

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VPLIV STABILNOSTI DEVIZNEGA TEČAJA NA MEDNARODNO
TRGOVINO IN KAPITALSKE TOKOVE**

Ljubljana, september 2011

NINA METLJAK

IZJAVA

Študentka Nina Metljak izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Črta Kostevca, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 21.9.2011 Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1. Dejavniki, ki vplivajo na spreminjanje deviznega tečaja	2
1.1 Povezava med inflacijo in deviznim tečajem	2
1.2 Povezava med obrestnimi merami in deviznim tečajem	2
1.3 Povezava med plačilno bilanco in deviznim tečajem	2
1.3.1 Tekoči račun plačilne bilance in devizni tečaj	3
1.3.2 Kapitalsko-finančni račun plačilne bilance in devizni tečaj	3
1.3.3 Mednarodne denarne rezerve in devizni tečaj	3
2. Euro in dolar kot mednarodni valuti	4
2.1 Euro	4
2.1.1 Euro kot plačilno sredstvo v EMU-ju	4
2.1.2 Vloga ECB-ja pri vodenju monetarne politike	6
2.1.3 Stabilnost cen v evroobmočju	6
2.2 Dolar	7
2.2.1 Vloga dolarja kot mednarodne valute	7
2.2.2 Vloga FED-a pri vodenju monetarne politike	7
2.2.3 Ohranitev dolarja kot vodilne valute v prihodnje	8
3. Povezava deviznega tečaja ter gospodarske rasti ZDA in evroobmočja	9
3.1 Gospodarska rast EU in vloga evra v zadnjih desetih letih	9
3.2 Gospodarska rast ZDA in vpliv uvedbe evra na dolar	10
4. Povezava deviznega tečaja in mednarodne trgovine	11
4.1 Vpliv dolarja in evra na mednarodno trgovino med EU in ZDA	11
4.2 Predstavitev empiričnih študij na področju teorije OCA	12
5. Povezava deviznega tečaja in kapitalskih tokov	17
5.1 Osnovne značilnosti kapitalskih tokov	17
5.2 Model CAPM	17
5.3 Kapitalski tokovi EU in ZDA v obdobju 1999–2011	19
5.4 Kapitalski tokovi v Sloveniji po uvedbi evra	21
SKLEP	23
LITERATURA IN VIRI	25

Kazalo slik

<i>SLIKA 1: Rast realnega BDP-ja za EU-27, evrsko območje – 16, Japonsko in ZDA.....</i>	10
<i>SLIKA 2: Letno gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar.....</i>	11
<i>SLIKA 3: Učinek uvedbe evra na trgovino med pari držav</i>	14
<i>SLIKA 4: Odstotno povečanje izvoza zaradi uvedbe evra, relativno na 10 držav OECD-ja zunaj EMU-ja</i>	15
<i>SLIKA 5: Študije o vplivu denarnih unij na trgovino med državami (v %)</i>	16
<i>SLIKA 6: Domača pristranskost na trgu delnic po regijah, leto 1997 glede na 2004 (v %) ...</i>	20
<i>SLIKA 7: Domača pristranskost na trgu obveznic po regijah, leto 1997 glede na 2004.....</i>	20
<i>SLIKA 8: Razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem podjetij, 2001–2009 (v %) .</i>	22

UVOD

Z uvedbo Ekonomske in monetarne unije (EMU) 1. januarja 1999 je prišlo do uvedbe evra ter skupne denarne in tečajne politike. Povečanje mednarodne trgovine in integracija trga kapitala sta glavni prednosti enotnega valutnega območja.

Ker je odpoved lastni valuti in prevzem nove zelo pomembna odločitev, bom v diplomskem delu analizirala, kakšen je bil vpliv evra na mednarodno trgovino. Teorija s področja oblikovanja denarnih unij pravi, da oblikovanje le-te prinaša številne koristi, ki pozitivno vplivajo na bilateralno trgovino med članicami unije. Po teoriji optimalnega valutnega območja (OCA) se trgovina znotraj denarne unije poveča, poveča pa se tudi trgovanje med članicami in nečlanicami denarne unije. To potrjujejo tudi empirične študije, ki jih predstavljam v diplomski nalogi.

Z integracijo evropskih finančnih trgov se je povečala konkurenca med finančnimi posredniki, znižali so se transakcijski stroški in odpravljena so bila tečajna nihanja. Kako je uvedba evra vplivala na kapitalske tokove evroobmočja in zunaj njega, bom predstavila s povzetkom empiričnih analiz, ki temeljijo na modelu CAPM. Z odpravo deviznega tečaja v EMU-ju se je zmanjšala domača in povečala regionalna pristranskost, medtem ko v ZDA ni prišlo do večjih sprememb, saj devizni tečaj evra glede na dolar temelji na sistemu fleksibilnega sistema.

Namen mojega diplomskega dela je s pregledom dosedanje literature in na podlagi ustreznih teoretičnih temeljev analizirati vpliv deviznega tečaja na mednarodno trgovino in kapitalske tokove.

Med režime fiksnih deviznih tečajev spada tudi denarna unija. Prednosti denarne unije pred fiksnimi deviznimi tečaji so odprava transakcijskih stroškov, saj ni potrebna menjava valute, in transparentnost cen, slabost pa je izguba monetarne neodvisnosti, ki jo države v sistemu fiksnih deviznih tečajev ohranijo (Obstfeld & Rogoff, 1995, str. 74). Obema pa je skupno, da ni tveganja, ki izhaja iz nihanja deviznega tečaja.

Enotna valuta predstavlja bolj stabilen okvir za mednarodne trgovinske in kapitalske tokove, saj so odpravljene nestabilnosti deviznih tečajev, nihanja in tveganja deviznih tečajev ter s tem povezani stroški zavarovanja pred njimi.

Države po vstopu v evrsko območje nimajo več lastne denarne politike in politike deviznega tečaja, saj prenesejo pristojnosti vodenja denarne politike na Evrosistem. Namen vzpostavitve sistema deviznega tečaja ERM II (16. junija 1997) kot predhodne faze pred uvedbo evra je bil zmanjšati nihanje deviznih tečajev ter doseči območje denarne stabilnosti in pozneje stabilnosti evra. Konvergenčni kriterij glede stabilnosti deviznega tečaja zahteva, da mora država vsaj dve leti sodelovati v ERM II znotraj dovoljenih meja nihanja okoli centralnega deviznega tečaja, po uvedbi evra pa je cilj stabilnost deviznih tečajev ter povezanost med evrom in tistimi državami, ki evra niso uvedle. Z uvedbo EMU-ja so se države članice odpovedale samostojni denarni in tečajni politiki ter uvedle prosti pretok kapitala.

Cilj diplomske naloge je analizirati hipotezo, da stabilen devizni tečaj pozitivno vpliva na mednarodno trgovino in kapitalske tokove.

Diplomska naloga je razdeljena na pet poglavij. V prvem delu so predstavljeni dejavniki, ki vplivajo na dejansko višino deviznega tečaja. V drugem poglavju se osredotočim na vlogo evra in dolarja kot mednarodnih valut, vlogo Evropske in Ameriške centralne banke pri

vodenju denarne politike ter vpliv uvedbe evra na položaj dolarja kot svetovne valute. V tretjem delu opišem vpliv gospodarske rasti EMU-ja in ZDA na gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar. V četrtem poglavju povzamem pomembnejše empirične študije, ki analizirajo vpliv denarne unije na mednarodno trgovino. V zadnjem delu preučujem vpliv evra na kapitalski trg in analiziram, ali uvedba enotne valute zmanjša domačo pristranskost pri nakupu vrednostnih papirjev. Predstavljeni so rezultati empiričnih analiz, ki skozi model CAPM potrjujejo pozitiven učinek denarne unije na zmanjšano domačo pristranskost. Na koncu sledi še kratek opis, kako je evro vplival na kapitalne tokove v Sloveniji. V sklepu povzamem glavne ugotovitve diplomskega dela.

1. Dejavniki, ki vplivajo na spreminjanje deviznega tečaja

Denar opravlja funkcijo mere vrednosti ne le doma, temveč tudi v tujini, zato mora biti znano njegovo menjalno razmerje glede na tuji denar v enoti, v kateri so v tuji državi izražene cene in stroški. Devizni tečaj je cena enote tujega denarja, izražena z enotami domačega denarja. Sprememba deviznega tečaja je sprememba relativnih cen med državami, kar povzroči spremembo izvoza in uvoza, zato ta sprememba vpliva na vse ključne segmente narodnega gospodarstva (Kumar, 2007, str. 224). Na dejansko višino deviznega tečaja vplivajo številni dejavniki. V uvodnem delu bom spremembo deviznega tečaja analizirala skozi vpliv posameznih segmentov plačilne bilance in makroekonomskih dejavnikov.

1.1 Povezava med inflacijo in deviznim tečajem

Spremembe v relativnih stopnjah inflacije vplivajo na mednarodno trgovino, ki prek sprememb ponudbe in povpraševanja po devizah vpliva na spreminjanje deviznega tečaja. Dvig cen v domači državi, medtem ko ostanejo cene v tujini nespremenjene, vpliva na devizni tečaj s povečanim povpraševanjem po tujem blagu. To poveča izvoz iz tujine v domačo državo, zaradi česar se na deviznem trgu poveča povpraševanje po tuji valuti in zmanjša povpraševanje po domači valuti. Povečanje inflacijskih stopenj povzroči tudi povečanje domačih obrestnih mer. Ta povzroči povečano ponudbo denarja, ki se izrazi kot deprecijacija domače valute. Vse, kar prispeva k povišanju splošne ravni cen v državi, povzroči deprecijacijo nacionalne valute. Države z nizko stopnjo inflacije imajo višje povpraševanje po domači valuti. Relativni odnos gibanja cen med državama pomembno vpliva na bilateralni devizni tečaj na dolgi rok, saj devizni tečaj izraža relativno kupno moč obeh valut, kar se v teoriji imenuje pariteta kupne moči (Mrak, 2002, str. 58, 59).

1.2 Povezava med obrestnimi merami in deviznim tečajem

Razlike v obrestnih merah vplivajo na spremembo obsega kapitalskih tokov s spremembo ponudbe in povpraševanja po devizah, ki vplivata na spremembe v deviznem tečaju. Na kratek rok ima bistveno vlogo pri oblikovanju deviznega tečaja med valutama dveh držav prav razlika v obrestnih merah med tema dvema državama (Mrak, 2002, str. 59–61). Država z višjo obrestno mero glede na partnersko državo bo imela večje povpraševanje po vrednostnih papirjih, pritegnila bo sredstva iz tujine in povzročila apreciacijo valute v odnosu do valute partnerske države (Samuelson, 2002, str. 616).

1.3 Povezava med plačilno bilanco in deviznim tečajem

Plačilna bilanca je sistematičen prikaz vseh ekonomskih transakcij rezidentov ene države z rezidenti vseh drugih držav v določenem časovnem obdobju. Predstavlja bilanco tokov blaga,

storitev in kapitala s tujino v določenem časovnem obdobju. Osnovna elementa plačilne bilance sta tekoči in kapitalsko-finančni račun, ki beležita transakcije kot prilive ali odlive (Samuelson, 2002, str. 682). Prilivi deviznih sredstev iz tujine se v plačilni bilanci beležijo na kreditni strani in imajo pozitivno vrednost, odlivi deviznih sredstev v tujino pa so beleženi kot debetne oziroma negativne postavke. Zaradi mednarodne primerljivosti podatkov plačilne bilance različnih držav se transakcije izražajo v stabilni valuti. Vrednost valute, uporabljene v transakciji, se preračuna po tržnem tečaju na dan izvedbe transakcije v vrednost valute, v kateri se plačilna bilanca beleži (Kumar, 2007, str. 39).

Gibanje deviznega tečaja se uporablja kot mehanizem, ki odpravlja neskladja v plačilni bilanci. Na spremembe deviznega tečaja vpliva spreminjanje v posameznih vrstah ekonomskih transakcij v plačilni bilanci. V nadaljevanju bom transakcije v plačilni bilanci razdelila na tri segmente, in sicer na transakcije v tekočem računu, kapitalsko-finančnem računu in v mednarodnih denarnih rezervah.

1.3.1 Tekoči račun plačilne bilance in devizni tečaj

V tekočem računu plačilne bilance se beležijo transakcije, ki so rezultat rednih ekonomskih odnosov države z ostalim svetom. V okviru tekočega računa plačilne bilance so transakcije razdeljene v naslednje skupine: blagovna menjava, menjava storitev, bilanca faktorskih dohodkov in bilanca tekočih transferov (Mrak, 2002, str. 17). Presežek v bilanci tekočega računa pomeni, da je država neto izvoznica kapitala in obratno. Država je v dolgoročnem ravnotežju, ko je uravnotežen tekoči račun plačilne bilance. Takrat je uravnotežen tudi kapitalsko-finančni račun in ne prihaja do sprememb v stanju obveznosti in terjatev do tujine (Mrak, 2002, str. 25, 26). V tekočem računu plačilne bilance imajo najpomembnejši vpliv na spreminjanje deviznega tečaja spremembe v izvozu in uvozu blaga in storitev. Pri nakupu tujega blaga je treba upoštevati uvozne cene z domačimi cenami primerljivih dobrin. Cene tujih proizvodov so kotirane v lastnih valutah, zato je pri primerjavi cen potrebno upoštevati ustrezen devizni tečaj. Relativen dvig domačih cen zmanjša konkurenčnost domačega blaga, kar poveča uvoz in povpraševanje po devizah (Mrak, 2002, str. 57).

