

ALEKSANDRA ĐORĐEVIĆ ZORIĆ¹

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

NEURAVNOTEŽENOST DEVIZNOG KURSA KAO POTENCIJALNI OKIDAČ PROTEKSIONISTIČKE TRGOVINSKE POLITIKE

EXCHANGE RATE MISALIGNMENT AS A POTENTIAL TRIGGER OF PROTECTIONIST TRADE POLICY

JEL KLASIFIKACIJA: F13, F31, F42, O24.

APSTRAKT:

Opasnost od potencijalnog oživljavanja protekcionizma nakon dugogodišnjih napora u cilju liberalizacije međunarodne trgovine intenzivirala je debate o uticaju deviznih kurseva na spoljnotrgovinsku politiku. Mogućnost preliivanja politike deviznog kursa na spoljnotrgovinsku politiku, kao i mogućnost uticaja kretanja nivoa deviznog kursa na jačanje protekcionističke aktivnosti implicira neophodnost analiziranja neuravnoteženosti kursa. U tom smislu, cilj ovog rada je da ukaže na važnost praćenja odstupanja deviznog kursa od ravnotežnog nivoa, kao i da ispita stepen neuravnoteženosti kursa izabranih zemalja centralne, istočne i jugoistočne Evrope, kako bi se ukazalo na potencijalno postojanje opasnosti od jačanja protekcionizma u ovim zemljama. Dobijeni rezultati, primenom dva pristupa, pokazuju da neuravnoteženost kursa postoji, ali da smer i stepen neuravnoteženosti varira u zavisnosti od izabranog metoda izračunavanja. Kretanje izabranih pokazatelja neuravnoteženosti

1 Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

ukazuje na smanjivanje podsticaja za jačanje protekionističke aktivnosti, koja bi se negativno odrazila na region.

**KLJUČNE REČI:**

NEURAVNOTEŽENOST DEVIZNOG KURSA, POTCENJENOST VALUTE, PRECENJENOST VALUTE, PROTEKIONIZAM

ABSTRACT:

The threat of a potential revival of protectionism after many years of effort in order to liberalize international trade, intensified the debate on the impact of exchange rates on trade policy. The possibility of spillover of the exchange rate policy into a trade policy, as well as the possibility of impact of the movement of the exchange rate level on the strengthening of protectionist activities implies the necessity of analyzing the exchange rate misalignment. Having previously in mind, the aim of the paper is to shed light on the importance of monitoring the deviation of the exchange rate from the equilibrium level, as well as to examine the degree of exchange rate misalignment in the selected countries of Central, Eastern and Southeastern Europe, in order to point out the potential threat of strengthening protectionism in this group of countries. The results obtained, using two approaches, show that there is exchange rate misalignment, but that the direction and degree of misalignment vary depending on the implemented method. The movement of selected misalignment measures indicates a decrease in the incentive for the strengthening of protectionist activities, which would negatively affect the region.

**KEYWORDS:**

MISALIGNMENT, UNDERVALUATION, OVERVALUATION, PROTECTIONISM

1. UVOD

Nakon višedecenijskog napretka u pogledu globalne trgovinske integracije, pitanje protekcionizma se ponovo našlo u fokusu političke debate nakon nastupanja Globalne ekonomske i finansijske krize iz 2008. godine. Imajući u vidu empirijska istraživanja iz perioda pre nastupanja krize, javio se strah da bi krhkost svetske privrede prouzrokovana finansijskom krizom mogla dovesti do povratka trgovinskog protekcionizma. Posledično, velike štetne posledice na celokupnu svetsku privredu mogle bi biti sličnih razmera kao tokom Velike depresije 1930-ih godina.

Međutim, širenje mreže bilateralnih i multilateralnih trgovinskih aranžmana, kao i povećanje broja zemlja članica Svetske trgovinske organizacije u prethodnim decenijama, uticalo je na ograničavanje protekcionističkih odgovora na šokove. Posledično, Globalna ekonomska i finansijska kriza iz 2008. godine, za razliku od Velike depresije, nije bila praćena oživljavanjem klasične protekcionističke aktivnosti², što su potvrdila i određena empirijska istraživanja objavljena ubrzo nakon nastupanja krize. Na primer, Bown (2011) pokazuje da su spoljnotrgovinske politike zemalja grupe G20, posebno u pogledu privremenih ograničenja, u suštini sledile trendove iz pretkriznog perioda i nakon što je kriza nastupila. Gawande et al. (2011) dolaze do sličnih zaključaka za Argentinu, Brazil, Kinu, Indiju, Meksiko, Tursku i Južnu Afriku. Vandenbussche i Viegelaahn (2011) nisu došli do dokaza koji bi pokazali da je nastupila promena režima spoljnotrgovinske politike Evropske unije. Takođe, ovi autori pokazuju da u Evropskoj uniji nije došlo do povećanja carinskih stopa u trgovini koja se zasniva na klauzuli najpovlašćenije nacije. Kee et al. (2013) su, računajući sveobuhvatni indikator restriktivnosti trgovine (eng. *overall trade restrictiveness indicator – OTRI*) za 135 zemalja za 2008. i 2009. godinu zaključili da, kao odgovor na Globalnu ekonomsku i finansijsku krizu, nije došlo do povećanja protekcionizma putem carina. Konačno, u svom izveštaju o trgovinskim i investicionim merama zemalja grupe G20, Svetska trgovinska organizacija 2013. godine iznosi zaključak da se do tog trenutka većina zemalja odupirala širenju protekcionizma (WTO, 2013). Međutim, treba imati u vidu da su se prethodno navedena istraživanja bavila ispitivanjem oživljavanja klasične protekcionističke aktivnosti. Moguće je da je upravo to razlog dobijanja rezultata koji pokazuju da Globalna ekonomska i finansijska kriza iz 2008. godine nije rezultirala jačanjem protekcionizma. Ipak, treba imati u vidu postojanje mogućnosti jačanja drugih vidova protekcionizma u ovom periodu. U tom smislu, sve veći značaj u raspravama o savremenoj spoljnotrgovinskoj politici dobija politika deviznog kursa s obzirom da se javila sumnja da određene zemlje nastoje da na taj način poboljšaju svoju konkurentnost, reše ili bar ublaže platnobilansne probleme i prevaziđu posledice krize (Georgiadis and Gräb, 2016). Imajući prethodno u vidu, u savremenim uslovima je od velike važnosti praćenje i analiziranje politike deviznog kursa, čije posledice na privredu mogu biti višestruke. Kada se razmatraju njene posledice na spoljnotrgovinsku politiku, onda je od posebnog značaja analiziranje nivoa deviznog kursa, s obzirom da se odstupanje deviznog kursa od ravnotežnog nivoa može posmatrati i kao posledica vođenja određene spoljnotrgovinske politike, ali se može i preliti na nju. O pomenutoj vezi između deviznih kurseva i spoljnotrgovinske politike biće reči u odeljku 2 ovog rada. Neuravnoteženost deviznog kursa, kao posebno bitan fenomen kada se analizira mogućnost uticaja deviznih kurseva na protekcionizam, analizirana je u trećem odeljku, da bi nakon toga, u odeljku 4 bio ispitan stepen neuravnoteženosti, primenom dva pristupa. Peto poglavlje donosi zaključna razmatranja.

