

## Zašto je dolar naglo oslabio i onda naglo ojačao

Godine 1999 tečaj HRK i \$ je bio otprilike  $1\$=6$  HRK, no negdje oko 2000 dolar je počeo naglo jačati i otišao čak do  $1\$ = 9$  HRK i taj nivo je držao par godina da bih 2003 počeo slabiti i prošloga ljeta je dosegao jednu od najnižih razina svih vremena od  $1\$= 4,2$  HRK. Logično pitanje koje se nameće je kako je moguće da država sa tako velikim BDP-om ima tako jake oscilacije u vrijednosti svoje valute? Također zar valuta najmoćnije države na svijetu ne bih trebala biti najjača? No možda najintragantnije pitanje od svih je odnos dolara i eura koji u stvari predstavlja i odnos dvaju najvećih svjetskih ekonomija.

### 1. Nije dolar jak nego je slab euro

U meni jako intrigantnome radu Fratzscher, Juvenal i Sarno "Asset prices, exchange rates and current account"<sup>1</sup> uvode u analizu tekućega i kapitalnoga računa tržište dionica. Po njihovom istraživanju najznačajniji uzrok promjene stanja tekućega računa u SAD-u je kretanje cijena dionica i nekretnina u SAD-u. Kada sam prvi puta pročitao ovu tvrdnju dočekao sam je sa jako puno skepticizma, ali ovaj rad obiluje teškom ekonometrijom tako da je teorija ostavljena po strani i analiza se bazira na ekonomskim podacima. Također sofisticiranost ekonometrije je na impresivnoj visini, pa je prilično teško pobiti podastrijeste dokaze<sup>2</sup>.

Standardna ekonomska teorija tvrdi da jaka valuta uzrokuje deficit platne bilance, a jaku valutu obično uzrokuje restriktivnija monetarna politika. Za primjer ovoga ne treba ići daleko od Hrvatske. Fratzscher, Juvenal i Sarno s druge strane govore da jaka burza uzrokuje jaku valutu, a onda tek jaka valuta deficit tekućega računa.

Tako da imamo kontrast teorije i podataka. Teorija kaže da restriktivna monetarna politika uzrokuje smanjenje količine novca u ekonomiji, što onda manifestira kroz veće kamate i jaču valutu. No podaci tvrde da jačanje tržišta kapitala uzrokuje povećanje potražnje za valutom, veća potražnja, veća cijena. Naravno s jačanjem valute dolazi do povećanja uvoza što po definiciji erodira platnu bilancu.

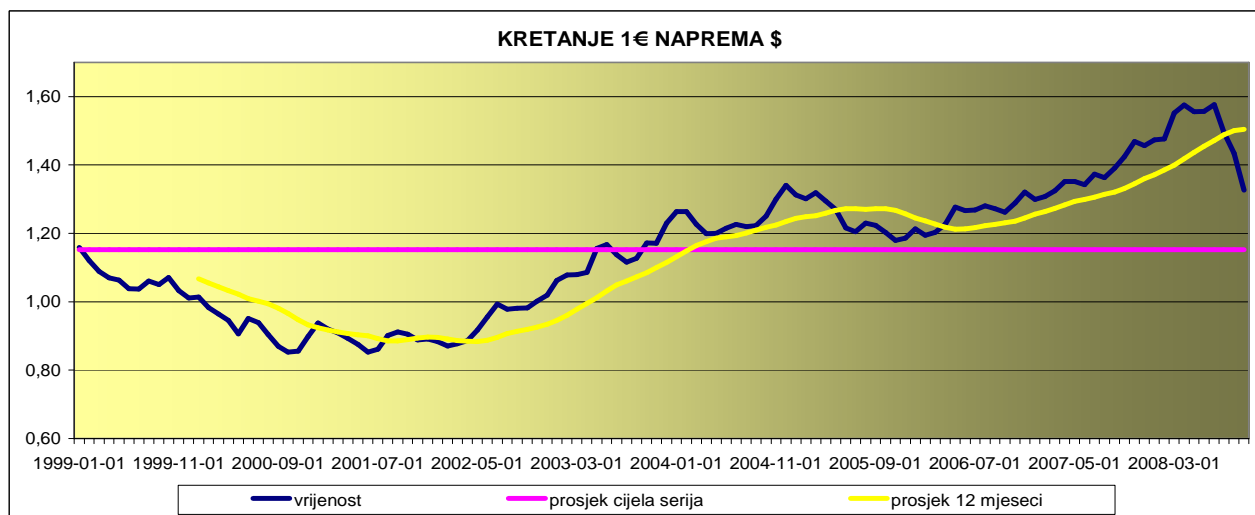
No logika jačine dolara je možda jasnija ako i mi pogledamo podatke. U razdoblju od 1995-2000 SAD je imala ogromnu eksploziju vrijednosti tržišnih indeksa, visok povrat na ulaganja je privukao sve svjetske ulagače što je dovelo do veće potražnje za dolarom. Kako Euro zona nije mogla odgovoriti na ovaj odljev sredstava adekvatnim rastom svojim burzovnih indeksa dobili smo to da je euro slabio, a dolar jačao. Ovaj trend se je okrenuo 2002 godine kada je bilo jasno da je tehnološki boom u SAD-u gotov.

