

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**MEDNARODNI TOKOVI KAPITALA IN DEVIZNI TEČAJI V ČASU
GLOBALNE FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE**

Ljubljana, september 2011

LAN VUGA

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom _____, 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 MEDNARODNI KAPITALSKI TOKOVI.....	1
1.1 Makroekonomski vidik kapitalskih tokov	2
1.2 Klasifikacije mednarodnih kapitalskih tokov	3
1.2.1 Plačilnobilančna klasifikacija mednarodnih tokov kapitala.....	5
2 DEVIZNI TEČAJI	7
2.1 Sistemi določanja deviznih tečajev.....	8
2.2 Faktorji oblikovanja deviznih tečajev.....	10
2.3 Teorije oblikovanja deviznih tečajev.....	11
2.3.1 Pariteta kupne moči	11
2.3.2 Monetarni (denarni) pristop	11
2.3.3 Premoženjski pristop	12
2.3.4 Plačilnobilančni pristop	13
3 KAPITALSKI TOKOVI V ČASU GLOBALNE FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE	13
3.1 ZDA	14
3.1.1 Tekoči račun plačilne bilance ZDA	15
3.1.2 Finančni račun plačilne bilance ZDA.....	15
3.1.2.1 Tuje neposredne investicije	16
3.1.2.2 Tuje portfeljske investicije	16
3.1.2.3 Banke.....	17
3.1.2.4 Monetarne oblasti.....	17
3.2 Kitajska	18
3.2.1 Tekoči račun plačilne bilance Kitajske	19
3.2.2 Finančni račun plačilne bilance Kitajske.....	19

3.2.2.1 Tuje neposredne investicije	20
3.2.2.2 Tuje portfeljske investicije	20
3.2.2.3 Mednarodne denarne rezerve	21
3.3 Ostale države.....	21
4 DEVIZNI TEČAJI V ČASU GLOBALNE FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE	22
4.1 BIS Trienal bank Survey.....	23
4.2 Pričakovana gibanja in izkušnje prejšnjih kriz	24
4.3 Ameriški dolar med krizo	25
4.4 Valutne vojne in povezanost med ZDA in Kitajsko.....	27
SKLEP.....	29
VIRI IN LITERATURA	31
 KAZALO SLIK	
<i>Slika 1: Saldo tekočih računov plačilnih bilanc ZDA, Kitajske in evrskega območja pred krizo</i>	<i>3</i>
<i>Slika 2: Saldo tekočega in finančnega računa ter saldo rezerv plačilne bilance ZDA v mrd. USD</i>	<i>14</i>
<i>Slika 3: Saldo tekočega in finančnega računa ter saldo rezerv plačilne bilance ZDA v % BDP</i>	<i>14</i>
<i>Slika 4: Neto obveznosti ameriških bank do tujih rezidentov.....</i>	<i>17</i>
<i>Slika 5: Saldo tekočega in finančnega računa ter saldo rezerv plačilne bilance Kitajske v mrd. USD</i>	<i>18</i>
<i>Slika 6: Saldo tekočega in finančnega računa ter saldo rezerv plačilne bilance Kitajske v % BDP</i>	<i>19</i>
<i>Slika 7: Rast obsega kitajskih deviznih rezerv</i>	<i>21</i>
<i>Slika 8: Rast povprečnega dnevnega obsega trgovanja.....</i>	<i>23</i>
<i>Slika 9: Spreminjanje vrednosti kitajskega juana proti dolarju</i>	<i>28</i>
 KAZALO TABEL	
<i>Tabela 1: Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance ZDA.....</i>	<i>15</i>
<i>Tabela 2: Postavke finančnega računa plačilne bilance ZDA.....</i>	<i>16</i>
<i>Tabela 3: Presežki na tekočem računu plačilne bilance Kitajske.....</i>	<i>19</i>
<i>Tabela 4: Postavke finančnega računa plačilne bilance Kitajske</i>	<i>20</i>
<i>Tabela 5: Saldo rezerv Kitajske</i>	<i>21</i>
<i>Tabela 6: Povprečni dnevni obseg trgovanja in delež čezmejnih transakcij</i>	<i>23</i>

UVOD

Globalna finančna in gospodarska kriza je močno spremenila podobo in dojemanje kapitalističnega sveta, kot smo ga poznali prej. Hitre rasti cen delnic, nepremičnin, surovin in še mnogo ostalih instrumentov, so dajale vtis, da je svet na pravi poti, da gospodarstvo cveti in ljudje žanjejo sad svojega dela. A je bila ta rast v mnogih primerih zgrajena na trhljih temeljih in pretiranem zadolževanju.

