

*Драган Глигорић**
*Јелена Тешић***

ПОЈАВНИ ОБЛИЦИ И ЕФЕКТИ КОНКУРЕНТСКИХ ДЕВАЛВАЦИЈА У УСЛОВИМА КРИЗЕ

MANIFESTATIONS AND EFFECTS OF COMPETITIVE DEVALUATION IN CONDITIONS OF CRISIS

Резиме

Исцрпљивањем позитивних ефеката мјера фискалне и монетарне политике у домену смањивања референтне каматне стопе, политика девизног курса представља средство у којем земље могу да виде шансу за бржи излазак из текуће економске кризе. Конкурентском девалвацијом домаће валуте повећава се цјеновна конкурентност домаћих производа, а тиме и њихова тражња. Међутим, уколико једна земља изврши конкурентску девалвацију, може се очекивати да и земље које су угрожене таквом мјером предузму контрамјере, што у конкретном случају може да доведе до рата валута.

У овом раду анализирамо монетарну политику Сједињених Америчких Држава, Кине и земаља европске Економске и монетарне уније. Циљ нам је да идентификујемо постојање, појавне облике и ефекте које компетитивне девалвације имају на међународни монетарни систем. Резултати анализе указују да Сједињене Америчке Државе користе економски неутемељене аргументе како би извршиле притисак на Кину да ревалвира јуан, те да предузимају мјере које имају за циљ депресијацију долара. Такође, анализе указују да је спо-

* Економски Факултет, Универзитет у Бањој Луци, dragan.gligoric@efbl.org

** Економски Факултет, Универзитет у Бањој Луци

ра реакција земаља еврозоне, приликом рјешавања грчке и ирске дужничке кризе, допринијела слабљењу евра, што позитивно дјелује на извоз из еврозоне, прије свега Њемачке. Због негативних посљедица које могу да имају на стабилност међународног монетарног система, група Г20 је позвала на уздржаност од конкурентских девалвација и координацију макроекономских политика, што представља шансу за реформу међународног монетарног система.

Кључне ријечи: конкурентска девалвација, рат валута, међународни монетарни систем, цјеновна конкурентност.

Summary

Depletion of the positive effects of fiscal policy and monetary policy in the area of referent interest rate reduction, exchange rate policy has become an instrument through which a country could find a chance to faster come out of the current economic crisis. Competitive devaluation of domestic currency increases the price competitiveness of domestic products and consequently increases the demand for domestic products in the foreign markets. However, if one country takes an action of competitive devaluation, other countries, threatened by such action, are expected to take the countermeasures, which can ultimately lead to a *currency war*.

In this paper we examine the monetary policy of the United States, China and the European Economic and Monetary Union. Our goal is to identify the existence, manifestations and effects of competitive devaluations on the international monetary system. The results indicate that the U.S. uses economic unfounded arguments to put pressures on China to revalue its currency, as well as the measures aimed at depreciating dollar. Also, analysis showed that the slow reaction of the Eurozone countries in the settlement of the Greek and Irish debt crisis significantly contributed to the weakening of euro, which has a positive effect on exports from the Eurozone, especially from Germany. Because of the negative consequences that competitive devaluations could have on the stability of international monetary system, the G20 called for restraint from competitive devaluations and the coordination of macroeconomic policies, which could present an opportunity for the international monetary system reform.

Key words: competitive devaluation, currency war, international monetary system, price competitiveness.

Увод

Висина девизног курса, односно вриједност неке валуте у савременом свијету, који је заснован на тзв. фијат новцу, битно утиче, али и осликава кретања у реалном сектору националних економија. Стога, девизни курс, у савременим условима, представља веома битан инструмент економске политике чијим управљањем земља може да утиче на реални сектор сопствене привреде, али и других привреда са којима остварује економске везе.

У циљу изласка из садашње економске кризе земље примјењују различите мјере економске политике. На почетку ширења кризе нагласак је био на мјерама фискалне политике, те мјерама монетарне политике у домену смањивања референтне каматне стопе. Како су се исцрпљивали потенцијални позитивни ефекти смањења референтне каматне стопе на привредни опоравак, јер су каматне стопе биле ниске, или практично нулте, политика девизног курса, у последњем периоду, може да представља шансу за бржи опоравак националних економија. Наиме, депресијацијом своје валуте земље имају могућност да повећају тражњу за својим производима јер постају ценовно конкурентнији. Али, уколико једна земља изврши конкурентску девалвацију, може се очекивати да земље чији је платни биланс угрожен, односно њени трговински партнери примјене сличне контрамјере. Што је земља која проводи политику депресијације већа и повезана са остатком свијета, већи је број земаља који је погођен таквом политиком, те контрамјере погођених земаља могу доведу до рата валута.

Питање конкурентских депресијација (девалвација) националних валута и са тим уско повезано питање огромних глобалних трговинских дебаланса, тренутно су можда и најактуелније теме у међународним економским односима. Сједињене Америчке Државе (САД) као највећа економска сила данашњице, и, истовремено, земља која се суочава са највећим дефицитом текућег биланса, оптужује Кину, највећег свјетског извозника, да користи политику потцијењене валуте у циљу подстицања свог извоза, чиме доприноси повећању свјетских трговинских дебаланса. Истовремено, САД повећава количину домаће валуте у оптицају, што ће резултирати притисцима

на депресијацију долара. При том америчка страна наводи да се ради о мјери чији циљ није одмазда за потцијењену кинеску валуту, него повећање свјетске ликвидности. Такође, у неким круговима присутне су и шпекулације о томе да је споро и недоследно реаговање европских земаља приликом финансијске помоћи Грчкој имало за циљ намјерно слабљење евра, од чега највеће користи има Њемачка као најјугитијнија земља у европској Економској и монетарној унији (ЕМУ),¹ и, истовремено, највећи свјетски извозник послије Кине.

У овом раду настојаћемо да пронађемо одговор на питање да ли, и у којим облицима земље користе политику слабљења, односно политику потцијењене валуте као један од инструмената бржег изласка из садашње економске кризе. Такође, покушаћемо да утврдимо узроке конкурентских девалвација и последице које конкурентске девалвације могу имати на функционисање међународног монетарног система.

Како би дали одговор на питање постављено у проблему истраживања, анализираћемо кретање девизног курса и текућег рачуна платног биланса појединих земаља како бисмо утврдили узрочно-последичну везу између ове двије економске варијабле. Такође, сагледаћемо утицај мјера економске политике које су поменуте земље предузимале током садашње економске кризе на девизни курс, чиме ћемо доћи до одговора о постојању и облицима намјерног слабљења, односно одржавања домаће валуте потцијењеном, у циљу стимулисања извоза.

1. Појам конкурентских девалвација и рата валута у савременим условима

Када земља девалвира (депрсеира) своју валуту како би повећала међународну конкурентност, таква девалвација се дефинише као конкурентска девалвација (енг. *competitive devaluation*). Конкурентском девалвацијом своје валуте земље повећавају тражњу за својим производима који постају цјеновно конкурентнији. Међутим, уколико једна земља изврши компетитивну девалвацију, може се очекивати да земље чији је платни биланс угрожен, односно њени трговин-

¹ У наставку рада, скраћеница ЕМУ означаваће увијек европску Економску и монетарну унију

ски партнери примјене сличне контрамјере, неутралишући на тај начин почетну девалвацију. На крају, конкуритивне девалвације доводе до рата валута (енг. *currency war*) који може да узрокује појачану примјену трговинског протекционизма, смањење свјетске трговине, те успоравање економске активности земаља. Општеприхваћен став економске теорије, који је потврђен и кроз функционисање међународног монетарног система јесте да „рат валута”² у коначници ни једној страни не доноси користи. Нарочито у садашњим условима, када земље настоје да преовладају посљедице економске кризе, избјегавање рата валута је, чини се, неопходно.