1.3.2 Kapitalsko-finančni račun plačilne bilance in devizni tečaj

Kapitalske ekonomske transakcije so transakcije s tujino ter so rezultat terjatev in obveznosti do tujine, torej sprememb v stanju premoženja države. V tem delu plačilne bilance so transakcije razdeljene na (Gandolfo, 2004, str. 60):

- transakcije **kapitalskega računa**, sestavljenega iz kapitalskih transferov in pridobitev/odtujitev neproizvedenega in nefinančnega premoženja (patenti, licence, avtorske pravice) in
- transakcije **finančnega računa**, ki ga sestavljajo štiri skupine ekonomskih transakcij: direktne investicije, portfeljske investicije, druge naložbe in mednarodne denarne rezerve.

Priliv kapitala iz tujine je ali zmanjšanje premoženja rezidentov v tujini ali povečanje obveznosti rezidentov do nerezidentov (zadolževanje, odpis dolga, predaja premoženja v tujini). Odliv kapitala je povečanje premoženja rezidentov v tujini ali zmanjšanje obveznosti rezidentov do nerezidentov in se beleži kot debetna postavka (Mrak, 2002, str. 18).

1.3.3 Mednarodne denarne rezerve in devizni tečaj

Mednarodne denarne rezerve centralne banke so predvsem imetja pri bankah v tujini in vključujejo devizna sredstva (z njimi razpolaga centralna banka države), monetarno zlato, posebne pravice črpanja ali SDR (*angl. Special Drawing Rights*) in rezerve pozicije države pri Mednarodnem denarnem skladu (MDS) (Ribnikar, 2003, str. 31). Povečanje mednarodnih denarnih rezerv dejansko pomeni odliv deviznih sredstev v tujino, zmanjšanje pa priliv denarnih sredstev iz tujine. Monetarne oblasti z dodatno ponudbo mednarodnih deviznih rezerv na deviznem trgu skušajo preprečiti depreciacijo domače valute, z dodatnim povpraševanjem po devizah pa preprečiti njeno apreciacijo (Mrak, 2002, str. 58). Ko ima država stalen devizni tečaj, uradno določen tečaj brani s kupovanjem ali prodajo tujih valut, kar spreminja uradne rezerve. Čisti fleksibilen devizni tečaj pomeni, da mednarodne rezerve niso potrebne, saj centralna banka ne posega na devizni trg in mednarodnih rezerv ne potrebuje (Kumar, 2007, str. 45).

2. Evro in dolar kot mednarodni valuti

V nadaljevanju bom predstavila evro in dolar kot vodilni valuti. Z vzpostavitvijo Ekonomske in monetarne unije (v nadaljevanju EMU) in uvedbo evra 1. Januarja 1999 je skupna valuta izključno zakonito plačilno sredstvo evroobmočja. Devizni tečaj znotraj EMU-ja je dokončno fiksiran, vendar ne gre za pravi devizni tečaj, ampak le za konverzijski, ki služi za preračunavanje ekonomske vrednosti med valutami. V poglavju predstavljam evro kot plačilno sredstvo znotraj EMU-ja, vlogo Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) pri vodenju skupne monetarne politike in stabilnost cen znotraj evroobmočja kot primarni cilj ECB-ja. V drugem delu poglavja bom opisala evro kot vodilno mednarodno valuto, vlogo Ameriške centralne banke pri vodenju monetarne politike in devizni tečaj evra glede na dolar, ki temelji na sistemu fleksibilnega deviznega tečaja. Z uvedbo evra je dolar dobil resnega tekmeča v boju za prevlado kot vodilne svetovne valute. Namen poglavja je postaviti temelje za analizo hipoteze, da stabilen devizni tečaj pozitivno vpliva na mednarodno trgovino in kapitalske tokove, o čemer razlagam v naslednjih poglavjih.

2.1 Evro

Države članice EU so se s podpisom Maastrichtske pogodbe zavezale k postopnemu oblikovanju EMU-ja in izpolnitvi konvergenčnih kriterijev, ki predstavljajo minimalne zahteve glede stabilnosti pri vodenju monetarnih, fiskalnih in deviznotečajnih politik držav članic EU. Konvergenca pomeni približevanje ekonomskih dejavnikov med določenimi državami ali regijami, namen konvergenčnih kriterijev pa je zagotoviti zdrave makroekonomske temelje in makroekonomsko stabilnost integracije (Lavrač, 2007, str. 118). Do uvedbe evra je prišlo 1. januarja 1999. Države so se bile pripravljene odpovedati svojim valutam le, če jih bo nadomestila skupna zelo trdna valuta, zato so evro sprejele le tiste članice EU, ki so pravočasno izpolnile maastrichtske konvergenčne kriterije¹ (Lavrač, 2007, str. 200).

2.1.1 Evro kot plačilno sredstvo v EMU-ju

Monetarna suverenost vsake države se kaže kot popolna samostojnost pri vodenju neodvisne monetarne politike. Pogoji za vodenje neodvisne denarne politike so lastna nacionalna valuta,

¹ Maastrichtski konvergenčni kriteriji vsebujejo tri monetarne in dva fiskalna kriterija: nizka stopnje inflacije (ki ne sme za več kot 1,5 odstotne točke presežati povprečja stopnje inflacije v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije), nizke stopnje obrestnih mer (ne smejo presežati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kakor 2 odstotni točki), stabilnost deviznega tečaja (valuta mora biti vsaj dve leti vključena v mehanizem deviznih tečajev ERM), primanjkljaj državnega proračuna ne sme presežati 3 % BDP-ja države) in javni dolg ne sme presežati 60 % BDP-ja države (Lavrač, 2007, str. 100).

lastna centralna banka, lasten devizni tečaj domače valute in samostojna izbira neodvisne politike deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 386–387). Monetarna integracija je združevanje med državami na denarnem področju. Najvišja oblika monetarne integracije je **monetarna unija** ter pomeni skupno valuto in monetarno politiko v rokah skupne centralne banke (Lavrač, 2007, str. 96). Ekonomska in monetarna unija² je zadnja faza ekonomske integracije v EU, ki jo je 1. januarja 1999 oblikovalo enajst držav članic EU³. Kot enotna valuta je bil uveden evro in delovati je začela ECB, ki je bila ustanovljena 1. junija 1998. Evro uporablja 330 milijonov ljudi, ki živijo v 17 državah članicah evroobmočja. Prav tako ga uradno kot zakonito plačilno sredstvo zaradi praktičnih razlogov uporabljajo tudi v nekaterih državah oziroma območjih, ki niso del EU ali evroobmočja⁴ in v nekdanjih kolonijah⁵. Evro je tako postal druga najpomembnejša mednarodna valuta, takoj za ameriškim dolarjem. Ker je prevzem skupne valute pomembna odločitev, je pomembno, da koristi, ki si jih države lahko obetajo, odtehtajo stroške. Skupna valuta prinaša številne koristi, kot so (Mongelli, 2002, str. 33):

- odprava variabilnosti deviznih tečajev, najprej zaradi trajno fiksnih deviznih tečajev (dokler še obstajajo nacionalne valute), nato pa zaradi odprave deviznih tečajev in uvedbe skupne valute;
- varnost pred tečajnimi tveganji z nečlanicami;
- prihranki zaradi odsotnosti transakcijskih stroškov zaradi širše uporabe enotne mednarodne valute;
- povečanje trgovine med državami skupnega valutnega območja zaradi vključenosti v skupni trg;
- izboljšanje makroekonomske stabilnosti, ki izhaja iz večje stabilnosti cen in protiinflacijske politike ECB-ja ter dostop do večjega in bolj transparentnega finančnega trga;
- izboljšanje mikroekonomske učinkovitosti zaradi povečane koristnosti denarja, ki kroži po večjem območju, ki ima vlogo menjalnega sredstva, hranilca in merilca vrednosti ter
- večja transparentnost cen, ki zavira cenovno diskriminacijo, spodbuja konkurenčnost ter znižuje cene proizvodov in storitev, kar vodi v večjo blaginjo potrošnikov in večjo učinkovitost trga.

Članice so se odločile za vstop v EMU, ker pričakovane koristi presegajo pričakovane stroške. Z izgubo monetarne suverenosti sta povezana predvsem dva stroška. Prvi je izguba monetarne politike, ker država ne more več določati obrestne mere in s tem vplivati na gospodarsko rast in zaposlenost, drugi pa izguba možnosti uporabe deviznega tečaja kot instrumenta za plačilnobilančno prilagajanje in ohranjanje mednarodne konkurenčnosti domače države (Mrak, 2002, str. 392).

Vloga evra od njegove uvedbe le narašča, velikost in trdnost evroobmočja pa ščitita evro pred zunanji gospodarskimi pretresi, kot so nepričakovana zvišanja cen nafte in šoki na deviznih trgih. Stabilna skupna valuta pomeni za članice EMU-ja⁶ nižjo inflacijo in nižje obrestne

² Kratica EMU v celotnem besedilu predstavlja države evroobmočja.

³ Avstrija, Belgija, Nemčija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Španija, Portugalska in Nizozemska.

⁴ Saint-Pierre-et-Miquelon, Mayotte, San Marino, Vatikan, Monako, Andora, Črna gora in Kosovo.

⁵ V francoskih čezmorskih departmajih (Guadeloupe, Martinique, Francoska Gvajana in Réunion) in ozemljih (Saint-Barthélemy in Saint-Martin) ter na Azorih, Madeiri in Kanarskih otokih. Poleg tega je evro uveden tudi na delu čezmorskih ozemelj nekaterih držav članic EU, ki so zunaj EU (Saint-Pierre-et-Miquelon in Mayotte).

⁶ Poleg enajstih držav leta 1999 so evro pozneje prevzele še Ciper, Estonija, Grčija, Malta, Slovaška in Slovenija.

mere, kar vodi v povečano gospodarsko rast. Notranjo vrednost evra predstavlja stabilnost cen znotraj evroobmočja, zunanji vidik pa devizni tečaj, torej cena evra, izražena v drugih valutah.

Evro je prvi resni tekmeč dolarju po prvi svetovni vojni, v njegovo korist pa na dolgi rok govori protiinflacijska politika ECB-ja. Stabilnost cen znotraj evroobmočja bo vplivala tudi na zunanjo vrednost evra glede na druge valute, zato je evro privlačen tudi kot hranilec vrednosti. V prid temu kaže obračunavanje izvoza in uvoza v evrih, kar so storila podjetja na območju EMU-ja (Naime & Paschakis, 2002, str. 58–59).

2.1.2 Vloga ECB-ja pri vodenju monetarne politike

ECB s sedežem v Frankfurtu je bila ustanovljena 1. junija 1998 in od uvedbe evra 1999 vodi skupno monetarno politiko. Evropski sistem centralnih bank (v nadaljevanju ESCB) sestavljajo ECB in nacionalne centralne banke držav EU, tudi tistih, ki evra še niso sprejele. Ko bodo vse države v denarnem območju evra, ne bo več razlike med evrosistemom in ESCB-jem. Skupno monetarno politiko določa ECB centralizirano prek sveta guvernerjev ECB-ja, izvaja pa se decentralizirano prek nacionalnih centralnih bank evrosistema, ki so predale svojo suverenost glede monetarne politike (Lavrač, 2003, str. 167).

Izredno pomembna je neodvisnost ECB-ja, ki pomeni prepoved neposrednega financiranja katerekoli države in dolžnost preprečiti vsak pritisk politike na sprejemanje odločitev pri vodenju skupne monetarne politike. Osnovni cilj ECB-ja, ki je definiran s statutom, je stabilnost cen in vsi ostali cilji so temu podrejeni. Evro mora biti stabilen tako navznoter (glede stopnje inflacije) kot navzven (devizni tečaj EUR). Stopnja inflacije se mora obdržati v območju med 0–2 % letno. Devizni tečaj evra v razmerju do dolarja temelji na režimu fleksibilnega deviznega tečaja, centralna banka pa lahko, če je potrebno, posreduje s ciljem vplivati na raven ali gibanje deviznega tečaja evra. ECB ima pri vodenju enotne denarne politike na voljo tri skupine instrumentov: operacije na odprtem trgu, stalna odprta ponudba bankam in obvezne rezerve. Z operacijami na odprtem trgu banka vpliva na višino obrestnih mer in likvidnost na denarnem trgu ter signalizira usmeritve monetarne politike. Obrestna mera operacij na odprtem trgu je osrednja obrestna mera evrosistema, operacije na odprtem trgu pa so glavni vir dodatne likvidnosti evropskega bančnega sistema (Mrak, 2002, str. 409–411).

2.1.3 Stabilnost cen v evroobmočju

Visoka stopnja stabilnosti cen evroobmočja je torej primarni cilj ECB-ja. Stopnja inflacije mora biti blizu stopnji inflacije treh držav članic z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen. Junija 2011 so imele najnižje letne stopnje inflacije Švedska (1,5 %), Slovenija (1,6 %) in Češka (1,9 %), najvišje pa Romunija (8,0 %), Estonija (4,9 %) in Litva (4,8 %) (Eurostat Newsrelease, julij 2011, str. 1). V EMU-ju je bila letna stopnja inflacije junija 2011 2,7 %, v EU pa 3,1 %. Razmeroma nizke ravni inflacije so bile značilne za obdobje 2001–2003, nato pa je med letoma 2003 in 2005 v večini držav začela inflacija naraščati in se je v drugi polovici desetletja močno povečala. Najvišje povprečne medletne vrednosti je dosegla leta 2008, nato pa se je v letu 2009 ponovno močno znižala. Od aprila 2009 do marca 2010 je bila inflacija v EU zelo nizka, predvsem zaradi negativnih svetovnih cenovnih šokov in velikega upada gospodarske aktivnosti v večini držav (Konvergenčno poročilo 2010, str. 29–31).