2 Iako je uočeno povećanje određenih carinskih stopa.

2. DEVIZNI KURSEVI I PROTEKCIONIZAM

Devizni kursevi se na više načina mogu dovesti u vezu sa protekcionizmom. Tako, politika deviznog kursa se može koristiti kako bi se povećala konkurentnost sektora koji proizvode razmenljiva dobra, čime ona predstavlja vid, tj. oblik protekcionizma (Cordon, 1982). Reč je o tzv. valutnim manipulacijama (eng. *currency manipulations*) čije posledice mogu biti višestruke. Jedna od njih je protekcionistički odgovor zemalja spoljnotrgovinskih partnera. Međutim, prethodno navedeno nije jedini slučaj kada, kao posledica deviznih kurseva, može doći do jačanja protekcionističke aktivnosti. Naime, svako odstupanje deviznih kurseva od ravnotežnog nivoa može rezultirati određenim protekcionističkim pritiscima. O navedenim uticajima biće reči u nastavku.

Još je Kejns isticao da se politika deviznog kursa i spoljnotrgovinska politika mogu smatrati ekvivalentima i da u tom smislu politika deviznog kursa predstavlja vid protekcionizma. Prema Kejn-su, jedinstvena ad valorem carina na sav uvoz zajedno sa jedinstvenom subvencijom na sav izvoz ima isti efekat kao devalvacija valute (McKinnon and Fung, 1993).³ Farhi et al. (2013) takođe pokazuju da je devalvacija valute ekvivalentna povećanju carinske stope i izvozne subvencije. U oba slučaja relativna cena inostranih proizvoda raste u kratkom roku, u zavisnosti od efekta proklizavanja deviznog kursa (eng. *exchange rate pass-through*) i elastičnosti trgovine. Posledično, obim uvoza opada, dok obim izvoza raste. U dugom roku, prilagođavanje domaćih cena smanjuje ove efekte. Sa druge strane, određeni autori ističu važnost uočavanja razlika između carina i promena deviznih kurseva, kada se razmatraju njihovi efekti na trgovinu. Bénassy-Quéré et al. (2018) navode da se promene carina mogu smatrati dugoročnijom merom od promena deviznih kurseva, ispoljavajući na taj način veći uticaj na izvoznike i uvoznike. Dalje, carinske stope se mogu razlikovati između sektora, dok devalvacija valute istovremeno utiče na sve sektore. Pored toga, carine i devizni kursevi imaju različite efekte na blagostanje. Dok trgovinski ratovi nesumnjivo imaju negativan efekat na blagostanje (i pored činjenice da povećavaju prihod države), uticaj politike depresijacije nacionalne valute nije tako jednoznačan.⁴ Ipak, povezanost politike deviznog kursa i protekcionizma se ne dovodi u pitanje i pored isticanja ovih razlika.

Uticaj kretanja deviznih kurseva na protekcionizam najočiglednije se ispoljava u situacijama njegovog odstupanja od ravnotežnog nivoa. Kako Nicita (2013) navodi, nivo deviznog kursa može uticati na donošenje odluka koje se tiču drugih politika, posebno onih koje utiču na međunarodnu trgovinu. Tako su, tokom Velike depresije devalvacije tipa „osiromašenje suseda“ (eng. *beggar-the-neighbor devaluations*) određenih zemalja prouzrokovala povećanje barijera drugih država, u cilju održanja konkurentnosti (Eichengreen and Irwin, 2009). Zatim je, početkom 1980-ih godina, apresijacija dolara prouzrokovala ozbiljne protekcionističke pritiske i politike (Bergsten and Williamson, 1983; Grilli, 1988). Nedavno neslaganje između Kine i SAD-a povodom vrednosti juana jedan je od novijih primera preliivanja politike deviznog kursa na spoljnotrgovinsku politiku.

Broz (2010) ide i korak dalje, ističući da će se protekcionistički odgovor na kretanje deviznog kursa razlikovati između sektora. Naime, Broz navodi da neće svi sektori na podjednak način reagovati na promenu deviznog kursa, što je direktna posledica različite osetljivosti sektora na devizne kurseve. Prethodno implicira da se ne može jedinstvenom makroekonomskom politikom pomiriti zahtevi svih sektora kada do promene deviznog kursa dođe. Za razliku od toga, spoljnotrgovinska politika može biti usko usmerena na zadovoljavanje zahteva specifičnih sektora, što Broz ističe kao osnovno objašnjenje preliivanja politike deviznog kursa na spoljnotrgovinsku politiku.

3 Depresijacija domaće valute od 10% ima isti efekat na međunarodnu konkurentnost kao uvozna carina od 10% uvećana za izvoznju subvenciju od 10%.