Temeljno vprašanje, ki si ga zastavljam v diplomskem delu je, kaj se je dogajalo po izbruhu finančne krize s kapitalskimi tokovi in deviznimi tečajji ter kako je kriza nanje vplivala. Poleg kapitalskih tokov, ki predstavljajo za različne države pomemben vir financiranja njihove gospodarske rasti in življenjskega standarda, bom skušal pojasniti tudi s kapitalskimi tokovi povezano dinamiko deviznih tečajev, saj je tudi med strokovnjaki prisoten občutek, da se trenutno nahajamo na prelomni točki prihodnjega gospodarskega ustroja, ko se oblikujejo novi poli moči ter spreminjajo mednarodna ekonomska razmerja, vključno z valutnimi. In prav ti dve tematiki predstavljata eno izmed ključnih nerešenih vprašanj, ki v svetovno ekonomijo vnašata negotovost. Poskušal bom najti povezave med tema dvema temama in prikazati medsebojna vplivanja. Pri proučevanju se bom omejil na najpomembnejše akterje trenutnega mednarodnega gospodarskega dogajanja in skušal z uporabo domače in tuje literature poiskati logične odgovore na zgoraj zastavljena vprašanja.

Delo je razdeljeno v štiri poglavja. Prvo poglavje je namenjeno kapitalskim tokovom, in sicer njihovi razlagi in klasifikaciji. V tem poglavju skušam pojasniti, kaj razumemo pod pojmom kapitalski tokovi in kako jih lahko delimo. Na kratko razložim tudi dinamiko zadnje finančne in gospodarske krize skozi kapitalске tokove. Na tem mestu obravnavam posamezne dele plačilne bilance in njen pomen za razumevanje in spremljanje kapitalskih tokov. V drugem poglavju se posvetim deviznim tečajem. Razložim, kaj so devizni tečajji, predstavim njihovo vlogo v mednarodnem denarnem sistemu in način njihovega oblikovanja. To poglavje naj bi dalo kratek vpogled v razsežnost te tematike. Z njim zaključujem teoretični del diplomskega dela. V tretjem poglavju se osredotočam na dejanske kapitalске tokove v času gospodarske in finančne krize z vidika dveh trenutno najbolj pomembnih držav Združenih držav Amerike ter Kitajske. S pomočjo plačilnih bilanc ponazorim, kakšni so bili kapitalski tokovi med krizo. Odgovorim na vprašanje, ali se nadaljuje dogajanje pred krizo ali se je dinamika spremenila, kako se je spremenila in zakaj. Zadnje, četrto poglavje, pa je namenjeno natančnejši analizi dogajanja na področju deviznih tečajev med globalno finančno in gospodarsko krizo. V njem najprej na kratko predstavim raziskavo Banke za mednarodne poravnave (angl. *Bank for international settlements*), ki prikazuje podrobnosti trgovanja z deviznimi tečajji v kriznem obdobju. Nato predstavim izkušnje in pričakovanja prejšnjih kriz ter kako so prejšnje krize vplivale na devizne tečaje. V tem poglavju podrobneje sledim dinamiki gibanja ameriškega dolarja ter na kratko razložim ozadje valutnih vojn med ZDA in Kitajsko ter njuno medsebojno kapitalsko in tečajno prepletenost. Dotaknem pa se tudi odziva nekaterih ostalih pomembnejših svetovnih gospodarstev na proces valutnih vojn.

