

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
VALUTNE VOJNE IN GLOBALNA FINANČNA KRIZA

Ljubljana, september 2011

JURE PEZDIRC

IZJAVA

Študent Jure Pezdirc izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Mojmirja Mraka, 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 _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 OPREDELITEV POJMA VALUTNE VOJNE IN RAZLOGOV ZANJE.....	1
2 INSTRUMENTI ZA IZVAJANJE VALUTNIH VOJN	5
2.1 OBRESTNE MERE.....	5
2.2 KVANTITATIVNO SPROŠČANJE.....	6
3 VALUTNE VOJNE V TRIDESETIH LETIH	7
4 VALUTNE VOJNE IN GLOBALNA FINANČNA KRIZA	9
4.1 UKREPI DRŽAV V RAZVOJU NAMENJENI VPLIVANJU NA TEČAJ DOMAČE VALUTE	10
4.1.1 POSREDNE METODE OMEJEVANJA POVEČANIH PRITOKOV KAPITALA	11
4.1.2 NEPOSREDNE METODE OMEJEVANJA KAPITALSKIH PRITOKOV	12
4.2 UKREPI RAZVITIH DRŽAV NAMENJENI VPLIVANJU NA TEČAJ DOMAČE VALUTE	13
4.2.1 KLJUČNE OBRESTNE MERE POSAMEZNIH CENTRALNIH BANK	14
4.2.2 KVANTITATIVNO SPROŠČANJE	16
4.3 ANALIZA GIBANJA DEVIZNIH TEČAJEV	18
SKLEP	20
LITERATURA IN VIRI.....	21

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Potek kvantitativnega sproščanja.....</i>	<i>7</i>
<i>Slika 2: Obrestne mere ECB, FED in BoE (v odstotkih).....</i>	<i>16</i>
<i>Slika 3: Donosi 2-letnih in 10-letnih državnih obveznic (VB).....</i>	<i>17</i>
<i>Slika 4: Donosi (v %) 2-letnih in 10-letnih državnih obveznic (ZDA).....</i>	<i>18</i>
<i>Slika 5: Realni efektivni devizni tečaj med razvitimi državami in državami v razvoju (temelji na potrošniških cenah, julij 2007 = 100), januar 1995 – november 2010.....</i>	<i>19</i>

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Ukrepi za preprečevanje apreciacije domače valute.....</i>	<i>12</i>
<i>Tabela 2: Ukrepi za nadziranje pritoka kapitala.....</i>	<i>13</i>
<i>Tabela 3: Nekonvencionalni ukrepi centralnih bank.....</i>	<i>14</i>

UVOD

Kaj je valutna vojna? Vprašanje, ki si ga zastavljajo mnogi ekonomisti. Toda natančnega odgovora na to nimamo. Opredeliti valutno vojno je zelo težavno, mnogi pod tem izrazom najprej pomislijo na kompetitivno deprecijacijo. Govorice o valutnih vojnah so se začele ob začetku globalne finančne krize leta 2007. Prvi, ki je začel govoriti o deprecijaciji valute in valutnih vojnah, je bil brazilski finančni minister Guido Mantega (Wheatley & Garnham, 2010). Toda s tem pojavom smo se že srečali. Valutne vojne so se dogajale v tridesetih letih prejšnjega stoletja, ko so države začele opuščati zlati standard.

Namen diplomskega dela je opredeliti pojem valutne vojne ter ugotoviti razloge in instrumente, s katerimi se te vojne izvajajo. Osredotočil sem se predvsem na instrumente ter poskušal prikazati, s katerimi načini se v času globalne finančne krize izvajajo valutne vojne. Cilj naloge je analizirati ukrepe, ki so jih države sprejemale ob izbruhu globalne finančne krize. Na podlagi teh ukrepov bom poskušal ugotoviti, ali je smiselno govoriti o valutnih vojnah.

Naloga je sestavljena iz štirih sklopov. Prvo poglavje opredeljuje pojem valutne vojne ter opisuje razloge, zakaj do njih prihaja. Prav tako sem na praktičnem primeru opisal njihov potek. Drugo poglavje opisuje instrumente, s katerimi se valutne vojne izvajajo. Osredotočil sem se predvsem na politiko obrestnih mer in kvantitativno sproščanje kot poglavitna instrumenta za izvajanje le-teh. Tretje poglavje zajema predstavitev valutnih vojn v tridesetih letih 20. stoletja, ko je bil svet v veliki krizi. Najpomembnejše poglavje diplomskega dela je četrto poglavje. Zajema analizo valutnih vojn v sedanji globalni finančni krizi. Ukvarja se predvsem z analizo instrumentov, ki so bili predstavljeni v drugem poglavju ter z analizo drugih načinov, s katerimi se valutne vojne lahko izvajajo.

1 OPREDELITEV POJMA VALUTNE VOJNE IN RAZLOGOV ZANJE

Države velikokrat vidijo valutne vojne kot stanje, ko nekatere države pridobijo, medtem ko druge izgubijo. Izraz kompetitivna deprecijacija se največkrat uporablja v kontekstu valutnih vojn. V časih, ko je globalizacija na vrhuncu in države ne morejo brez mednarodne trgovine, se začnejo pojavljati problemi o deprecijaciji valut. Bistvo deprecijacije je, da države z znižanjem vrednosti svoje valute povečujejo svoj izvoz. Težava sploh ni v tem, da ena država

depreciira svojo valuto. Problem nastane, ko začne večje število držav depreciirati svoje valute. Vendar se problem ne konča niti pri tem. Če nekatere države depreciirajo svojo valuto, je logično, da jo morajo zato nekatere države apreciiirati. Takšno stanje, ko imamo dve skupini držav, ki se bojujeta z depreciacijo in apreciacijo, imenujemo valutne vojne.

Povečevanje količine denarja v obtoku je eden izmed glavnih načinov za depreciacijo valute. Vendar to ni tako enostavno, kot se sliši. Glavna instrumenta za to sta obrestna mera in kvantitativno sproščanje. Z enostavnim primerom bom poskušal prikazati, kako povečanje denarja v obtoku vpliva na vrednost valute in količino izvoza.

Ilustrativni primer:

Za primer vzamemo začetno ravnotežje, kjer se 1 € menja za 1 \$, cena 1 kg pšenice pa je 5 € oziroma 5 \$. Nato se Ameriška centralna banka (angl. *Federal Bank of America*) (v nadaljevanju FED) odloči, da podvoji količino dolarja v obtoku. Takšna odločitev bi pripeljala do tega, da se vrednost dolarja na deviznih trgih zmanjša. Z drugimi besedami povedano, bi špekulanti, ki trgujejo z dolarjem in evrom, pričakovali poplavo nove količine dolarja in bi temu primerno zniževali svojo ceno. Predpostavimo, da se cena dolarja v primerjavi z evrom dvigne iz 1 \$ na 2 \$ zaradi obvestila centralne banke (Murphy, 2010).

Ta novo nastala situacija bi, vsaj začasno, pomagala ameriškim in škodila evropskim kmetovalcem. Oslabljen dolar bi dal ogromno prednost ameriškim kmetovalcem, saj se bi 1 € sedaj menjal za 2 \$ in bi ameriški kmetovalci prodajali 1 kg pšenice po polovični ceni. Padec dolarja bi pocenil izvoz Združenih držav Amerike (v nadaljevanju ZDA) in podražil izvoz Evropske unije (v nadaljevanju EU) (Murphy, 2010).

V realnosti se ne more zgoditi, da bi ameriški kmetovalci proizvajali pšenico za cel svet in bi ostali proizvajalci propadli. V resnici bi se cena pšenice prilagodila padanju dolarja. V našem primeru, ko valutni špekulanti potiskajo evro od 1 \$ do 2 \$, špekulanti v agrikulturi potiskajo ceno pšenice na 8 \$ za 1 kg oziroma 4 € za 1 kg (Murphy, 2010).

Prav zato keynesianski ekonomisti poudarjajo, da države s slabitvijo valute spodbujajo izvoz in s tem povečujejo nacionalno proizvodnjo.

Obstaja še ena velika nevarnost, ki je povezana s tem, da centralna banka povečuje količino denarja v obtoku. V našem primeru je nevarnost ta, da se Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) odzove enako kot FED. Če bi ECB povečala količino evra ravno prav, se bi na valutnem trgu vrednost evra približala 1\$ (Murphy, 2010).

Toda to ne bi pomenilo vrnitve v prvotno stanje. Sedaj bi bilo dvakrat toliko dolarjev in dvakrat toliko evrov, čeprav bi bila enaka količina pšenice na svetovnem trgu. Zato se bi nominalna vrednost pšenice povečala. Če uporabimo številke iz zgornjega primera, vidimo, da bi odločitev ECB znižala ceno iz 8 \$ na 6 \$ in dvignila iz 4 € na 6 €. To pa bi bila višja cena, kot smo jo imeli na začetku, ko je znašala 5 \$ in 5 € za 1 kg pšenice (Murphy, 2010).