Синтагму *рат валута* први је, у контексту тренутних збивања, јавно употребио бразилски министар финансија Гуидо Мантенга (Guido Mantega) у септембру 2010. године. Он је тада у свом говору упозорио да се свијет налази у опасности од рата валута који даље пријети да узрокује погубнији трговински рат међу земљама³. У свом говору, Мантенга је артикулисао став који ни један званичник до тада није јавно изнио, а то је да све више земаља настоје да путем слабења националних валута учине своје привреде цјеновно конкуритивним. На ову изјаву бразилског министра, гувернер Европске централне банке Жан Клод-Трише (Jean-Claude Trichet) реаговао је изјавом да описивање тренутне ситуације по овом питању више представља семантичку игру, те да се објективна ситуација не би могла представити термином рат валута⁴. Међутим, у неким својим другим изјавама исти гувернер упозорава да постоје валуте које су далеко испод својих „реалних” вриједности, мислећи при том, наравно, на Кину. Истина је да рат валута није ескалирао у оној мјери у којој се то десило током Велике депресије 30-их година прошлог вијека. Међутим, иако можда рат валута није отворено ескалирао, чињеница је да националне валуте, односно политика девизног курса,

² У економској литератури термин „рат валута” се још увијек није одомаћио, а и када се употребљава, то се често чини са наводницима. Како је рат валута резултат извршених конкуритивних девалвација, понекад се ови термини у раду користе као синоними.

³ The Telegraph, објављено 28. септембра 2010. године (преузето 1. децембра 2010. године) <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8029560/Brazil-warns-of-world-currency-war.html>

⁴ News KF, објављено 15. децембар 2010. године (преузето 15. децембра 2010. године) <http://newskf.com/the-currency-war/11754/>

представља један од битних инструмената економске политике земаља, а то се нарочито односи на период од избијања текуће економске кризе⁵. Да је питање рата валута заста у фокусу интересовања свих земаља, говори и то да су задња два самита челника Групе Г20 била у великој мјери посвећена овој проблематици. Један од закључака декларације са самита, који је у јуну 2010. године одржан у Торонту, било је и то да се обезбиједи „већа флексибилност девизних курсева како би се омогућило рефлектовање економских фундамената. Тржишно оријентисани девизни курсеви који рефлектују економске фундаменте доприносе глобалној економској стабилности”⁶. Ово се, прије свега, односило на кинеску валуту, коју су Кинези поново везали за долар због бојазни да би превелика ап्रेसијација јуана могла да буде погубна по кинеску економију. Тензије о питању односа америчког долара и кинеског јуана предмет су спора САД и Кине већ дужи период, што ће бити детаљно анализирано касније у раду. Експлицитнији закључци о питању рата валута изнијети су након самита у Сеулу, који је одржан у новембру 2010. године. Тада је, осим закључка да земље треба да препусте девизне курсеве тржишном одређивању, закључено и да земље треба да се уздрже од конкурентских девалвација⁷.

Најочитија мјера која има за циљ депресијацију националне валуте, или заустављање њене апресијације су интервенције на девизном тржишту централне банке. Капиталне контроле такође представљају „ригидан” инструмент путем којег се жели контролисати вриједност неке валуте. Међутим, осим ових најочљивијих инструмента, мјере конкурентских девалвација, односно депресијација укључивале би и све оне мјере које директно или индиректно могу да остваре притисак на неку валуту да депресира. Једна од таквих мјера јесте и повећање новчане масе путем операција на отвореном тржишту (енг. quantitative easing). Ова мјера, у оквирима националне економије, има за циљ обарање каматних стопа путем повећања ликвидности, а

⁵ Сличност „рата валута” данас и за вријеме Велике депресије јесте управо то што се притисци на слабљења валута појачани управо у условима економских криза.

⁶ Декларација Г20 са самита у Торонту (G20 Toronto Summit Declaration, 26-27 June 2010) http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20_declaration_en.pdf

⁷ Декларација Г20 са самита у Сеулу (G20 Seoul Summit Leader's Declaration, 11-12 November 2010)

http://media.seoulsummit.kr/contents/dlobo/E1_Seoul_Summit_Leaders_Declaration.pdf

коначни циљ јесте да се путем нижих каматних стопа стимулише економска активност. Међутим, у међународним оквирима, оваква мјера, уколико се ради о свјетској валути, обично доводи до њене депресијације.⁸ Још једна мјера, која би се могла подвести под мјеру компетитивних девалвација, јесте константно одржавање валуте на одређеној циљано ниској вриједности у сврху стимулисања извоза.

У посљедње вријеме могли су се уочити примјери кориштења сваке од наведених мјера. Јапан, Швајцарска и Јужна Кореја били су у групи земаља које су у значајнијем обиму интервенисали на девизном тржишту у циљу слабљења или спречавања јачања својих валута. У новембру САД су најавиле други круг мјера лабављења новчане масе (енг. quantitative easing) у износу од 600 милијарди долара, што је од стране других земаља оцијењено као начин да се изврше притисци на слабљење долара. Због бојазни да ће због виших каматних стопа у земље у развоју и земље у успону доћи до великог прилива, прије свега шпекулативног капитала, неке од њих су, међу којима су економски најзначајније Бразил, Тајланд и Индонезија, примијениле мјере капиталних контрола, као што су више стопе опорезивања странаца приликом куповине домаћих обвезница, или више стопе пореза на капиталну добит остварену куповином домаћих обвезница. Што се тиче мјера које за циљ имају константно одржавање валуте на одређеној циљано ниској вриједности у сврху стимулисања извоза, ту се прије свега мисли на Кину. Огроман трговински дебаланс између Сједињених Држава и Кине, којег многи економисти вежу за потцијењеност јуана, основни је узрок спора између ове двије земље. Када је у питању еврозона и њена јединствена валута евро, споро и недоследно реаговање европских земаља приликом рјешавања дужничких криза у њеним „периферним” земљама постаје предмет економске дебате. Иако ове земље још увијек немају економски значај да угрозе постојање еврозоне и евра, споро реаговање приликом до-

⁸ Ниже каматне стопе у једној земљи доводе до одлива капитала у друге земље гдје су приноси већи; повећавајући понуду валуте која носи мање приносе, односно повећавајући тражњу за валутама које носе већи принос, долази до слабљења валуте земље у којој је дошло до опадања каматних стопа. Објашњење може да тече и овако: амерички инвеститори који продају ФЕД-у обвезнице тежиће да диверзификују доларе које добију од ФЕД-а. Један од начина диверзификације јесте да купују стране акције и обвезнице што повећава тражњу за другим валута а тако и њихову вриједност, односно смањује се вриједност долара.

ношења одлуке о пакету помоћи овим земљама доприноси значајном слабљењу евра. Шпекулише се да највеће користи од споре реакције има Њемачка као најутицајнија земља еврозоне и, истовремено, највећи свјетски извозник послјије Кине, због слабљења евра.

Као што смо из претходних примјера видјели, постоји оправдан разлог да се постави питање: колико је свјетска економија данас угрожена од некоординисаних акција земаља приликом провођења разних мјера конкурентских девалвација? Иако постоји слагање о питању негативних посљедица рата валута, став економиста о томе колико се свијет данас заиста налази у опасности од ескалирања рата валута није јединствен. Стога је неопходно да анализирајући узроке мјера и саме мјере које проводе економски најзначајније привреде, чије су валуте, у ствари, најзначајније валуте у међународном монетарном систему, утврдимо и дамо свој став о томе да ли је опоравак од кризе заиста угрожен од потенцијалних негативних ефеката конкурентских девалвација.

Због улоге долара у међународном монетарном систему, наредни дио рада посвећен је анализи трговинског дефицита САД, те односу долара са другим валутама и то првенствено са кинеским јуаном.

2. Неслагање Сједињених Америчких Држава и Кине о вриједности јуана и међусобном трговинском дебалансу

Уколико узмемо у обзир број земаља које су оствариле суфиците текућег рачуна, с једне, и број земаља које су оствариле дефиците с друге стране, те њихово учешће у БДП-у земље, високи дебаланси у међународној трговини који су данас предмет озбиљне економске дебате постају евидентни. Као што је познато, уколико једна земља оствари суфицит текућег рачуна, друге земље су суочене са платнобилансним потешкоћама. Земља која је суочена са платнобилансним дефицитом, исти не може константно да акумулира, јер се, у крајњој инстанци, суочава са проблемом презадужености. Једина опција која јој на дуги рок стоји на располагању јесте да утврди узроке платнобилансног дефицита, те да њиховим рјешавањем створи претпоставке за дугорочно одржив раст.