1 MEDNARODNI KAPITALSKI TOKOVI

Globalna finančna in gospodarska kriza je močno vplivala na področje kapitalskih tokov. Spremembe pa so se začele že mnogo prej, tako da je zadnja kriza le pokazatelj nekaterih neravnovesij, ki se dogajajo pred našimi očmi. V zadnjem desetletju ne moremo več govoriti le o kapitalskih tokovih iz razvitih držav v nerazvite prek tujih neposrednih investicij, s

katerimi zahodni svet izkorišča naravne danosti manj razvitih. Vzpon nekaterih večjih azijskih in južnoameriških držav predstavlja nove izzive globalnemu monetarnemu sistemu in s tem postavlja pod vprašanje trenutno svetovno ureditev. Zgodil se je ogromen preobrat, ki je bil še nekaj desetletji popolnoma neverjeten. Azijske države financirajo ameriško in evropsko potrošniško družbo prek nakupov vrednostnih papirjev ter skušajo na ta način izvajati pritiske na te države, da bi priznale prihajajoče države kot sebi enakovredne na svetovnem političnem trgu. Morda je bil prav to tudi eden izmed ključnih dejavnikov zadnjega padca ekonomske aktivnosti, ki je največji po veliki depresiji leta 1929. Prav dejstvo, da kljub krizi teh neravnovesij nismo dokončno uredili, bi moralo predstavljati največjo skrb za voditelje globalne ekonomske politike.

1.1 Makroekonomski vidik kapitalskih tokov

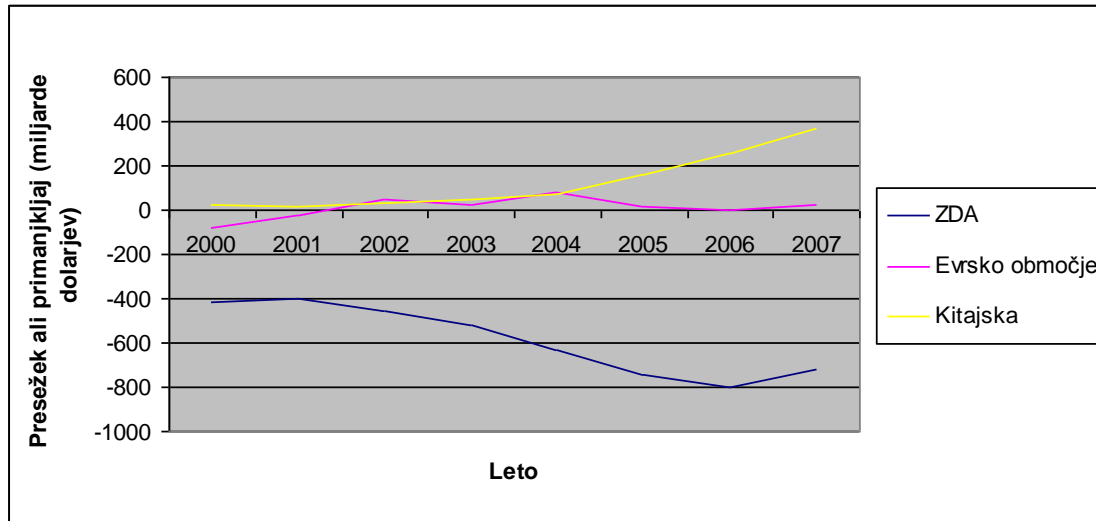
Mednarodni kapitalski tokovi so v osnovi izraz neravnovesja presežkov in primanjkljajev držav na svetovni ravni. Whelan, (2010, str. 5) pravi, da so globalna neravnovesja vzorec, pri katerem rezidenti nekaterih držav trošijo več kot ustvarijo, medtem ko rezidenti drugih držav ravnajo nasprotno, kar je mogoče razbrati s tekočega računa plačilne bilance. Mrak (2002, str. 25) to trditev razširja:» Presežek v bilanci tekočega računa pomeni, da država s svojimi rednimi dejavnostmi ustvari več deviznih sredstev, kot jih za te dejavnosti potrebuje. To nadalje pomeni, da se povečujejo njene terjatve do tujine in/ali zmanjšujejo njene obveznosti do tujine. Presežek v tekočem delu plačilne bilance torej pomeni, da ima država primanjkljaj v kapitalskem in finančnem delu plačilne bilance oziroma da je neto izvoznica kapitala. Primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance pomeni ravno nasprotno. Ker država s svojimi rednimi dejavnostmi ustvari manj deviznih sredstev, kot jih potrebuje, mora primanjkljaj teh sredstev iz redne dejavnosti pokriti s prilivom kapitala iz tujine, in to bodisi s povečanjem svojih obveznosti do tujine bodisi z zmanjšanjem svojih terjatev do tujine. Država s primanjkljajem na tekočem delu plačilne bilance je torej neto uvoznica kapitala.«