Plačilnobilančni primanjkljaj

Plačilna bilanca je osnova za kakršnokoli analizo zunanjeekonomskega položaja države, njeno poznavanje pa je ključnega pomena za vodenje ekonomske politike (Mrak, 2002, str. 5). Plačilna bilanca je osnovni element denarne politike, določa gibanja v deviznih rezervah, odraža mednarodno sodelovanje in kaže mednarodno konkurenčnost gospodarstva (Strojan, 1998, str. 52).

Plačilna bilanca je sestavljena iz treh osnovnih delov oziroma podbilanc. To so bilanca tekočega računa, bilanca kapitalskega in finančnega računa ter bilanca neto napak in izpustitev.

V literaturi se po pravilu analizira deficitno neravnotežje plačilne bilance. Razlog je v tem, da je problem plačilnobilančnega neravnotežja večji in pomembnejši v primeru primanjkljaja kot v primeru presežka (Ćirović, 1980, str. 17). Z izrazom plačilnobilančni primanjkljaj se običajno misli na primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance, saj se bilanca tekočega računa najpogosteje uporablja v analitične namene.

Saldo tekočega računa plačilne bilance določa razvoj stanja neto terjatev ali obveznosti države do tujine. Odraža spremembe fiskalnega položaja ter odločitve domačih in tujih rezidentov o varčevanju in investiranju. Ker je tekoči račun pomembna ekonomska spremenljivka, si nosilci ekonomske politike prizadevajo razložiti njegova gibanja, oceniti vzdržan nivo in z ukrepi ekonomske politike doseči spremembe v tekočem računu (Knight & Scacciavillani, 1998, str. 4).

Država s plačilno bilančnim deficitom ima na voljo dve osnovni alternativni za reševanje deficita. Prva možnost je financiranje deficita s prilivi tujega kapitala (tuje direktne investicije, portfolio investicije, krediti) in zmanjšanjem mednarodnih denarnih rezerv, kar ne spreminja proizvodne strukture gospodarstva. Druga možnost je plačilnobilančno prilagajanje, kar pomeni spremembo strukture proizvodnje ter izvoza in uvoza tako, da se bo deficit plačilne bilance zmanjšal (Mrak, 2002, str. 39).

Države s plačilnobilančnim primanjkljajem običajno uporabljajo kombinacijo obeh alternativ. Ker deficiti plačilne bilance običajno niso posledica kratkoročnih motenj, njihovo financiranje

ni dolgoročna rešitev. Financiranje brez plačilnobilančnega prilagajanja bi lahko imelo negativne učinke, na primer povečanje zunanje zadolženosti, povečanje problemov pri servisiranju zunanjega dolga in zmanjšanje kreditne sposobnosti države (Mrak, 1987, str. 224-225). Država, ki ima omejen dostop do tujih finančnih sredstev in/ali omejene devizne rezerve, mora plačilnobilančno prilagajanje izvesti v bistveno krajšem času kot država, ki ima dostop do tujega kapitala in/ali znatne devizne rezerve. Hitrejše kot je plačilnobilančno prilagajanje, večji so stroški, ki se kažejo v obliki padca gospodarske rasti, zaposlenosti, znižanja življenjskega standarda in povečanja socialnih in političnih trenj v državi (Mrak, 2002, str. 40).

Za državo, ki je neto dolžnik in ima vztrajne deficite v bilanci tekočega računa in trgovinski bilanci, kriterij solventnosti zahteva preobrat trgovinske bilance iz deficita v suficit. Pri tem je zelo pomembno, ali se ta preobrat lahko doseže gladko, brez motenj v ekonomski aktivnosti, ali pa je preobrat hiter, kot na primer pri naglem obratu kapitalskih tokov. V tem primeru je značilnost kriznega obdobja velika kontrakcija v potrošnji in gospodarski aktivnosti, oster obrat v trgovinski bilanci ter nesposobnost države, da v celoti servisira obstoječe zunanje obveznosti (Milesi – Ferretti & Razin, 1996, str. 3). Pri ocenjevanju vzdržnosti plačilnobilančnega primanjkljaja je torej vprašanje, ali se ob nadaljevanju obstoječe ekonomske politike prelomna točka iz trgovinskega deficita v suficit lahko doseže gladko, kar pomeni brez drastičnih sprememb v potrošnji in ekonomski aktivnosti. Če je odgovor pritrdilen, potem je saldo tekočega računa vzdržen. Nevzdržen deficit tekočega računa se lahko definira kot tisti deficit, ki bi ob nespremenjeni ekonomski politiki v prihodnosti zahteval njene drastične spremembe za doseg obrata v trgovinski bilanci (na primer nenadna restriktivnost ekonomske politike, ki bi povzročila recesijo) ali pa bi vodil v finančni krizo (na primer zlom deviznega tečaja, ki zmanjša sposobnost servisiranja zunanjih obveznosti v celoti). Drastično spremembo ekonomske politike ali obdobje krize lahko sprožijo domači ali zunanji šoki, ki povzročijo spremembe v zaupanju investitorjev in obrat mednarodnih tokov kapitala (Milesi – Ferretti & Razin, 1996, str. 9-10).

Vzdržna raven deficita je različna od države do države in je odvisna od makroekonomskih značilnosti posamezne države, kar pomeni, da si lahko nekatere države zaradi ostalih ugodnih makroekonomskih parametrov »privoščijo« večji primanjkljaj kot druge (Oplotnik, 1999, str. 89). Zato se vzdržnost zunanjega neravnotežja lahko ocenjuje tako, da se poleg velikosti plačilnobilančnega primanjkljaja upošteva še cela vrsta drugih makroekonomskih indikatorjev, ki dajejo koristno informacijo o ranljivosti države na zunanje šoke in spremembe v zaupanju tujih investitorjev. Deficit tekočega računa, ki je povezan z veliko apreciacijo nacionalne valute, fiskalnim deficitom, nizko stopnjo varčevanja in gospodarske rasti, z naraščajočim zunanjim dolgom, neustreznimi denarnimi rezervami ter politično nestabilnostjo, lahko hitro vodi v krizo. Večje kot je število indikatorjev, ki kažejo na nevzdržnost deficita tekočega računa, večja je verjetnost, da bo država zašla v krizo.

2 INSTRUMENTI ZA IZVAJANJE VALUTNIH VOJN

Poglavje obsega predstavitev instrumentov za izvajanje valutnih vojn. Analiziral sem dva instrumenta, ki se v literaturi največkrat pojavljata kot instrumenta za izvajanje valutnih vojn, to sta višina obrestne mere in kvantitativno sproščanje. Države se zatekajo k tema dvema instrumentoma predvsem v kriznih časih, ko hočejo spodbuditi svoje gospodarstvo. Kot že omenjeno, je ključ do deprecijacije valute v povečanju količine denarja v obtoku. V poglavju bom predstavil, kako posamezni instrument vpliva na povečanje količine denarja v obtoku.

2.1 OBRESTNE MERE

Tradicionalna keynesianska razlaga transmisijskih mehanizmov ima za osnovno delovanje denarne politike prek kanala obrestnih mer, ki so glavna determinanta investicijskega povpraševanja in potrošnje dobrin. Ob predpostavki stabilnega povpraševanja po denarju, ki je odvisno od obrestnih mer in dohodka, centralna banka z uravnavanjem količine denarja vpliva na obrestne mere na denarnem trgu. Posledica tega je, da se tako spremenijo obrestne mere kreditov in depozitov. Sprememba obrestne mere vpliva na investicijsko odločitev podjetij ter odločitev posameznikov glede razmerja med porabo in varčevanjem, kar povzroči povečano agregatno povpraševanje in rast dohodka. Zapisano s simboli, lahko ta kanal predstavimo takole (Mishkin, 1996, str. 2):

1. kanal: $M \uparrow \rightarrow ir \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Pri čemer pomenijo:

- M - količina denarja v obtoku,
- ir - realna obrestna mera,
- I - investicije,
- Y - narodni dohodek.

S finančno liberalizacijo oziroma povečano mobilnostjo kapitala, ki smo ji priča v zadnjem desetletju in z uvedbo režimov fleksibilnih deviznih tečajev je nastala podlaga za kanale deviznega tečaja ali mednarodne kanale, ki proučujejo vplivanje denarne politike na gospodarstvo preko sprememb obrestnih mer ob upoštevanju sprememb deviznega tečaja (Mishkin, 1996, str. 7). Za gospodarstvo v normalnih razmerah je najpomembnejši kanal, ki upošteva vpliv deviznega tečaja na neto izvoz, za gospodarstva v kriznih razmerah pa je običajno pomemben kanal, ki upošteva vpliv deviznega tečaja na premoženje bilance.