4 Pogledati npr: Blanchard (2017).

Brojni dokazi empirijske literature o postojanju uticaja politike deviznog kursa, kao i njegovog kretanja na protekcionizam (npr. Bergsten and Williamson, 1983; Pearce and Sutton, 1985; Grilli, 1989; Knetter and Prusa, 2003; Irwin, 2005; Eichengreen and Irwin, 2009; Oatley, 2010), ukazuju na značajnost praćenja nivoa deviznog kursa. U prilog tome je i činjenica da Međunarodni monetarni fond (MMF) zabranjuje valutne manipulacije na bazi kojih se stiče konkurentna prednost ili koje utiču na prilagođavanje platnog bilansa. Ukoliko MMF ustanovi da manipulisanje valutom postoji, Svetska trgovinska organizacija dozvoljava zemljama da se tome suprotstave uvođenjem ograničenja. Ipak, treba imati u vidu da je manipulisanje valutom teško dokazivo. U tom smislu, analiziranje neuravnoteženosti kursa tj. njegovog odstupanja od ravnotežnog nivoa predstavlja polazni korak u razmatranju efekata politike deviznog kursa na spoljnotrgovinsku politiku, odnosno protekcionizam.

3. NEURAVNOTEŽENOST DEVIZNOG KURSA

Nakon sloma Bretonvudskog sistema, prelazak sa režima fiksnih na fleksibilne devizne kurseve, rezultirao je kako povećanom volatilnošću, tako i čestim odstupanjem deviznog kursa od njegovog dugoročnog ravnotežnog nivoa. Kako je istaknuto u studiji koju je MMF objavio (IMF, 1984), odstupanje deviznog kursa od nivoa koji odražava razlike u inflaciji ili troškovima višestruko utiče na privredu zemlje, pri čemu je uticaj na međunarodnu trgovinu, koji ovde razmatramo, samo jedan od njih. Neuravnoteženost deviznog kursa se na dvojak način može ispoljiti na međunarodnu trgovinu. Prvo, neuravnoteženost kursa šalje pogrešne cenovne signale koji mogu destabilizovati međunarodne trgovinske tokove. Drugo, odstupanje deviznog kursa od ravnotežnog nivoa može uticati na nivo zaštite od inostrane konkurencije ukoliko se ona zasniva na ograničenjima koja se baziraju na cenama, kreirajući pritisak da se uvedu kompenzujuća spoljnotrgovinska ograničenja, odnosno podstičući protekcionizam. Pomenuti uticaji, pored brojnih drugih koji se mogu ispoljiti, stimulišu kako kreatore ekonomske politike, tako i istraživače, da kontinuirano ispituju postojanje odstupanja kursa od ravnotežnog nivoa, kao i njegove posledice. U ekonomskoj debati ovo pitanje postaje još značajnije od devedesetih godina prošlog veka, kada se, opravdano ili ne, pretpostavljalo da su upravo devijacije deviznog kursa od ravnotežnog nivoa uzrok globalnih neravnoteža tekućeg računa (Auboin and Ruta, 2011). Neravnoteže koje su usledile početkom dvehiljaditih godina, kao i nastupajuća ekonomska kriza, intenzivirale su debatu o efektima neuravnoteženosti kursa i pokrenule pitanja efekata potcenjenih valuta na spoljnotrgovinske partnere. Iz pomenutih razloga, u fokusu novije političke i akademske debate nalazi se neuravnoteženost deviznih kurseva (Auboin and Ruta, 2011).

Različita su objašnjenja uzroka neuravnoteženosti kursa. U novijoj literaturi ističu se dva osnovna razloga odstupanja deviznih kurseva od njihovog ravnotežnog nivoa. Prema prvom, neuravnoteženost može biti sporedni efekat makroekonomskih mera usmerenih na ostvarenje domaćih ciljeva, ili rezultat distorzija u međunarodnom finansijskom okruženju. Prema drugom, do neuravnoteženosti kursa dolazi usled intervencija kreatora ekonomske politike, koje za cilj imaju uticaj na realnu vrednost valute⁵, što se zapravo odnosi na već pomenute valutne manipulacije (Marston, 1988; Rodrik, 2008).

Na osnovu navedenog proizilazi da se efekti neuravnoteženosti kursa na trgovinu mogu analizirati iz ugla teorije političke ekonomije. Prema ovom pristupu, odstupanje deviznog kursa

5 Reč je o intervencijama u vidu kontrole kretanja kapitala, ciljanih intervencija na deviznom tržištu i dr.

od ravnotežnog nivoa prouzrokuje probleme prilagođavanja i ima realne efekte na privredu, te se može postaviti pitanje uticaja precenjene (eng. *overvalued*) i potcenjene (eng. *undervalued*) valute na protekcionizam. Naime, neuravnoteženost kursa vodi prosperitetu sektora koji proizvode razmenljiva dobra, u zemljama čija je valuta potcenjena, te se potcenjenost valute smatra vidom, tj. oblikom protekcionizma. Suprotno se dešava u sektorima razmenljivih dobara zemalja čija je valuta precenjena, dovodeći do smanjivanja proizvodnje i zaposlenosti, što, u kratkom roku, ne može biti lako kompenzovano aktivnošću ostalih sektora. Prema teoriji političke ekonomije, pojedinci pogođeni smanjivanjem proizvodnje i zaposlenosti organizuju se u cilju vršenja pritiska za uvođenje protekcionističkih mera. Posledično, tržište postaje zaštićeno, što negativno utiče na međunarodnu trgovinu. Hipoteza o negativnom uticaju neuravnoteženosti na međunarodnu trgovinu se, prema teoriji političke ekonomije, zasniva na asimetričnosti protekcionističkih tendencija, što podrazumeva da se protekcionističke mere, na čijem se uvođenju insistira kada je valuta precenjena, ne mogu lako ukinuti kada valuta postane potcenjena. Ukoliko asimetričnost postoji, promene deviznog kursa će voditi povećanju protekcionizma, negativno utičući na međunarodnu trgovinu. Zasnivajući se na prethodnom, teorija političke ekonomije sugerše i način na koji se u empirijskim istraživanjima može primeniti pristup koji se u ovom pravcu literature zastupa. Naime, kako bi se napravila razlika između efekata promene konkurentnosti i efekata neuravnoteženosti, ističe se da se uticaj neuravnoteženosti u model može uključiti preko indikatora koji nosi naziv „protekcionistički pritisci prouzrokovani neuravnoteženošću kursa“, o čemu će više reći biti u odeljku 4.1. ovog rada (De Grauwe and Verfaillie, 1988).