Tullao (2009, str. 16) pravi, da smo bili pred zadnjo finančno in gospodarsko krizo priča poglobljanju svetovnih neravnovesij, ki so jih povzročile različne ekonomske politike najpomembnejših svetovnih gospodarskih velesil. Glavni makroekonomski krivec za izbruh krize je bila presežna likvidnost v ameriškem gospodarstvu, spodbujena z domačimi in tujimi faktorji, ki je omogočala bankam in drugim finančnim institucijam zasledovati zelo liberalno odobravanje posojil, vključno s slabše zavarovanimi posojili, kot so na primer drugorazredna hipotekarna posojila (angl. *subprime mortgages*). V Ameriko so se zlivali ogromni presežki kapitala iz Kitajske in drugih porajajočih se gospodarstev, ta sredstva pa so bila porabljena za nakupe ameriških obveznic in ostalega finančnega premoženja. To je povečalo povpraševanje po obveznicah, kar je pripeljalo do povečanja cene tega premoženja in zmanjšanja njegove donosnosti. Zaradi prevelike likvidnosti so banke začele iskati druge, donosnejše, a bolj tvegane alternative. Prasad (2009, str. 228) razlaga makroekonomska neravnovesja zelo podobno. Velike primanjkljaje na tekočih računih razvitih držav (predvsem pa ZDA) so financirali Kitajska, druga gospodarstva v vzponu in države izvoznice nafte. Ta sredstva so bila investirana v dobro razvite ameriške finančne trge, saj države, ki so generirale presežke, niso imele razvitih finančnih trgov. Prilivi kapitala so v kombinaciji z ohlapno denarno politiko v ZDA rezultirali v predolgo trajajočem obdobju nizkih obrestnih mer v ZDA. Zaradi tega je bil blokiran samokorektivni mehanizem v obliki dviga obrestnih mer, kar bi se običajno zgodilo ob prevelikem državnem trošenju in nizki stopnji varčevanja potrošnikov, finančne institucije pa so začele iskati višje donose. Guverner Kanadske centralne banke (Bank of Canada) Mark Carney v govoru *The evolution of the International monetary system* trdi, da so bili plačilnobilančni primanjkljaji oziroma natančneje, neravnovesja na tekočih

računih plačilne bilance najpomembnejših svetovnih gospodarstev, ključni za poglobljanje ranljivosti na mnogih premoženjskih trgih (Carney, 2009).

Naslednji grafu prikazuje saldo tekočih računov plačilne bilance pomembnejših držav pred krizo.

Slika 1: Saldo tekočih računov plačilnih bilanc ZDA, Kitajske in evrskega območja pred krizo



Vir: *International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.*

Opazimo lahko 2 izrazita trenda: Povečevanje primanjkljaja na tekočem računu ZDA, ki so na tem računu nazadnje beležile presežek leta 1991, ter ogromne presežke, ki jih ustvarja Kitajska. Območje evra ima precej izravnani tekoči račun, a obstajajo med članicami velike razlike, saj na primer Nemčija ustvarja presežke, medtem ko na primer Španija in Italija beležita primanjkljaje. Torej glede na zapisano lahko sklepamo, da Združene države Amerike kot država z največjim primanjkljajem na tekočem računu leto za letom povečuje svoje obveznosti do tujine. Ali se lahko to stanje vzdržuje skozi daljše časovno obdobje, pa je bistveno vprašanje, na katerega še nismo dobili dokončnega odgovora. Prevladujoče mnenje je, da je prav to stanje eden izmed ključnih faktorjev zadnje finančne krize.