V primeru režima fleksibilnega deviznega tečaja bo ekspanzivna denarna politika preko znižanja domačih realnih obrestnih mer povzročila deprecijacijo domače valute ($E \downarrow$), do katere pride zato, ker depoziti, denominirani v domači valuti, postanejo relativno manj privlačni glede na depozite, denominirane v tujih valutah. Zaradi nižje vrednosti domače valute bodo domači proizvodi cenejši od tujih proizvodov. Neto izvoz se bo povečal ($NX \uparrow$), posledično se bo povečal tudi agregatni proizvod. Shematični prikaz delovanja denarnega transmisijskega mehanizma preko deviznega tečaja je naslednji (Mishkin, 1996, str. 5; 2001, str. 7):

2. kanal: $M \uparrow \rightarrow i^r \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

2.2 KVANTITATIVNO SPROŠČANJE

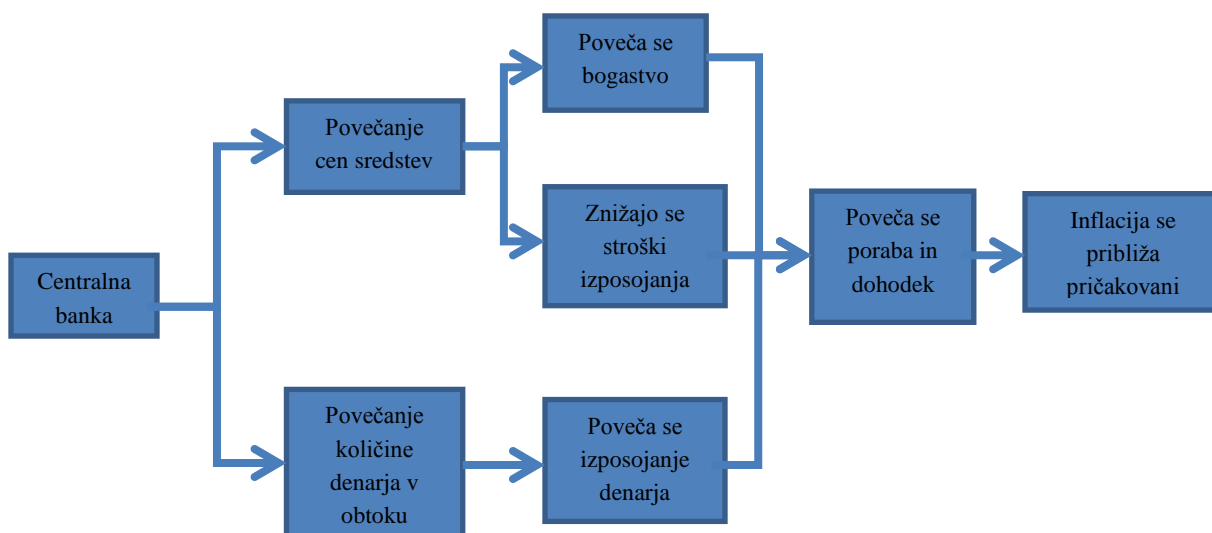
Kvantitativno sproščanje je program, ki so ga uvedle centralne banke in s katerim hočejo povečati količino denarja v obtoku. Posledično s tem uvajajo pritiske na inflacijska pričakovanja in znižujejo vrednost domače valute. Kvantitativno sproščanje je del monetarne politike in spada pod nekonvencionalne ukrepe.

Obstaja več načinov, preko katerih država povečuje količino denarja v obtoku. Pričakuje se, da ima kupovanje premoženja največji vpliv na nominalno porabo. Toda pomembnejša pot je skozi zviševanje cen premoženja. To naj bi zmanjšalo obstoječa financiranja ter povečalo bogastvo lastnikov sredstev, porabo in povpraševanje.

Neposredna injekcija denarja v gospodarstvo ima lahko več učinkov. Prodajalci premoženja imajo več denarja za svojo potrošnjo, kar bo prispevalo k večji rasti. Lahko pa ga investirajo v nakupe novih sredstev, kot so delnice in obveznice. To bo dvignilo njihove cene, kar bo pomagalo ljudem direktno ali pa skozi pokojninske fonde pri njihovi potrošnji. Višje cene sredstev pomenijo nižje donose, posledično se stroški izposojanja denarja zmanjšajo. To naj bi pomagalo pri nadaljnjem spodbujanju potrošnje.

Prav tako se bodo banke znašle z več rezervami, kar bi lahko pripeljalo do povečanja kreditiranja prebivalcev in podjetij. Ko so banke zaskrbljene o finančnem stanju, lahko držijo več rezerv, ne da bi povečevale izposojanje. Zaradi tega razloga centralne banke ne kupujejo sredstev, ki jih držijo banke.

Slika 1: Potek kvantitativnega sproščanja



Vir: Bank of England, *Quantitative easing explained*, b.l., str. 9-10.

3 VALUTNE VOJNE V TRIDESETIH LETIH

Veliko depresijo v tridesetih letih 20. stoletja so zaznamovali protekcionistični ukrepi držav v mednarodni trgovini. Vlade so uporabljale tarife, uvozne kvote in devizni nadzor, da bi omejile porabo uvoženih dobrin. Te trgovinske ovire in diskriminatorne ureditve so prispevale k hitremu krčenju svetovne trgovine. V bistvu sta bila režima deviznega tečaja in gospodarske politike ključna dejavnika trgovinskih politik v tridesetih letih. Države, ki so ostale na zlatem standardu in so ohranjale svojo valuto fiksno proti zlatu, so bile bolj nagnjene k omejevanju zunanje trgovine. Druge države so z devalvacijo valute pridobile na konkurenčnosti ter krepile plačilno bilanco in se obranile pred izgubo zlata. Zaradi pomanjkanja drugih instrumentov, predvsem neodvisne monetarne politike, so se države obrnile na omejevanje zunanje trgovine, s katero so hotele povečati povpraševanje po domačem blagu in zmanjšati brezposelnost (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 1-2).

Nasprotno je bilo z državami, ki so opustile zlati standard. Te so lahko domačo valuto deprecirale in posledično okrepile svojo plačilno bilanco. S tem so pridobile zlato, namesto da ga bi izgubljale. Prav tako so pridobile druge instrumente s katerimi so reševale brezposelnost. Opustitev zlatega standarda pomeni sprostitev monetarne politike. Brez zlate paritete za braniti so lahko države zmanjševale obrestno mero. Centralne banke so dobile več svobode, da lahko v skrajni sili delujejo kot posojilodajalci. Prav tako niso bili prisiljeni

uporabljati trgovinske ukrepe kot nepopolno makroekonomsko orodje (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 2).

Gibanje v smeri strožje trgovinske politike je postalo jasno takoj po letu 1929. ZDA so junija 1930 sprejele Smooth-Hawleyevo tarifo, kar pomeni, da so dvignile tarifo za uvoz dobrin iz 40 % na 47 %. To početje je od največjih trgovinskih partneric, predvsem Kanade, ter peščice drugih evropskih držav izzvalo povračilne odzive. V primerjavi s tem, kar se bo zgodilo, je relativno malo držav povečalo svoje tarife leta 1930 in 1931 (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 8).

Iskra, ki je povzročila propad svetovnega trgovinskega sistema, je v resnici finančna kriza, ki je prizadela Evropo poleti leta 1931. Financiranje nemških izdatkov je bilo odvisno od tujih posojil, ko so le-ta usahnila, je to vplivalo na nemško marko in izgubo zlata. Ta valutna kriza je prisilila nemško vlado k uvedbi strožjih kontrol na devizne transakcije. V teoriji bi lahko Nemčija devalvirala svojo valuto, vendar bi to imelo uničujoče učinke na bilanco stanja javnih financ. Zato je Nemčija za omejitev izgube zlata in deviznih rezerv uvedla ukrepe, ki so vplivali na omejitev pritoka kapitala in trgovinskih financ. Madžarska je začela izvajati nadzor nad pritokom kapitala julija 1931. Njihov finančni sistem je bil tesno povezan z Avstrijo in je utrpel veliko škodo zaradi padca največje avstrijske banke Credit Anstalt (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 9-10).

Finančni pritisk se je nato razširil na Veliko Britanijo, ker so bili krediti, dani Nemčiji s strani angleških bank, zamrznjeni. Močno povečanje obrestnih mer ni bilo dovolj, da bi angleška centralna banka zajezila izgube zlata. 19. septembra leta 1931 je Velika Britanija opustila zlati standard in dovolila depreciacijo funta. V samo nekaj dnevih so države, ki so v tesnih trgovinskih in finančnih stikih z Veliko Britanijo, depreciirale svoje valute glede na zlato. Te države so bile Danska, Finska, Norveška in Švedska. Prav tako je decembra istega leta Japonska ugotovila, da je bila obnovitev konvertibilnosti zlata napaka (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 10).

Depreciacija funta je stresla celotno svetovno gospodarstvo. Zlato je začelo pritekati v Veliko Britanijo (v nadaljevanju VB), kar je povečalo pritiske na plačilne bilance držav, ki so zlato izgubljale. Veliko držav se je zato odzvalo z uvedbo deviznega nadzora, da bi preprečile odliv zlata iz države. Takšne ukrepe so v septembru in oktobru leta 1931 sprejele Kolumbija, Grčija, Češkoslovaška, Islandija, Bolivija, Jugoslavija, Avstrija, Argentina, Belgija, Norveška, Danska in Urugvaj (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 10).

