacija dolara dostigla vrhunac, i kad se očekivao preokret u pravcu svođenja kursa u okviru njegove ravnotežne vrednosti, organizovana je konferencija monetarnih predstavnika RZ u Njujorku (grupa zemalja poznata kao G-5: SAD, Francuska, Zapadna Nemačka, Velika Britanija i Japan). Na ovoj konferenciji je postignut sporazum, koji je ostao poznat kao „Plaza sporazum”, po nazivu hotela u kome je održana ova konferencija. Zemlje učesnice sporazuma su se saglasile da je dolar tada bio značajno precenjen, pre svega prema jenu i nemačkoj marki, ali su se takođe pribojavale protekcionističkih pritisaka američkog Kongresa. Zbog toga su usaglašene ocene o precenjenosti dolara predstavljale polazište za odluku da se pristupi koordiniranim intervencijama na deviznim tržištima, kako bi se oborila vrednost dolara, upravo prema dve spomenute valute<sup>11</sup>. Suština ovog sporazuma bila je u tome da se depresijacija dolara odvija postepeno, uz sprovođenje koordiniranih intervencija centralnih banaka RZ na deviznim tržištima. Na taj način američka privreda bi bila pošteđena inflatornog udara do koga bi moglo doći usled eventualnog naglog pada kursa dolara (nagla depresijacija). Zahvaljujući ovoj koordinaciji, dolar je postepeno gubio na vrednosti, pa je u novom sporazumu RZ iz 1987. godine, postignutom u Luvru u Parizu, zaključeno da je dolar dovoljno depresirao i da je potrebno stabilizovati devizne kurseve na dostignutom nivou. Formalni razlog za stabilizaciju deviznih kurseva bila je zabrinutost učesnika skupa da bi dodatna depresijacija dolara mogla podstaći inflaciju u SAD, koja bi se jedino mogla zaustaviti snažnom recesijom, sa negativnim efektima na privredni rast ostalih zemalja. Za

10 U razdoblju između sredine 1980. i početka 1985. godine realni efektivni devizni kurs dolara je apresirao za 49%. Dolar je u istom periodu nominalno apresirao za 89% u odnosu na nemačku marku, i samo 17% u odnosu na japanski jen. Preovlađujući deo apresijacije duguje se realnim faktorima, što je u velikoj meri pogoršalo izvoznu konkurentnost američke privrede (Bordo, Humpage and Schwartz, 2010, str. 3).

11 (Funabashi, 1988, 16-21) navodi da je bilo dogovoreno da se na deviznim tržištima interveniše u obimu do 18 milijardi dolara u toku šest nedelja. Ovaj iznos je bio raspoređen između pet zemalja članica G-5.

razliku od nekih drugih sporazuma, Plaza sporazum je, zajedno sa izmenjenim tržišnim okolnostima, imao uspeha na planu smanjivanja precenjenosti dolara. Ovakva ocena se izvodi iz činjenice što je vrednost dolara smanjena za oko 10-12% u kratkom roku, i sa manjim obimom intervencija na deviznim tržištima u odnosu na predviđeni iznos. Takođe je usledilo smanjivanje američkog trgovinskog deficita (deficit sa Zapadnom Evropom značajno je smanjen, ali uticaj strukturnih faktora na trgovinski deficit sa Japanom nije osetnije umanjen, pa ni deficit sa ovom zemljom), a koordinirane intervencije su pomogle SAD da izbegne recesiju<sup>12</sup>.

U nastojanju da formuliše zajedničku osnovu koordiniranih intervencija centralnih banaka RZ na deviznim tržištima, radna grupa sedam RZ (G-7) je januara 1983. godine pripremila tzv. *Izveštaj Jurgensenove radne grupe* (Jurgensen, 1983), koji su zemlje G-7 prihvatile. U ovom izveštaju je naglašeno da kratkoročne intervencije imaju ograničen domet, i da na dugoročnu stabilnost deviznih kurseva prvenstveno utiče makroekonomska stabilnost. Mada se u Izveštaju ne isključuje potreba povremenih kratkoročnih intervencija na deviznim tržištima u cilju smanjivanja kratkoročnih oscilacija, ipak su naglašena ograničenja sterilizovanih intervencija (Gagnon, 2015, str. 196). U osnovi, ovaj izveštaj sugerise potrebu koordinacije centralnih banaka u cilju suzbijanja preteranih oscilacija deviznih kurseva, jer se na taj način delimično mogu korigovati promenljivi tržišni pritisci. Time bi se zadržao princip tržišnog formiranja deviznih kurseva, ali bi se raspon kratkoročnih oscilacija umanjio. Gornja koncepcija bi se mogla svesti na stav da tržišno formiranje deviznih kurseva vodi njihovom odstupanju od ravnotežnog nivoa u oba smeru, a da intervencije centralnih banaka treba da spreče njihovu preteranu apresijaciju ili depresijaciju.