Неријетко земље које имају константно високе суфиците текућег рачуна бивају критиковане за нелојалну конкуренцију, оправдано или неоправдано, од стране земаља које имају дефицит текућег рачу-

на. Поред оптужби за наметање царинских и нецаринских баријера, критике се често односе и на политику девизног курса. Познато је да депресијација девизног курса или његова потцијењеност може да буде значајан извор цјеновне конкурентности за земљу. Такође, и ако се домаћа валута мјерама монетарне политике одржава потцијењеном, земља таквом политиком обезбјеђује тражњу за домаћим производима на вишем нивоу у односу на ниво који би постојао да потцијењеност валуте не постоји. У оба случаја исход је суфицит текућег рачуна једне земље (или групе земаља у случају валутне уније) са потцијењеном валутом и дефицит земаља који представљају њене спољнотрговинске партнере. На тај начин, земље са платнобилансним тешкоћама често покушавају да ријеше проблем дефицита вршећи притисак на земљу са којом остварује највећи спољнотрговински дефицит да изврши, односно да дозволи апресијацију валуте.

Огроман трговински дефицит САД, у којем најзначајније мјесто заузима дефицит са Кином, представља један од главних узрока због којег се свијет и налази у опасности од избијања рата валута. Разлог је то што трговински дефицит Сједињених Држава према мишљењу кинеских економиста и званичника, представља одраз структурних економских проблема америчке привреде. С друге стране, према мишљењу неких од најутицајнијих америчких научника, најважнији узрок трговинског дефицита САД потцијењен јуан. Стога је од изузетног значаја да у оквиру теме овог рада анализирамо не само мјере конкурентских депресијација које земље чине у циљу стимулсања извоза, него и узроке који до тога доводе. У том смислу, управо је анализа трговинског дефицита САД, поготово оног дијела који она остварује са Кином, од суштинског значаја за садашња и будућа кретања долара у односу на друге свјетске валуте, а нарочито кинески јуан.

У посљедњој деценији 20. вијека свједоци смо интензивне економске расправе између Кине и САД: земље која од 2005. године остварује највећи суфицит текућег рачуна, и земље која у посљедњих неколико деценија важи за земљу са највећим дефицитом текућег рачуна на свијету. Оптужбе су упућене из академских и политичких кругова у Америци према кинеским властима, који сматрају да је узрок америчког платнобилансног дефицита потцијењени јуан. Према тврдњама Фреда Бергстена (Fred Bergsten), директора Петерсон института за међународну економију, ефективни курс јуана је потцијењен за

око 25%, док је потцијењеност у односу на долар око 40%. У потцијењеној кинеској валути он види главни узрок дефицита текућег биланса САД, те оптужује Кину да манипулише девизним курсом (енг. *currency manipulator*) у циљу стварања јаче конкурентске позиције за своје произвођаче. Такође, он предлаже стратегију за вршење притиска на Кину да ревалвира јуан, која би се састојала од лобирања осталих, пре свих, европских земаља да се укључе у „акцију” против Кине, како на билатералном нивоу, тако и кроз Међународни монетарни фонд и Свјетску трговинску организацију. Уколико би стратегија дала успјеха, његово мишљење је да би се тиме смањио годишњи дефицит текућег рачуна САД између 100-150 милијарди долара и отворило између 0,6 и 1,2 милиона нових радних мјеста у САД.⁹ Слично мишљење дијели и низ других истакнутих економиста као што су Вилјам Р. Клајн (William R. Cline)¹⁰ и Пол Кругман (Paul Krugman).¹¹

Сасвим сигурно је да ставови овако значајних економиста имају своју тежину у смислу утицаја на заузимање става власти САД према Кини и њеној монетарној политици. Заузимање гледишта према коме Кина представља манипулатора и кривца за мањи број радних мјеста у САД ствара амбијент који захтијева одмазду у виду повећања количине долара у оптицају и депресијације курса долара. Оваква мјера је већ најављена од стране Федералних резерви, али не као мјера чији је циљ одмазда за „манипулацију” девизним курсом од стране Кине, већ је скривена изговором да је њен искључиви циљ повећање ликвидности. Дакле, иако имамо догађаје који указују на опасност од валутног рата, односно конкурентских девалвација, ипак су овакви догађаји ријетки и „скривени” да би могли да тврдимо да је валутни рат ескалирао. Међутим, амбијент који ствара Америка по овом питању није нимало безопасан. Тражење изговора за властите проблеме, као што је хронични дефицит текућег рачуна, може да доведе до несмотрених потеза америчких власти и контра реакције Кине, што може да доведе до валутног рата. У наставку ћемо показати да дефи-

⁹ Bergsten, F.: Correcting the Chinese exchange rate: an action plan, *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*, Centre for Economic Policy Research, April 2010., стр. 9-14.

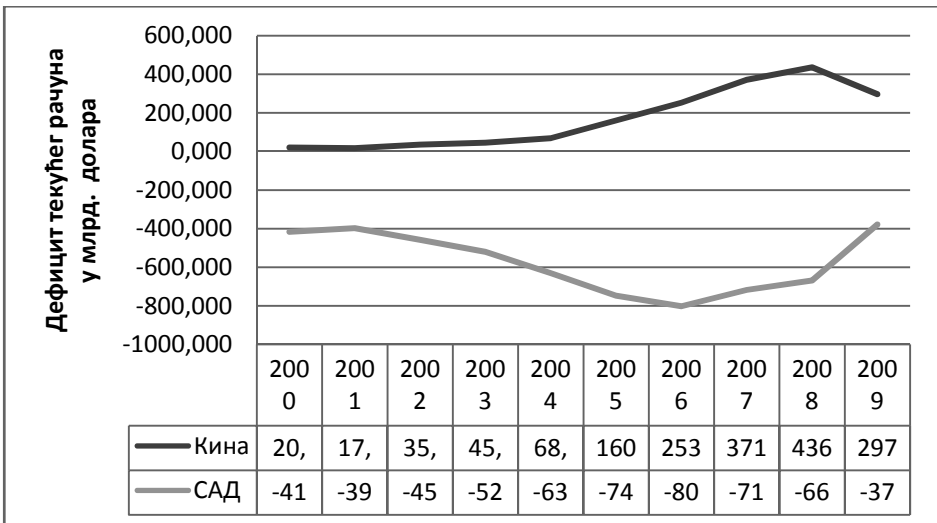
¹⁰ Cline R. W.: *Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit*, Peterson Institute for International Economics, Number PB10-20, August 2010.

¹¹ Официјелни блог Пола Кругмана, *The conscience of liberal*
<http://krugman.blogs.nytimes.com/>

цит текућег рачуна није резултат економске политике Кине, већ економске политике САД. Свакако да земља, у овом случају Кина, може потцијењеном валутом да утиче на конкурентност извоза, међутим, да ли је јачање јуана може да значајно коригује дефицит текућег рачуна Сједињених Држава. До дјелимичног одговора на постављено питање можемо да пронађемо једноставно поређењем стања текућег рачуна и девизног курса ове двије земље.

На следећој табели и графикону дат је преглед стања текућег рачуна поменутих земаља у последњих десет година, откада поменута расправа постаје актуелна:

Графикон бр. 1: Стање текућег рачуна САД-а и Кине (у милијардама USD)



Извор: World Economic Outlook (WEO), октобар 2010. и калкулације аутора.

Као што је из претходне табеле видљиво, дефицити текућег рачуна САД нису никаква новост, они су константни у посматраном периоду. Сједињене Државе су задњи пут оствариле суфицит текућег рачуна још давне 1991. године, тек 2,895 милијарди долара. Уколико је монетарна политика у Кини одговорна за значајан дио дефицита текућег рачуна, поставља се питање: чија политика је одговорна за дефиците до времена када су суфицити Кине били безначајни у односу на дефицит САД? Наиме, у посматраном периоду, 2000-2009. година, САД је остварио кумулативни дефицит текућег рачуна у износу од 5.738,37 милијарди долара, док је Кина остварила суфицит у износу од 1.707 милијарди долара. У табели бр. 1 дат је укупан дефи-

цит САД као и укупан дефицит који је остварен са Кином. Из табеле је видљиво да је учешће дефицита који је остварен са Кином у укупном дефициту у 2000. години било тек 21,14%, док 2009. године наведено учешће износи чак 69,67%.