Asimetrični šoki so motnje v agregatnem povpraševanju zaradi zunanjih ali notranjih dejavnikov, ki prizadenejo le eno državo. Za asimetrične šoke članica EMU-ja ne more več uporabiti deviznega tečaja kot instrumenta plačilnobilančnega prilagajanja. Monetarne

politike se ne da uporabiti za stabilizacijo šokov, ki so specifični za določeno državo. Simetrični šoki so motnje, ki prizadenejo celotno denarno unijo, nanje pa unija reagira s skupno makroekonomsko in denarno politiko. Simetrični šoki so manj problematični v denarni uniji, saj bo enotna valuta deprecirala ali aprecirala na zahtevano višino za vse države denarne unije (Lavrač, 2007, str. 98).

2.2 Dolar

2.2.1 Vloga dolarja kot mednarodne valute

V nadaljevanju bom pojasnila, zakaj ima dolar vlogo mednarodne valute. Valute na grobo delimo na dve kategoriji – nacionalne in mednarodne. Nacionalne valute so v obtoku v domači državi, medtem ko so mednarodne sprejete v uporabo zunaj domačih meja predvsem kot menjalni posrednik (Wenhao, 2004, str. 5).

Po mnenju ekonomistov svet potrebuje mednarodni denar, ker opravlja vloge hranilca vrednosti, mere vrednosti in menjalnega posrednika. Vloga mednarodne valute kot menjalnega posrednika je danes najpomembnejša, saj je uporaba enotne valute kot menjalnega posrednika, ki je namenjen menjavi iz ene valute v drugo, učinkovitejša kot bilateralna menjava. Učinkovitost se dosega, ker usmerjanje transakcij prek ene valute zahteva manj deviznih trgov, s čimer se ustvarjalcem trga zmanjšajo začetni stroški, poleg tega pa je zaradi manjšega števila trgov obseg transakcij na vsakem od teh trgov večji, kar pomeni zmanjšanje transakcijskih stroškov (Lim, 2006, str. 6).

Dolar je po prvi svetovni vojni nadomestil funt kot vodilno svetovno valuto, kar mu je uspelo zaradi stabilnosti, dobro razvitega finančnega trga, velikosti ameriškega gospodarstva in njegove vloge v mednarodni trgovini. V Bretton-Woodskem sistemu je bil dolar vodilna valuta brez tekmeča, po letu 1973 pa je večina razvitih držav sprejela model fleksibilnega deviznega tečaja. Resnejša konkurenta sta bila nemška marka in japonski jen, vendar je dolar kljub temu ohranil vodilno vlogo (Wenhao, 2004, str. 7). Dolar ima vlogo (Neaime & Paschakis, str. 3):

- Hranilca vrednosti, saj je relativno stabilen glede na ostale valute. Od leta 1970 je bil največji delež rezerv centralnih bank v dolarjih. Ameriške delnice imajo na mednarodnem trgu delnic velik delež, ki pa je drastično upadel od zgodnjih 1980, kar sovpada z vzponom obveznic, denominiranih v jeni. Krugman meni, da je največja hiba dolarja prav negotovost, ki izvira iz fleksibilnega deviznega tečaja.
- **Mere vrednosti**, saj je veliko mednarodnih dobrin, kot sta nafta in zlato, izraženih v dolarjih, vendar je ta trend v zadnjih letih v upadu.
- **Menjalnega posrednika**, predvsem zaradi velike likvidnosti in nizkih transakcijskih stroškov. Uporablja se v trgovini med EU in tretjimi državami ter med tretjimi državami med seboj.

2.2.2 Vloga FED-a pri vodenju monetarne politike

Ameriška centralna banka ali Federal Reserve (v nadaljevanju FED) je bila ustanovljena leta 1913 s sedežem v Washingtonu in z dvanajstimi bankami Zveznih rezerv sestavlja Zvezni sistem rezerv (*angl. Federal Reserve System*). Vsaka banka zveznih rezerv opravlja plačilni sistem za celotno državo in nadzira banke na svojem območju. Svet guvernerjev Zveznega sistema upravlja Zvezne rezerve in ga sestavlja sedem članov. Ključne odločitve sprejema

zvezni odbor za odprti trg (*angl. Federal Open Market comitee – FOMC*). Na vrhu celotnega sistema je predsednik sveta guvernerjev, trenutno Ben Bernanke, ki predseduje svetu guvernerjev in FOMC-ju. Dvanajst regionalnih bank je pravno gledano zasebnih in FED deluje kot neodvisna vladna agencija. Čeprav je FED neposredno odgovoren Kongresu in sledi nasvetom predsednika, pa o denarni politiki odločajo člani sveta guvernerjev in FOMC. Tako FED vodi neodvisno denarno politiko in za svoje odločitve ne potrebuje odobritve nobene druge inštitucije. Neodvisnost FED-a pomeni, da ščiti narodno valuto, se bojuje proti inflaciji in da na politiko vodenja ne vplivajo politični strankarski interesi, kar bi bila nevarnost, če bi izvršna oblast nadzorovala centralno banko. Večino sredstev FED-a predstavljajo vrednostni papirji ameriške vlade. Cilji FED-a so ekonomska rast v skladu s potenciali gospodarstva, visoka raven zaposlenosti, stabilne cene in zmerna dolgoročna obrestna mera (Samuelson, 2002, str. 493–497). Glavni instrumenti denarne politike so (Samuelson, 2002, str. 497):

- **operacije na odprtem trgu**, ki so najpomembnejši stabilizacijski instrument centralne banke; s prodajo ali kupovanjem vrednostnih papirjev na odprtem trgu FED zmanjšuje ali povečuje bančne rezerve;
- **politika diskontne stopnje** je določanje obrestne mere, ki se imenuje diskontna stopnja, po kateri si poslovne banke sposojajo pri regionalni Banki zveznih rezerv;
- **politika obveznih rezerv**: določanje in spreminjanje zakonsko določenega količnika obveznih rezerv od depozitov pri bankah; zakonske obvezne rezerve so mehanizem, s katerimi FED nadzira ponudbo bančnega denarja.

2.2.3 Ohranitev dolarja kot vodilne valute v prihodnje

Boj za prevlado med valutami ni nič novega. Zgodovinsko gledano so pomembnejšo vlogo igrali angleški funt, ameriški dolar, nemška marka in japonski jen, od uvedbe pa je največji konkurent dolarju evro. Predvsem v začetni fazi uporabe valute na tujih trgih je pomembno zaupanje v prihodnost valute podprto s politično stabilnostjo na območju izvora valute. Pomembna dejavnika sta tudi visoka likvidnost in predvidljivost vrednosti premoženja. Osnovo za to nudijo dobro razviti finančni trgi, ki so dovolj odprti za dostop nerezidentom. Vstop na trg ne sme biti oviran z visokimi transakcijskimi stroški ali katerimikoli drugačnimi vstopnimi ovirami (Wenhao, 2004, str. 5). Še pred samo uvedbo evra leta 1999 so bili ekonomisti deljenega mnenja, ali bo nova valuta prevzela vlogo, ki jo je do sedaj imel dolar. Bergsten (1997), Mundell (1998), Portes in Rey (1998) so optimistično napovedovali, da bo nova skupna valuta takoj postala resen tekmelec dolarju in ga sčasoma celo izpodrinila. Nasprotnega mnenja sta bila Cooper (1997) in McKinnon (1998), za katera je evro pomemben le kot regionalna valuta, vendar mu kljub temu priznavata velik prispevek k evropskemu gospodarstvu (Lim, 2006, str.3).

Evrsko območje je primerljivo z ameriškim gospodarstvom glede na BDP in odprtost gospodarstva. ECB ohranja stabilno raven inflacije in Evropa nima tolikšnega primanjkljaja na tekočem računu kot ZDA⁷, kar povzroča precejšnje pritiske na dolar. Od uvedbe evra dalje je moč opaziti, da pomembnost evra kot valute, v kateri centralne banke hranijo svoje rezerve, močno narašča. Slaba stran prevlade evra zadeva predvsem konkurenčnost podjetij na evroobmočju (Frankel & Chinn, 2008, str. 7–8). Če tuje centralne banke zamenjajo svoje dolarske portfelje za tuje valute, bo to vodilo v depreciacijo dolarja. Ekonomisti menijo, da če bi se BDP evroobmočja povečal, bi EMU postala vodilno svetovno gospodarstvo v obdobju desetih let, kar bi pomenilo, da bi se v evrih odvijalo več transakcij, kar bi valuto močno okrepilo (Maniam & Mouser, 2008, str. 24).

⁷ Primanjkljaj ZDA se je povečal s 398 milijard v 2001 na 706 milijard leta 2008.

Če bi evro res izpodrinil dolar, bi to imelo velik pomen za ameriško gospodarstvo. ZDA bi izgubile privilegij enostavnega financiranja svojega deficita. V preteklosti so ZDA obvladovale deficit, saj so bili zavezniki pripravljene podpirati vodilno gospodarstvo v svetu, kar je bilo tudi v njihovem interesu⁸. Vendar se je v obdobju od leta 2001 dalje ameriški primanjkljaj podvojil, država pa je izgubila politično podporo in legitimnost v številnih državah. Glede na razvoj dogodkov je povsem mogoče, da bo Amerika izgubila vodilno vlogo v svetu (Frankel & Chinn, 2008, str. 18). Vsekakor je evro od svoje uvedbe močno napredoval in se bo njegov pomen še krepil. Vendar je treba upoštevati številne dejavnike, ki vplivajo na obe vodilni valuti, kot so fiskalna politika, mednarodne devizne rezerve, inflacija, gospodarska rast in stanje plačilne bilance, zato je težko z gotovostjo napovedati, kakšna bo njuna vloga v prihodnosti.

3. Povezava deviznega tečaja ter gospodarske rasti ZDA in evroobmočja

3.1 Gospodarska rast EU in vloga evra v zadnjih desetih letih

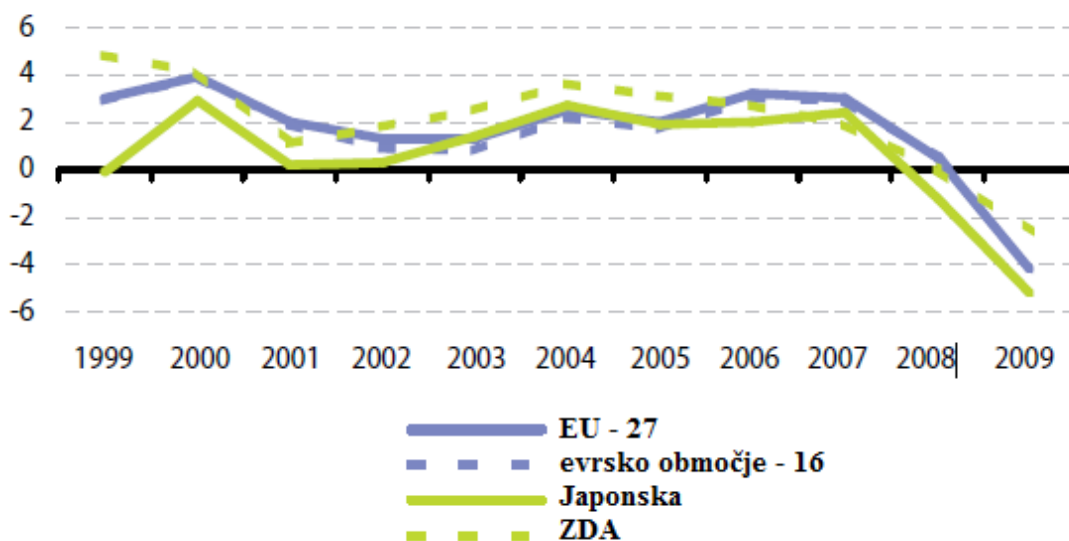
Z uvedbo evra je EMU postala primerljiva z ekonomskim in trgovinskim območjem ZDA. Že v začetnem obdobju je bilo moč opaziti, da imajo od uvedbe evra koristi tako članice kot nečlanice evroobmočja, saj ima monetarna unija pozitivne učinke tudi na trgovinske partnerice zunaj tega območja. Brez vzpostavitve denarne unije bi bile hitreje rastoče države izpostavljene špekulacijam s kapitalskimi tokovi, kar bi vodilo v apreciacijo nacionalnih valut, medtem ko bi počasneje rastoče članice tvegale valutne krize, kar bi pomenilo depreciacijo nacionalnih valut. To je pomembno predvsem za manjše države, za katere predstavlja stabilen devizni tečaj finančno okolje, ki omogoča visoko odprtost gospodarstva (Lane, 2006, str. 5). Zaradi strukturne rigidnosti evropskega gospodarstva je na začetku obstajala nevarnost šibkega evra. Evrsko območje so definirali visoki socialni prispevki, stroga delovna zakonodaja in omejitve pri obratovalnem času, kar je bilo bolj v korist svobodnim angleškim in ameriškim trgov. Evro je brez strukturnih in ekonomskih reform tvegala podcenjenost na dolgi rok (Naime & Paschakis, 2002, str. 6).