Dakle, pomenuti izveštaj nije isključio mogućnost da intervencije na deviznom tržištu mogu imati efekta posredstvom trajnih promena strukture portfolija investitora. Iste godine kad i ovaj izveštaj, objavljen je uticajan članak (Meese and Rogoff, 1983), u kome je zauzet stav da predviđanje deviznih kurseva nije moguće, i da portfolio pristup nije dobra osnova za objašnjenje kretanja deviznih kurseva. Moglo bi se primetiti da oba spomenuta izvora u osnovi podržavaju tezu efikasnog deviznog tržišta, koja podrazumeva slobodno formiranje deviznog kursa na osnovu svih raspoloživih informacija, bez intervencija na deviznom tržištu.

U periodu posle Plaza sporazuma i sporazuma iz Luvra pojavile su se brojne analize efekata intervencija na deviznim tržištima. Edison (1993) je sistematizovao prvu grupu radova, i na bazi nalaza u ovim radovima zaključio da su rezultati sterilizovanih intervencija bili privremenog karaktera. Kako je vreme odmicalo, rasle su sumnje u efikasnost intervencija na deviznim tržištima, tako da je Truman (2003) zaključio da izolovane inter-

---

12 Treba istaći da ima mišljenja po kojima intervencije na deviznim tržištima nisu imale značajniji uticaj na kretanje deviznih kurseva. Činjenica što stopa depresijacije dolara u trajanju od šest meseci posle prihvatanja Plaza sporazuma nije bila veća od stope depresijacije iste valute u periodu od šest meseci pre sklapanja ovog sporazuma, navela je Feldstein-a (1986) na ocenu da intervencije nisu imale efekta. Ovo mišljenje je povezano sa stavom da sterilizovane intervencije ne mogu uticati na devizni kurs, već da mogu biti uspešni samo oni zahvati koji utiču na nivo novčane mase. Za razliku od ovog mišljenja, Klein, Mizrach and Murphy (1991, str. 751) su, na osnovu empirijske analize, ustanovili postojanje veze između deviznog kursa i trgovinskog bilansa u periodu posle Plaza sporazuma, dok to nije bio slučaj u razdoblju koje je prethodilo ovom sporazumu. Polazeći od ovog nalaza, spomenuti autori su zaključili da je posle Plaza sporazuma došlo do zaokreta u režimu politike između razvijenih zemalja u pravcu aktivnije uloge koordinacije u upravljanju spoljnim neravnotežama.



vencije na deviznim tržištima, bez sadejstva drugih mera ekonomske i finansijske politike, nisu efikasne za diskretno podešavanje deviznog kursa.

Interesantno je podsetiti i na promenu američkog stava u pogledu intervencija na deviznom tržištu. Naime, restriktivna monetarna politika SAD u periodu 1981-1985. godine realizovana targetiranjem novčane mase, uz povišene nivoe kamatnih stopa, podstakla je apresijaciju dolara. Rast kamatnih stopa je pokrenuo veliki priliv kapitala u SAD, koji je sa svoje strane vršio snažan pritisak u pravcu apresijacije dolara. U to vreme, američka Administracija zalagala se za neintervencionizam na deviznim tržištima, uz obrazloženje da devizno tržište treba da počiva na konceptu slobodnog sučeljavanja ponude i tražnje deviza. Međutim, do zaokreta u američkom stavu prema intervencionizmu na deviznom tržištu došlo je 1985. godine, kad se nazirala promena u pravcu depresijacije dolara. Tada se intervencionizam opravdao potrebom da se izbegne trenutni pad vrednosti dolara, što ne bi bilo u interesu ne samo američke privrede, već i ostatka sveta. Ocenjeno je da koordinacija centralnih banaka prilikom intervencije na deviznim tržištima može da spreči preterane oscilacije deviznih kurseva, tako da bi se kratkoročne oscilacije približile liniji trenda koju formiraju ključni ekonomski faktori.