Većina empirijskih istraživanja dokazuje prethodno navedeno, dolazeći do zaključaka da su dugi periodi precenjenih valuta često povezani sa povećanom upotrebom protekcionističkih spoljnotrgovinskih politika (Knetter and Prusa, 2003; Irwin, 2005; Oatley, 2010; Nicita, 2013), što stimulše ispitivanje stepena neuravnoteženosti kursa u svakom konkretnom slučaju.

4. ANALIZA NEURAVNOTEŽENOSTI DEVIZNOG KURSA U SRBIJI U POREĐENJU SA IZABRANIM ZEMLJAMA REGIONA

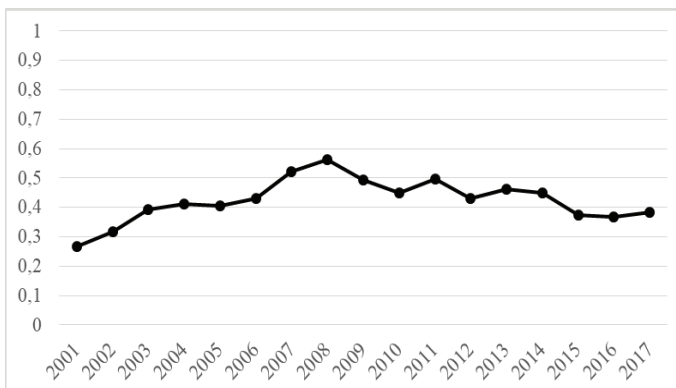
Imajući u vidu značaj analiziranja neuravnoteženosti kursa kao potencijalnog okidača protekcionističke spoljnotrgovinske politike, od velike je važnosti, kao prvi korak u analizi i prvi indikator potencijalnog postojanja uticaja na protekcionizam, ispitati da li neuravnoteženost postoji i kojih je razmera. U tom smislu, kao važno metodološko pitanje postavlja se izbor adekvatnog načina za izračunavanje neuravnoteženosti deviznog kursa. Međutim, imajući u vidu da je devizni kurs endogena varijabla, koja je determinisana čitavim skupom makroekonomskih, finansijskih i trgovinskih faktora, procene neuravnoteženosti mogu varirati u velikom stepenu (Auboin and Ruta, 2011). Nedostatak univerzalno prihvaćenog načina preciznog određivanja ravnotežnog deviznog kursa, kao polaznog koraka prilikom računanja neuravnoteženosti, otežava izračunavanje ovog pokazatelja. Nekoliko pristupa je predloženo i primenjeno u literaturi.

4.1. Odstupanje deviznog kursa od nivoa predviđenog teorijom pariteta kupovnih snaga

Većina pristupa za izračunavanje neuravnoteženosti polazi od deviznog kursa predviđenog teorijom pariteta kupovnih snaga (eng. *purchasing power parity – PPP*). De Grauwe i Verfaillie (1988) predlažu korigovanje ovako određenog deviznog kursa razlikama u produktivnosti između zemalja. Kako je prethodno navedeno, De Grauwe i Verfaillie (1998) su efekte neuravnoteženosti kursa analizirali iz ugla teorije političke ekonomije, uvodeći indikator koji odražava protekcionističke pritiske u zemlji j , prema uvozu iz zemlje i , prouzrokovane trajnom preценjenošću valute zemlje j (M_{ij}), čime ova varijabla meri negativan efekat prošlih i trenutnih neuravnoteženosti kursa na bilateralni izvoz. Sledeći autore, mera ovih protekcionističkih pritisaka izračunava se kao kumulativna procentualno iskazana preценjenost valute zemlje uvoznika u odnosu na bilateralni realni devizni kurs koji je prilagođen za produktivnost. Što je preценjenost valute zemlje uvoznika veća, i što duže traje, veća će biti vrednost M_{ij} . Neuravnoteženost, tj. preценjenost valute koja je nastupila u prošlosti, utiče na trenutne spoljnotrgovinske tokove preko protekcionističkih pritisaka koje prouzrokuje.

I u novijoj literaturi teorija pariteta kupovnih snaga predstavlja osnovu za izračunavanje neuravnoteženosti kursa. Tako, Byrne et al. (2008) neuravnoteženost deviznog kursa posmatraju kao njegovo odstupanje od vrednosti predviđene paritetom kupovnih snaga, što je jedan od najčešće primenjivanih pristupa u literaturi. Ovaj metod podrazumeva stavljanje u odnos PPP faktora konverzije, koji izjednačava kupovnu moć različitih valuta eliminisanjem razlika u nivoima cena između zemalja, i tržišnih deviznih kurseva, pri čemu se i PPP faktor konverzije i devizni kursevi iskazuju kao broj jedinica domaće valute za jedan američki dolar. Svetska banka objavljuje pokazatelj koji, sledeći Rodrik-a (2008), predstavlja ekvivalent prethodno navedenom, a koji nosi naziv „price level ratio of PPP conversion factor (GDP) to market exchange rate“. Vrednost pokazatelja veća od jedinice ukazuje na preценjenost domaće valute, odnosno, ukoliko je vrednost pokazatelja manja od jedinice, domaća valuta je potcenjena. Naredni grafikon prikazuje kretanje ovog pokazatelja za Srbiju u periodu od 2001. do 2017. godine.