1.2 Klasifikacije mednarodnih kapitalskih tokov

Za razumevanje dogodkov je pomembno ločevati med različnimi vrstami kapitalskih tokov, saj se razlikujejo po nekaterih lastnostnih, ki lahko odigrajo ključno vlogo pri naši analizi. V literaturi naletimo na mnogo vrst delitev mednarodnih tokov kapitala.

Mrak (2002, str. 553-555) ločuje med naslednjimi vrstami delitev:

a) Delitev glede na **ročnost**:

- Kratkoročni kapitalski tokovi
- Dolgoročni kapitalski tokovi

Po Mrakovem mnenju so kratkoročni kapitalski tokovi tisti, ki v državo vstopijo in iz nje izstopijo prej kot v enem letu. Sula in Willet (2008, str. 8) omenjata, da ti tokovi ob nastopu krize državo običajno hitreje zapustijo in tako še dodano pripomorejo k poglobljanju krize. Chuhan, Perez – Quiros, in Popper (1996, str. 1) dodajajo, da pretirano zanašanje na te tokove lahko občasno zaseje strah med investitorje, kar povzroči nenadne obrate. To še posebej velja za porajajoča se gospodarstva. Mrak kot dolgoročne kapitalske tokove opredeljuje tiste, se v državi zadržujejo več kot eno leto. So običajno stabilnejši in tesneje povezani s fizičnim kapitalom (Mrak, 2002, str. 553-554).

b) Delitev glede na **motiv mednarodnih finančnih transakcij:**

- Kapitalski tokovi, namenjeni financiranju mednarodne trgovine
- Kapitalski tokovi, namenjeni financiranju neposrednih tujih investicij
- Kapitalski tokovi, namenjeni finančni arbitraži
- Kapitalski tokovi, namenjeni špekulativnim transakcijam
- Kapitalski tokovi, namenjeni diverzifikaciji portfelja

V prvih dveh primerih te delitve gre za mednarodne finančne tokove, ki spremljajo realne tokove, kot so mednarodna trgovina in investicije, pri preostalih treh skupinah transakcij pa gre za tokove, ki so izključno posledica finančnih motivov (Mrak, 2002, str. 554).

c) Delitev glede na **finančne pogoje:**

- Kapitalski tokovi po komercialnih pogojih
- Kapitalski tokovi v obliki mednarodne finančne pomoči

Po Mrakovem navajanju spadajo med kapitalske tokove po komercialnih pogojih vsi tokovi, ki se sklepajo po tržnih pogojih, med mednarodno finančno pomoč pa krediti, odobreni po koncesijskih pogojih, ter nepovratna finančna pomoč (Mrak, 2002, str. 554).

Pred zadnjo krizo so tako kredite po koncesijskih pogojih in nepovratno finančno pomoč pridobivala predvsem porajajoča se gospodarstva, v zadnjem času pa smo priča pomoči nadsocijalnih institucij in skladov, kot so Mednarodni denarni sklad, Evropska centralna banka, Evropski mehanizem za finančno stabilizacijo in Evropski sklad za finančno stabilnost, ki državam Evropske unije in evrskega območja zaradi nezmožnosti odplačevanja obveznosti nudijo kredite pod obrestno mero, ki bi jo bile države same sposobne pridobiti na trgu.

č) Delitev glede na **vir finančnih sredstev:**

- Privatni kapitalski tokovi
- Javni kapitalski tokovi

Privatni kapitalski tokovi so kapitalski tokovi, financirani iz privatnih virov. Delijo se na lastniške vire, ki vključujejo neposredne tuje investicije in portfeljske investicije ter dolžniške vire kot so krediti komercialnih bank, obveznice in drugo. Javni kapitalski tokovi so kapitalski tokovi, financirani iz javnih virov in se delijo na uradno razvojno pomoč kot so na primer darila ali koncesijski krediti ter na ostale javne razvojne finance (Mrak, 2002, str. 554-555).

d) Delitev glede na tip finančnih instrumentov:

- Lastniški instrumenti
- Dolžniški instrumenti
- Finančna darila

Med lastniškimi instrumenti so zlasti pomembne tuje neposredne investicije ter portfeljske lastniške investicije. Med dolžniškimi instrumenti imajo najpomembnejšo vlogo krediti komercialnih bank, obveznice oziroma portfeljske dolžniške investicije ter krediti dobaviteljev (Mrak, 2002, str. 554). Finančno darilo najlažje prikažemo z nakazilom rezidenta ene države na račun rezidenta druge države.