Polazeći od iskustva iz 1980-ih godina, nameće se pitanje da li je danas opet došlo vreme da se postigne saglasnost RZ o koordinaciji makroekonomske politike, koja bi doprinela stabilizaciji deviznih kurseva u svetu. Ovo pitanje je utoliko značajnije ako se ima u vidu mobilnost kapitala na svetskom finansijskom tržištu, kao i povećana osetljivost nacionalnih finansijskih tržišta zbog njihove isprepletanosti. U stvari, liberalizacija finansijskih tržišta u svetu doprinela je njihovoj integraciji, što je pojačalo generalnu osetljivost na potencijalne šokove koji se brzo prenose iz zemlje u zemlju. Danas se ta koordinacija ostvaruje na nivou zemalja G-20. U okviru ovog koncepta koordinacije ne očekuje se formalizovanje nekog okvira u koji bi se usmeravali devizni kursevi. To bi bilo teško izvesti zbog velikog obima i brzine transfera kapitala. Međutim, poremećaji u finansijskom i bankarskom sektoru, povezani sa dinamičnim preokretima u međunarodnim tokovima kapitala, mogu izazvati valutne i finansijske krize. Razgranati trgovinski i finansijski kanali u današnje vreme omogućavaju brzo lančano prenošenje krize. To potvrđuje i krizna sekvenca događaja iz 2008. godine, kad se kriza, koja je izbila u SAD, brzo prenela na ostale zemlje. Iz gornjeg izlaganja može se zaključiti da je danas izražena potreba koordinacije vodećih tržišnih privreda u svetu, kako bi se izbegle preterane fluktuacije deviznih kurseva i sprečilo formiranje makroekonomskih neravnoteža, koje generišu obilne međunarodne tokove privatnog kapitala. Dakle, potreba za koordinacijom postoji, ali je ključno pitanje da li je to moguće realizovati?

Neki autori, poput Bergsten-a (2016, str. 272) postavljaju pitanje da li je došlo vreme za novi sporazum Plaza 2? U odgovoru na to pitanje ovaj autor analizira današnje odstupanje deviznog kursa dolara od njegove ravnotežne vrednosti, i navodi nekoliko razloga zbog kojih može doći do daljeg jačanja dolara. Pre svega, po mišljenju Bergsten-a, to je moguće ako se nastavi raskorak u korist viših stopa privrednog rasta SAD u odnosu na evrozonu i ostale RZ. Zatim, ako Fed dalje poveća restriktivnost monetarne politike. Končno, jačanje dolara je moguće ako se pokrene odliv kapitala iz ZNT, pre svega Kine, zbog nastavka restriktivnog kursa monetarne politike u SAD, smatra Bergsten. Posmatrano iz sadašnje perspektive, Bergsten smatra da danas dolar nije značajno precenjen kao 1985. godine. Pozivajući se na ocene fundamentalnog ravnotežnog deviznog kursa,

koje je formulisao Cline (2015), Bergsten (2016, str. 275) podvlači da je dolar danas umereno precenjen (oko 8%), a da su evro i jen umereno potcenjeni (svaka valuta za oko 3%). Međutim, ako se pođe od tekućih i projektovanih neravnoteža platnog bilansa u budućnosti, Bergsten tvrdi da se dobija drugačija slika. Naime, posmatrano iz tog ugla, slika je, po njegovoj oceni, slična onoj iz vremena Plaza I. Dolar je osetno precenjen u odnosu na pojedine značajne valute, dok su kineski renminbi i valute nekoliko ostalih azijskih zemalja značajno potcenjene, podvlači Bergsten.