Poleg tega je izboljšana cenovna konkurenčnost izvoza območja funta povzročila protiukrepe v drugih državah. V mesecih, ki so sledili, je veliko število držav povečalo svoje tarife z namenom, da blokirajo poceni uvoz. Francija je uvedla pribitek v vrednosti 15 % na britansko

blago ter začela uporabljati strožje uvozne kvote. Kanada in Južna Afrika se nista odpovedali zlatu, vendar sta vseeno sprejeli ukrepe proti omejevanju uvoza britanskega blaga. Januarja 1932 je bila nemška vlada pooblaščen, da lahko dvigne tarife na blago, ki prihaja iz držav z deprecirano valuto. Prav tako je Nizozemska, ki je do takrat veljala za državo s prosto trgovinsko politiko, sprejela dajatve v višini 25 % za izravnavo deprecije valute v tujini (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 10-11).

Širjenje novih omejitev v mednarodni trgovini je v obdobju po devalvaciji britanskega funta zadalo velik udarec svetovni trgovini. Po mnenju Madsena (Madsen, 2001) je obseg svetovne trgovine med leti 1929 in 1933 padel za 25 %, malo manj kot polovica tega zmanjšanja je posledica višjih tarif in drugih ovir (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 11).

Do sedaj se je razprava osredotočala na dve skupini držav: države pod vodstvom Nemčije, ki so omejile devizne transakcije po juliju 1931 ter države pod vodstvom VB, ki so razvrednotile svojo valuto. Tretja skupina je skupina zlatega bloka, katerega člani so ostali na zlatem standardu kljub krizi iz leta 1931. Članice te skupine so Belgija, Francija, Nizozemska in Švica, ki so še vedno prenašale deflacijske politike. Četrta in zadnja skupina so države, ki se nikoli niso pridružile zlatemu standardu oziroma ga niso nikoli zapustile. Sem so vključene Španija (nikoli ni bila na zlatem standardu), Kanada (uradno zapustila zlato januarja 1929 in je v praksi država s fleksibilnim deviznim tečajem), Argentina in Avstralija (zapustile zlato decembra 1929), Japonska (zapustila zlato decembra 1931) in ZDA (zapustila zlato aprila 1933) (Eichengreen & Irwin, 2009, str. 15).

4 VALUTNE VOJNE IN GLOBALNA FINANČNA KRIZA

Namen poglavja je predstavitev sedanje globalne finančne krize in nastanek valutnih vojn zaradi nje. Države sem razdelil v dva bloka: razvite države in države v razvoju. S to delitvijo sem poskušal analizirati nekatere elemente valutnih vojn in ugotoviti, ali o njih sploh lahko govorimo.

Ko govorimo o valutni vojni, moramo ločiti tri stvari (Darvas & Pisani - Ferry 2011, str. 6-9.):

- desetletni spor glede upravljanja valut, vezanih na ameriški dolar (predvsem kitajski yuan ter valute drugih izvoznikov industrijskih proizvodov in proizvajalcev nafte),
- nedavne poskuse deprecije oziroma preprečitve apreciacije držav s fleksibilnim menjalnim tečajem,
- nekonvencionalne ukrepe denarne politike, kot je napoved FED-a o novih nakupih sredstev, ki lahko vplivajo na menjalni tečaj dolarja v razmerju do ostalih valut.

Prva točka je razprava o deviznem tečaju ZDA in Kitajske, ki sega v sredino prejšnjega desetletja. Vprašanje je, ali je kitajski menjalni tečaj subvencija za njihov izvozni sektor. Kitajska je ohranila vezavo na ameriški dolar vse obdobje, razen med leti 2005 in 2008, ko je vrednost svoje valute povečala za 17 % v primerjavi z dolarjem. Vendar je bila ta nominalna apreciacija zelo omejena glede na hitro gospodarsko rast. Kitajska je nabrala in še vedno kopiči ogromne rezerve v tuji valuti. Ti dogodki kažejo na to, da je kitajski menjalni tečaj dejansko podcenjen. O tej temi ne bomo veliko razglabljali, saj je bilo veliko rečenega v drugih študijah. Vendar pa je potrebno opozoriti, da tečajna politika Kitajske pomembno vpliva na širšo razpravo o valutni vojni v treh vidikih. Prvič, Kitajska je pomemben akter v svetovnem gospodarstvu in njihova politika močno vpliva na potrebe globalnega rebalansa, h kateremu je pozval Mednarodni denarni sklad (Mednarodni denarni sklad, 2010). Drugič, tečajna politika Kitajske ima pomembne posledice na politike držav v razvoju - dokler yuan ne aprecira, tudi druge države nočejo, da njihove valute aprecirajo. Tretjič, kitajsko-ameriški odnosi so zelo občutljivi in obstaja nevarnost, da se napete razprave o menjalnih tečajih prenesejo na področje trgovine.

4.1 UKREPI DRŽAV V RAZVOJU NAMENJENI VPLIVANJU NA TEČAJ DOMAČE VALUTE

Ekonomska politika ima na voljo pester izbor ukrepov in instrumentov, s katerimi blaži negativne posledice povečanih pritokov tujega kapitala. Izbor ukrepov je odvisen od institucionalnih in strukturnih značilnosti gospodarstva, politike deviznega tečaja, stanja javnih financ ter distorzij na mikro ravni. Vsaka uporaba metod omejevanja pritokov kapitala je povezana z določenimi stroški, vendar so ti praviloma precej nižji, kot bi bili v primeru kasnejšega izbruha finančne krize. V grobem lahko metode, s katerimi se ekonomska politika odziva na povečane pritoke kapitala, razdelimo na posredne (indirektne) ter neposredne (direktne). Direktne metode, za katere se v strokovni literaturi pogosteje uporablja kar izraz kapitalne kontrole, neposredno omejujejo posamezne kapitalne transakcije med rezidenti in nerezidenti. Posredne metode pa lahko označimo kot makroekonomsko prilagajanje povečanemu pritoku kapitala (Majcen, 2003, str. 5).

Obstaja več razlogov, zakaj tuji kapital priteka v neko gospodarstvo, bistvo pa je ekonomsko gledano le eno. Tuji kapital priteka v državo zaradi višjih (pričakovanih) donosnosti kot na mednarodnih trgih. Vzrok višje donosnosti je lahko višja obrestna mera, ki je rezultat politike centralne banke ali pa boljših potencialov za gospodarsko rast v državi, kar vpliva na pričakovano donosnost lastniškega kapitala. Razloge ločimo na zunanje (»push«) in notranje (»pull«) faktorje. Prvi vključujejo za države uvoznice kapitala nizke obrestne mere na

svetovnih trgih, recesije po svetu in trend k svetovni diverzifikaciji portfeljev, torej faktorje, ki silijo vlagatelje v tujino, da investirajo izven svojega gospodarstva. Notranji vplivi so tisti, ki državo delajo bolj privlačno za tuji kapital in izvirajo v gospodarstvu samem. Sem spadata na primer stabilnost deviznega tečaja in liberalizacija kapitalskih tokov (Hočevar, 2003, str. 6).

Daljša obdobja prilivov tujega kapitala povzročijo realno apreciacijo domače valute in povečajo domačo absorpcijo. Prvi učinek zmanjšuje konkurenčnost domačih proizvajalcev na tujih trgih in s tem zmanjšuje izvoz, oba učinka pa spodbujata domači uvoz. Posledica je poslabšanje tekočega računa plačilne bilance (Hočevar, 2003, str. 7).

4.1.1 POSREDNE METODE OMEJEVANJA POVEČANIH PRITOKOV KAPITALA

Pri posrednih metodah gre za kombinacijo denarne, tečajne in fiskalne politike, ki povečuje absorpcijsko sposobnost gospodarstva. Z uporabo posrednih metod nosilci ekonomske politike izboljšujejo splošno stanje v gospodarstvu, da to postane bolj odporno na škodljive vplive tujega kapitala. Značilno zanje je, da ne delujejo neposredno na posamezno kapitalsko transakcijo, ampak ustvarjajo ekonomsko okolje, v katerem se morebitni škodljivi učinki tokov kapitala že v izhodišču izničijo (Oplotnik, 2002, str. 47).

Sterilizacija je osnovni instrument, s katerim monetarna politika omejuje vpliv kapitalskih pritokov na ponudbo denarja in apreciacijo domače valute. Sterilizacija se izvaja na več načinov: operacije centralne banke na odprtem trgu, prek instrumenta obveznih rezerv ali z omejevanjem obsega kreditov v narodnem gospodarstvu.

Ukrepi proti apreciaciji valute se nanašajo na veliko število držav. Tabela 1 navaja različne vrste poskusov upočasnitve apreciacije valute (večinoma med avgustom in oktobrom 2010). Dejstvo, da je v tabeli vključeno 20 držav, pomeni, da se je razširila ideja o deprecijaciji valute. Ti ukrepi so le eden od načinov države, da omeji pritek kapitala (Darvas & Pisani - Ferry 2011, str. 7).