1.2.1 Plačilnobilančna klasifikacija mednarodnih tokov kapitala

V tej diplomski nalogi se bom posvetil delitvi, kot jo najdemo v finančnem računu plačilne bilance. Ta delitev nam omogoča natančno razlago dogajanja med finančno in gospodarsko krizo ter vpogled v najbolj pomembne in zanimive dogodke tega obdobja. Iz salda finančnega računa je namreč jasno, kako država financira primanjkljaje na tekočem računu plačilne bilance. Zaradi tega bom postavke finančnega računa plačilne bilance podrobneje obravnaval. Sestavljajo ga tuje neposredne investicije, tuje portfeljske investicije, druge investicije in mednarodne denarne rezerve.

1.2.1.1 Tuje neposredne investicije

Mednarodni denarni sklad in Organizacija za ekonomsko sodelovanje in razvoj definirata tuje neposredne investicije kot investicije z namenom dolgoročnega interesa vlagatelja iz tuje države. Komponente tujih neposrednih investicij so lastniški vložki, reinvestirani dobički in ostali neposredni investicijski kapital (angl. *other direct investment capital*) kot na primer posojila med neposrednim investitorjem in njegovo podružnico ali posojilo med dvema neposrednima investicijama s skupnim investitorjem. Značilnost neposrednih investicij je vpliv na upravljanje podjetja. Ker so imele države za opredeljevanje investicij različne kriterije, so pri Mednarodnem denarnem skladu v peti izdaji Plačilnobilančnega priročnika (angl. *Balance of payments manual*) definirali neposrednega investitorja kot lastnika 10 % ali več kapitala v podjetju. To pa ni trdno pravilo, saj si lahko investitorji že z deležem, manjšim od 10 % zagotovijo odločilen vpliv na upravljanje podjetja, v nekaterih podjetjih pa tudi mnogo večji deleži še ne zagotavljajo vpliva na poslovanje podjetja in jih zato lahko klasificiramo kot portfeljske investicije, o katerih bom govoril v naslednjem odstavku (Duce, 2003, str 2-3).

Sula in Willet (2006, str. 5) menita, da s stališča povratnosti (reverzibilnosti) naložb veljajo tuje neposredne investicije za najbolj stabilno obliko kapitalskih tokov tako med normalnimi kot med kriznimi obdobji. Tuje neposredne investicije so v večini naložene v osnovna sredstva in relativno nelikvidne ter jih je med krizo težko prodati. Na tok tujih neposrednih investicij bolj vplivajo dolgoročno pričakovana dobičkonosnost v povezavi s pomembnejšimi kazalci v državi, ne pa špekulativni nakupi ter razlika v obrestnih merah. To pomeni, da neposredni investitorji običajno ne zapuščajo države zaradi nastanka gospodarske krize.

Bird in Rajan (2002, str. 9) trdita, da lahko tokovi v državo vstopijo v obliki tujih neposrednih investicij in izstopijo v drugačni obliki. Če so tuje neposredne investicije financirane lokalno,

lahko povzročijo odlive kapitala tudi skozi bančna posojila ali portfeljske tokove, saj lahko tuj investitor porabi osnovna sredstva kot zavarovanje za posojilo in prenese sredstva drugam.