Dosadašnje odsustvo intervencija na deviznom tržištu tipa Plaza I ovaj autor tumači velikim potencijalnim udarom na tržište, ako bi do njih došlo. Pri tome smatra da bi učesnici novog Plaza II sporazuma trebalo da budu iste zemlje (SAD, Nemačka posredstvom evrozona i Japan). Uprkos prisutnoj potrebi koordinacije, Bergsten gaji sumnju u to da bi novi sporazum, Plaza II, mogao da koriguje tekuće neravnoteže. Takav stav je potkrepio sa tri argumenta. Jedan, možda najjači, je da su danas relativno povoljne ekonomske performanse privrede SAD glavni činilac jačanja dolara. Nešto bolja pozicija SAD u odnosu na privredu evrozona i Japana u kontrastu je sa situacijom iz vremena Plaza I, kad je rast američke privrede bio sporiji od privrednog rasta Nemačke i Japana. Upravo zbog toga Bergsten smatra da primena sporazuma koji bi bio sličan Plaza sporazumu danas ne bi bila konzistentna sa fundamentalnim faktorima. Drugi argument koji osporava efikasnost potencijalnog novog sporazuma sadržan je u oceni da su se aktuelne neravnoteže kretale pravilno, za razliku od vremena sporazuma Plaza I kad su američki deficit i suficit Evrope i Japana dostigli visok nivo. Treći argument koji navodi Bergsten, zbog koga novi sporazum Plaza II nije u izgledu, je trenutno slab pritisak američkog Kongresa za uvođenjem protekcionističkih mera. To se dovodi u vezi sa očekivanim potpisivanjem sporazuma o transatlanskoj trgovini.

Polazeći od navedenih argumenata, uprkos ispoljenoj sumnji u efikasnost današnje koordinacije između RZ, Bergsten smatra da bi ideja Plaza II ipak mogla da postane deo ekonomske politike, ako bi bila ispunjena tri preduslova. Prvi je da nastupi recesija američke privrede, delimično usled rastućeg trgovinskog deficita. Druga pretpostavka je da se pokrene naknadni proces nagle apresijacije dolara, zbog čega bi usledio talas prigovora američkih kompanija i radnika na uticaj jačanja dolara na konkurentnost njihovih preduzeća. Treći preduslov je da Kongres ponovo otvori raspravu na temu rastućeg trgovinskog deficita do koga dolazi zbog precenjenog dolara, bez obzira koji faktori dovode do ove precenjenosti. Međutim, čak i kad bi se ove pretpostavke ispunile, Bergsten zaključuje da je malo verovatno da bi, pri postojećim okolnostima u svetskoj privredi, ostale ključne zemlje bile spremne da apresiraju svoju valutu i time pogoršaju perspektive sopstvene privrede, kako bi oslabio dolar.

Da je aktuelna apresijacija dolara posledica uspona američke privrede i promena američke monetarne politike u pravcu restriktivnijeg kursa, takođe tvrdi Frankel (2015, str. 17-18). On smatra da porast trgovinskog deficita SAD neće uticati na njen privredni rast. Takođe je uveren da je apresijacija dolara verovatno jedan od glavnih razloga što se Fed odlučio da ublaži ranije najavljivanu srednjoročnu dinamiku povećanja kratkoročne kamatne stope, kako bi se izbeglo usporavanje privrednog rasta, ili, što je još gore, stupanje u deflaciju. Frankel smatra da Plaza treba da ostane klasičan predsedan koordiniranih intervencija zemalja G-5 na deviznim tržištima, kad je jedna od valuta udaljena od svoje ravnotežne vrednosti. Po njegovom mišljenju, to danas nije slučaj. Ipak, on smatra da će

se „... klatno pomeriti unazad, i da će doći vreme kad će intervencije na deviznim tržištima kao u vreme Plaza sporazuma, opet biti adekvatne”.