Na Sliki 1 je prikazana desetletna rast BDP-ja v EU. Po ugodnih gospodarskih gibanjih med leti 2003 in 2007 je prišlo do gospodarske krize, ki je upočasnila gospodarski razvoj v večini držav EU. V 2008 se je rast realnega BDP-ja EU-27 in evroobmočja znižala na 0,5 %, v letu 2009 pa je BDP upadel za 4,2 % v EU-27 in 4,1 % v EMU-ju (Eurostat pocketbooks, Key figures on Europe, 2011). V nadaljevanju bom opisala vpliv gospodarske rasti EMU-ja in ZDA na gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar.

⁸ Banka Japonske je bila na primer med ostalimi centralnim bankami pripravljena kupovati dolarje in s tem preprečiti depreciacijo dolarja v poznih 1960-ih do poznih 1980-ih. Leta 1991 so bili Kuvajt, Savdska Arabija in druge države pripravljene plačati stroške vojne proti Iraku in s tem enostavno izničiti ameriški primanjkljaj na tekočem računu.

SLIKA 1: Rast realnega BDP-ja za EU-27, evrsko območje – 16, Japonsko in ZDA⁹

(sprememba v % glede na prejšnje leto)



Vir: Eurostat pocketbooks, Key figures on Europe, 2011, str. 18, slika 1.1.

3.2 Gospodarska rast ZDA in vpliv uvedbe evra na dolar

Glede na raziskave ekonomistov ima največji vpliv na gibanje deviznega tečaja prav gospodarska rast. Po oceni Inštituta za mednarodno ekonomijo (2002) bi 10-odstotno znižanje vrednosti dolarja glede na evro povečalo BDP za 0,5 % (Crawford, Young & Takhtarov, 2008). Te ugotovitve pojasnjujejo začetno depreciacijo evra glede na dolar in napovedane stopnje rasti ZDA leta 1999. Do sredine druge četrtine 1999 so napovedovali, da bo rast ZDA preseгла rast Evrope za 1,5 odstotne točke. Tudi kratek dvig evra julija 1999 je bil povezan s pričakovanim izboljšanjem relativne rasti evroobmočja.

BDP evroobmočja je v drugi četrtini leta 2000 rasel z letno stopnjo 3,7 %, kar je še vedno nižje kot rast ZDA v istem obdobju, ki je bila 6,1 % (Naime & Paschakis, 2002, str. 63). Ob uvedbi evra ni skoraj nihče pričakoval tako dolge depreciacije nove valute glede na dolar. Na Sliki 2 je prikazano gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar. Devizni tečaji znotraj evroobmočja so fiksni, tečaj med evrom in dolarjem pa temelji na sistemu fleksibilnega deviznega tečaja. Tečaj evra v razmerju do dolarja je v prvih dveh letih vztrajno padal, kumulativno za 30 %, kar ni imelo podlage v dejanskih ekonomskih kazalcih, je pa vzbudilo dvome v trdnost nove valute in njeno podcenjenost. Kljub temu je evro ostal notranje stabilna valuta (Mrak, 2002, 385–386).

Ekonomske okoliščine ob uvedbi evra so bile visoka gospodarska rast ameriškega gospodarstva in obrestne mere, ki so bile nad evropskimi. ZDA so privabile velike kapitalске tokove v obliki dolgoročnih naložb, kar je vodilo v padec vrednosti evra. Glede na plačilno bilanco ZDA je bil viden porast direktnih investicij rezidentov EU območja v ZDA, saj stabilno gospodarstvo privlači mednarodni kapital, ki pričakuje visoke donose, kar vodi v apreciacijo valute (Naime & Paschakis, 2002, str. 61). Depreciacija evra glede na dolar med

⁹ V evrskem območju 16 so države, ki so imele evro kot skupno valuto decembra 2010, to so: Belgija, Nemčija, Grčija, Španija, Francija, Irska, Italija, Ciper, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Avstrija, Portugalska, Slovenija, Slovaška in Finska.

letoma 1999 in 2001 je imela manjši vpliv za članice EMU-ja, ki so trgovale znotraj evroobmočja, in večji vpliv na članice, ki so bolj udeležene v svetovni trgovini (Lane, 2006, str. 3).

Oktobra 2010 je bila gospodarska rast v ZDA še vedno zelo omejena kljub izjemno sproščeni denarni politiki centralne banke, vendar ponovno pozitivna (2,6 %). V drugi polovici 2010 je padec dolarja povezan z upadom kapitalskih tokov iz Evrope zaradi počasnega okrevanja ameriškega gospodarstva. Vrednost evra je 31. decembra 2010 znašala 1,34 dolarja, kar je 4,2 % manj od povprečja leta 2009. Depreciacijo evra v primerjavi z dolarjem je v prvi polovici leta 2010 spodbujalo močnejše makroekonomsko okrevanje v ZDA glede na evrsko območje (Letno poročilo ECB, 2010, str. 74). V Evropi je visoka stopnja izvoza zmanjšala domače povpraševanje in povečanje ameriškega BDP-ja (Crawford et al., 2008). Obdobje med letoma 2002 in 2007 je bilo zaznamovano s padcem dolarja in rastjo ameriškega deficita. Do okrepitve je prišlo 2008, 2009 pa je zopet prišlo do njegovega padca (Perspektiva DZU, 2011).

SLIKA 2: Letno gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar



Vir: Ghezali, *Why there won't be a transatlantic currency war*, 2011.

V 2011 se kaže povečanje gospodarske aktivnosti v ZDA, zato bo ameriško povpraševanje po evropskih dobrinah večje od evropskega povpraševanje po ameriških. To bo vodilo do presežka ponudbe dolarjev nad povpraševanjem in pritiska na povečanje vrednosti evra ter zmanjšanje vrednosti dolarja.

4. Povezava deviznega tečaja in mednarodne trgovine

4.1 Vpliv dolarja in evra na mednarodno trgovino med EU in ZDA

V nadaljevanju bom raziskala, ali je vpliv evra povzročil ustvarjanje ali preusmerjanje trgovine. Predstavila bom ugotovitve dosedanjih raziskav vzpostavitve denarnih unij na trgovino, predvsem pa me zanima vpliv evra na trgovino med državami.

Teorija optimalnega denarnega območja (*angl. Optimal currency area* ali OCA) se ukvarja s problematiko denarnih unij. Nastala je v šestdesetih letih v okviru sistema Bretton-Woods, njeni začetniki so Mundell (1961), McKinnon (1963) in Kenen (1969). Namen teorije je bilo

ugotoviti, ali naj se država odloči za fiksni ali fleksibilni devizni tečaj, saj je fiksni devizni tečaj pogoj za skupno valuto, in ugotoviti prednosti le-te.

Odločitev za fiksni devizni tečaj pomeni monetarno in ekonomsko integracijo ter izgubo neodvisne monetarne politike. Fleksibilni sistem deviznega tečaja pa pomeni ohranitev monetarne politike na eni strani ter tečajna nihanja in z njimi povezane negotovosti in tveganja na drugi strani. Teorija optimalnega denarnega območja upošteva različne strukturne lastnosti gospodarstva¹⁰ kot kriterij, po katerem naj se država odloči za enega od sistemov deviznega tečaja. Po OCA-ju naj bi fiksiranje deviznih tečajev in denarna unija z znižanjem stroškov trgovanja pozitivno vplivalo na večje trgovanje med državami, ki so vključene v denarno unijo. Glavna prednost monetarne integracije je torej stabilnost deviznega tečaja (Lavrač, 2007, str. 121). Denarna unija prinaša številne koristi, ki naj bi odtehtale stroške uporabe skupne valute. Temeljni strošek je predvsem izguba lastne denarne in tečajne politike kot orodja za stabilizacijo nacionalnega gospodarstva.

Najpogosteje omenjena korist uvedbe evra je povečanje trgovine zaradi zmanjšanja transakcijskih stroškov in odprava tveganja zaradi nihanja deviznega tečaja. Okrepljen notranji trg spodbuja trgovino, znižuje investicijska tveganja in prinaša neposredne tuje investicije ter boljšo alokacijo virov. Zaradi večje cenovne stabilnosti in lažjega dostopa na bolj transparentne finančne trge je izboljšana makroekonomska stabilnost (Aristovnik & Meze, 2009, str. 13).

Posledice, skozi katere naj bi skupna valuta vplivala na povečanje trgovine med državami članicami, so (Aristovnik & Meze, 2009, str. 14):

- **Znižanje transakcijskih stroškov**, ki se pojavijo pri menjavi različnih valut pri mednarodnem trgovanju. Odprava transakcijskih stroškov¹¹ kot ovire pri trgovanju pozitivno vpliva na obseg menjave.
- Denarna unija **odpravi tečajna gibanja** in negotovost glede deviznih tečajev znotraj unije, kar pozitivno vpliva na mednarodno menjavo.

Nihanje deviznih tečajev je pomemben dejavnik za mednarodno trgovino, ker v mednarodnem trgovanju obstaja časovni odlog med sklenitvijo pogodbe in prejetim plačilom, iz česar izhaja tveganje za izvoznike ali uvoznike. Čeprav bi odpravo tečajnega nihanja dosegli tudi z režimom fiksnih deviznih tečajev, pa denarna unija prinaša spremembe v percepcijah in vpliva na pričakovanja ekonomskih subjektov, kjer igra glavno vlogo transparentnost trga. Cene v državah članicah so v isti valuti in občutek trdnosti je večji kot v sistemu fiksnih deviznih tečajev. Prav tako je zunanja trgovina z državami, ki so sprejele enotno valuto, za gospodarske subjekte enakovredna domači trgovini. Obveščenost o cenah in stroških je večja, posledično pa je večja tudi konkurenca med podjetji v različni državah (Aristovnik & Meze, 2009, str. 15).

4.2 Predstavitev empiričnih študij na področju teorije OCA

Od zloma Bretton-Woodskega sistema fiksnih deviznih tečajev dalje se je v empirični literaturi začelo preučevati povezavo med gibanjem deviznih tečajev in mednarodnimi

¹⁰ Velikost in odprtost gospodarstva, struktura proizvodnje, struktura mednarodne menjave, mobilnost delovne sile.

¹¹ Omenjeni stroški zajemajo stroške menjalnih storitev bank, notranje stroške podjetij in stroške čezmejnih bančnih transferjev ter naj bi obsegali okrog 0,4 % BDP-ja Evropske skupnosti kot celote.

trgovinskimi tokovi. Predmet analiz je bilo predvsem zmanjšanje tečajne volatilnosti in prehod s fiksnega sistema deviznih tečajev na fleksibilne (ali obratno), kar vpliva na mednarodno trgovino. V nadaljevanju se bom osredotočila na najpomembnejše študije in povzela njihove ugotovitve. Na koncu poglavja bo predstavljen pregled študij in njihovi rezultati.

Začetnik preučevanja skupne valute na trgovino¹² je Andrew K. Rose (2000). Pred njim so vpliv denarne unije enačili z odpravo tečajnega nihanja. Rose je prvi razširil gravitacijski trgovinski model z novo spremenljivko članstva v monetarni uniji. Rose je preučil podatke 186 držav v obdobju med letoma 1970 in 1990 in ugotovil, da članice denarne unije med seboj trgujejo kar trikrat več kot države zunaj te unije ter tako potrdil negativen vpliv nihanja deviznega tečaja na trgovino in pozitiven vpliv enotne valute. Poleg tega je dokazal povečanje trgovanja med članicami enotnega valutnega območja med seboj in nečlanicami, ter da zaradi povečanja trgovine med članicami ne pride do preusmeritve trgovine. Ugotovitve so naletele na številne kritike stroke, predvsem so mu očitali (Baldwin, 2006, str. 7–8):

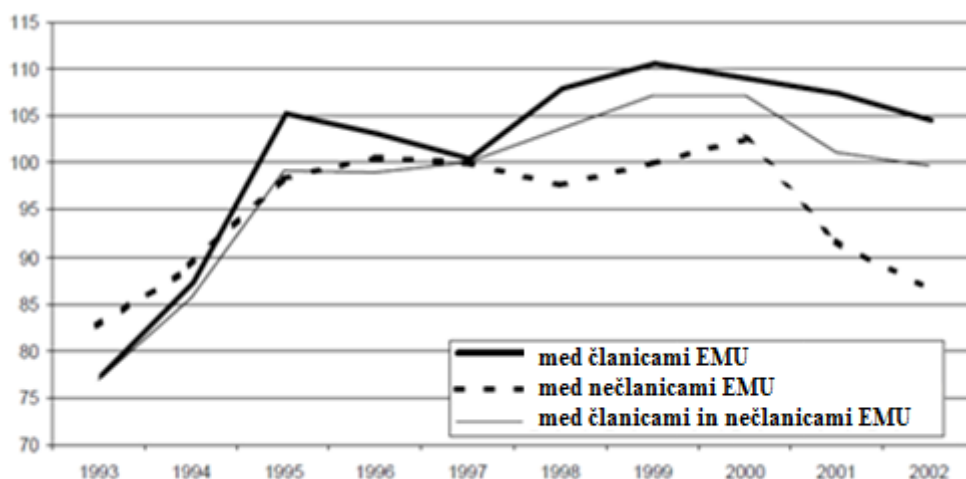
- da so izpuščene spremenljivke, ki povečujejo trgovino, kar vodi v precenjene rezultate;
- obratno kavzalnost: članstvo v denarni uniji spodbujajo veliki trgovinski tokovi in ne obratno;
- napačno specifikacijo modela in
- izbiro parov držav s skupno valuto iz majhnih, revnih in odprtih držav, ki kot take niso reprezentativne za širši vzorec.

Poznejše analize so potrdile Rosove ugotovitve, vendar se je izkazalo, da je vpliv monetarne unije manjši. Rose in van Wincoop (2001) sta analizirala tudi potencialni vpliv evra na notranjo trgovino evroobmočja in prišla do zaključkov, da naj bi vzpostavitev denarne unije povečala trgovino med članicami za 59 % (Rose & van Wincoop, 2001, str. 22).