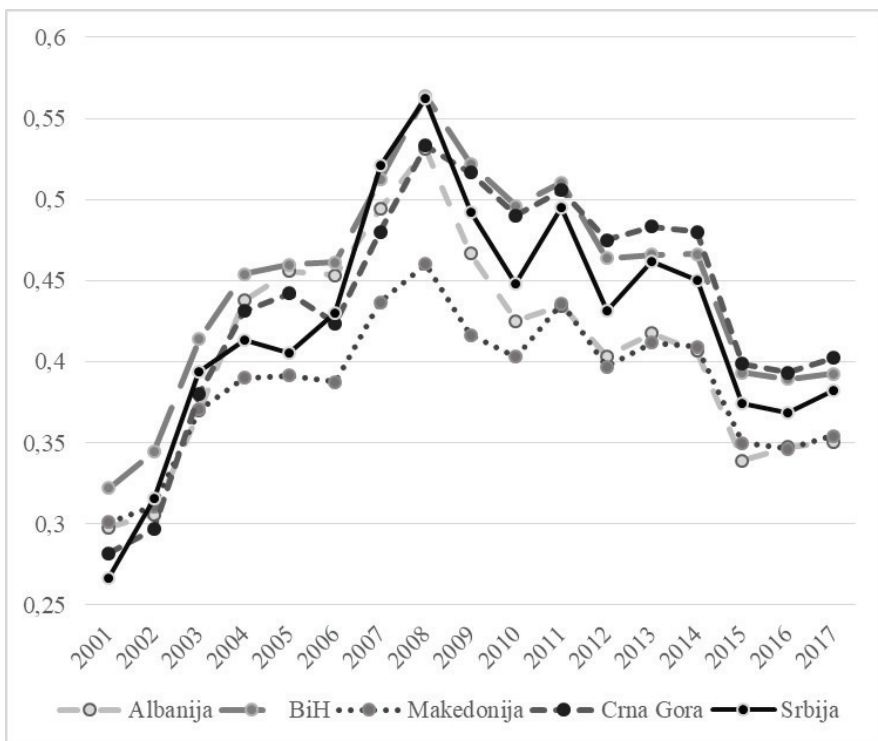
► **GRAFIKON 1. ODSUPANJE DEVIZNOG KURSA OD NIVOVA PREDVIĐENOG PARITETOM KUPOVNIH SNAGA – SRBIJA, 2001–2017. GODINA**



Izvor: prikaz autora na osnovu podataka preuzetih sa: <https://data.worldbank.org/>.

Na osnovu prikazanih podataka možemo zaključiti da neuravnoteženost kursa u Srbiji postoji, pri čemu je do 2008. godine stepen neuravnoteženosti postepeno smanjivan, da bi nakon toga nastupilo ponovno udaljavanje od ravnotežnog nivoa (koji je, imajući u vidu prethodno opisan način izračunavanja ovog pokazatelja, predstavljen jedinicom). U celom analiziranom periodu vrednost pokazatelja je ispod jedinice, što ukazuje na potcenjenost domaće valute i u tom smislu ne predstavlja pretnju u pogledu jačanja domaćih protekionističkih pritisaka. U cilju poređenja sa zemljama iz regiona Zapadnog Balkana na Grafikonu 2. je predstavljeno kretanje ovog pokazatelja za navedenu grupaciju zemalja.

► **GRAFIKON 2. ODSUPANJE DEVIZNOG KURSA OD NIVOVA PREDVIĐENOG PARITETOM KUPOVNIH SNAGA – ZEMLJE ZAPADNOG BALKANA, 2001-2017. GODINA**



Izvor: prikaz autora na osnovu podataka preuzetih sa: <https://data.worldbank.org/>.

Na osnovu prethodnog grafikona možemo zaključiti da, kao i u Srbiji, i u ostalim zemljama Zapadnog Balkana neuravnoteženost kursa postoji, pri čemu do 2008. godine postoji trend smanjivanja potcenjenosti, da bi nakon toga usledio njen rast odnosno udaljavanje od ravnotežnog nivoa. Najveći stepen neuravnoteženosti kursa u ovoj grupaciji zemalja zabeležen je u Makedoniji, gde je prosečna vrednost pokazatelja u periodu od 2001. do 2017. godine iznosila 0,39, dok je na nivou cele grupacije zemalja ona prosečno iznosila 0,42. Ukoliko posmatramo širi uzorak, koji obuhvata izabrane zemlje centralne, istočne i jugoistočne Evrope⁶,

6 Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Makedonija, Crna Gora, Češka, Mađarska, Poljska, Rumunija, Slovačka, Slovenija, Srbija.

prosečna vrednost pokazatelja u periodu od 2001. do 2017. godine iznosi 0,52 zahvaljujući višim vrednostima indikatora u razvijenijim zemljama iz ovog uzorka, što ukazuje na manju neuravnoteženost njihovih deviznih kurseva. Iz ove grupacije zemalja Slovenija beleži najmanje odstupanje deviznog kursa od ravnotežnog nivoa, nakon čega slede Slovačka, Hrvatska i Češka.⁷ Prethodno ukazuje na vezu između neuravnoteženosti kursa i privrednog rasta, što je predmet istraživanja brojne empirijske literature (npr. Rodrik, 2008). U svim analiziranim zemljama vrednost posmatranog pokazatelja je ispod jedinice ukazujući na potcenjenost valute, što ne ukazuje na pretnju u pogledu jačanja domaće protekcionističke aktivnosti.

4.2. Indeks potcenjenosti/precjenjenosti

Pristup koji u novijoj literaturi (npr. Nicita, 2013) počinje da dobija veći značaj prilikom izračunavanja neuravnoteženosti deviznog kursa, oslanja se na primenu trostepene procedure koju je razvio Rodrik (2008). Prema ovom metodu, u prvom koraku izračunava se realni devizni kurs (*RER*) deljenjem nominalnog deviznog kursa (*XRAT*) već pomenutim PPP faktorom konverzije. Formalno:

$$\ln(RER_{it}) = \ln\left(\frac{XRAT_{it}}{PPP_{it}}\right) \quad (1)$$

gde *i* predstavlja zemlju, a *t* vreme.