Poulsen in Hofbauer (2011, str. 3) ugotavljata, da je kriza je pripeljala do bolj pazljivega obnašanja managerjev, kar rezultira v odmiku od bolj tveganih projektov, kot so na primer veliki infrastrukturni projekti k varnejšim naložbam, kot so na primer državne obveznice. V letu 2007 so celotne svetovne tuje neposredne investicije dosegle najvišjo vrednost v zgodovini in so skupaj znašale okrog 2 bilijona ameriških dolarjev. Ta vrh je bil dosežen po 4-letnem trendu navzgor. Skupaj s padcem cen nepremičnin, delnic, zaupanja potrošnikov, produkcije, dostopa do kreditov ter globalnega trgovanja je začel padati tudi znesek svetovnih tujih neposrednih investicij, in sicer za 16 % v letu 2008 in celo za 40 % v letu 2009. V letu 2010 je skupen znesek svetovnih tujih neposrednih investicij dosegel 1 bilijon dolarjev. Avtorja trdita, da so v povprečju najbolj upadle investicije v razvita gospodarstva in iz razvitih gospodarstev ter da so v začetnih fazah krize za porajajoča gospodarstva tuje neposredne investicije imele pomembno stabilizacijsko funkcijo.

1.2.1.2 Tuje portfeljske investicije

Mrak (2002, str. 20) navaja, da gre pri portfeljskih investicijah za naložbe v razne vrednostne papirje, torej naložbe v različne vrste dolžniških vrednostnih papirjev, kot so na primer obveznice in drugi dolžniški instrumenti, s katerimi se trguje na denarnih in kapitalskih trgih, kakor tudi za naložbe v lastniške vrednostne papirje oziroma v nakup delnic. Kot portfeljske naložbe se v skladu z Plačilnobilančnim priročnikom zabeleži vse nakupe delnic, pri katerih delež tujega investitorja v kapitalu subjekta, v katerega je le-ta investiral, ne preseže 10 %. Eitmann, Stonehill in Moffett (2010, str. 85) opredeljujejo portfeljsko investicijo kot kapital, investiran izključno s profitnim motivom, ne pa z namenom kontroliranja in upravljanja investicije.

Sula in Willet (2006, str. 6) ugotavljata, da imajo portfeljski investitorji možnost enostavno in hitro prodati svojo naložbo, kar pomeni, da se ob izbruhu krize pričakuje hitro prodajo naložb zaradi strahu pred visokimi izgubami.

1.2.1.3 Drugi tokovi

Gre za zelo široko skupino ekonomskih transakcij. Vanjo so vključene vse transakcije, ki niso vključene v neposredne naložbe in naložbe v vrednostne papirje. To so bančni krediti, krediti IMF, drugi krediti, finančni zakup in ostale oblike zadolževanja. V to skupino so vključeni tako trgovinski krediti kakor tudi vse oblike dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja v tujini razen vrednostnih papirjev (Mrak, 2002, str. 20). Pri proučevanju teh tokov se bom posvetil le najpomembnejšim oziroma največjim tokovom. To so bančna posojila ter tokovi monetarnih oblasti.

1.2.1.4 Mednarodne denarne rezerve:

Mrak (2002, str. 20-21) opredeljuje mednarodne denarne rezerve države kot imetja monetarnih oblasti v tujini. Običajno so sestavljene iz:

- deviznih sredstev, s katerimi razpolaga centralna banka države (pri čemer so ta sredstva običajno v obliki gotovine, depozitov in vrednostnih papirjev).
- monetarnega zlata;

- imetij posebnih pravic črpanja (angl. *special drawing rights- SDR*), ki so poseben finančni inštrument, ki ga je uvedel mednarodni denarni sklad in vključuje košarico najpomembnejših valut valut (ameriški dolar, evropski evro, japonski jen in britanski funt). Namen SDR-jev je bil zamenjati zlato in srebro pri večjih mednarodnih transakcijah in vzpostaviti alternativo vzpostavljanju rezerv države;
- rezervne pozicije države pri Mednarodnem denarnem skladu.