Pomembnejšo študijo o vplivu denarnega združevanja v Evropi na podlagi podatkov o trgovini med članicami EMU-ja po uvedbi evra predstavlja analiza Micca, Steina in Ordoñez (2003), ki obravnava neposredne učinke evra. Avtorji so v tem članku preučevali, ali se je v obdobju med letoma 1992 in 2002 bilateralna trgovina med državami članicami EMU-ja povečala zaradi uvedbe evra. Slika 3 prikazuje spremembo trgovinskih tokov med članicami EMU-ja v primerjavi z nečlanicami denarne unije med letoma 1999 in 2002. Razvidno je, da se je trgovina znotraj evroobmočja povečala bolj kot trgovina med državami, ki niso del evroobmočja, povečalo pa se je tudi trgovanje med članicami in nečlanicami denarne unije. Čeprav je rezultat manjši (do 16 %) v primerjavi z ugotovitvami Rosa, je bila teza, da denarna unija poveča trgovinske tokove, potrjena. Prav tako so potrdili ugotovitve Rosa, da ni prisotna preusmeritev trgovine od nečlanic denarne unije (Micco et al., 2003, str. 25).

¹² Vpliv se imenuje »Rosov vpliv« (angl. *Rose effect*).

SLIKA 3: Učinek uvedbe evra na trgovino med pari držav¹³



Vir: Micco et al., *The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU*, 2003, str. 25, slika 2.

Eno od najbolj zanesljivih analiz vpliva EMU-ja na trgovino sta izvedla Harry Flam in Håkan Nordström (2003), izsledke pa sta leta 2006 nadgradila. Avtorja se nista osredotočila na celotno bilateralno trgovino, ampak le na izvoz članic v nečlanice in izvoz nečlanic v evrsko območje. Uporabila sta vzorec 20 držav OECD-ja, od katerih jih je deset članic EMU-ja¹⁴, deset držav v vzorcu pa ni članic evroobmočja¹⁵. Referenčno obdobje je med letoma 1989 in 2002. Rezultati kažejo, da se je vpliv evra začel že 1998 in je naraščal do konca 2002. Analiza podatkov je potrdila, da je evro povečal trgovino znotraj evro območja za 15 % glede na prejšnje obdobje in pozitiven učinek evra tudi na trgovino z državami nečlanicami. Izvoz članic v nečlanice evroobmočja se je povečal za 8 %, izvoz nečlanic v članice pa za 7,5 %.

Avtorja sta preučevala tudi vpliv uvedbe skupne valute na trgovino znotraj posameznega sektorja in vzroke povečanja trgovine ne samo med članicami EMU-ja, ampak tudi zunaj evroobmočja. Zaradi evra so stroški čezmejnega trgovanja bistveno manjši, uvozniki pa imajo možnost vse proizvode uvažati v EMU le prek ene države, kar posledično zmanjša stroške izdelave teh izdelkov in nižje cene dobrin. Tudi uvoz iz monetarne unije v tretje države se poveča zaradi manjših fiksnih stroškov trgovine med članicami EMU-ja, zaradi česar so izvozniki bolj konkurenčni. Ne tem mestu omenita tudi izsledke študije Yi (2003), v kateri je analizirana vertikalna specializacija med državami. Gre za to, da so določeni proizvodi izdelani v različnih fazah proizvodnega procesa v različnih državah in se države specializirajo samo za določeno fazo proizvodnje neke dobrine. Avtorja ocenita sektorske vplive in ugotovita, da se je trgovina po uvedbi evra povečala pri dobrinah, ki potrebujejo veliko predelave¹⁶ in v sektorjih, kjer so proizvodi zelo diverzificirani (tobak, pijače). Znižanje fiksnih stroškov ima pozitiven vpliv predvsem pri dobrinah, ki zahtevajo visoko stopnjo specializacije (Flam & Nordstorm, 2006, str. 13, 14).

Flam in Nordstorm sta leta 2006 izvedla novo študijo, ki predstavlja nadgradnjo prejšnje. Zopet sta se osredotočila le na izvoz in uporabila enak vzorec držav kot leta 2003 in novejše obdobje preučevanja, med letoma 1995 in 2005. Ugotavljala sta, koliko se je trgovina

¹³ Za vsak par držav je izračunan trgovinski indeks, bazno leto je 1997. Za vsako državo je izbran par EMU-EMU, EMU in nečlanica EMU-ja ter trgovina med pari držav, ki niso članice EMU-ja. Črte predstavljajo netehtano povprečje vseh indeksov držav v posameznem vzorcu.

¹⁴ Avstrija, Finska, Francija, Irska, Italija, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija, Belgija in Luksemburg so obravnavane kot ena država.

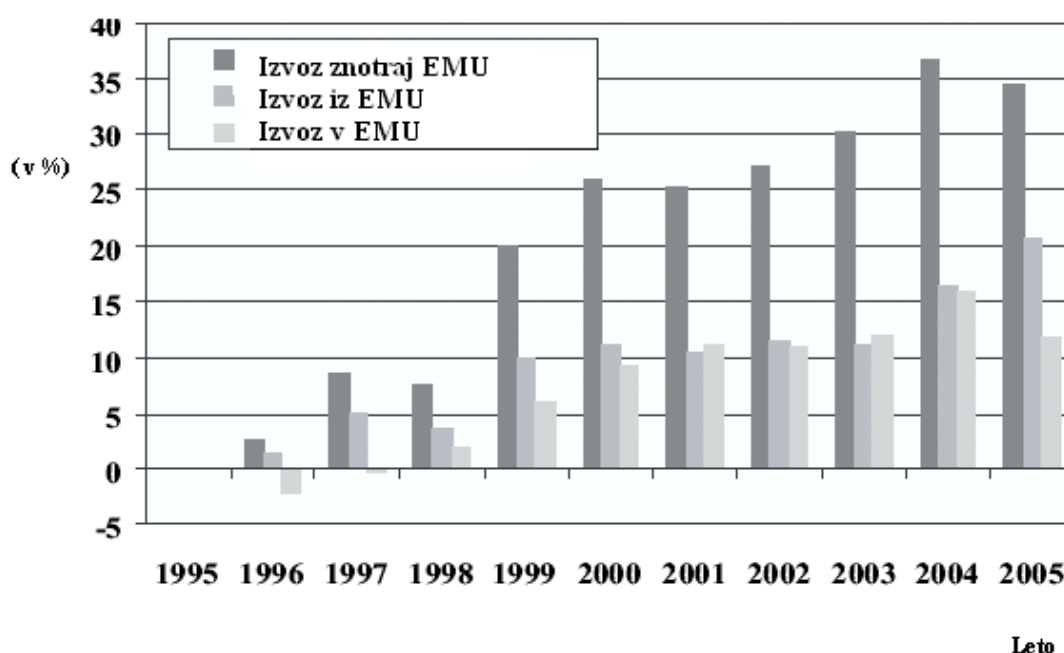
¹⁵ Avstralija, Kanada, Danska, Japonska, Nova Zelandija, Norveška, Švedska, Švica, Velika Britanija in ZDA.

¹⁶ Kot so pijače in tobak, kemični, farmacevtski in različni industrijski izdelki ter stroji in transportna oprema.

povečala na letni ravni med državami evroobmočja v primerjavi z državami zunaj evroobmočja. Obdobje 1999–2001 sta označila kot tranzicijsko in za temeljno uporabita 2002–2005, ko naj bi bili učinki najbolj vidni.

Na Sliki 4 je prikazan vpliv uvedbe evra na vzorcu 20 držav OECD-ja (10 članic EMU-ja). V primerjavi z desetimi članicami OECD-ja, ki niso v evroobmočju, se je trgovina znotraj EMU-ja občutno povečala takoj po uvedbi skupne valute. Opazen je povečan izvoz znotraj evroobmočja v letih 2002–2005 glede na 1995–1998 za 26 % relativno na deset držav OECD-ja, kar je mogoče pripisati uvedbi evra. Tudi izvoz med članicami in nečlanicami se je po 1999 močno povečal v obe smeri¹⁷, relativno na trgovino med nečlanicami EMU-ja (Flam & Nordstrom, 2006, str. 13, 14).

SLIKA 4: Odstotno povečanje izvoza zaradi uvedbe evra, relativno na 10 držav OECD-ja zunaj EMU-ja



Vir: Flam & Nordstorm, *Euro Effects on the Intensive and Extensive Margins of Trade*, 2006, str. 14, slika 2.

Evro vpliva na trgovino znotraj EMU-ja skozi 4 mehanizme (Aristotelous, str. 46, 47):

- Spremembe v stroških trgovinske menjave: so očiten razlog, zakaj se v denarni uniji trgovina poveča, saj se zmanjšajo transakcijski stroški. Vendar ta dejavnik ne razloži, zakaj se poveča trgovina med državami, ki niso v EMU-ju.
- Spremembe v številu podjetij, ki sodelujejo v menjavi: zaradi tečajnega tveganja je pred EMU-jem večina podjetij trgovala na lokalnih trgih, kar je manjšim in srednjim podjetjem predstavljalo veliko oviro. Z odstranitvijo tečajnega tveganja taka podjetja lažje izvažajo proizvode v evrsko območje.
- Spremembe v stopnji konkurence: posledično se spremeni struktura trga in obseg menjave.
- Spremembe v mejnih stroških: s spremembami cen na trgu dela vpliva na trgovinske tokove. Ta dejavnik pojasni, zakaj so učinki evra različni med različnimi sektorji in članicami EMU-ja. Če se proizvodni stroški v eni državi EMU-ja povečajo za več kot v drugi, potem se bo izvoz iz države z višjimi stroški zmanjšal.

¹⁷ Izvoz iz EMU-ja se je povečal za 12 %, v EMU pa za 13 % glede na izvoz med desetimi članicami OECD-ja.

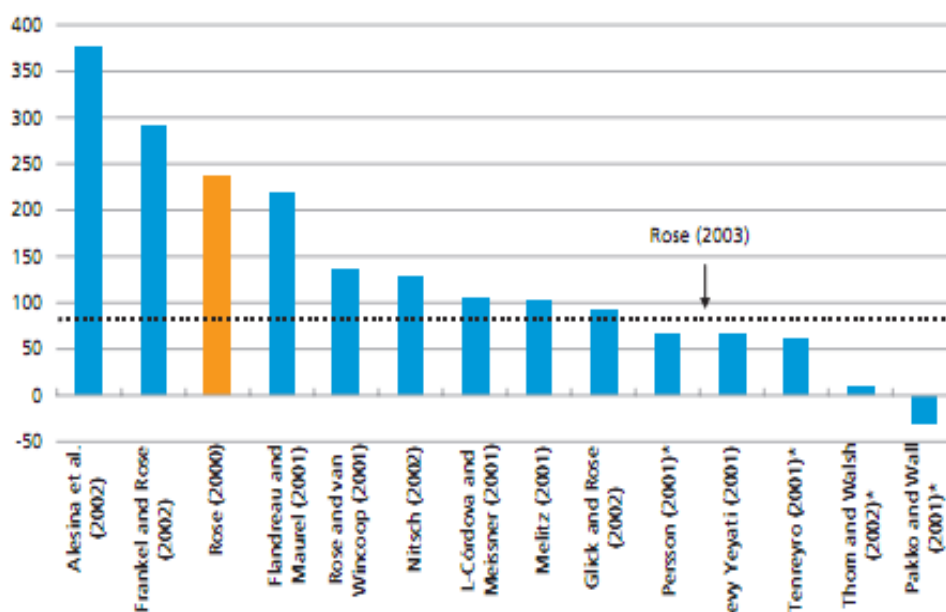
Vse študije so potrdile povečanje mednarodne trgovine po uvedbi evra, vendar pa je bil učinek manjši od tistega, ki ga je ocenil Rose. Učinek na trgovino naj bi znašal okoli 10–15 %, nobena ocena pa se ni približala potrojitvi trgovine Rosa (2000). Obstajajo tri pojasnila, zakaj je prišlo do razhajanj med ocenami:

- da pridejo učinki do polnega izraza, je potreben čas;
- denarne unije imajo manjši učinek na večje države in
- Rosove ugotovitve temeljijo na majhnih gospodarstvih, denarne unije med državami v vzorcu so bile rezultat mednarodne trgovine, ne pa njen vzrok.

Frankel in Chinn (2008) sta v svojem delu poskušala oceniti pomen vsakega od zgoraj navedenih dejavnikov pri pojasnjevanju razlik. Avtorja v članku ugotavljata, da je po štirih letih vpliv na trgovino še vedno 10–15 %, vendar je možno, da se bo skozi daljše preučevano obdobje razkril večji učinek. Prav tako menita, da vpliv trgovine nima različnih učinkov glede na velikost gospodarstva. Tretji učinek sta avtorja testirala na afriški uniji CFA, ki je leta 1999 fiksirala svoj tečaj na evro. Ocenila sta, da je evro okrepil bilateralne odnose med afriškimi in evropskimi državami za 76 %, kar implicira, da je učinek denarne unije na majhne države velik. Nobena od treh razlag sicer ne nudi zadovoljivih rešitev, vendar pa se bodo te morda pokazale v prihodnosti (Frankel & Chinn, 2008, str. 12).