Vrednost ovako izračunatog *RER* veća od jedinice implicira da je valuta potcenjena, odnosno da je njena vrednost niža od onoga što PPP predviđa. Međutim, na osnovu Balassa-Samuelsonovog efekta, nerazmenljiva dobra su jeftinija u manje razvijenim zemljama, što zahteva određeno prilagođavanje prethodnog izraza u drugom koraku, regresiranjem *RER* na BDP per capita (*RGDPCH*)⁸:

$$\ln(RER_{it}) = \alpha + \beta \ln(RGDPCH_{it}) + f_t + u_{it} \quad (2)$$

gde *f_t* predstavlja fiksne vremenske efekte, a *u_{it}* slučajnu grešku.

U trećem koraku, kako bi se dobio pokazatelj neuravnoteženosti deviznog kursa, koji Rodrik (2008) naziva indeksom potcenjenosti⁹, izračunava se razlika između stvarnog realnog deviznog kursa i deviznog kursa prilagođenog za Balassa-Samuelsonov efekat:

$$\ln UNDERVAL_{it} = \ln RER_{it} - \ln \widehat{RER}_{it} \quad (3)$$

gde $\ln \widehat{RER}_{it}$ predstavlja predviđene vrednosti iz jednačine (2).

Vrednost ovako izračunatog pokazatelja veća od nule ukazuje na potcenjenost valute i obrnuto. Kako Rodrik navodi, ovako definisana neuravnoteženost deviznog kursa je uporediva

7 Grafički prikaz kretanja indikatora za sve analizirane zemlje centralne, istočne i jugoistočne Evrope je izostavljen jer bi brojnost zemalja ugrozila preglednost grafikona.

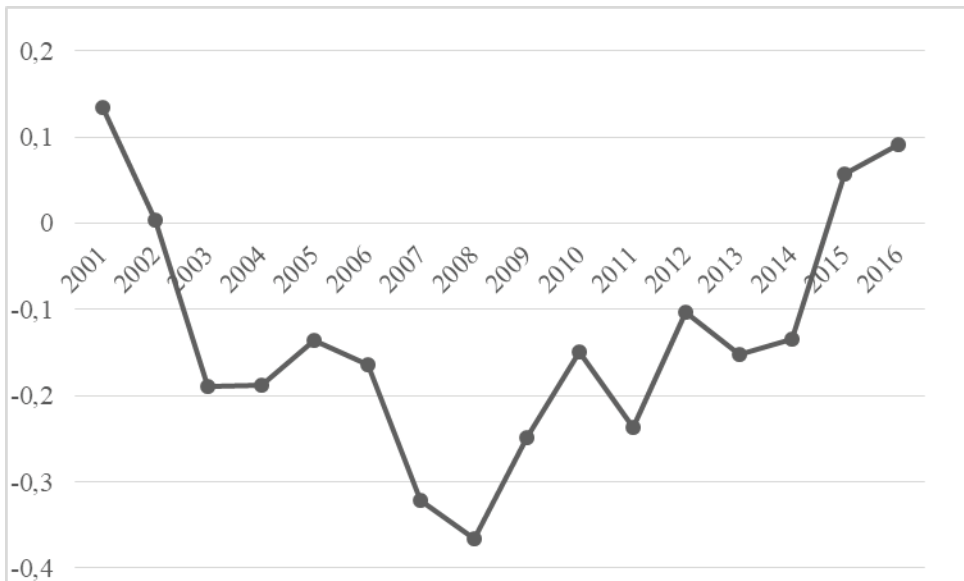
8 Realni BDP per capita, iskazan u dolarima po konstantnim cenama iz 2000. godine.

9 Pri čemu ovaj indeks istovremeno pokazuje i potcenjenost i precjenjenost valute.

između zemalja i tokom vremena, čineći ovaj metod izračunavanja neuravnoteženosti pogodnim kako u situacijama ispitivanja neuravnoteženosti kursa, tako i prilikom razmatranja njenih efekata.

Na osnovu prethodno definisane procedure izračunata je neuravnoteženost deviznog kursa primenom softvera STATA/SE 12.0. Svi neophodni podaci prikupljeni su iz statističke baze Svetske banke.¹⁰ Dobijeni rezultati o kretanju navedenog indeksa za Srbiju prikazani su na Grafikonu 3.

► GRAFIKON 3. INDEKS POTCENJENOSTI/PRECENJENOSTI – SRBIJA, 2001–2016. GODINA



Izvor: kalkulacija i prikaz autora na osnovu podataka preuzetih sa: <https://data.worldbank.org/>.

Kako je prethodno navedeno, procene neuravnoteženosti mogu varirati u velikom stepenu u zavisnosti od izabrane metode računanja ovog pokazatelja, što se upravo ovde može primetiti. Na osnovu Rodrikovog indeksa potcenjenosti/precenjenosti možemo zaključiti da je u periodu od 2003. do 2014. godine prisutna precenjenost domaće valute, što je u suprotnosti sa zaključcima donetim na osnovu prethodnog pokazatelja. Najveći stepen neuravnoteženosti zabeležen je 2008. godine kada je valuta, prema Rodrikovom tumačenju ovog pokazatelja, bila precenjena 36%. Prosečno, posmatrajući ceo šesnaestogodišnji period, domaća valuta je bila precenjena oko 13%. Dobijen nalaz u skladu je sa literaturom u kojoj se ističe da je precenjenost čest slučaj kod zemalja u razvoju. Na osnovu izlaganja u 3. odeljku ovog rada, prema teoriji političke ekonomije precenjenost valute može rezultirati smanjivanjem proizvodnje i zaposlenosti u sektoru razmenljivih dobara, što ukazuje da je u ovom periodu postojala opasnost od jačanja protekcionističkih aktivnosti. Ipak, treba imati u vidu trend rasta indeksa nakon 2008. godine, kao i njegov prelazak u zonu potcenjenosti od 2015. godine, što ukazuje na smanjivanje mogućnosti jačanja protekcionističkih pritisaka,

¹⁰ S obzirom na raspoloživost podataka, podaci o BDP-u per capita odnose se na BDP per capita iskazanog u dolarima po konstantnim cenama iz 2010. godine.

za razliku od perioda do 2008. godine, kada se usled sve veće precenjenosti valute moglo očekivati jačanje protekcionističke aktivnosti. Nepostojanje jasnih dokaza koji bi ukazali na jačanje protekcionizma u razmatranom periodu ne umanjuju značaj praćenja ovog pokazatelja. Naime, praćenje neuravnoteženosti kursa ima za cilj da ukaže na periode kada postoji opasnost od jačanja protekcionizma, a u cilju adekvatnog vođenja spoljnotrgovinske politike.