Табела бр. 1: Учешће дефицита текућег рачуна САД са Кином у укупном дефициту САД (у милијардама USD)

Година	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Дефицит са Кином	-88,03	-88,64	-109,88	-131,82	-172,28	-219,10	-260,98	-294,90	-307,74	-263,64
Укупан дефицит	-416,38	-397,15	-458,07	-520,68	-630,49	-747,59	-802,64	-718,09	-668,86	-378,43
Учешће	21,14%	22,32%	23,99%	25,32%	27,32%	29,31%	32,52%	41,07%	46,01%	69,67%

Извор: http://www.bea.gov/international/bp_web, <http://www.usgovernmentspending.com> и калкулације аутора.

Површним прегледом наведених показатеља могло би се закључити да су оптужбе Америке везане за потцијењеност јуана оправдане с обзиром на нагли раст учешћа дефицита текућег рачуна са Кином у укупном дефициту. Ипак, да би донијели закључак да је потцијењеност јуана „кривац“ за дефицит текућег рачуна САД, неопходно је сагледати кретање номиналног и реалног курса јуана. Уколико утврдимо да је у посматраном периоду курс јуана реално депресирано, моћи ћемо да закључимо да је кретање курса јуана утицао на тренд повећања учешће дефицита текућег рачуна са Кином у укупном дефициту САД.

Из наредне табеле, у којој је приказано кретање курса долара у односу на јуан, видљив је пад како номиналног тако и реалног индекса девизног курса, што указује на апресијацију јуана, мада индекс номиналног девизног курса указује на значајнију номиналну апресијацију у односу на реалну. Разлог је већа инфлација у САД у односу на Кину у посматраном периоду. Познато је да, уколико претпоставимо да је номинални курс константан, реални девизни курс јуана депресирано уколико је стопа инфлације у САД већа од стопе инфлације у Кини. Додуше, у посматраном периоду реални девизни курс јуана није депресирано, али је већа инфлација у Сједињеним Државама донекле кориговала утицај апресијације номиналног курса јуана на апресијацију реалног девизног курса.

Табела бр. 2: Кретање билатералног курса долара у односу на јуан у и промјене цијена у Кини и САД (1999. година базна)

Година	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Курс јуана изражен у долларима	8,2783	8,277	8,277	8,277	8,2767	8,1825	7,9601	7,5811	6,9253	6,8314
Индекс промјене номиналног курса јуана	100,00	99,98	99,98	99,98	99,98	98,84	96,16	91,58	83,66	82,52
Инфлација у Кини у %	0,4	0,725	-0,767	1,167	3,9	1,817	1,467	4,767	5,9	-0,693
Инфлација у САД у %	3,367	2,817	1,596	2,298	2,668	3,366	3,218	2,87	3,816	-0,324
Индекс цијена у Кини	100,40	101,13	100,35	101,52	105,48	107,40	108,97	114,17	120,91	120,07
Индекс цијена у САД-у	103,37	106,28	107,98	110,46	113,40	117,22	120,99	124,47	129,21	128,80
Реални девизни курс јуана	8,52	8,70	8,91	9,01	8,90	8,93	8,84	8,26	7,40	7,33
Кретање реалног девизног курса јуана	0,67	-2,02	-2,33	-1,11	1,20	-0,36	1,05	6,94	11,67	1,00
Индекс реалног девизног курса	99,34	101,38	103,80	104,96	103,71	104,09	103,01	96,33	86,26	85,41

Извор: <http://www.chinability.com/Rmb.htm>; *World Economic Outlook (WEO)*, октобар 2010. и калкулације аутора

Као што смо претходно истакли, ако је вриједност јуана, према тврдњама америчких власти, један од главних узрока њиховог дефицита, логично је за очекивати да се дефицит са Кином у том периоду смањује с обзиром на значајну ап्रेसијацију јуана. Напротив, из табеле бр. 1 можемо примијетити да учешће дефицита текућег рачуна са Кином у периоду 2005-2009. година значајно расте иако је јуан реално апресирао за око 20% (пад индекса означава апресијацију). Дакле, имамо сасвим неочекивани смјер кретања посматраних економских варијабли, девизног курса и дефицита текућег рачуна. Иако се може очекивати да због раста вриједности јуана САД побољшава своју спољнотрговинску позицију са Кином, ствари се крећу у обрнутом смјеру: дефицит текућег рачуна са Кином постаје све значајнији. Како емпиријски подаци указују, кориговањем девизног курса јуана није могуће ријешити проблем дефицита текућег биланса САД.

Ипак, не можемо тврдити да дефицит са Кином не би био већи да јуан није апресирао, али ипак можемо тврдити да нагла депресијација јуана не би ријешила структурни проблем САД. Вјероватно је бољи начин за то мања потрошња америчког становништва, а 2009. година је најбољи доказ за ову тврдњу. Наиме, у 2009. години, због рецесије која је погодила САД па и читав свијет, Американци су смањили потрошњу, што је довело до тога да се дефицит текућег рачуна скоро

упола смањи. Могло би се рећи да текућа криза представља шансу да се дисциплинује потрошња Американаца и ријеши дугогодишњи проблем дефицита. Притисци на Кину да ојача јуан могу олакшати процес, али пуштање додатне количине долара од 600 милијарди до краја трећег квартала 2011. године, како су објавиле САД, у циљу депресијације курса долара и стимулисања извоза, могло би утицати да Кина проведе контрамјере и спријечи даље јачање јуана. Иако САД наводи да циљ најављене мјере није слабљење долара, већ бржи опоравак посустале економије и брже рјешење проблема незапослености, сигурно је да повећање количине долара у оптицају има скривени циљ да депресира долар и да се тако помогне америчким произвођачима. Такав сценарио догађаја би вјероватно, не само погоршао стање дефицита текућег рачуна, него и проузроковао пораст неизвјесности у међународним плаћањима због контрамјера које би вјероватно услиједиле, смањење свјетске трговине и инвестиција.

Дакле, анализа емпиријских података указује да дефицит текућег рачуна Америке није узрокован кретањем курса јуана. Дефицит представља структурни дугорочни проблем Сједињених Држава, а оптужбе упућене на рачун Кине представљају покушај да се испроба већ провјерена стратегија са Јапаном током 70-их и 80-их година 20. вијека. Познато нам је да је Јапан тада подлегао притисцима и нагло ревалвирао јен. Резултат нагле ревалвације јена није било трајно рјешавање проблема дефицита текућег рачуна САД. Он је побољшан само на кратко. „Оно што је трајно постигнуто јесте уништавање јапанске економије, која од тада није значајније расла - Јапанци су период нагле апресијације јена назвали губитком декаде, а из данашње перспективе то постаје губитак генерације”.¹² Исти сценарио би се десио и уколико би Кина нагло ревалвирала јуан, с обзиром са слиједи извозно оријентисану стратегију раста као и Јапан. Ову тврдњу подупиру и истраживања које је провео Јозеф Франкоис (Joseph Francois), професор са Универзитета у Линцу. Његова истраживања су показала да би једнократна ревалвација јуана за 5% довела у равнотежу текући рачун Кине, док би за неутралисање суфицита са Кином било потребно извршити ревалвацију јуана за 15%. У крај-

¹² Wyplosz, C.: Is an undervalued renminbi the source of global imbalances?, The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, Centre for Economic Policy Research, April 2010.

њој инстанци, до повећања броја радних мјеста у Америци не би уопште дошло. Разлог лежи у структури увоза из Кине у којој преовлађују компоненте које су инпут за производњу извозних финалних производа САД. Ревалвација јуана би покупила компоненте које се увозе из Кине, повећала трошкове америчких фирми и смањила амерички извоз. Једном речју: погоршала би односе размјене САД.¹³ Дакле, Кина је само у свјетском извозу заузела мјесто Јапана, а становници Америке су само наставили да троше изнад могућности, купујући овај пут кинеске производе умјесто јапанских. Трајно рјешење америчког дефицита јесте штедња америчких грађана и државе, односно мањи дефицит буџета САД, у којима леже неки од узрока платнобилансног проблема.