Od objave Rosove študije so sledile mnoge druge študije, ki so prav tako preučevale vpliv denarnih unij na trgovino med državami. Glede na rezultate analiz vpliva uvedbe evra na mednarodno trgovino je skupna valuta povečala mednarodno menjavo. Na Sliki 5 so prikazane študije; nekatere so povzete v moji diplomski nalogi. Večina strokovnjakov je prišla do manjšega vpliva kot Rose, vendar pa je vpliv še vedno znoten. Predvsem je pomembno, da sodelovanje v denarni uniji vpliva na trgovino s preostalim svetom. Denarna unija bi imela učinke preusmeritve trgovine, če bi zmanjšala trgovino sodelujočih držav s preostalim svetom. Splošne ugotovitve študij ne dokazujejo preusmeritvenega učinka, kar je pomembno za ekonomsko blaginjo (Pedersen, 2004, str. 35).

SLIKA 5: Študije o vplivu denarnih unij na trgovino med državami (v %)



Opomba: * poleg letnice pomeni, da vpliv ni statistično značilen. Črtna črta prikazuje povprečne Rosove izračune ocenjenega vpliva denarne unije na trgovino na podlagi 24 študij.

Vir: Pedersen, *Currency Unions and Foreign Trade*, 2004, str. 39, slika 1.

5. Povezava deviznega tečaja in kapitalskih tokov

5.1 Osnovne značilnosti kapitalskih tokov

Kapitalski trgi predstavljajo temelj vsakega finančnega sistema modernega gospodarstva in imajo pomembno vlogo v alokaciji kapitala. Za trg kapitala so značilne transakcije z vrednostnimi papirji, katerih dospelost je daljša od enega leta. Na trgu kapitala se trguje z dolgoročnimi dolžniškimi (obveznice korporacij in držav) in lastniškimi (navadne delnice) vrednostnimi papirji. Trg kapitala delimo na primarni in sekundarni trg. Na primarnem trgu investicijske banke trgujejo z novo izdanimi vrednostnimi papirji. Na sekundarnem trgu se opravlja preprodaja vrednostnih papirjev. Sekundarni trg je razdeljen na trg državnih obveznic, trg dolgoročnih obveznic in delnic različnih podjetij (Ribnikar, 2003a, str. 213).

Neto tok kapitala pomeni razliko med pritokom kapitala kot posledico povečanja terjatev nerezidentov do rezidentov in odtokom kapitala kot posledico povečanja terjatev rezidentov do nerezidentov. Pozitiven neto tok kapitala pomeni neto pritok kapitala, v nasprotnem primeru pa neto odtok kapitala (Mrak, 2002, str. 552).

Neto tok kapitala je vsota neto tokov kapitala:

- dolgoročnih dolžniških instrumentov (kreditni in obveznice),
- lastniških instrumentov (neposredne tuje investicije, portfeljske lastniške investicije),
- nepovratne finančne pomoči.

Definicija pojma mednarodni tok kapitala je prevzeta po vsakoletni publikaciji Svetovne banke z naslovom Global Development Finance. Definicije ne vključujejo kreditov z rokom odplačil, krajšim od enega leta in izključujejo transakcije med posameznimi državami in IMF. Koncept neto tok kapitala (*angl. net resource flows*) ne zajema dohodkov produkcijskega faktorja kapitala (obresti in profiti od investicij), so pa sestavni del koncepta neto tok finančnih sredstev (*angl. net transfers*).

5.2 Model CAPM

Z uvedbo evra je prišlo do integracije kapitalskih trgov, k čemur so prispevali konvergenca, ki je usmerjena v smeri nizke inflacije v območju evra, dokončna odprava tečajnih nihanj in zavezanost vlad k izboljšanju vzdržnosti javnih financ. Kapitalski trgi predstavljajo predvsem trgovanje z delnicami in obveznicami. Globoki in likvidni sekundarni trgi pomenijo transparentnost tržnih cen in so pomembni za financiranje kapitalskih trgov. Likvidnost sekundarnega trga zagotavlja sredstva za prilagajanje portfeljev, ne da bi nastali veliki stroški. Likvidnost je torej ključnega pomena za učinkovito alokacijo kapitala (ECB, 1999). Na tem mestu želim ugotoviti, kako je vzpostavitev denarne unije spremenila investiranje v vrednostne papirje, pri čemer se bom oprla na International Capital Asset Pricing Model¹⁸ (v nadaljevanju CAPM).

Portfeljske investicije so investicije v vrednostne papirje (v nadaljevanju PI). PI se delijo na dolžniške vrednostne papirje (obveznice) in lastniške vrednostne papirje (delnice).

¹⁸ V slovenskem prevodu: model določanja cen dolgoročnih naložb.

Pomen PI raste z razvojem finančnih trgov. Tokovi PI so motivirani z iskanjem donosov in zmanjšanjem tveganja z razpršenostjo portfelja. Rast tokov PI je opazna od 1990-ih let, nanjo pa so vplivale naslednje okoliščine (Mrak, Rojec & Simoneti, 2010, str. 65):

- globalizacija in liberalizacija finančnih trgov (in manjši stroški gibanja kapitala);
- izboljšanje gospodarstev;
- ugodne makroekonomske razmere z nizkimi obrestnimi merami in veliko likvidnostjo na finančnih trgih.

Vpliv integracije finančnih trgov se ocenjuje s t. i. domačo pristranskostjo (*angl. home bias*)¹⁹, ki je pomemben pojav na globalnih finančnih trgih. Začetniki modela International Capital Asset Pricing Model (v nadaljevanju CAPM) so Sharpe (1964), Lintner (1965) in Mosin (1966). Sharpe, Markowitz in Miller so leta 1990 za CAMP prejeli Nobelovo nagrado. Po modelu CAPM bi morali imeti investitorji globalno diverzificiran portfelj, ki omogoča manjše tveganje in boljše donose, saj svetovni kapitalski trg predstavlja manjše sistematično tveganje kot katerikoli domači trg. Po ocenah naj bi optimalni portfelj omogočil evropskim investitorjem dodaten letni donos v višini 2–3 %.

Predpostavke modela CAPM so popoln kapitalski trg brez ovir, kot so regulacije na kapitalskem trgu in stroški poslovanja. Model CAPM vključuje tudi nihanja realnega deviznega tečaja, ki vpliva na pristranskost vlagateljev v domače naložbe, saj kupovanje tujih vrednostnih papirjev pomeni dodatno tveganje. Pod predpostavko, da bi v popolnoma integriranem svetu veljala teorija o pariteti kupne moči in bi imeli vlagatelji enaka pričakovanja glede prihodnjih donosov vseh vrednostnih papirjev, bi imeli po modelu CAPM vsi vlagatelji v ravnovesju svoj portfelj sestavljen iz sredstev različnih držav ali različnih valutnih območij v sorazmerju z njihovo tržno kapitalizacijo. To bi se izrazilo v enaki alokaciji njihovega premoženja. V skladu s to teorijo bi morali imeti vlagatelji v večini držav, z izjemo ZDA, večinoma tuja sredstva. Manjša kot je država, večji delež premoženja tuje države bo imela v portfelju. Tudi v največjih evropskih državah delež domačega kapitala ne bi smel presegati 5–6 % celotne naložbe (Schoemaker & Bosch, 2008, str. 90).

French in Poterba (1991) sta ugotovila, da investitorji raje vlagajo v domače vrednostne papirje, čeprav to ni optimalno z vidika diverzifikacije. V praksi je glede na model CAPM delež tujih naložb v portfelju prenizek. Predpostavke modela CAPM v realnosti seveda ne držijo. Integriran trg omogoča boljše izkoriščanje prednosti ekonomije velikega obsega. Po finančni teoriji naj bi imeli investitorji mednarodno diverzificiran portfelj. V praksi agenti na finančnem trgu kažejo možne preference investiranja v domače vrednostne papirje (delnice in obveznice). Ena od razlag za domačo pristranskost je tveganje, ki izvira iz deviznega tečaja. Uvedba evra je pripomogla k bolj likvidnostnim in transparentnim kapitalskim trgov, odpravila tveganja zaradi deviznega tečaja in zmanjšala domačo pristranskost znotraj EMU-ja. Vzroki za »home bias« so tudi v transakcijskih stroških in asimetričnih informacijah (Portes & Rey, 2005), ki na nepopolnih kapitalskih trgih spodbujajo investiranje na domačem trgu (Jochem & Volz, 2011, str. 2).

Ekonomisti so dokazali, da imajo investitorji pogosteje večje donose na geografsko bližjih trgih prav zaradi asimetrije informacij²⁰. V nadaljevanju bom analizirala, ali je uvedba evra povzročila upad pristranskosti in ali je upad začasen ali trajen. Po empiričnih analizah je prišlo v Evropi do upada pristranskosti, ki je trajnega značaja. Kot pričakovano je upad močan predvsem v EMU-ju. Investitorji v EMU-ju so se obrnili od domačih naložb v naložbe vrednostnih papirjev EMU-ja (Schoemaker & Bosch, 2008, str. 90).

¹⁹ »Home bias« v diplomski nalogi pomeni, da agenti več investirajo v domača finančna sredstva, čeprav je tveganje bolje porazdeljeno, če imajo v portfelju določeno količino tujih naložb.

²⁰ Coval & Moskowitz (1999), Bae, Stulz & Tan (2005).

5.3 Kapitalski tokovi EU in ZDA v obdobju 1999–2011

Uvedba evra je močno vplivala na reorganizacijo evropskih finančnih trgov. Najbolj radikalna sprememba je bila hitra integracija na trgu obveznic, saj so ob uvedbi skupne valute razlike v donosih med državami članicami močno padle, povečala se je izdaja korporacijskih obveznic in konkurenca med finančnimi posredniki, kar je pomenilo manjše transakcijske stroške, boljši dostop do trga za bolj tvegane izdajatelje in večje finančne inovacije. Da je uvedba evra pozitivno vplivala na poglobljanje finančnega trga, je razvidno iz povečanega obsega korporacijskih obveznic in delnic, denominiranih v evrih. Obseg vrednostnih papirjev, ki so jih izdala podjetja v evroobmočju, se je povečal z 32,2 % BDP-ja konec leta 1998 na 74,5 % BDP-ja junija 2005 (Lane, 2006, str. 6).

Schoenmaker in Bosch (2008) analizirata v članku, ali je uvedba evra zmanjšala domačo pristranskost in ali je to zmanjšanje začasnega ali trajnega značaja. Za vzorec meritve sta izbrala EU-15, vendar sta Luksemburg in Irska izvzeta iz vzorca, ker zaradi davčne politike privabljata veliko tujih investicij. Za primerjavo so dodane ZDA, tako da je vzorec sestavljen iz 13 držav EU in ZDA²¹. Referenčno obdobje je 2 leti pred uvedbo evra (1997) in dve leti po njej (2001). Za ugotovitev, ali je učinek evra le začasne narave, so podatke primerjali še z letom 2004 (Schoenmaker & Bosch, 2008, str. 94).

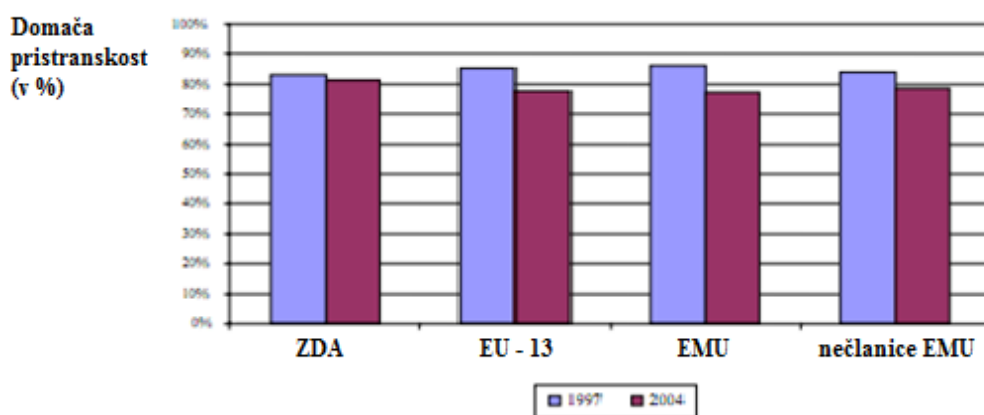
Avtorja na podlagi podatkov za leto 2001 potrđita tezo, da pride znotraj EMU-ja do zmanjšane pristranskosti, ki ni le prehodnega značaja. Zanimivo pa podatki za 2004 pokažejo povečano regionalno pristranskost za območje EMU in le majhen upad za nečlanice EMU-ja. Zadnje ugotovitve so v skladu s teorijo, saj odprava deviznega tečaja pripravi investitorje EMU da preidejo iz domačih naložb v naložbe evroobmočja, ta učinek pa ni predviden za nečlanice EMU-ja.

Pri analizi, ali dajejo evropski investitorji v svojem portfelju tujih naložb prednost evropskim ali ameriškim vrednostnim papirjem, se kaže regionalna pristranskost. Tu je ugotovljeno povečanje regionalne pristranskosti tako za članice kot nečlanice EMU-ja. Razmerje med domačimi in tujimi investicijami v portfelju 0 pomeni, da je portfelj popolnoma mednarodno diverzificiran. Država ima količnik 0, če investitorji ne kažejo preferenc do domačih investicij, in 1, če bo ves portfelj v domačih naložbah (Schoenmaker & Bosch, 2008, str. 93). Povprečna pristranskost, merjena za EMU, je bila leta 1997 večja kot pristranskost za nečlanice EMU-ja, vendar se je pristranskost v EMU zmanjšala za 0,09 v obdobju 1997–2004, v nečlanicah EMU-ja pa v istem obdobju za 0,05. Sliki 6 in 7 prikazujeta mednarodno razpršenost naložb. Podatki za 1997 in 2004 so primerjani za 4 ekonomska področja: ZDA, EU-13, EMU-10 in EU-3, ki niso članice EMU-ja.