Kretanje Rodrikovog indeksa ima oblik U krive, ne samo za Srbiju, već i za ostale analizirane zemlje centralne, istočne i jugoistočne Evrope, pri čemu stepen neuravnoteženosti u velikoj meri varira između zemalja. Najveći stepen precenjenosti, posmatranjem ovog pokazatelja, zabeležen je u Bosni i Hercegovini i Albaniji (prosečno oko 28%), pri čemu je Bosna i Hercegovina jedina zemlja iz uzorka koja je u celom analiziranom periodu (od 2001. do 2016. godine) beležila negativne vrednosti ovog pokazatelja. Posmatrajući prosečne vrednosti pokazatelja, precenjenost valute je pored Srbije, BiH i Albanije, zabeležena i u Makedoniji i Crnoj Gori. Sa druge strane, Češka beleži najveći stepen potcenjenosti valute (prosečno oko 27%) što je posledica kontinuirane potcenjenosti u celom analiziranom periodu. Prosečna vrednost pokazatelja veća od nule, ukazujući na potcenjenost valute, registrovana je i u Mađarskoj, Sloveniji, Poljskoj, Slovačkoj, Rumuniji, Hrvatskoj i Bugarskoj. Prethodna analiza pokazuje da je praćenje budućeg kretanja nivoa deviznog kursa posebno važno za zemlje Zapadnog Balkana¹¹, kako bi se predupredile moguće posledice u pogledu jačanja protekcionizma.

5. ZAKLJUČAK

Brojna kako teorijska tako i empirijska literatura pokazuju da neuravnoteženost deviznog kursa i sporovi o politici deviznog kursa mogu dovesti do intervencija spoljnotrgovinske politike, što je više puta dokazano imajući u vidu iskustva iz prethodnog perioda. Velika neuravnoteženost kursa može imati posledice na proces multilateralne trgovinske liberalizacije i, posledično, može smanjiti podsticaje za eliminisanje postojećih spoljnotrgovinskih barijera. Dalje, trajno odstupanje deviznog kursa od ravnotežnog nivoa može povećati podsticaje za povratak na protekcionističke politike (Nicita, 2013). Osim toga, nesuglasice oko politike deviznog kursa među partnerima u međunarodnoj trgovini mogli bi da podstaknu porast domaćih političkih pritisaka i jednostrane spoljnotrgovinske akcije (Copelovitch and Pevehouse, 2010). Imajući prethodno u vidu, cilj istraživanja ovog rada bio je da ukaže na važnost ispitivanja neuravnoteženosti kursa kao potencijalnog okidača protekcionističkih pritisaka i da ispita stepen neuravnoteženosti, na osnovu čega se može ukazati na potencijalne opasnosti jačanja protekcionističkih pritisaka. Rezultati dobijeni primenom dva različita pristupa pokazuju da procene neuravnoteženosti u velikoj meri zavise od izabranog metoda koji se koristi za izračunavanje ovog pokazatelja. Tako, posmatranjem odstupanja deviznog kursa od nivoa predviđenog teorijom pariteta kupovnih snaga, dolazimo do zaključka da je u analiziranim zemljama centralne, istočne i jugoistočne Evrope prisutna potcenjenost valute, s tim što stepen potcenjenosti varira između zemalja (manji je kod razvijenih zemalja iz uzorka). Međutim, ukoliko se posmatra Rodrikov indeks potcenjenosti/precenjenosti, kome se uobičajeno u literaturi daje prednost i koji se smatra pouzdanim, dobijeni rezultati odstupaju od prethodno navedenih, pa je tako, ukoliko se analizira prosečna vrednost ovog pokazatelja, u periodu od 2001. do 2016. godine u zemljama Zapadnog Balkana, gde pripada i Srbija, prisutna precenjenost valute. Ipak, kretanje oba

11 Srbija, Bosna i Hercegovina, Albanija, Makedonija i Crna Gora.

izabrana pokazateljica neuravnoteženosti ukazuje na smanjivanje podsticaja za jačanje protekcionističke aktivnosti, koja bi se negativno odrazila na region. Naime, od 2008. godine odstupanje deviznog kursa od nivoa predviđenog teorijom pariteta kupovnih snaga pokazuje trend rasta potcenjenosti valute, dok kretanje Rodrikovog indeksa sugerira smanjivanje precenjenosti, što po oba osnova ukazuje na slabljenje prethodno ispoljene opasnosti od jačanja protekcionističkih pritisaka. I pored toga što je prema Rodrikovom indeksu u određenom periodu postojao trend rasta precenjenosti valute, nema jasnih dokaza o jačanju protekcionizma u zemljama ovog regiona, što ipak ne umanjuje relevantnost ovog pokazatelja. Naime, na vođenje spoljnotrgovinske politike utiču brojni faktori, od kojih je kretanje deviznih kurseva samo jedan od njih, te se ne može precizno utvrditi koji stepen neuravnoteženosti kursa ne predstavlja pretnju za oživljavanje protekcionizma. Sa tim u vezi, ispitivanje neuravnoteženosti kursa predstavlja samo polazni korak u analiziranju mogućeg prelivanja kretanja deviznih kurseva na spoljnotrgovinsku politiku i ima za cilj da ukaže na periode u kojima postoji posebna potreba za praćenjem nivoa deviznog kursa, što je od posebnog značaja za zemlje ovog regiona, kako bi se predupredile štetne posledice u pogledu jačanja protekcionističke aktivnosti, što bi se negativno odrazilo na region. Imajući prethodno u vidu, istraživanje u ovom radu imalo za cilj samo da osvetli značaj analiziranja neuravnoteženosti i ukaže na moguće posledice, na osnovu čega bi istraživanje trebalo sprovesti primenom nekih od modela primenjenih u literaturi, što ujedno predstavlja preporuku za dalje istraživanje. U skladu sa tim, a sledeći Broz-a (2010) preporučljivo je ispitati ne samo ukupan nivo zaštite, odnosno zaštitu na nivou cele zemlje, već i kako protekcionistička aktivnost pojedinih grana tj. sektora zavisi od vrednosti valute. Imajući sve prethodno u vidu, strategije za izbegavanje ponovnog oživljavanja protekcionizma treba da uključe multilateralnu saradnju vezano za stabilizaciju deviznih kurseva oko njihovog ravnotežnog nivoa.