Tabela 1: Ukrepi za preprečevanje apreciacije domače valute

Ukrep	Država
Posredovanje monetarnih oblasti	Argentina, Kolumbija, Egipt, Indonezija, Izrael, Japonska, Peru, Poljska, Romunija, Rusija, Južna Koreja, Švica, Ukrajina
Strah pred posredovanjem monetarnih oblasti	Brazilija, Čile, Tajska
Pogovori o posredovanju monetarnih oblasti	Indija
Sum na posredovanje monetarnih oblasti	Filipini, Tajvan
Popravki v zahtevanih rezervah	Turčija

Vir: Z. Darvas & J. Pisani – Ferry, *The threat of »currency wars«: European perspective, 2011, str. 7.*

4.1.2 NEPOSREDNE METODE OMEJEVANJA KAPITALSKIH PRITOKOV

Pri neposrednih metodah gre za ukrepe ekonomske politike, ki povečujejo stroške kapitalskih transakcij s potencialno škodljivim vplivom na gospodarstvo. To so ukrepi, ki so praviloma že instrumentalizirani in se jih lahko uporablja takoj, vendar so zaradi stranskih učinkov smiselni le kot »druga najboljša rešitev« (angl. *second best solution*) (Bole, 1999, str. 38). Ideja v ozadju teh ukrepov je preprosta: če je v gospodarstvu prisotna distorzija, je obstoječe stanje potrebno izboljšati z uvedbo nove distorzije, ki deluje kot protiutež že obstoječi (Dooley, 1995, str. 1). Med direktne metode se uvrščajo prepovedi in neposredne količinske omejitve, ukrepi, ki stroškovno obremenjujejo »škodljive« transakcije.

Ekonomska politika ima na voljo pester izbor ukrepov in instrumentov, s katerimi blaži negativne posledice povečanih pritokov tujega kapitala. Izbor ukrepov je odvisen od institucionalnih in strukturnih značilnosti gospodarstva, politike deviznega tečaja ter stanja javnih financ (Majcen, 2003, str. 5). Vedno več vlad poskuša z ukrepi nadzirati pritek kapitala, kar je razvidno v Tabeli 2.

Tabela 2: Ukrepi za nadziranje pritoka kapitala

Država	Sprejeti in obravnavani ukrepi
Brazilija	Povečanje davka na finančne transakcije (IOF), ki velja za tuje naložbe v instrumente s stalnim donosom. Povečana stopnja davka na depozite nerezidentov, cilj katerega je zmanjšati dobičkonosnost.
Indonezija	Obvestilo vlade za minimalno obdobje posedovanja blagajniških zapisov centralne banke.
Južnoafriška republika	Akumulacija rezerv in milejši devizni nadzor nad odlivanjem kapitala prebivalcev.
Južna Koreja	Zakon, ki naloži 14 % davek na obresti obveznic, kupljenih od tujih vlagateljev, kot tudi 20 % davek na kapitalske dobičke.
Tajska	Uvedba 15 % davka na obresti in kapitalske dobičke na tajski dolg za tuje vlagatelje. Uradniki so napovedali, da proučujejo uporabo dajatev za nadzor nad pritokom kapitala, toda ne za kratkotrajno uporabo.

Vir: Z. Darvas & J. Pisani – Ferry, *The threat of »currency wars«: European perspective, 2011, str. 8.*

4.2 UKREPI RAZVITIH DRŽAV NAMENJENI VPLIVANJU NA TEČAJ DOMAČE VALUTE

Nekonvencionalni ukrepi denarne politike so v ospredje prišli novembra 2010 po objavi FED-a o 6.000 milijonov dolarjev vrednem programu nakupa sredstev (QE2). Evropi in državam v razvoju se je to videlo kot poskus depreciacije ameriškega dolarja. To je izzvalo mnogo negativnih reakcij politikov iz Evrope, Kitajske in držav v razvoju. Politika FED-a se še vedno zdi sporna, čeprav je Bernanke (Bernanke, 2010) poudarjal, da je najboljši način za zagotavljanje močnih gospodarskih temeljev, na katerih temelji vrednost dolarja in tudi za svetovno okrevanje s pomočjo politik, ki vodijo v nadaljevanje visoke rasti. Ob tem se zastavlja vprašanje, kako ugotoviti, kdaj se denarna politika šteje kot »siromašenje soseda« (beggar-thy-neighbour). Medtem ko vsi poudarjajo FED, sta tudi BoE in BoJ tudi sprejeli

podobne ukrepe (Tabela 3). Nakupi ECB so v prvi vrsti namenjeni izboljšanju likvidnosti, tako da dejanje ECB ni mogoče obravnavati kot spodbujanje gospodarstva (Darvas & Pisani - Ferry 2011, str. 8-9).

Tabela 3: Nekonvencionalni ukrepi centralnih bank

	Brez povečevanja primarnega denarja	Povečevanje primarnega denarja
Kupovanje zasebnih sredstev	ECB	BoE, BoJ, FED, SNB
Kupovanje državnih obveznic	ECB	BoE, BoJ, FED
Kupovanje premoženja v tuji valuti		BOJ, SNB

Vir: Z. Darvas & J. Pisani – Ferry, The threat of »currency wars«: European perspective, 2011, str. 9.

4.2.1 KLJUČNE OBRESTNE MERE POSAMEZNIH CENTRALNIH BANK

Ob pričetku globalne finančne krize so mnoge centralne banke začele zniževati ključne obrestne mere. V tem poglavju bom predstavil dejavnosti treh centralnih bank iz razvitih držav, ki so začele s svojimi aktivnostmi takoj po izbruhu krize. Poskušal bom pokazati, kako se obrestne mere razlikujejo med državami, saj je to zelo pomembno pri pretoku kapitala med državami. V prvem poglavju smo namreč že povedali, da je količina denarja v obtoku zelo pomembna pri določanju vrednosti domače valute. Zniževanje domače obrestne mere glede na tujo pomeni, da bo kapital odtekal v države z višjo obrestno mero, saj dajejo večje donose. Izvoz kapitala pomeni depreciacijo domače valute, medtem ko uvoz kapitala pomeni pritiske na apreciacijo valute države uvoznice.

EVROPSKA CENTRALNA BANKA

ECB se je jeseni 2008 ob propadu ameriške banke Lehman Brothers odzvala na globalno finančno krizo s hitrim znižanjem ključne obrestne mere. Evropska centralna banka je ključno evrsko obrestno mero 2. 4. 2009 znižala za 0,25 odstotne točke na 1,25 odstotka, 7. 5. 2009 so jo v Frankfurtu ponovno znižali za četrto odstotne točke, na odstotek letno. Predsednik ECB, Jean Claude Trichet, je nakazal, da bo obrestna mera še nekaj mesecev ostala na zgodovinsko nizki ravni (Zimic, 2009). To se je tudi zgodilo, saj je na enem odstotku ostala v nadaljevanju

leta 2009 ter skozi celotno leto 2010. Naslednja sprememba se je zgodila 13. 4. 2011, vendar je tokrat je ECB povečala ključno obrestno mero za 25 bazičnih točk oziroma za 0,25 odstotne točke na 1,25 odstotka. Po mnenju mnogih to dejanje pomeni, da se je ECB začela zavedati, da se gospodarske razmere izboljšujejo. Predvsem pa hoče s tem vplivati na inflacijo, saj se zaveda, da postaja zelo nevarna.

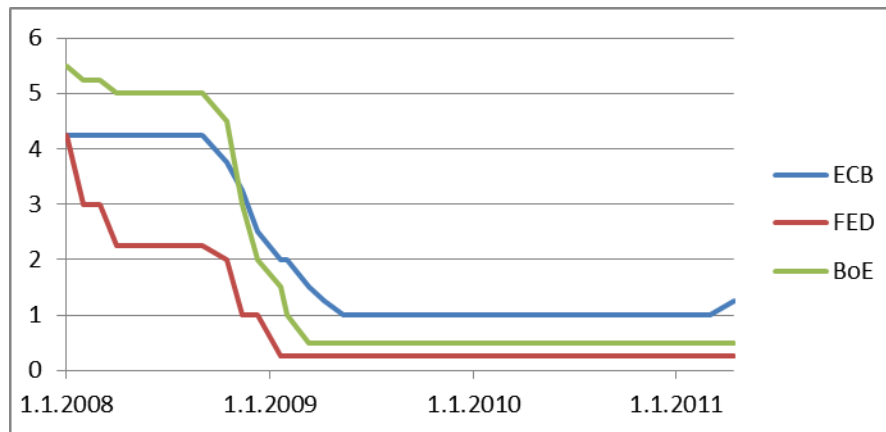
AMERIŠKA CENTRALNA BANKA

Ko so se pretresi na finančnih trgih v sredini leta 2007 začeli krepiti, je FED 18. septembra 2007 začel zniževati ključno obrestno mero, pri čemer je bilo že prvo znižanje občutno - za 50 bazičnih točk. Nižanje je nadaljeval tudi konec oktobra in v decembru, tako da je bila ključna obrestna mera ob koncu leta 4,25 odstotka. Slabšanje gospodarske klime se je le še stopnjevalo zaradi splošne zaskrbljenosti glede zmanjševanja gospodarske rasti. FED je zato januarja 2008 še dvakrat znižal ključno obrestno mero na 3 %, torej v skupni vrednosti 125 bazičnih točk. Marca in 30. aprila sta sledili še dve dodatni nižanji na 2 odstotka, saj naj bi s tem spodbudili gospodarsko dejavnost in zmanjšali pritisk na finančnih trgih. Kar dve od omenjenih štirih znižanj v prvi polovici leta 2008 sta bili v velikosti 75 bazičnih točk, kar se je zgodilo prvič, odkar je FED začela najavljati ciljno raven ključne obrestne mere. Za tem je FED v drugi polovici leta 2008 še trikrat znižal obrestno mero z velikimi koraki, tako da še danes velja njena vrednost v razponu med 0 in 0,25 odstotka (zadnje znižanje je bilo kar za 75-100 bazičnih točk).