Na Sliki 6 je prikazan upad domače pristranskosti na trgu delnic, ki je večji za EU kot za ZDA. Znotraj EU-13 je upad v povprečju večji za EMU-10 kot za 3 nečlanice EMU.

²¹ Podatki so povzeti po IMF.

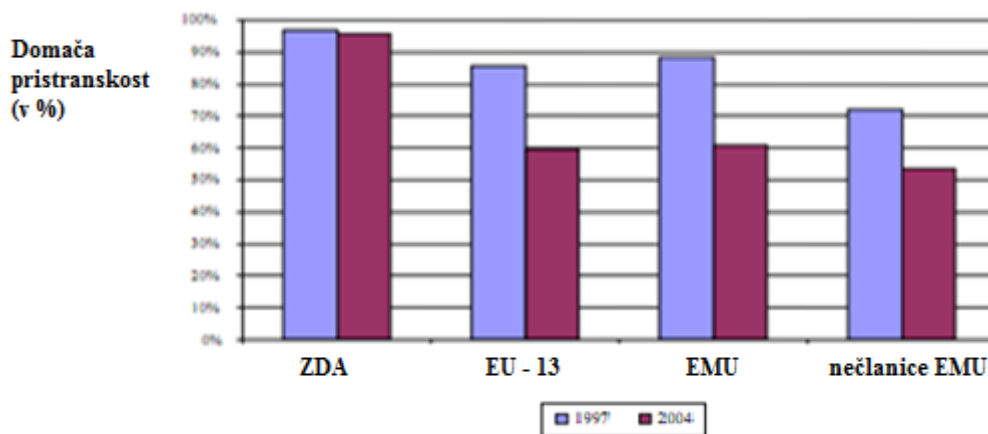
SLIKA 6: Domača pristranskost na trgu delnic po regijah, leto 1997 glede na 2004 (v %)



Vir: Schoenmaker & Bosch, *Is the home bias in equities and bonds declining in Europe*, 2008, str. 98, slika 2A.

Na Sliki 7 je prikazana domača pristranskost na trgu obveznic. ZDA imajo visoko pristranskost na trgu obveznic (0,96 %), kar pomeni, da so investitorji ZDA močno domače orientirani za dolgoročne naložbe v obveznice in namenijo le malo portfelja za investicije v evropske obveznice. Rezultati potrjujejo teoretična spoznanja. Ker je ameriško gospodarstvo zelo veliko, bo portfelj sestavljen iz domačih naložb, saj se s tem izognejo izpostavljanju nihanjem deviznega tečaja. Za EU je bil največji upad pristranskosti opazen v obdobju 1997–2001, kar je povezano z uvedbo evra.

SLIKA 7: Domača pristranskost na trgu obveznic po regijah, leto 1997 glede na 2004



Vir: Schoenmaker & Bosch, *Is the home bias in equities and bonds declining in Europe*, 2008, str. 98, slika 2B.

Povprečje EU-13 kaže na padec pristranskosti v obdobju 1997–2001. Pristranskost v EU je padla po uvedbi evra, medtem ko v pristranskosti za ZDA ni prišlo do večjih sprememb. Domača pristranskost se je v EMU bolj zmanjšala kot v ne-EMU, tako na trgu obveznic kot delnic. Za regijo EMU se je regionalna pristranskost povečala tako na trgu obveznic kot delnic, v povprečju pa se je za nečlanice EMU-ja zmanjšala. Rezultati so v skladu s teorijo ekonomske integracije.

Od uvedbe evra leta 1999 so investitorji območja EMU prerazporedili večji del portfelja v tuja sredstva kot v nečlanice EMU-ja ali ZDA. Regionalna pristranskost območja EMU se je povečala, saj so investitorji EMU-ja večji del sredstev investirali v svojo ekonomsko regijo. To se imenuje učinek EMU (*angl. EMU effect*), saj je uvedba evra zmanjšala domačo

pristranskost in povečala regionalno pristranskost. Regionalna pristranskost se je znižala za nečlanice EMU-ja, kar pomeni, da so del investicij preusmerili v ZDA (Schoenmaker & Bosch, 2008, str. 99).

V drugi študiji sta Jochem in Volz (2011) analizirala domačo pristranskost pred in po finančni krizi. Za vzorec sta vzela bilateralne podatke za lastniške vrednostne papirje desetih članic EMU-ja²² in tri investicijske partnerske države, ki niso v EMU-ju²³. Preučevano obdobje je od 1997 do 2009. Pri naložbah iz EMU na Japonsko, v ZDA in Združeno kraljestvo se pokaže, da je domača pristranskost na visoki ravni, medtem ko je znotraj evroobmočja močno padla, zlasti po uvedbi evra (Jochem & Volz, 2011, str. 5,6).

Fidora, Fratzscher in Thimann (2006) pri domači pristranskosti preučujejo vpliv realnega deviznega tečaja na primeru 40 investicijskih držav, ki predstavljajo vse pomembne visoko razvite kapitalske trge. Rezultati so potrdili dve hipotezi. Pokazali so, da nihanje deviznega tečaja močno vpliva na odločitve o pristranskosti pri kupovanju delnic in obveznic. Pokazali pa so tudi, da je domača pristranskost izrazito bolj povezana s kupovanjem obveznic kot lastniškega kapitala in je v skladu z modelom CAPM, po katerem bodo sredstva z manjšimi nihanjem deviznega tečaja deležna več domače pristranskosti. Ugotovitve so pomembne za ekonomske odločitve, saj sta negotovost in tveganje pomemben del svetovne finančne integracije (Fidora et al., 2006, str. 9).

Vse študije potrjujejo, da stroge predpostavke modela CAPM v praksi ne držijo in da ima večina vlagateljev večji delež naložb v domačih sredstvih, vendar obstaja razlika med delnicami in obveznicami. EMU je občutno zmanjšala naložbe v domačih sredstvih, predvsem v delnicah. Empirične študije kažejo, da je kupovanje domačih sredstev najbolj upadlo prav v evroobmočju v primerjavi z ostalim svetom, kar velja bolj za nakup obveznic kot delnic. Z izključitvijo sredstev drugih držav EMU je bil opazen manjši padec v pristranskosti v območju evra, kar potrjuje, da je zmanjšanje domačih naložb predvsem posledica evra in ne del finančne integracije na globalni ravni. Vedno večje hranjenje tujih sredstev znotraj evroobmočja in povečano kupovanje tujih obveznic in delnic pomeni večji kapitalski trg in večjo likvidnost tega trga.

5.4 Kapitalski tokovi v Sloveniji po uvedbi evra

V nadaljevanju bom analizirala, kako je evro vplival na slovenski kapitalski trg v primerjavi z ostalimi evropskimi državami. Velik kapitalski trg izboljša alokacijo kapitala, ki se odraža v večjih stopnjah donosa in nižjih stroških kapitala, ter ima pozitiven vpliv na inovacije in gospodarsko rast. To je pomembno predvsem za majhna odprta gospodarstva, saj jim to omogoča večjo produktivnost in večjo konkurenčnost (Andritzky, 2007, str. 4). Do uveljavitve popolne liberalizacije kapitalskih tokov v Sloveniji je prišlo februarja 2003²⁴, ko so bile odpravljene vse omejitve, ki bi lahko omejevale kapitalske tokove. Naslednji korak razvoja je bil vstop v EU leta 2004, s katerim se je država zavezala k prostemu pretoku finančnih storitev. Z vstopom v ERM II istega leta je Slovenija prešla na fiksni sistem deviznih tečajev, s katerim smo izgubili samostojnost vodenja monetarne politike (Mrak et al., 2010, str. 16).

²² Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Italija, Nizozemska, Portugalska in Španija. Irska in Luksemburg sta bili izključeni zaradi specifičnih značilnosti njune finančne industrije, ki močno vpliva na home bias.

²³ Japonska, Združeno kraljestvo in ZDA.

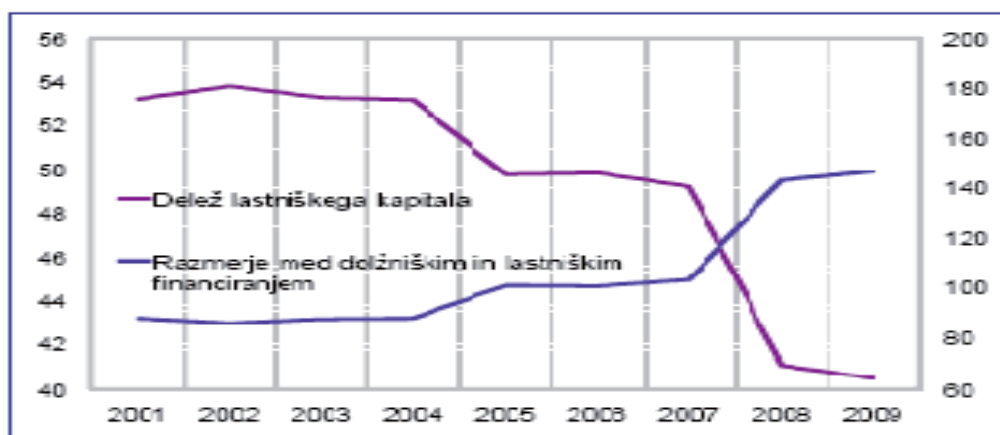
²⁴ Na osnovi evropskega sporazuma, podpisanega leta 1996.

Bruto prilive kapitala v Slovenijo lahko razdelimo na dve obdobji. Prvo je med letoma 2004 in 2007, v katerem je prišlo do visoke konjunktore in se je bruto priliv kapitala povečeval z 10,8 % BDP-ja v letu 2004 na 32,5 % leta 2007. V obdobju finančne krize med letoma 2008 in 2009 je prišlo do dramatičnega padca bruto prilivov kapitala, kar je mogoče pripisati zmanjšanemu zadolževanju bank v tujini (Mrak et al., 2010, str. 40).

Slovenija zelo malo izrablja lastniške oblike prilivov kapitala in ima v EU najnižje deleže stanja vhodnih neposrednih tujih investicij (v nadaljevanju NTI) v BDP-ju. Med članicami EU so imele leta 2009 nižji delež le Grčija, Italija, Nemčija in Litva (Mrak et al., 2010, str. 43).

Na Sliki 8 je prikazano razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij. V financiranju slovenskih podjetij torej očitno prevladuje dolžniški način financiranja, ki je v letu 2008 predstavljal 86 % vseh tokov financiranja podjetij, medtem ko je na lastniški kapital in vrednostne papirje v istem letu odpadlo le 12,2 %. Zanimivo je, da v času krize ni prišlo do upada lastniškega financiranja.

SLIKA 8: Razmerje med lastniškim in dolžniškim financiranjem podjetij, 2001–2009 (v %)



Vir: Mrak, Rojec & Simoneti, *Plačilnobilančni in podjetniški vidiki kapitalskih prilivov v Slovenijo: Slabosti prevelike naslonitve na dolžniške vire v pogojih krize*, 2010, str. 55, slika 6.

Padec deleža lastniškega kapitala pomeni povečano razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem podjetij, ki se je povečalo od 2007 do 2009 s 102 % na 147 %. V evroobmočju je to razmerje nižje (105 %).

V letu 2010 se je nizka gospodarska rast odražala v nadaljnjih negotovih razmerah v finančnem sektorju. Počasno okrevanje gospodarstva je bilo spodbujeno s povečanim tujim povpraševanjem, potrošnjo gospodinjstev in obnavljanjem zalog. Odvisnost slovenskega gospodarstva od tujih virov financiranja se je povečala na 38 % BDP-ja. Tudi v letu 2010 nelikvidnost kapitalskega trga zmanjšuje interes tujega kapitala za vlaganje v slovensko gospodarstvo. Še vedno so najpomembnejši vir financiranja podjetij bančna posojila. V EMU-ju je finančni sektor imetnik 80 % BDP-ja celotne izdaje lastniškega kapitala, v Sloveniji pa le 15 % BDP-ja.

Velik razkorak med Slovenijo in evrskim območjem predstavlja tudi visok lastniški delež države v slovenskih podjetjih in nizek lastniški delež drugih finančnih posrednikov (Banka Slovenije, 2011, str. 2–4). V tujini se gospodarski razvoj financira s portfeljskimi investicijami iz tujine, kar zmanjšuje izpostavljenost podjetij do bank v težavah in investitorji tudi sami nosijo del tveganj zaradi slabšega poslovanja. V Sloveniji je treba podjetjem omogočiti izbiro financiranja. Povečanje investicij je neposredno odvisno od povečanja

domačega in tujega povpraševanja. Možnosti lastniškega financiranja so omejene, predvsem je treba privabiti lastniške vire financiranja iz tujine. S stimulatивnejšim podjetniškim okoljem in stabilnejšo lastniško strukturo podjetij bi povečali pritok tujega lastniškega kapitala in tujih neposrednih investicij (Mrak, Rojec & Simoneti, 2010, str. 11).

SKLEP

Pričujoče diplomsko delo predstavlja pregled glavnih spoznanj dosedanje literature s področja vpliva deviznega tečaja na mednarodno trgovino in kapitalske tokove. Predstavljena analiza je le eden od možnih pristopov k obravnavi omenjene problematike. Osredotočila sem se na dve vodilni svetovni valuti, dolar in evro, njun devizni tečaj ter vpliv denarne unije na mednarodne trgovinske in kapitalske tokove.