3. Монетарна политика Сједињених Америчких Држава и курс јуана

Упркос томе што је и велики број америчких научника и политичких ауторитета свјестан ових чињеница, Американци настављају да мјерама попут „упумпавања” новца, односно повећања ликвидности допринесу проблему рјешења свог дефицита. Наиме, америчке Федералне резерве (ФЕД) су у августу најавиле припрему плана другог круга монетарног лабављења (енг. quantitative easing 2- QE2¹⁴), док су детаљи плана изнијети почетком новембра 2010. године. ФЕД ће до краја треће четвртине 2011. године, купити 600 милијарди долара дугорочних трезорских обвезница (енг. long-term treasuries), док ће додатних 300 милијарди долара бити усмјерено у реинвестирање на основу раније издатих обвезница. Тако укупна сума додатног повећања ликвидности износи око 900 милијарди долара. Циљ ових мјера, према званичном ставу САД, јесте бржи опоравак посустале економије и брже рјешење проблема незапослености. Међутим, ова мјера у међународним оквирима није дочекана са добродошлицом. Иако би свјетским извозницима сигурно одговарао брз опоравак америчке привреде јер су САД највећи потрошачи њихових извозних

¹³ Francois, J.: Deconstructing Sino-US codependence: revaluation, tariffs, exports and jobs, The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, Centre for Economic Policy Research, April 2010.

¹⁴ Ово 2 се односи на други круг ових мјера да би се разликовале од оног првог

добара, управо су они највише критиковали мјере „монетарног лабављења 2” (QE2). Наиме, први који су отворено и помало жустро критиковали ове мјере били су њемачки, кинески, бразилски и званичници Јужне Африке. Наравно, њихове критике биле су упућене због бојазни да ће мјере квантитативног лабављења довести до депресијације долара, што ће посљедично погодити њихов извоз у Америку. Такође, критика се односила на то да САД оваквим мјерама које ће штетити другима, поткопава дух мултилатеризма у циљу бржег опоравка: оно што је на састанцима Г20 стално наглашавано¹⁵.

У контексту теме коју ми изучавамо, а то су конкурентске девалвације, очито је да се и за САД може слободно рећи да представљају једног од учесника у рату валута. Овим најновијим мјерама монетарног лабављења, за које смо раније рекли да спадају у једну од мјера конкурентских девалвација, САД су се укључиле у трку снижавања вриједности своје националне валуте. Ова чињеница и те како је битна јер вриједност долара, као најзначајније свјетске валуте, има импликације на све остале свјетске валуте.

Међутим, с обзиром да је највећи износ дефицита САД настаје у трговинским везама са Кином, ми ћемо се управо осврнути на однос ове двије валуте, односно анализираћемо какве евентуалне импликације последње мјере Федералних резерви (енг. Federal Reserve, ФЕД) имају на кретање односа између долара и јуана. Као што смо претходно рекли, упумпавање додатне количине долара од 600 милијарди до средине 2011. године, које као један од циљева има и депресијацију долара, те стимулисања извоза, могло би утицати да Кина проведе контрамјере и спријечи даље јачање јуана. Ипак, ствари поводом курса долара и јуана су сложеније. Ово из разлога што се однос долара и јуана не утврђује на девизном тржишту, тј. због чињенице да је Народна банка Кине та која директно контролише вриједност јуана и то везујући његов курс са доларом.

Интересантан став по овом питању пружио је познати амерички економиста и професор на Харварду Мартин Фелштајн (Martin Feldstein). Наиме, он сматра да је тачно то да ће мјере монетарног лабављења допринијети депресијацијским притисцима на долар, што се десило одмах након објављивања плана ових мјера. Али, долар ће

¹⁵ BBC News, објављено 5. новембра 2010. године (преузето 11. децембра 2010. године) <http://www.bbc.co.uk/news/business-11697483>

депресирати у односу на валуте које имају флукутирајући девизни курс, односно које у односу на долар флукутирају (евро, јен, фунта, франак, реал, итд.). Како смо објаснили у уводном разматрању рада, раст вриједности других валута у односу на долар, узрокован мјерама „монетарног лабављења 2”, резултат је сељења капитала из САД на друга тржишта што повећава вриједност валута земаља у које се капитал из Америке сели. Имајући у виду да у Кини постоји само ограничена могућност конвертибилности капиталних трансакција, вриједност јуана у односу на долар, по овом механизму, не може да порасте. Познато је да је Народна банка Кине та која одређује девизни курс јуана у односу на долар. Професор Фелштајн стога оправдано поставља питање: како ће мјере монетарног лабављења утицати на однос долара и јуана с обзиром да Кинези држе јуан везан за долар. Како је јуан везан за долар, а очекује се депресијација долара у односу на друге свјетске валуте, то значи да ће и јуан слабити у односу на те валуте. Стога ће пондерисана вриједност јуана, односно ефективна вриједност јуана (енг. trade-weighted) на крају опасти, нарочито у односу на валуте других брзорастућих привреда у односу на које је долар ослабио у посљедњем периоду. Поента је у томе да мјере монетарног лабављења имају позитивне ефекте и на Кину и на САД. С једне стране, како је везан за долар, јуан је ефективно депресирао у односу на валуте осталих спољнотрговинских партнера, јер је долар депресирао у односу на друге валуте са флукутирајућим курсом. С друге стране, то је дало простора Кинезима да дозволе апресијацију (или боље речено ревалвацију) јуана у односу на долар. Наиме, у јуну 2010. године, Кинези су најавили да ће дозволити постепене апресијације јуана и од тада је јуан ојачао у односу на долар у износу од 3,1%. Професор Фелштајн дозвољавање ове апресијације сматра управо резултатом мјера монетарног лабављења које доводе до слабљења долара у односу на друге валуте (осим јуана). Дакле, није само у америчком интересу да јуан апресира у односу на долар, већ и у кинеском. Наиме, јачи јуан помогао би контролисању инфлационих притисака у Кини, а такође би довео до реалног повећања прихода кинеских домаћинстава снижавајући цијене увозних добара. Према Фелштајну „очит циљ мјера монетарног лабављења 2 јесте даља апресијација јуана у односу на долар, циљ који је у интересу не само

Америке него и Кине. Али, не очекујте од званичника САД да тај циљ јавно прокламују, нити од званичника Кине да се јавно захвале на томе¹⁶.

Могуће потврде ставова професора Фелштајна, да између Америке и Кине можда постоји неки вид заједничких интереса о питању односа долара и јуана, појавиле су се након састанка Г20 у новембру. Наиме, на том састанку, као што смо споменули у уводу, само је оквирно наведено да земље треба да се уздрже од конкурентских девалвација. Међутим, у медијима су се појавиле шпекулације да су САД и Кина „иза сцене” постигле билатерални договор о постепеној ап्रेसијацији јуана у односу на долар у износу од 7,8% на годишњој основи. Ово би у петогодишњем периоду износило 40 процената, чак више од износа како амерички научници оцјењују садашњу потцијењеност јуана.

Било ово истина или не, сигурно је да Кина неће допустити наглу ап्रेसијацију јуана у односу на долар. Сигурно је и то да ће амерички трговински дефицит са Кином потрајати и у наредном средњорочном периоду. Такође, основни кривац за овај дефицит није само потцијењени јуан. У том смислу, америчка привреда се мора окренути рјешавању проблема у реалном сектору своје привреде уколико жели да поврати њену конкурентност. Мало је времена остало у којем ће САД моћи „притискати” Кину да ревалвира јуан. Када економска моћ Кине премаши америчку, ствари ће одвијати другачије. То је већ и сада очито. Што прије Американци схвате да рјешење проблема није само у слабом долару, то боље по њих.

4. Еврозона - посматрач или учесник у рату валута?

У контексту теме конкурентских девалвација, еврозона је са својом јединственом валутом евро, на први поглед остала изван ових дешавања. Упркос томе, од када је актуелно питање рата валута, евро је највише депресирао у односу на друге важније валуте. Због овога, али и због улоге евра у међународном монетарном систему, неопходна је анализа кретања његове вриједности и економских фундамената на којима је заснован.

¹⁶ Feldstein, M.: Quantitative Easing and the Renminbi, Project Syndicate, објављено 26. новембра 2010. године (преузето 20. децембра 2010. године) <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein30/English>

Јединствена европска валута уведена је 2002. године и од тада до данас 16 земаља Европске уније учествује у пројекту ЕМУ. Без намјере да дубље анализирамо да ли је ЕМУ оптимална валутна зона, евро је од увођења заузео улогу једне од водећих свјетских валута, односно заузима значајан обим у међународним трансакцијама и друга је најзначајнија резервна валута послје долара.