CENTRALNA BANKA ANGLIJE (BoE)

BoE je s prvim nižanjem ključne obrestne mere začela v začetku leta 2008, ko jo je dvakrat znižala za 25 bazičnih točk. To je pomenilo, da je ključna obrestna mera 5 %. Naslednje nižanje se je pričelo konec leta 2008, ko je bila svetovna finančna kriza v polnem zagonu. Takrat je BoE odreagirala z drastičnim nižanjem ključne obrestne mere, kar je pomenilo da je v 6 mesecih znižala ključno obrestno mero za 4,5 %. Največje znižanje v tem obdobju je bilo za 125 bazičnih točk. Dno je dosegla 5. marca 2009, ko se je ustavila pri 0,5 %.

Slika 2: Obrestne mere ECB, FED in BoE (v odstotkih)



4.2.2 KVANTITATIVNO SPROŠČANJE

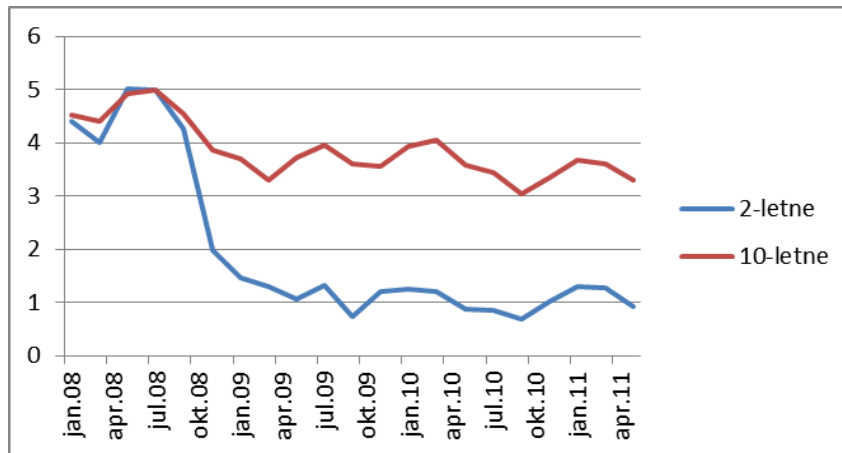
To poglavje predstavlja nekonvencionalni ukrep denarne politike, ki so ga nekatere države začele izvajati ob izbruhu svetovne finančne krize. Cilj poglavja je analizirati kvantitativno sproščanje v državah, ki izvajajo ta program ter ugotoviti ali je prinesel pričakovane rezultate.

VELIKA BRITANIJA

Monetarni komite Angleške centralne banke se je konec leta 2008 zaradi vse večje intenzitete globalne finančne krize odločil, da sprostí svojo monetarno politiko z različnimi metodami. Eden od načinov je bil, da zniža ključno obrestno mero iz 5 na 0,5 %. Toda kljub temu je obstajala verjetnost, da ne bodo dosegli 2 % inflacije. Zato so se odločili za program, ki bo financiral nakupe premoženja. Ta program se imenuje kvantitativno sproščanje. Rezultat tega je bil, da je centralna banka do februarja 2010 porabila 2.000 milijonov funtov za nakup državnih obveznic. Ta znesek je bil enak 14 % BDP-ja (Joyce, Lasaosa, Ibrahim & Tong 2010, str. 3).

Donosi 2-letnih in 10-letnih državnih obveznic so bili julija 2008 okrog 5%. Nato so se oktobra istega leta začeli nižati. Največji padec je bil pri 2-letnih obveznicah, saj so avgusta 2008 padle pod 1 %, medtem ko so se 10-letne gibale med 3 in 4 %. Kvantitativno sproščanje, ki ga je centralna banka izvaja v začetku leta 2010, je vplival na donose obveznic, saj so le-ti v sredini leta 2010 ponovno padli, vendar ne za dolgo, saj so konec leta 2010 ponovno začeli rasti.

Slika 3: Donosi 2-letnih in 10-letnih državnih obveznic (VB)

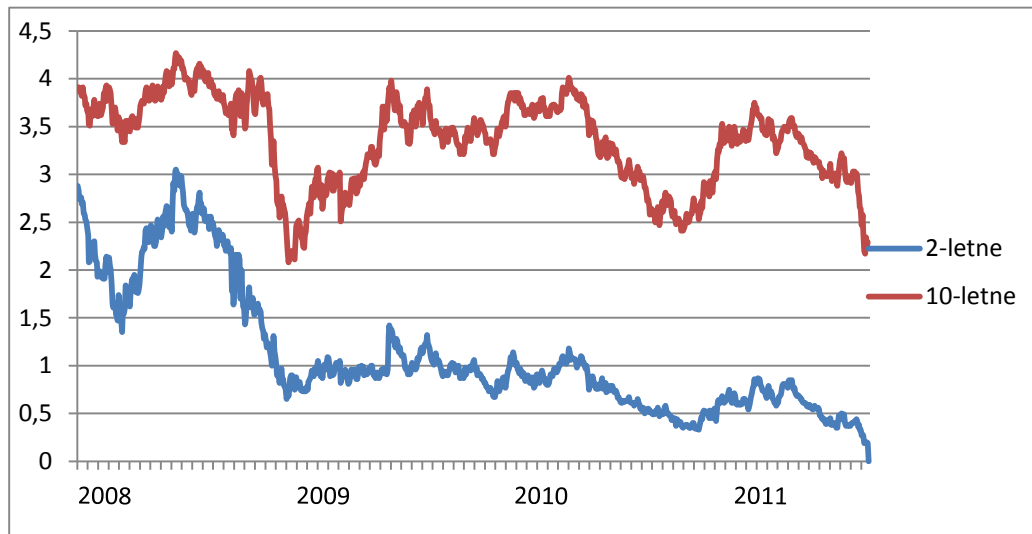


ZDA

FED je 25. novembra 2008 napovedala, da bo odkupila dolgove državnih podjetij v višini 1.000 milijonov dolarjev in hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev v višini 5.000 milijonov dolarjev. 18. marca 2009 je povečala znesek za te nakupe, in sicer na 200 milijard ter 1.250 milijard dolarjev. Istega dne ja prav tako napovedala nakupe dolgoročnih državnih dolgov v višini 3.000 milijonov dolarjev.

Donos 2-letnih in 10-letnih državnih obveznic je bil na začetku novembra 2008 okrog 1,6 % in 4 %. 24. novembra se je njihova donosnost spustila na 1,31 % in 3,35 %. Najnižja vrednost 10-letnih državnih obveznic je bila 18. decembra 2008 in je znašala 2,08 %. Med tem obdobjem so 2-letne državne obveznice dosegle minimum 0,68 %. Te številke kažejo, da je kvantitativno sproščanje privedlo do nižjih donosov državnih obveznic, vendar samo za kratek čas, saj so se donosi kmalu za tem dvignili.