Tekuće neravnoteže u svetskoj privredi nalaze se pod uticajem kako fundamentalnih tako i cikličnih faktora. Iskustvo govori da veće neravnoteže tekućeg računa mogu dovesti do finansijskih kriza<sup>13</sup>. Stoga bi minimalan program intervencija na deviznom tržištu trebalo da bude sprečavanje destabilizujućeg kretanja deviznih kurseva. Povremene intervencije na deviznom tržištu mogu biti korisne za usmeravanje deviznih kurseva u pravcu njihovog ravnotežnog nivoa. Ovaj pristup nije u sukobu sa konceptom tržišnog formiranja deviznih kurseva, posebno ako se ima u vidu da mnoge zemlje u praksi sprovode politiku kontrolisanog plivanja deviznog kursa. Mada su ključne valute svetske privrede na režimu slobodnog plivanja, veće neravnoteže u privredi ovih zemalja mogle bi nametnuti potrebu da se ponovo razmisli o koordiniranim intervencijama centralnih banaka, kako bi se suzbile preterane oscilacije deviznih kurseva i eliminisale posledice većih međuvalutnih poremećaja. Dalje jačanje dolara može biti jedan od većih problema sa kojim bi se susreo Fed u procesu normalizacije monetarne politike.

## 6. ZAKLJUČAK

Volatilnost deviznog kursa utiče na međunarodnu trgovinu. U skladu sa teorijskim postulatima, usled jačanja dolara može se očekivati preusmeravanje izvozne tražnje od SAD u korist evrozone i Japana. Takođe je verovatan pad tržišnog udela američkih izvoznika i porast udela uvoza na tržištu SAD. Tendencija rasta dolara može umanjiti izvoznu konkurentnost SAD, mada ova zemlja ima mogućnosti da unapređenjem produktivnosti i sofisticiranosti proizvodnje nadoknadi ovaj gubitak. Položaj SAD u međunarodnom okruženju dobro se sagledava preko neto međunarodne investicione pozicije. Prema kretanju salda međunarodne investicione pozicije SAD uočeno je da se strani dug ove zemlje naglo uvećao posle 2007. godine. Kao neto dužnik prema inostranstvu, SAD servisira ovaj dug u svojoj valuti. Porast vrednosti dolara stvara dodatno opterećenje za SAD, jer je njihov spoljni dug u dolarima, a inostrana aktiva u drugim valutama, koje gube na vrednosti prema dolaru. To otežava spoljnofinansijsku poziciju zemlje. Uprkos tome, strani investitori su i dalje veoma zainteresovani za ulaganja u američke državne HoV, koje, sem visoke likvidnosti, poseduju naglašenu sigurnost.

Najavljeni rast referentne kamatne stope u SAD podržava tržišna očekivanja da će se nastaviti trend apresijacije dolara, jer sprovođenje programa kvantitativnih olakšica (relaksacija monetarne politike) u Evropskoj uniji još nije završeno, što znači da se ne očekuje rast kamatnih stopa kao u SAD. Raskorak u kretanju kamatnih stopa mogao bi delovati na dalje jačanje dolara prema evru, formirajući trend približavanja njihovog međudnosa u srazmeri 1:1. Odloženi rast referentne kamatne stope u SAD u prvom delu 2016. godine doprineo je da se oformi kratkoročna tendencija slabljenja dolara prema evru. Ovakvo kretanje kursa dolara pod uticajem je još uvek nedovoljno jasnog stava američkog Fed-a u pogledu srednjoročnog kretanja referentne kamatne stope u SAD.

13 Cline and Williamson (2011) su kao održivo stanje tekućeg računa definisali raspon između -3% i +3% BDP-a.

Normalizacija monetarne politike u SAD može smanjiti nivo tolerancije rizika američkih investitora, uz mogućnost da se to nepovoljno odrazi na priliv kapitala u ZTN.

Nalazi u ovom radu ukazuju na potrebu da se u budućim istraživanjima sagledaju izazovi jakog dolara za svetsku privredu. Pre svega, potpunija uporedna analiza tekućih kretanja u svetskoj privredi sa privrednim kretanjima tokom 1980-ih godina, trebalo bi da otkloni sumnje zaduženih ZTN u to da bi dalja apresijacija dolara mogla bitno otežati njihovu spoljnu zaduženost. Drugi istraživački pravac trebalo bi da bude detaljnije sagledavanje mogućnosti međunarodne koordinacije razvijenih zemalja u koncipiranju i sprovođenju monetarne politike, odnosno u primeni mera koje bi smanjile volatilnost i neusklađenost deviznih kurseva vodećih svetskih valuta.

## LITERATURA

---

Bénéétreix, S.A. et al. (2015), „International Currency Exposure, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis”, *NBER Working Paper 20820*, <http://www.nber.org/papers/w20820> Pristupljeno 10.06.2016.