Nakon pada tornjeva FED je agresivno spustio kamatnu stopu, po standardnoj teoriji ovo bi isto trebalo slabiti valutu, ali je u prvi mah dolar ojačao, jer se smanjivanje kamate percipiralo kao pozitivno za jačanje ekonomije. Također burzovni indeksi su pali, pa su investicije u SAD postale primamljive. Tako da smo ponovo imali da je dolar jak, a euro slab.

---

<sup>1</sup> Fratzscher, Juvenal i Sarno "Asset prices, exchange rates and current account" Working Paper 2008-031A FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS <http://research.stlouisfed.org/wp/2008/2008-031.pdf>

<sup>2</sup> Kontretno radi se o bayesinaskome VAR-u za one slobodnijega duha predlažem kulni klasik Haralda Uhligha (2005) What are the Effects of Monetary Policy on Output? Results from an Agnostic Identification procedure Journal of Monetary Economics 52, 381-419. ili Sims, C.A. and T. Zha (2006). Does Monetary Policy Generate Recessions?. Macroeconomic Dynamics 10, 231-272.



## 2. Nije euro jak nego je dolar slab

U zadnjih nekoliko godina samo svjedoci da dolar slabi. Iako je dolar polako klizio prema dolje u razdoblju od 2003-2005 dolara je bio u relativno uskome rasponu kretanja. Sljedeći logiku tržišta kapitala kao uvjeta jačine valute ova stabilizacija oko trenda je logična, jer u isto vrijeme burzovni indeks Dow Jones je bio u prilično uskome rasponu. I onda se dolar samo najednom slomio i počeo je strelovito gubiti na vrijednosti. Dolar je u samo nekoliko mjeseci izgubio 20% svoje vrijednosti i otišao na 1€=1,6\$.

No da bi smo razumjeli ovaj nagli pad, moramo razumjeti i naftu kao čimbenik u američkoj ekonomiji. U periodu od 2004 do sredine 2008 vrijednost nafte je naglo narasla, svoj vrhunac u cijeni nafta je dosegla na 160\$ po barelu i svi se sjećate bombastičnih naslova kako je nafta sigurno na 200\$ po barelu do kraja godine i da ćemo imati auto ceste po kojima se više nitko neće voziti, jer će cijena benzina biti pre velika.

Da bi smo mogli razumjeti zašto je dolar oslabio u ovome periodu moramo razumjeti strukturnu povezanost dolara i nafte. U problem broju ovoga časopisa sam pisao o kretanjima cijene nafta, a sada treba reći nekoliko riječi o tome koji je odnos cijena nafte i dolara.

Amerikanci po svojoj strukturi su kauboiji. Oni vjeruju da je SAD velika i neistražena zemlja, da je to zemlja u kojoj se je nekada jahalo na konjima, a danas se vozi automobilima. Moja prva opservacija u SAD-u je bila da oni imaju jako velike ceste. Kada sam ja došao u SAD cijena benzina je bila 0,89\$ po galonu (1 galon = 3,75 litara). Onda je skočila na 1,07\$ po galonu i moj prijatelj je komentirao da ako cijena benzina ne padne ispod 1\$ da će biti revolucija. Amerikanci jednostavno vjeruju da je jeftin benzin njihovo ustavom garantirano pravo.

Kako se velika većina nafte mora uvesti svako povećanje cijena nafte dovodi do toga da je potrebno više dolara za jedan barel nafte i onda se povećava količina dolara na tržištu. Ovo je prije svega zasnovano na očekivanjima od odnosu dolara i nafte, tako da dolazi do refleksivnosti i samo-propagirajućega trenda koji onda stvara balon na pojedinome tržištu<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Za teoriju refleksivnosti samo trebate pročitati bilo koju knjigu od Georga Sorosa, ja osobno predlažem Alkemija financija.

Naravno kada potražnja za naftom padne, padne i cijena nafte, pa tako i količina dolara koja je potrebna da bi se kupilo jedan barel nafte.