LITERATURA

Auboin, M. and Ruta, M. (2011), "The relationship between exchange rates and International Trade: A review of economic literature", WTO Staff Working Paper. No. ERSD-2011-17.

Bénassy-Quéré, A. et al. (2018). "Trade and currency weapons", CESifo Working Paper Series, No. 7112.

Bergsten, C. F. and Williamson, J. (1983), "Exchange rates and trade policy" in Cline, W. R. (ed.) (1983), *Trade Policy in the 1980s*, Peterson Institute, Pp. 99-120.

Blanchard, O. (2016), "Currency wars, coordination, and capital controls", National Bureau of Economic Research, Working paper, No. w22388.

Bown, C. P. (2011), "Taking Stock of Antidumping, Safeguards and Countervailing Duties, 1990–2009" *The World Economy*, Vol. 34, Pp. 1955–98.

Broz, J. L. (2010), "Exchange Rates and Protectionism" Manuscript, UCSD, Prepared for the fifth annual meeting of the International Political Economy Society (IPES), November 12-13, 2010, Weatherhead Center for International Affairs, Harvard University, Cambridge, MA.

Byrne, J. P. et al. (2008), "US trade and exchange rate volatility: A real sectoral bilateral analysis" *Journal of macroeconomics*, Vol. 30(1), Pp. 238-259.

Copelovitch, M. S. and Pevehouse, J. C. (2011), "Currency wars by other means? Exchange rates and GATT/WTO dispute initiation" University of Wisconsin Department of Political Science, Working paper.

Cordon, M. (1982), "Exchange Rate Protectionism", in Richard N. Cooper. (ed.) (1982), *The International Monetary System under Flexible Exchange Rates*, Cambridge, MA: Ballinger Press, Pp. 17-39.

De Grauwe, P. and Verfaillie, G. (1988), "Exchange rate variability, misalignment, and the European monetary system", in Richard C. Marston (ed.) (1988), *Misalignment of Exchange Rates: Effects on Trade and Industry*, University of Chicago Press, Pp. 77-104.

Eichengreen, B. and Irwin, D. (2009), "The protectionist temptation: Lessons from the Great Depression for today" *VoxEU.org*, 17.

Farhi, E. et al. (2013), "Fiscal devaluations" *Review of Economic Studies*, Vol. 81(2), Pp. 725-760.

Gawande, K. et al. (2011), "Determinants of trade policy responses to the 2008 financial crisis", The World Bank, Policy Research Working Paper, No. 5862.

Georgiadis, G. and Gräß, J. (2016), "Growth, real exchange rates and trade protectionism since the financial crisis" *Review of International Economics*, Vol. 24(5), Pp. 1050-1080.

Grilli, E. (1988), "Macroeconomic Determinants of Trade Protection" *The World Economy*, Vol. 11, 3 (September), Pp. 313-326.

IMF (1984), *Exchange Rate Volatility and World Trade*. IMF Occasional Paper 30.

Irwin, D. A. (2005), "The Rise of US Anti-dumping Activity in Historical Perspective" *World Economy*, Vol. 28(5), Pp. 651-668.

Knetter, M.M. and Prusa, T.J. (2003), "Macroeconomic factors and antidumping filings: evidence from four countries" *Journal of International Economics*, Vol. 61 (1), Pp. 1-17.

Marston, R. C. (1988), *Misalignment of Exchange Rates: Effects on Trade and Industry*. University of Chicago Press.

McKinnon, R. I. and Fung, K. C. (1993), "Floating exchange rates and the new interbloc protectionism: Tariffs versus quotas" *Protectionism and World Welfare*, Pp. 221-243.

Nicita, A. (2013), "Exchange rates, international trade and trade policies" *International Economics*, Vol. 135, Pp. 47-61.

Oatley, T. (2010), "Real Exchange Rates and Trade Protectionism" *Business and Politics*, Vol. 12(2), Pp. 1-17.

Pearce, J. and Sutton, J. (1985), *Protection and industrial policy in Europe*. Routledge & Kegan Paul.

Rodrik, D. (2008), "The real exchange rate and economic growth" *Brookings papers on economic activity*, 2008(2), Pp. 365-412.

Schatz, H. J. and Tarr, D. G. (2002), "Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection" in Hoekman et al. (ed.) (2002), *Development, Trade, and the WTO: A Handbook*, Washington: World Bank, Pp. 17-23.

Vandenbussche, H. and Viegelaan, C. (2011). "No Protectionist Surprises: EU Antidumping Policy Before and During the Great Recession" in Chad P. Bown, (ed.) (2011), *The Great Recession and Import Protection: The Role of Temporary Trade Barriers*, London: Centre for Economic Policy Research and the World Bank, Pp. 85-129.

WTO (2013), *Report on G20 Trade and Investment Measures*, World Trade Organization. Washington, DC.

<https://data.worldbank.org/> [Pristupljeno: 10/05/19]