Slika 4: Donosi (v %) 2-letnih in 10-letnih državnih obveznic (ZDA)



4.3 ANALIZA GIBANJA DEVIZNIH TEČAJEV

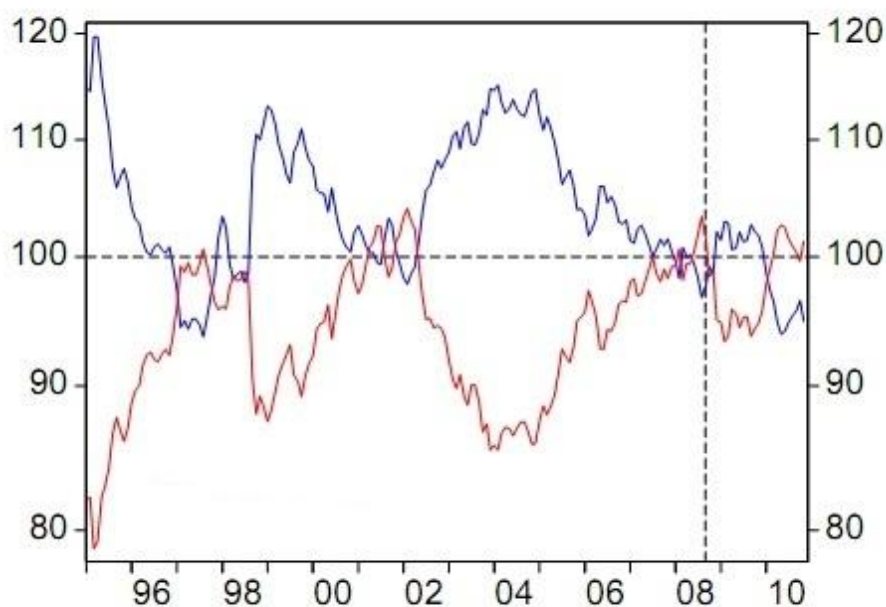
V praksi se velikokrat uporabljajo indeksi deviznih tečajev posameznih držav, da jih lahko primerjajo med seboj. Toda Gouardo in Pisani - Ferry (Gouardo & Pisani – Ferry, 2010) sta zgradila indeks med dvema blokoma držav. Delila sta jih na razvite države in države v razvoju. Vzorec ni obsežen, vendar vsebuje vse pomembnejše države. Sestavljen je iz top 20 držav v smislu celotne trgovine (brez držav evro območja) plus območje evra. Da bi zagotovili minimalno stopnjo homogenosti glede na šok finančne krize, skupina razvitih držav vsebuje samo zahodne države in Japonsko (države, kot so Singapur in Južna Koreja, se zato uvrščajo v drugo skupino). Skupino razvitih držav predstavljajo Avstralija, Kanada, evrsko območje, Japonska, Švica, ZDA in Velika Britanija, medtem ko v skupino držav v razvoju sodijo Brazilija, Kitajska, Hong Kong, Indija, Koreja, Malezija, Mehika, Poljska, Rusija, Savdska Arabija, Tajska in Združeni arabski emirati.

Ta preprost kazalnik pomaga spremljati razvoj deviznih tečajev med razvitimi državami in državami v razvoju. Efektivni devizni tečaj nerazvitih držav proti državam v razvoju ni zgolj inverzen učinkovitemu tečaju razvitih držav v odnosu do držav v razvoju zaradi različne uteži.

Slika 5 prikazuje dolgoročno nihanje deviznega tečaja med dvema večjima regijama. Države v razvoju aprecirajo do približno sredine leta 1997, ko vrsta nalezljivih kriz (v Aziji, Braziliji, Rusiji) potisne svoje valute strmo navzdol. Potem so spet aprecirale do leta 2001, ko pride novi val kriz v nerazvitih državah, zato jih depreciacija ameriškega dolarja znova potisne

navzdol. Naslednji cikel je trajal do poletja 2008, ko so se države v razvoju približale svojim prejšnjim rekordom. Tokrat nenadna zaustavitev pritoka kapitala, ki je sledil propadu Lehman Brothers, pripelje do novega padca njihovih valut. Toda preobrat se je zgodil precej hitro, najverjetneje zaradi tega, ker je sedanja kriza za razliko od prejšnjih kriz izvirala iz razvitih držav. Do poletja 2010 je indeks realnega efektivnega deviznega tečaja hitro zrasel na raven pred propadom Lehman Brothers, nato je nekoliko izgubil zaradi učinka dolarja. Države v razvoju, ki imajo svoje valute tesno vezane na dolar (Kitajska, Hong Kong, Malezija, Združeni arabski emirati) so deprecirale proti razvitim državam. Hkrati pa so valute Indije, Koreje, Mehike, Poljske in Tajske apprecirale.

Slika 5: Realni efektivni devizni tečaj med razvitimi državami in državami v razvoju (temelji na potrošniških cenah, julij 2007 = 100), januar 1995 – november 2010



Legenda: Rdeča krivulja predstavlja države v razvoju, modra krivulja predstavlja razvite države

Vir: Z. Darvas & J. Pisani – Ferry, The threat of »currency wars«: European perspective, 2011, str. 14

SKLEP

Ob izbruhu globalne finančne krize so mnoge države začele izvajati ukrepe za blaženje krize. Eden izmed ukrepov je deprecijacija domače valute. Ta ukrep je predvsem spodbujal zunanjo trgovino. S spodbujanjem trgovine in manjšanjem trgovinskega primanjkljaja so države zmanjševale brezposelnost in povečevale gospodarsko aktivnost v državi. Toda deprecijacija valute ni pomagala ostalim državam. Zgodilo se je prav nasprotno. Ostale države so na račun deprecijacije izgubljale svojo trgovinsko moč. Prav zaradi tega so se odločile, da tudi one deprecirajo svojo valuto. To tekmovanje med državami pa imenujemo kompetitivna devalvacija oziroma valutna vojna.

V diplomu sem poskušal opredeliti pojem valutne vojne in ugotoviti, kako poteka. Kot glavni razlog za nastanek tega pojava sem predpostavil, da se pojavlja plačilnobilančni primanjkljaj oziroma primanjkljaj na tekočem računu. Toda instrumentov, s katerimi se izvaja, je več. Kot glavna dva instrumenta sem navedel obrestno mero in kvantitativno sproščanje. S tema dvema elementoma lahko centralna banka uravnava količino denarja v obtoku, ki pa je ključna za deprecijacijo valute.

Ko sem razčlenil pojem valutne vojne, sem poskušal to preveriti v sedanji globalni finančni krizi. Svet sem razdelil na razvite države in države v razvoju. Nato sem analiziral posamezne ukrepe v posamezni skupini držav. Pri razvitih državah sem se osredotočil predvsem na analizo obrestnih mer in kvantitativnega sproščanja, medtem ko sem pri državah v razvoju analiziral ukrepe za preprečevanje apreciacije valute in nadziranje pritoka kapitala.

Po analizi ukrepov sem prišel do zaključka, da lahko govorimo o valutni vojni. Glavni razlog za to ugotovitev je, da države sprejemajo ukrepe za reševanje krize ne glede na to, kako bo to vplivalo na drugo državo. Večina teh ukrepov vpliva na deprecijacijo valute, zato lahko temu rečemo valutna vojna.

LITERATURA IN VIRI

1. Bank of England (b.l.). *Quantitative easing explained*. London: Public Information & Enquiries Group.
2. Bernanke, B. (2010). *Rebalancing the Global Recovery*. Najdeno 13. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20101119a.htm>.
3. Bole, V. (1999). Nihanje finančnih tokov iz tujine in rast kreditov. *Gospodarska gibanja 2*, str. 27-40.
4. Čirovič, M. (1980). *Teorija uravnovežanja platnog bilansa*. Beograd: Savremena administracija.
5. Darvas, Z., & Pisani – Ferry, J. (2011). *The threat of »currency wars«: A European perspective*. Budapest: Institute of Economics, Hungarian Academy of Science.
6. Dooley, P. M. (1996). A survey on Controls over International Capital Transactions. *IMF Staff Paper 43*, str. 639-687.
7. Eichengreen, B., & Irwin, A. D. (2009). *The Slide Protectionism in The Great Depression: Who Succumbed And Why?* Cambridge: National Bureau of Economic Research.
8. Gouardo, C., & Pisani – Ferry, J. (2010). *Currency Wars: What do effective exchange rates tell us?* Bruegel.
9. Hočevar, T. (2003). *Problemi sterilizacije pritokov tujega kapitala* (diplomsko delo) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
10. Joyce, M., Lasasosa, A., Ibrahim, S., & Tong, M. (2010). The Financial market impact of quantitative easing. *Working Paper No. 393*. Bank of England.
11. Knight, M., & Scacciavillani, F. (1998). *Current Accounts: What IS Their Relevance for Economic Policymaking?* Washington: International Monetary Fund.
12. Madsen, J. B. (2001). *Trade Barriers and the Collapse of World Trade during the Great Depression*. Southern Economic Journal.
13. Majcen, M. (2003). *Kako učinkovite so kapitalske kontrole? Primer Slovenije* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
14. Mednarodni denarni sklad (2010). *Global Economic Prospects and Policy Challenges*. Najdeno 30. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102110.pdf>
15. Milesi – Ferretti, G. M., & Razin, A. (1996). *Current Account Sustainability: Select East Asian and Latin American Experiences*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