Tako da se nagli pad dolara kojemu smo bili svjedoci može pripisati samo kratkotrajnome trendu balona na tržištu, isto što se je dogodilo i sa cijenom nafte.

### 3. Slab dolar, slab euro, ali bolje je imati dolar

Zadnjih nekoliko mjeseci smo svjedoci koliko je balon cijena nafte bio napuhan, a onda se je naglo ispuhao. Cijena nafte je u 3 mjeseca izgubila preko 60%. Dolar je u istome periodu ojačao 20%. U isto vrijeme SAD je pogođen financijskom krizom koja je uzrokovala ogromne gubitke u bankarskome sektoru. Kriza je toliko velika i široka da je država morala intervenirati ulaskom u vlasništvo vodećih svjetskih banaka.

Samo pogledajte naslove u novinama. *Svijet propada, a SAD je na pramcu, kolapsima svjetski financijski sustav, financijska kriza koja je krenula iz SAD-a se sada širi po cijelome svijetu. Potreba nam je redefinicija ekonomskoga sistema, jer američki model ekonomija očigledno više ne funkcionira.* Naravno nakon ovakvih naslova logično je da više nitko ne drži dolar kao svjetsku valutu. Znači tečaj dolara sa eurom je minimalno  $1\text{€}=2\text{\$}$ , ali službenatečajnica kaže  $1\text{€}=1,25\text{\$}$ . Pa tko to griješi?

Elementarne međunarodne financije: ako je tečaj dolara i eura bio  $1\text{€}=1,6\text{\$}$  i sada je  $1\text{€}=1,25\text{\$}$  to znači da  $1\text{€}$  može kupiti manje dolara. Znači da je euro oslabio, a dolar ojačao? Kako je to moguće ako amerika i američki kapitalizam propadaju?

Odgovor je naravno jednostavan. SAD je vodeća svjetska ekonomija, to je tehnološki i obrazovno najrazvijenija zemlja na svijetu. U SAD-u su najveća tržišta i najsofisticiranije znanje<sup>4</sup>. Tako i sada kada je nastala svjetska kriza svi su se okrenuli SAD-u za pomoć i vodstvo kroz oluju, a ne EU. EU je ekonomski još uvijek samo zbir pojedinačnih ekonomija, ali nikako vodeća svjetska ekonomija. Tako da jačanje dolara u zadnjih nekoliko mjeseci je očekivano. Kada je došlo do financijske krize, svjetski ulagači su se ipak okrenuli ekonomiji koja je dugoročno najstabilnija i ima najveće šanse za najbrži izlazak iz financijske krize.

No sada kada je argument za slab dolar kroz naftu izletio kroz prozor nastao je novi argument za slab dolar, a to je ogromni državni deficit, koji jednostavno mora slomiti najjaču svjetsku ekonomiju. Naravno da je ova teza potpuno pogrešna. Pogrešna je u toliko što američki monetarni sistem funkcionira na način da kada FED želi povećati monetarnu masu FED kupuje državne obveznice. To znači da će velika većina deficita koji će nastati za sanaciju financijske krize biti monetarizirana ili već jeste monetarizirana. Odnosno velika većina obveznica koje izdaje Američka država direktno ih kupuje FED, tako da je neto rezultat te transakcije to da vlada SAD-a duguje sama sebi novac s obzirom da se većina dobit koju FED ostvaruje se daje u državni budžet.

No to ne znači da ogromni državni deficit ne može uzrokovati slabljenje valute, samo sadašnja situacija i ponašanje FED-a i Američkoga ministarstva financija nisu ogledni primjer za to.

Što se tiče vrijednosti dolara i eura to ćemo objasniti jednostavnim pravilom. Jednu od prvih lekcija o vrijednosti valuta sam naučio od profesora Saula Haymansa koji je rekao: ukoliko imamo dvije veličinom približno iste ekonomije tečaj njihovih valuta će biti dugoročno približno 1:1.

---

<sup>4</sup> Koliko euroljuna je dobilo nobelovu nagradu iz ekonomije?

Kada uzmemo omjere ekonomija SAD-a i EU, odnosno njihovih BDP-ova, ovisno o izvoru, vidimo da odnos valuta treba biti  $1\text{€}=1,2\text{\$}$ <sup>5</sup> ili  $1\text{€}=1,22\text{\$}$ <sup>6</sup>, iz grafa vidimo da je prosijeku vrijednosti odnosa € i \$ oko  $1\text{€}=1,15\text{\$}$  tako da možem reći da smo se samo približili dugoročnome prosjeku odnosa dvaju valuta koje ima nameće njihova ekonomska priroda.

---

<sup>5</sup> MMF

<sup>6</sup> CIA economic fact book