Евро је од свих водећих свјетских валута у 2010. години забиљежио највише стопе депресијације у односу на остале валуте (долар, јуан и јен). Вриједност евра је у 2009. години на дан 1. децембра износила 1,5074 долара, док је на исти дан 2010. године цијена евра у доларима износила 1,3115¹⁷. Најнижа вриједност евра у 2010. години забиљежена је 8. јуна 2010. године када је за један евро било потребно издвојити само 1,1942 долара. С обзиром на тему коју у овом раду изучавамо а то су конкурентске девалвације, у овом дијелу циљ нам је да анализирамо узроке који су довели до обимног опадања вриједности евра, односно да утврдимо да ли је пад вриједности евра резултат циљане политике девизног курса или је резултат неких других економско-политичких дешавања.

Позиција ЕМУ у смислу укључивања у трку „намјерног” снижавања вриједности евра изузетно је незахвална. Ово због тога што ЕМУ према теорији оптималног валутног подручја не представља оптимално валутно подручје¹⁸, те се слабљење евра често перцепира у јавности као резултат ове чињенице, односно доживљава се као одраз слабости економских фундамената на којима почива евро. С друге стране, за увођење и постојање неке валуте од суштинског значаја је питање ауторитета који стоји и гарантује за ту валуту. Питање ауторитета који стоји иза јединствене европске валуте веома је сложено. Стога је стабилност и повјерење у евро, не само економски него и политички осјетљиво питање. Слабљење евра можда је економски пожељно са становишта конкурентности, али политичке импликације могу да воде опадању повјерења у ауторитет који стоји иза евра. Због узрочно-посљедичне везе, опадање повјерења у ауторитет може да узрокује његово даље слабљење.

Управо овакву ситуацију имамо данас. Узрок значајног пада вриједности евра у овој години у односу на долар, али и у односу на све

¹⁷ Европска централна банка,

<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

¹⁸ Кругман, П., Обстфелд, М.: Међународна економија, Датастатус, Београд, 2009. година, стр. 582-587

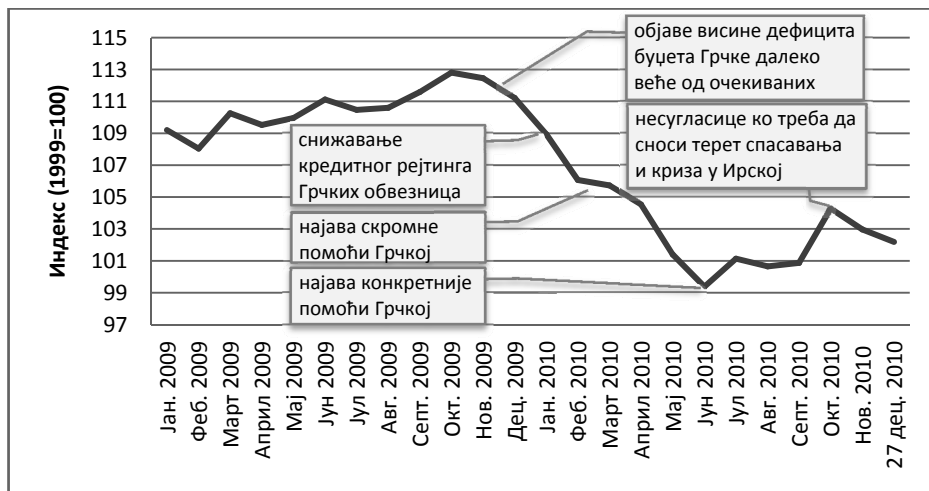
друге валуте значајнијих трговинских партнера еврозоне, представља, прије свега, дужничка криза земаља једног броја чланица еврозоне. Ова дужничка криза изазвала је кризу неповјерења у евро. Од избијања дужничке кризе, честа тема економских анализа постају наслови попут „криза евра“, „евро у кризи“, „будућност евра“, „будућност еврозоне“, или још тенденциозније „пропаст евра“, „крај евра”¹⁹, итд.

Дужничке кризе земаља еврозоне, прије свега Грчке и Ирске, те проблеми јавних финансија и јавног дуга Шпаније, Португала и Италије, засигурно имају утицаја на кретања у реалној привреди еврозоне – изражено стопама раста друштвеног производа и стопама незапослености. Међутим, ми ћемо се у овом раду првенствено бавити анализом утицаја дужничке кризе у еврозони на кретање вриједности евра.

Пад вриједности евра и даљи депресијацијски притисци од новембра 2009. године, ка

о што можемо да видимо на графикону бр. 2, не случајно везују се за хронологију избијања грчке дужничке кризе.

Графикон бр. 2: Кретање номиналног ефективног курса евра у 2009. и 2010. години²⁰



Извор: Европска централна банка, <http://www.ecb.int/stats/exchange/effective/html/index.en.html>

¹⁹ The Economist: The end of the euro?, објављено 10. априла, 2010. године (преузето 1. децембра 2010. године)

http://www.economist.com/blogs/freexchange/2008/04/the_end_of_the_euro

²⁰ Као базни период у којем индекс номиналног ефективног курса износи 100, узима се први квартал 1999. године (1999 Q1 = 100)

Наиме, још у новембру 2009. нова социјалистичка влада Грчке објавила је да ће грчки дефицит буџета бити 12,7% друштвеног производа, што је износило два пута више од раније објављених лажирних података. Недуго затим, 8. децембра 2009. године, Fitch Ratings снизио је рејтинг Грчке на BBB+. Током цијелог децембра тема рејтинга грчких обавезница била је фактор утицаја на међувалутна кретања. Standard & Poor, друга рејтинг агенција, 16. децембра снижава рејтинг Грчке на BBB+ са А-, због мишљења да програм штедње нема изгледа да оствари значајније смањење јавног дуга. У фебруару 2010. године, лидери Европске уније сложили су се и обећали да ће помоћи Грчкој у рјешавању дужничке кризе, али ово је било недовољно да поврати повјерење на финансијска тржишта, с обзиром да европски званичници нису предложили неко конкретно рјешење. Тек у априлу 2010. године, министри финансија еврозоне чине прве конкретне кораке да умире тржиште одобравајући 30 милијарди евра помоћи Грчкој. У међувремену, мјере штедње које је су усвојене у Грчкој оцјењиване су као неспроводиве, те је Standard & Poor снизио кредитни рејтинг Грчке на џанк статус крајем априла 2010. године²¹. Такође, Грчка криза убрзала је ширење неповјерења поводом стања и у другим земљама еврозоне, прије свега Ирске, Португалу и Шпанији. Обимнија помоћ Грчкој договорена је тек почетком маја 2010. године. Тада су Европска унија (ЕУ) и Међународни монетарни фонд (ММФ) обезбиједили помоћ Грчкој у износу од 110 милијарди евра. Почетком маја уједно је успостављен и привремени програм помоћи за еврозону, Европски фонд за финансијску стабилност (енг. *European Financial Stability Facility, EFSF*) у износу од 750 милијарди евра, како би се спријечило ширење страха од дужничке кризе на друге земље, те како би се, према ријечима њемачке канцеларке Ангеле Меркел (Angela Merkel), дао јасан сигнал шпекулантима на девизном тржишту²².

Период од децембра 2009. године до јуна 2010. године, тако је био обиљежен страхом поводом рјешавања дужничког проблема Грчке. Ово се, како видимо с графика о кретању евра, и те како одразило на

²¹ BBC News, објављено 23. новембра 2010. године (преузето 17. децембра 2010. године) http://news.bbc.co.uk/2/hi/europe/country_profiles/1014812.stm

²² The Telegraph, објављено 8. маја 2010. године (преузето 22. децембра 2010. године) <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/7692853/Eurozone-leaders-agree-deal-to-stamp-out-Greek-debt-contagion.html>

његову вриједност. Сва дешавања везана за питање проблема кризе у Грчкој, подгријана сталним информацијама о питању дефицита буџета и јавних дугова других „периферних” земаља, одражавала су се на девизном тржишту, тј. на континуирано и обимом значајно опадање вриједности евра у односу на валуте трговинских партнера еврозоне. Најнижу вриједност евро је имао почетком јуна 2010. године када је индекс ефективне вриједности евра достигао вриједност 99,86 а цијена евра изражена у доларима износила је чак мање од 1,2 долара за евро. Међутим, након тога, долази до смиривања на девизном тржишту, усљед конкретних мјера помоћи Грчкој. У августу 2010. године одобрена је и друга транша из ЕУ/ММФ пакета помоћи, а на основу позитивних оцјена званичника ЕУ, Европске централне банке и ММФ-а о питању напора у провођењу мјера рјешавања дужничке кризе. До новембра 2010. године евро је у просјеку биљежио раст, са мање или више промјењивим кретањима, уз благи дневни пад и раст. Евро се у односу на долар до новембра 2010. године „поправио” када је на девизном тржишту цијена евра износила 1,4244 долара²³.