16. Mishkin, F. S. (1996). The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy. *Working Paper 5464*. Cambridge.
17. Mishkin, F. S. (2001). The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy. *Working Paper 8617*. Cambridge.
18. Mrak, M. (1987). *Svetovni jug v pasti dolgov*. 1. izdaja. Ljubljana: Delavska enotnost.
19. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. 1. izdaja. Ljubljana: GV Založba.
20. Murphy, R. P. (2010). *Currency Wars*. Najdeno 29. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://mises.org/daily/4816/Currency-Wars>.
21. OECD (2010). *Perspectives on Global Development: Shifting Wealth*. Najdeno 17. avgusta na spletnem naslovu: <http://webnet.oecd.org/pgdexplorer/>
22. Oplotnik, Ž. J. (1999). *Kapitalski tokovi in tekoči račun plačilne bilance*. Naše gospodarstvo, Maribor.
23. Strojjan, A. (1998). *Teoretična podlaga analize plačilne bilance in njenega vpliva na gospodarsko rast*. Prikaz in analize VI/4. Ljubljana: Banka Slovenije.
24. Wheatley, J., & Garnham, P. (2010). *Brazil in »currency war« alert*. Najdeno 27. aprila 2011 na spletnem naslovu: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/33ff9624-ca48-11df-a860-00144feab49a.html#axzz1Y2aNcjxn>.
25. Zimic, S. (2009). *ECB znižala obrestno mero na odstotek: Ukrepi ECB v Sloveniji dobro prijemljejo*. Poslovni dnevnik. Najdeno 23. marca 2011 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/tiskane_izdaje/dnevnik/1042264935

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Spisek okrajšav

Priloga 2: Slika 1: Saldo tekočega računa plačilne bilance držav po svetu 1980-2008

Priloga 3: Slika 2: Realni efektivni devizni tečajji na osnovi cen življenjskih potrebščin (januar 1995 = 100), januar 1995 – januar 2011

Priloga 1: Spisek okrajšav

ECB – Evropska centralna banka

FED – Ameriška centralna banka

BoE – Angleška centralna banka

SNB – Švicarska centralna banka

BoJ – Japonska centralna banka

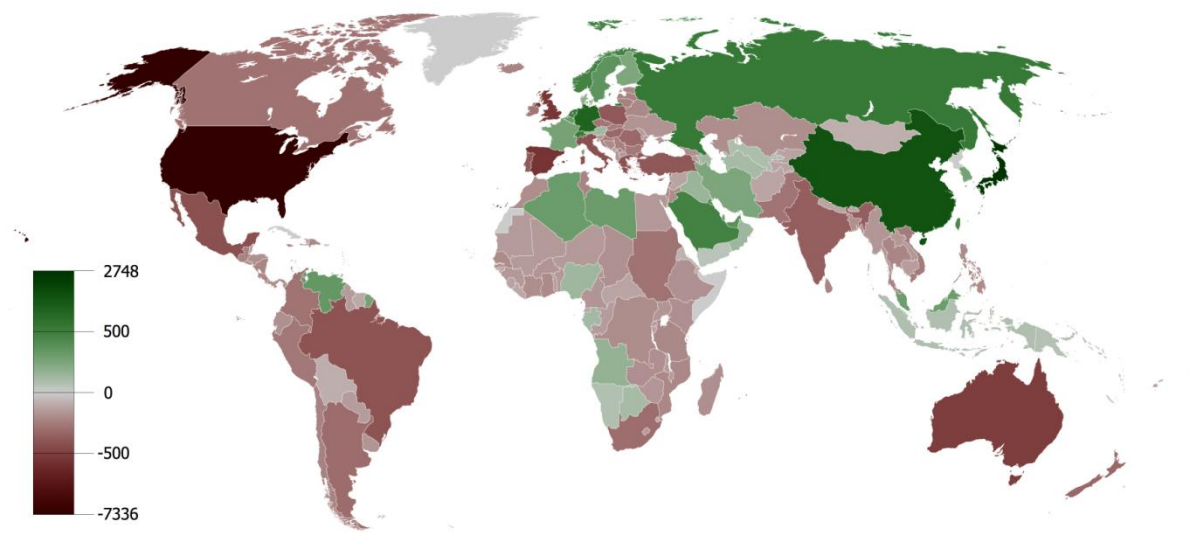
VB – Velika Britanija

ZDA – Združene države Amerike

EU – Evropska unija

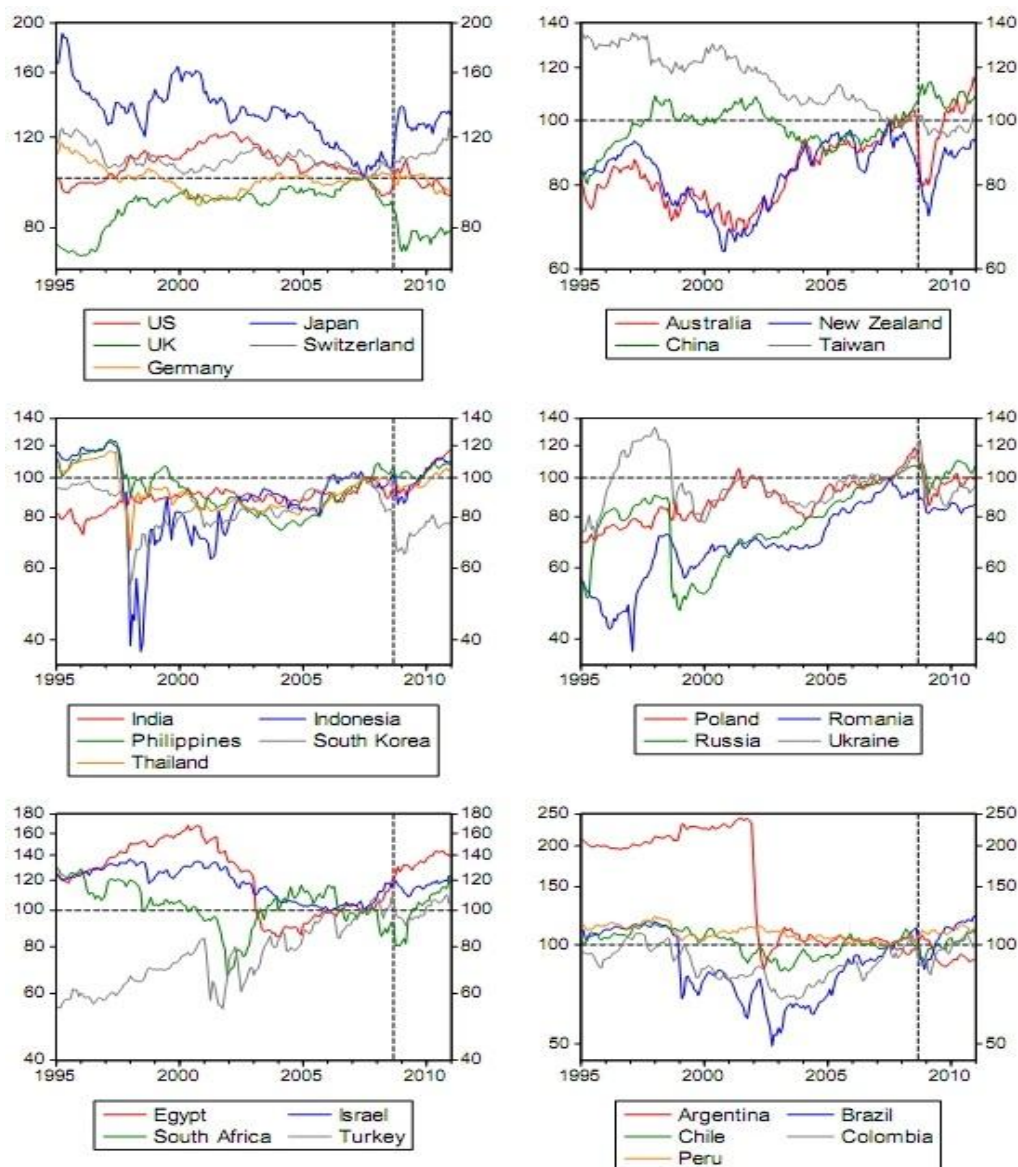
QE – kvantitativno sproščanje

Priloga 2: Slika 1: Saldo tekočega računa plačilne bilance držav po svetu 1980-2008



Vir: OECD

Priloga 3: Slika 2: Realni efektivni devizni tečaji na osnovi cen življenjskih potrebščin (januar 1995 = 100), januar 1995 – januar 2011



Opomba: Povečanje indeksa kaže realno apreciacijo. Realni efektivni devizni tečaj je izračunan proti 143 trgovskim partnerjem, ki v povprečju predstavljajo 98,8 % zunanje trgovine. Uteži so izpeljane na podlagi Bayoumija, Leeja in Jaewooja (2006). Navpična črtkana črta kaže september 2008. Cene življenjskih potrebščin so na voljo do julija 2010, v večini primerov je narejena projekcija za indeks življenjskih potrebščin do novembra 2010 ob predpostavki, da se 12-mesečna inflacija ne spreminja med zadnjim opazovanjem in novembrom 2010. Mesečno povprečje deviznih tečajev se uporablja do oktobra 2010.

Vir: Z. Darvas & J. Pisani - Ferry (2011). *The threat of »currency wars«: European perspective.*, str. 12.