---

Bergsten, C.F. (2016), „Time for a Plaza II?”, in: C.F. Bergsten and R.S. Green, eds., *International Monetary Cooperation: Lessons from the Plaza Accord After Thirty Years*, Peterson Institute for International Economics-PIIE, Washington, D.C.

---

Bergsten, C.F. and J.E. Gagnon (2016), „The New US Currency Policy”, <https://pie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/new-us-currency-policy> Pristupljeno 15.06.2016. godine.

---

Bordo, M.D., O.F. Humpage and A.J. Schwartz (2010), *U.S. Foreign-Exchange-Market Intervention during the Volcker-Greenspan Era*, NBER Working Paper 16345, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

---

Bussière, M., S. Delle Chiaie, and T.A. Peltonen (2014), „Exchange Rate Pass-Through in the Global Economy: The Role of Emerging Market Economies”, *IMF Economic Review*, 62(1): 146-178.

---

Cline, R.W. (2015), *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates* (May), Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.

---

Cline, R.W. (2015a), *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates* (November), Policy Brief, PB15-20, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.

---

Cline, R.W. (2016), *Renminbi Series Part 2: Is China's Currency Fairly Valued?*, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C.

---

Cline, R.W. and J. Williamson (2011), *Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates*, PIIE Policy Brief 11-5, Peterson Institute for International Economics-PIIE, Washington, D.C.

---

Corsetti, G. and P. Pesenti (2005), *The Simple Geometry of Transmission and Stabilization in Closed and Open Economies*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report 209.

---

Edison, J.H. (1993), *The Effectiveness of Central-Bank Intervention: A Survey of the Literature After 1982*, Special Papers in International Economics 18, Department of Economics, Princeton University, Princeton.

---

Feldstein, M. (1986), *New Evidence on the Effects of Exchange Rate Intervention*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

---

Fisher, S. (2015), *The Transmission of Exchange Rate Changes to Output and Inflation*, at „Monetary Policy Implementation and Transmission in the Post-Crisis Period”, a conference sponsored by the Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.

---

Frankel, J. (2015), *The Plaza Accord, 30 years later*, working paper, Baker Institute for Public Policy of Rice University.

---

Funabashi, Y. (1988), *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Institute for International Economics, Washington, D.C.

---

Gagnon, J.E. (2015), „Foreign Exchange Intervention since the Plaza Accord – The Need for Global Currency Rules”, in: C.F. Bergsten and R.S. Green, eds., *International Monetary Cooperation: Lessons from the Plaza Accord After Thirty Years*, Peterson Institute for International Economics-PIIE, Washington, D.C.

---

Gopinath, G. (2015), *The International Price System*, NBER Working Paper Series 21646, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

---

IMF (2016), *World Economic Outlook: Too Slow for Too Long* (April), International Monetary Fund, Washington, D.C.

---

Jurgensen, Ph. (1983), *Report of the Working Group in Exchange Market Intervention*, US Department of Treasury, Washington, DC.

---

Klein, M., B. Mizrahi and R.G. Murphy (1991), „Managing the Dollar: Has the Plaza Agreement Mattered?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 23(4): 742-751.

---

Meese, R. and K. Rogoff (1983), „Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?”, *Journal of International Economics* 14(1-2): 3-24.

---

Obstfeld, M. (2013), „The International Monetary System: Living With Asymmetry” in: R.C.Fenster and A.M.Taylor (eds), *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Econo-*

*mic Cooperation in the Twenty-First Century*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

---

OECD (2015), *OECD Economic Outlook*, issue 1, June 2015.

---

OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, Issue 1, June 2016.

---

Truman, E. (2003), „The limits of exchange market intervention”, in: C.F. Bergsten and J. Williamson (eds), *Dollar overvaluation and the world economy*, Institute for International Economics, Washington, DC, str. 247-65.

---

U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs (2016), Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States, Report to Congress. [https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2016-4-29%20\(FX%20Pol%20of%20Major%20Trade%20Partner\)\\_final.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2016-4-29%20(FX%20Pol%20of%20Major%20Trade%20Partner)_final.pdf) Pristupljeno 15.06.2016. godine.

---