Z uvedbo evra so se države odpovedale svojim nacionalnim valutam in sprejele enotno valuto. Devizni tečaji znotraj EMU-ja so bili odpravljeni ali kot predhodna faza sprejetja evra fiksirani (ERM II), medtem ko devizni tečaj evra glede na dolar temelji na sistemu fleksibilnih tečajev. Devizni tečaj evra glede na dolar je ob uvedbi vztrajno padal, saj so ZDA v tistem času doživljale visoko gospodarsko rast in nizke obrestne mere, kar je privabilo kapitalske tokove v ZDA. Gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar občutneje vpliva na države članice EMU-ja, ki so udeležene v svetovni trgovini in integriranem trgu kapitala. Res je, da obravnavane študije preučujejo vpliv denarne unije na mednarodno trgovino in kapitalske tokove, vendar stabilnost cen znotraj EMU-ja in rastoč vpliv evra od uvedbe dalje močno vplivata na gibanje fleksibilnega deviznega tečaja evra glede na dolar.

Na podlagi obravnavanih študij sem prišla do zanimivih spoznanj. Rezultati v študiji Micco et al. (2003) kažejo, da članstvo v Ekonomski in monetarni uniji značilno vpliva na bilateralno trgovino. Rezultati kažejo tudi, da se trgovina ne poveča le znotraj denarne unije, temveč tudi s preostalim svetom in da ne pride do preusmerjanja trgovine.

Globoki in likvidni kapitalski trgi predstavljajo boljšo alokacijo kapitala, k čemur je pripomogla uvedba evra. Na tokove posrednih investicij vpliva predvsem odzivanje sprememb v donosih in tveganost mednarodnega trga. Schoenmaker in Bosch (2008) sta prišla do ugotovitve, da je z odpravo tečajnih tveganj znotraj EMU-ja prišlo do povečanega vlaganja v vrednostne papirje evrskega območja, zmanjšala se je domača in povečala regionalna pristranskost. Pri preučevanju portfelja ZDA kljub uvedbi evra ni prišlo do večjih sprememb, kar lahko pripišemo tveganju, ki ga predstavlja nihanje fleksibilnega deviznega tečaja. Tudi Fidora, Fratzscher in Thimann (2006) so ugotovili, da nihanje deviznega tečaja močno vpliva na pristranskost pri vlaganju v vrednostne papirje.

Članstvo Slovenije v denarni uniji omogoča majhnemu odprtemu gospodarstvu dostop na večji kapitalski trg. Med posrednimi investicijami prevladujejo predvsem dolžniški vrednostni papirji državnega sektorja in bank, medtem ko je delež lastniških le okoli 7 %, kar pomeni, da so delnice kot vir financiranja podjetij v Sloveniji popolnoma neizkoriščene. V prihodnosti bi bilo treba pritegniti lastniške vire financiranja iz tujine in podjetjem poleg bank nuditi možnost izbire financiranja razvoja podjetij.

Stabilnost valute, ki jo predstavlja denarna unija, pozitivno vpliva tako na trgovino znotraj kot zunaj evroobmočja. Na kapitalskem trgu je zanimiva ugotovitev, da se investitorji raje izognejo tečajnim nihanjem, kar je razvidno iz domače pristranskosti EMU-ja in ameriškega portfelja vrednostnih papirjev, ki kljub enotni valuti ni doživel večjih sprememb. Zaključim lahko, da stabilnost deviznega tečaja pozitivno vpliva na mednarodno trgovino in kapitalske

tokove, vsekakor pa bodo v prihodnje, ko bodo na voljo daljše časovne serije, rezultati postajali bolj jasni.

LITERATURA IN VIRI

1. Andritzky, J. (2007). Capital Market Development in a Small Country: The Case of Slovenia. *IMF Working paper series, no. 229*. International Monetary Fund. Najdeno 10. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07229.pdf>
2. Aristotelous, K. (2008). What is the Effect of EMU on Greece's Exports to the Eurozone. *South-Eastern Europe Journal of Economics I*. Najdeno 4. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.asecu.gr/Seeje/issue10/aristotelous.pdf>
3. Aristovnik, A., & Meze, M. (2009). Vpliv nastanka gospodarske in denarne unije na trgovinske tokove: primer Slovenije. *Izvirni znanstveni članki*. Najdeno 3. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.dlib.si/v2/Details.aspx?&URN=URN%3aNBN%3aSI%3aDOC-IZNCGFXW>
4. Bae, K.H., Stulz, R.M., & Tan, H. (2005). Do Local Analysts Know More? A Cross-Country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts. *NBER Working Papers, 11697*. Najdeno 22. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w11697>
5. Baldwin, R. (2006). The Euro's trade effects. *Working paper series no. 594*. Najdeno 3. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp594.pdf>
6. Bergsten, C. (1997). The Dollar and the Euro. *Foreign Affairs, 76(4)*, 83–95.
7. Berman, N., Philippe, M., & Mayer, T. (2009). Exporters (good one's) don't pass through. Najdeno 10. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4111>
8. Cooper, R. N. (1997). Key Currencies after the Euro. *WCFIA Working Paper*. Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://scholar.harvard.edu/rcooper/files/geneva_full-1.pdf
9. Coval, J.D., & Moskowitz, T. J. (1999). Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *Journal of Finance, 54(6)*, 2045-2073.
10. Crawford, P.J., Young, T., & Takhtarov, J. (2004). The Dollar vs. The Euro: How ow will it go? *Graziadio Business Review, 7(1)*. Najdeno 22. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://gbr.pepperdine.edu/2010/08/the-dollar-vs-the-euro/>
11. ECB. (1999). Financing in the European Capital markets. *Speech by president of the ECB Williem F. Duisenberg, 14. julij 1999*. Najdeno 4. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/press/key/date/1999/html/sp990614.en.html>

12. ECB. (2010). Letno poročilo. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/publikacije-in-raziskave.asp?MapaId=1180>
13. Eurostat pocketbooks, Key figures on Europe 2011. Najdeno 6. julija 2011 na spletnem naslovu http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-EI-11-001/EN/KS-EI-11-001-EN.PDF
14. Eurostat spletni portal. Najdeno 12. junija 2011 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>
15. Fidora, M., Fratzscher, M., & Thimann, C. (2006). Home Bias in Global Bond and Equity Markets: The Role of Real Exchange Rate Volatility. *ECB Working Paper*, no. 685. Najdeno 3. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp685.pdf>
16. Flam, H., & Nordstorm, H. (2003). Trade Volume effects of the Euro: Agregate and sector estimates. *Institute for International Economic Studies*. Najdeno 3. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.eea-esem.com/papers/eea-esem/2004/1577/Version%20030828.pdf>
17. Flam, H., & Nordstorm, H. (2006). Euro Effects on the Intensive and Extensive Margins of Trade. *Stockholm University, Institute for International Economic Studies*. Najdeno 3. julija 2011 na spletnem naslovu http://www.kommers.se/upload/Analysarkiv/Arbetsomr%E5den/EUs_inre_marknad/Euroeffe cts.pdf
18. Frankel, J., & Chinn, M. (2005). Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? *NBER Working Paper Series, 11510*. Najdeno 10. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w11510.pdf>
19. Frankel, J., & Chinn, M. (2008). The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency. *NBER Working Paper Series, 13909*. Najdeno 9. julija 2011 na spletnem naslovu http://www.nber.org/papers/w13909.pdf?new_window=1
20. French, K.R. & Poterba, J.M. (1991). Investor Diversification and International Equity Markets. *American Economic Review*, 81(2), 222–226. Najdeno 5. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.bus.wisc.edu/finance/Meyferth/Fedenia/Articles/French%20Poterba%201991.pdf>
21. Gandolfo, G. (2004). *Elements of international economics*. Heidelberg: Springer.

22. Jochem, A., & Volz, U. (2011). Portfolio holdings in the euro area – home bias and the role of international, domestic and sector-specific factors. *Deutsche Bundesbank*. Najdeno 4. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/dkp/2011/201107dkp.pdf>
23. Kenen, P. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. *Monetary Problems in International economy* (str. 41–60). University of Chicago Press.
24. Kumar, A. (2007). *Mednarodna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
25. Lane, P. (2006). The Real Effects of the EMU. *Discussion Paper no. 115*. Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/p/iis/disap/iiisd115.html>
26. Lavrač, V. (2007). *Slovenska pot do prevzema evra*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
27. Lim, G. (2006). The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. *IMF working paper. 153*. Najdeno 16. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06153.pdf>
28. Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. Najdeno 10. 8. 2011 na spletnem naslovu: <http://coin.wne.uw.edu.pl/sakowski/mrf/papers/1965.Lintner.pdf>
29. Maniam, B., Mouser, T. & Leavell, H. (2011). The Euro's Future: A Ten-Year Projection. *International Business & Economics research Journal*, 10(7), 21–30.
30. McKinnon, R. I. (1963). Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 53(4), 717–723.
31. McKinnon, R. I. (1998). The Euro Threat is Exaggerated. *The International Economy*, 12(60), 32–33.
32. Micco, A., Stein, E., & Ordoñez, G. (marec 2003). The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU. *Inter-American Development Bank*. Najdeno 3. julija 2011 na spletnem naslovu <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/msoiadbemu.pdf>
33. Mishkin, F. (2001). *The economics, Money, Banking and Financial Markets* (6th ed.). Boston: Addison-Wesley.
34. Mongelli, F.P. (2002). »New« views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us?. *Working Paper Series*. 138. Najdeno 11. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf>

35. Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768–783.
36. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*, (1. natis). Ljubljana: GV Založba.
37. Mrak, M., Rojec, M., & Simoneti, M. (2010). Plačilnobilančni in podjetniški vidiki kapitalskih prilivov v Slovenijo : Slabosti prevelike naslonitve na dolžniške vire v kriznih razmerah. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede. Najdeno 22. avgusta na spletnem naslovu <http://www.mednarodni-odnosi.si/cmo/cir-analyses.htm>
38. Mundell, R. A. (1998). What the Euro Means for the Dollar and the International Monetary System. *Atlantic Economic Journal*, 26(3), 227–237. Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://findarticles.com/p/articles/mi_hb6413/is_n3_v26/ai_n28710747/
39. Mundell, R. A. (1961). A Theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657–670.
40. Naime, S., & Paschakis, J. (2002). The future of the dollar – euro exchange rate. *The North American Journal of Economics and Finance*, 13, 56–71.
41. Obstfeld, M. & Rogoff, K. The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73–96.
42. Pedersen, A.M. (2004). Currency Unions and Foreign Trade. *Monetary Review*, (2 Quater). Najdeno 20. avgusta 2011 na spletnem naslovu [http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/Monetary_Review_2004_2_Quarter/\\$file/kap03.html](http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Publications.nsf/side/Monetary_Review_2004_2_Quarter/$file/kap03.html)
43. Perspektiva DZU (2011). Devizni tečaj EUR/USD. Najdeno 20. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.perspektiva.si/fileadmin/perspektiva/dokumenti/Tema_meseca/Tema_meseca_julija_2011_-_Devizni_tecaji.pdf
44. Banke Slovenije. (2011). *Poročilo o finančni stabilnosti*. Najdeno 4. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.scribd.com/doc/56127839/2011-05-23-BSI-finan%C4%8Dna-stabilnost>
45. Portes, R., & Rey, H. (1998). The Emergence of the Euro as an International Currency. *NBER Working Paper no. 6424*. Najdeno 20. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w6424>
46. Portes, R., & Rey, H. (2005). The Determinants of Cross-Border Equity Flows. *Journal of International Economics*, 65, 269–296. Najdeno 10. julija 2011 na spletnem naslovu <http://faculty.london.edu/rportes/CrossborderJIE2.pdf>

47. Ribnikar, I. (2003a). *Monetarna ekonomija I: Denar, finančne institucije in denarna politika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
48. Ribnikar, III. (2003b). *Monetarna ekonomija III: Denarna teorija*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Rose, A. (2000). One money, one market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *NBER Working Paper no. W7432*. Najdeno 9. julija 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=203156
50. Rose, A., & van Wincoop, E. (2001). National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union. *The American Economic Review*, 91(2), 386–390.
51. Samuelson, P., & Nordhaus, W. (2002). *Ekonomija*. Ljubljana: GV Založba.
52. Salvatore, D. (2004). *International economics*. (8 th Ed.) New Jersey: Wiley.
53. Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, New York, 19(3), 432–442. Najdeno 12. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://coin.wne.uw.edu.pl/sakowski/mrf/papers/1964.Sharpe.pdf>
54. Schoenmaker, D., & Bosch, T. (2008). Is the home bias in equities and bonds declining in Europe. *Investment Management and Financial Innovations*, 5(4), 90–102. Najdeno 10. julija 2011 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=996914
55. Vagias, D., & Van Dijk, M. (2011). International Capital Flows and Liquidity, *Rotterdam School of Management, Erasmus University*. Najdeno 7. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.skinance.com/Papers/2011/VanDijk.pdf>
56. Wenhao, L. (2004). Currency competition between euro and US dollar. *Paper no. 18*. Berlin: Business institute Berlin.
57. Yi, & Kei-Mu. (2002). Can Vertical Specialization Explain The Growth of World Trade?. *Journal of Political Economy*. 111(1), 52–102. Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v111y2003i1p52-102.html>
58. Zeppernick, R. (1999). Effects of the Euro on trade, Capital Markets and the international Monetary System. *Intereconomics*. Najdeno 10. julija 2011 na spletnem naslovu <http://ideas.repec.org/a/spr/intere/v34y1999i6p279-285.html>