Шта се десило у новембру 2010. године? Крајем октобра 2010. године на самиту ЕУ, европски лидери договорили су да се у Лисабонски уговор уграде промјене везане за питање оснивања трајног механизма спасавања, који би замијенио до тада привремену програм помоћи од 750 милијарди евра који је обезбијеђен из средстава ЕУ буџета и ММФ-а (поменути European Financial Stability Facility – EFSF). Међутим, спорно питање, на основу којег су се појавиле несугласице између њемачке канцеларке Ангеле Меркел и предсједника Европске централне банке Жан-Клод Тришеа настале су због инсистирања њемачке канцеларке да би терет будућих спасавања, поред пореских обвезника који уплаћују средства у буџет, требало да носе и приватни власници обвезница које је издала конкретна земља која је упала у тешкоће. Или директније, изјаве госпође Меркел односиле су се на став да будућа спасавања не би требало да носе искључиво (њемачки) порески обвезници. Тежње њемачке али и француске стр-

²³ Европска централна банка,
<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

ане²⁴ да се питање будућег терета спасавања које би укључивало и приватне власнике обвезница (тзв. питање реструктурирања дугова) укључи у измјене текста Лисабонског уговора, довело је до тога да нагло порасте неповјерење у Ирску да неће успјети отплаћивати своје дугове. Од краја октобра 2010. разлика између приноса (енг. *spread*) на обвезнице ирске и њемачке владе почела је да се повећава, те је 11. новембра поменута разлика између десетогодишњих ирских и њемачких обавезница достигла највишу тачку од 6,65 процентних поена од како је евро уведен²⁵. Иако су ирски званичници током почетка новембра порицали да ће затражити помоћ Европске уније и ММФ-а, те да је Ирска способна да путем буџетских резова, без додатног задуживања обезбједи стабилност буџета, синтагма „ирска дужничка криза” била је већ увелико присутна у јавности. Ово је приморало ирског министра финансија да предложи својој влади да затражи финансијску помоћ Европске уније и ММФ-а. Финансијска помоћ Ирској одобрена је 28. новембра 2010. године на хитном састанку лидера Европске уније и износила је 85 милијарди евра (средства су обезбијеђена из привременог механизма помоћи EFSF, фондова ММФ-а, те од стране Велике Британије, Шведске и Данске)²⁶.

Погледајмо на графикону кретање евра у периоду од новембра који се поклапа са страхом од ескалирања ирске дужничке кризе. Примјећујемо да је од избијања ирске кризе евро нагло почео да пада, док је током децембра када је овај рад писан осцилирао између 1,3 (па и ниже) и 1,35 долара за евро. Како проблеми у Грчкој и Ирској нису ни изблиза ријешени, јер је упитно колико су у стварном животу проводљиве „мјере стезања каиша” (енг. *austerity measures*), подгријани проблемима Шпаније, Португала и Италије, предвиђање будућег кретања евра представља тежак задатак. Оно што је сигурно јесте да ће информације које буду долазиле о питању дужничких проблема ових земаља несумњиво утицати на будућа кретања евра.

²⁴ Овакав став њемачке канцеларке и француског предсједника договорен је 10-ак дана прије ЕУ самита на билатералном самиту Њемачке и Француске у француском обалном градићу Deauville у октобру 2010. године

²⁵ The Telegraph, објављено 22. новембра 2010. године (преузето 22. децембра 2010. године) <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/8133611/Irish-debt-crisis-timeline.html>

²⁶ Irishtimes, објављено 28. новембра 2010. године (преузето 25. децембра 2010. године) <http://www.irishtimes.com/newspaper/breaking/2010/1128/breaking1.html>

Тешко је рећи којом брзином се могла и требала рјешавати дужничка криза периферних земаља еврозоне. Још је теже са сигурношћу тврдити да се намјерно одлагало рјешавање дужничке кризе која је узроковала депресијацијске притиске на евро. Међутим, неке изјаве званичника европских земаља само су подргријавале неповјерење у еврозону. Договор њемачке канцеларке Ангеле Меркел и француског предсједника Николаса Саркозија (Nicolas Sarkozy) с краја октобра о томе да приватни власници обвезница (поред пореских обвезника) треба да сnose трошкове будућих програма спасавања, приморала је ирску владу да затражи финансијску помоћ. Оваква изјава, по многим економистима нереална и неспроводива, имала је јаког утицаја на девизном тржишту. Сјетимо се кретања евра од почетка новембра 2010. године и његовог пада узрокованог кризом у Ирској.

Најновију потврду ових ставова налазимо у чињеници да су тек 17. децембра 2010. године европски лидери на самиту ЕУ договорили оснивање *трајног* механизма помоћи, чија би аутоматска намјена била помоћ земљама које западну у дужничке проблеме. Овај трајни механизам треба да замијени до сада привремени фонд који је формиран у мају 2010. године (поменути EFSF). На посљедњем самиту ЕУ је договорено да се у Лисабонски уговор уграде амандмани у члану 136 који ће се односити на оснивање трајног механизма помоћи. Овај механизам ће бити ефективан од 2013. године (када ће бити формиран нови седмогодишњи оквир буџета ЕУ). Нови трајни механизам помоћи, расположив од 2013. године, захтијеваће од приватних власника обвезница да сnose трошкове реструктурирања дугова, али на принципу „од случаја до случаја”. Међутим, како је предвиђено да трајни механизам помоћи буде расположив од 2013. године, остало је нејасно питање о начину реструктурирања дугова у *периоду до 2013. године*. У ствари, најпроблематичније питање је да ли ће приватни инвеститори сносити трошкове спасавања *до 2013. године* подгријава неповјерење учесника на финансијском тржишту у могућност враћања дугова задужених земаља. Договорени трајни механизам спасавања био је најмање што су очекивали од европских лидера. С обзиром да ни посљедњим договореним трајним механизмом помоћи није детаљније прецизирано до када и како ће се дугови земаља у тешкоћама рјешавати у неком догледном периоду, повјерење у еврозону и њену валуту наставља да слаби. Оваква спорост и недољедност, те раније непостојање, односно тек скорашње успоста-

вљање трајног механизма рјешавања дужничке кризе у периферним земљама еврозоне, сигурно је један од главних узрока сталне несигурности у евро што се одразило, а може се очекивати да се и даље одражава на опадање његове вриједности.

Оно што је за нас било интересантно да констатујемо у цијелој причи дужничке кризе у еврозони, јесте чињеница да *слабљење евра* узроковано кризом неповјерења у вези могућности рјешавања дужничких проблема у периферним земљама еврозоне, никог није разочарало. Напротив, став и економиста и привредника иде у том правцу да слабљење евра може да се и те како позитивно одрази на кретања у реалној економији еврозоне.

Пад вриједности евра током цијеле ове године није јединствен случај опадања вриједности неке валуте услед разних финансијских или других проблема са којима се суочава земља која стоји иза те валуте. Међутим, оно што је упитно у цијелој причи спречавања ширења дужничке кризе од стране европских институција, јесте питање: да ли се могло реаговати брже и енергичније? Оправдано је поставити питање на примјер: како је Грчка уопште могла да лажира податке о стању дефицита свог буџета? Изјава Оли Рена (Olli Rehn), европског комесара за економска и монетарна питања, из новембра 2010. године, да је евро због кризе у Грчкој и Ирској сада након константног опадања близу своје фундаменталне вриједности, јер је био прецизијен у односу на остале валуте током 2009. године, једноставно наводи на размишљање да се европским званичницима из неког разлога и није толико журило да енергичније рјешавају дужничке кризе у периферним европским земљама. Став уваженог професора Чарлса Виплоша (Charles Wyplosz) са Института за међународне студије у Женеви, по овом питању такође иде у корист тврдњи да депресијација евра може да буде корисна по кретања у реалној економији земаља еврозоне. Наиме, депресијацију евра Виплош види као веома пожељну. У интервјуу датом кинеској агенцији Ксинхуанет (енг. Xinhuanet) у мају 2010. године, Виплош је изјавио да се евро сада креће ка својим „нормалним” вриједностима²⁷. Често цитирани Виплошеви ставови односе се на изјаве да је депресијација евра веома добра вијест. Према његовом мишљењу, слаб евро може да спаси

²⁷ Xinhuanet, објављено 21. маја 2010. године (преузето 26. децембра 2010. године)
http://news.xinhuanet.com/english2010/indepth/2010-05/21/c_13308010_2.htm

еврозону од потпуне рецесије, Wyplosz сматра да је дугорочна фер вриједност евра између 1,1 и 1,2 долара за евро. С обзиром да је евро тренутно још увијек изнад ових вриједности²⁸, постоји доста простора за његово даље слабљење. Осим коментара о нормалној и фер вриједности евра, Виплош је предвидио и кретање евра око 1,2 долара до краја године²⁹.

У свјетлу користи од депресијације валуте по конкурентност извоза анализирајмо кретање њемачког извоза током 2010. године³⁰. Извоз Њемачке растао је по веома високим мјесечним стопама све до августа прошле године, што је било узроковано како растом свјетске потражње тако и слабим евром. Закључно са септембром 2010. раст извоза Њемачке забиљежио је вриједност од 22% у односу на исти мјесец претходне године.³¹ Осим извоза Њемачке, слаб евро помогао је и раст извоза Француске. Извоз Француске је закључно са септембром 2010. године, у односу на исти период 2009. године, порастао за 12%.³² Предсједник Федерације индустријалаца Француске сматра такође да је депресијација евра за француске произвођаче добра и да их чини конкурентнијим у односу на производе из Америке и брзорастућих привреда³³.

Слабљење евра, узроковано дужничком кризом, дочекано је са добродошлицом од стране привредника из европских земаља. Слаб евро представља један од фактора за стимулисање раста извоза Њемачке и Француске које представљају основне стубове функционисања ЕМУ и цијеле ЕУ. Стога не чуди што се њима, на којима се највише заснива економска и политичка стабилност еврозоне, и не жури много да ријеше питања оних земаља које својом економијом још

²⁸ У вријеме када пишемо овај рад вриједност евра креће се око 1,3 долара за евро.

²⁹ China Daily, објављено 21. маја 2010. године (преузето 19. децембра 2010. године) http://www.chinadaily.com.cn/business/2010-05/21/content_9877436.htm

³⁰ Њемачка је након Кине највећи свјетски извозник

³¹ Њемачка агенција за статистику (Statistisches Bundesamt), објављено 11. августа 2010. године (преузето 22. децембра 2010. године)

http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2010/11/PE10_403_51.templateId=renderPrint.psml

³² Trading Economics, преузето 22. децембра 2010. године и калкулације аутора <http://www.tradingeconomics.com/Economics/Exports.aspx?Symbol=FRF>

³³ People's Daily Online, објављено 3. јуна 2010. године (преузето 22. децембра 2010. године) <http://english.peopledaily.com.cn/90001/90777/90853/7010401.html>

увијек не могу да угрозе стабилност постојања ЕМУ, а чије су дужничке кризе основни фактор опадања вриједности евра.

Закључак

Конкурентском девалвацијом валуте земље имају могућност да повећају тражњу за својим производима јер постају цјеновно конкурентнији. Али, уколико једна земља изврши конкурентску девалвацију, може се очекивати да земље чији је платни биланс угрожен, односно њени трговински партнери, примјене сличне контрамјере. На крају, конкурентске девалвације доводе до рата валута. Општеприхваћен став економске теорије је да рат валута ни једној страни не доноси користи, поготово у садашњим условима када земље настоје да превладају посљедице економске кризе.

Иако је курс кинеског јуана у односу на долар у посљедњих неколико година значајно апресирао, огромни трговински дефицити које кинеска привреда остварује из године у годину указују да би кинеске власти требале и даље да дозволе апресијацију јуана. Интервенције на девизном тржишту које Народна банка Кине проводи у циљу спречавања нагле апресијације јуана ипак нису узрок дефицита текућег рачуна Америке. Доказ за то је раст учешћа дефицита са Кином у укупном дефициту САД у периоду 2005-2009. године са 29% на 69 %, упркос реалној апресијацији јуана за око 20% у истом периоду. Стога конкурентска девалвација долара као резултат ФЕД-ових мјера монетарног лабављења неће допринијети смањењу дефицита текућег рачуна који САД остварује са Кином, чак и у случају да Кина дозволи значајнију апресијацију јуана. Због чињенице да Народна банка Кине везује јуан за долар, ФЕД-ове мјере монетарног лабављења ће депресирати долар, али посљедично и јуан у односу на друге свјетске валуте са флукутирајућим курсом. Тиме ће се погоршати трговинска позиција осталих земаља у односу на САД и Кину. Највеће тржиште које је таквим мјерама погођено јесте ЕМУ. Анализа је показала да су неблаговремена помоћ Грчкој, те несугласице око помоћи Ирској, додатно ослабиле евро, што је очувало, односно повећало конкурентност привреда земаља ЕМУ. На тај начин су се и земље еврозоне укључиле у рат валута искористивши дужничке кризе у „периферним земљама” као шансу за компетитивну девалвацију.

Дакле, претходна истраживања указују да су водеће свјетске економије вршиле конкурентске девалвације у циљу повећања конкурентности домаће производње. Облици конкурентских девалвација, који су најчешће кориштени су интервенције Народне банке Кине на девизном тржишту Кине, мјере монетарног лабављења ФЕД-а, те недовољна помоћ и неслагања земаља ЕМУ у рјешавању дужничке кризе у Грчкој и Ирској. Такође, истраживања су показала да конкурентске девалвације нису коришћене интензивно, већ умјерено и прикривено. Разлог је објективна бојазан да би интензивнија употреба мјера конкурентских девалвација у циљу јачања конкурентности националних привреда појединих земаља могла довести до ескалације рата валута, а тиме и до пораста трговинског протекционизма. Бојазан од рата валута је, с друге стране, указала на потребу за координацијом макроекономских политика на глобалном плану и на потребу реформе постојећег међународног монетарног система. Управо ове теме су биле у фокусу последњих састанака Г20.

Неслагања између Кине и САД о питању односа долара и јуана потрајаће и у будућности. Такође је врло неизвјесно предвидјети будућа дешавања унутар еврозоне. Стога би водеће свјетске економије требало да теже ка отвореном дијалогу о свим питањима, па тако и о питању вриједности њихових валута. У условима међузависности свјетске економије, унилатералне мјере једне земље на штету других земаља данас нису могуће. Посматрано у контексту савремене глобализације, рат валута који је пољуљао и до сада нестабилан међународни монетарни систем, прије да представља реалну шансу за његову неопходну реформу него пријетњу за његово урушавање.

Литература

1. Bergsten, F.: Correcting the Chinese exchange rate: an action plan, *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*, Centre for Economic Policy Research, Април 2010.
2. Cline R. W.: Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit, Peterson Institute for International Economics, Number PB10-20, Август 2010.
3. Feldstein, M.: Quantitative Easing and the Renminbi, Project Syndicate, <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein30/English>

4. Francois, J.: Deconstructing Sino-US codependence: revaluation, tariffs, exports and jobs, The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, Centre for Economic Policy Research, Април 2010.
5. World Economic Outlook (WEO), Међународни монетарни фонд, октобар 2010.
6. Wyplosz, C.: Is an undervalued renmimbi the source of global imbalances?, The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, Centre for Economic Policy Research, Април 2010.
7. Кругман, П., Обстфелд, М.: Међународна економија, Датастатус, Београд, 2009. година.
8. http://news.xinhuanet.com/english2010/indepth/2010-05/21/c_13308010_2.htm
9. <http://newskf.com/the-currency-war/11754/>
10. <http://www.bbc.co.uk/news/business-11697483>
11. http://www.bea.gov/international/bp_web,
12. <http://www.chinability.com/Rmb.htm>;
13. <http://www.chinadaily.com.cn>
14. <http://www.destatis.de>
15. http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2010/11/PE10_403_51,templateId=renderPrint.psml
16. <http://www.ecb.int>
17. <http://www.economist.com>
18. http://www.g2o.utoronto.ca/2010/g2o_declaration_en.pdf
19. <http://www.irishtimes.com>
20. <http://www.telegraph.co.uk>
21. <http://www.tradingeconomics.com>
22. <http://www.usgovernmentspending.com>