Večina avtorjev mednarodne denarne rezerve uvršča med kategorije finančnega računa plačilne bilance. Finančni račun naj bi beležil vse mednarodne transakcije finančnega premoženja in zato je smiselno rezerve beležiti v okviru tega računa. Mednarodne rezerve so posebej pomembne v primeru države, ki uporablja fiksni devizni tečaj. Če v takšni državi obstaja povpraševanje po tuji valuti, mora centralna banka porabljati svoje devizne rezerve za nakup tuje valute, ki jo nato lahko proda poslovnim bankam oziroma drugim subjektom, ki po njih povprašujejo. Ko takšni državi enkrat zmanjka deviznih rezerv, je prisiljena devalvirati valuto, kar lahko zaradi takojšnjega učinka prinese hude posledice za gospodarstvo in prebivalce.

2 DEVIZNI TEČAJI

Kumar (2001, str. 223) razlaga devizni tečaj kot potrebno število enot denarja ene države za nakup enote denarja druge države. Gre torej za ceno tujega denarja, ki se jo izračuna kot menjalno razmerje domačega denarja v tuj denar. Zbašnik (1996, str. 23) trdi, da devizni tečaj omogoča primerjanje domačih cen s tujimi in tujih z domačimi, s čimer je izpolnjen osnovni pogoj za menjavo dobrin med odprtimi gospodarstvi. Mrak (2002, str. 43) dodaja, da sprememba deviznega tečaja pomeni le spremembo cene, po kateri se ena valuta menja za drugo, a ta sprememba prek različnih transmisijskih mehanizmov in z različnim časovnim zamikom ter intenziteto vpliva na vse ključne segmente narodnega gospodarstva. S spremembo deviznega tečaja se namreč dejansko ustvarja povsem nov sklop ekonomskih odnosov v gospodarstvu, s spremenjenimi učinki na plačilno bilanco države in s spremenjenimi odnosi med ponudbo in povpraševanjem po devizah.

Devizni tečaji omogočajo mednarodno trgovino in investicije, saj imajo države različne valute. Na trgu se premiki dogajajo stalno in so lahko zelo veliki, kar prinese pomembne spremembe za gospodarstva.

Eitmann et. al (2010, str. 60-61) govorijo o treh lastnostih, ki bi jih morala imeti idealna valuta:

- Stabilnost deviznega tečaja: vrednost valute bi morala biti fiksna glede na ostale pomembnejše valute, da bi lahko investitorji in trgovci nastopali na trgu s čim višjo stopnjo gotovosti o trenutni in prihodnji vrednosti valute.
- Popolna finančna integracija: svoboda denarnih tokov, ki omogoča premik sredstev iz ene države in valute v drugo glede na možne ekonomske priložnosti in tveganja.
- Monetarna neodvisnost: domača monetarna politika in politika obrestnih mer bi bili v domeni vsake posamezne države, zasledujoč zelene ekonomske politike z možnimi cilji v omejevanju inflacije, preprečevanju recesij in zasledovanju blaginje ter polne zaposlenosti.

Te tri lastnosti pa Eitmann et. al (2010, str. 61) označujejo kot »nemogoča trojica«, saj se mora država eni izmed teh treh lastnosti odreči, če želi zasledovati preostali dve. Tu ima pomembno vlogo mednarodni denarni sistem, katerega vloga je po Mrakovem mnenju (2002,

str. 299) zagotavljanje stabilnosti deviznih tečajev, zagotavljanja normalnega dostopa do mednarodne likvidnosti ter vzpodbujanja odpravljanja plačilnobilančnih neravnotežij. Mrak (2002, str. 300) pravi: »Posamezni mednarodni denarni sistem se ocenjuje kot »dober« ali »slab« glede na to, kakšne rešitve nudi glede pospeševanja obsega mednarodnih tokov blaga in kapitala ter razdelitve koristi od teh tokov med posamezne države, ki so v ta sistem vključene. Odgovori na ti dve temeljni vprašanji so odvisni od rešitev, ki jih posamezni mednarodni denarni sistem izoblikuje tako na področju plačilnobilančnega prilagajanja kot na področju zagotavljanja mednarodne likvidnosti in seveda od medsebojne konsistentnosti sprejetih rešitev na teh dveh področjih.«

Do razpada brettonwoodskega sistema v začetku 70. let monetarna politika uporabljena kot instrument vezave deviznega tečaja, saj je bil njen ključni cilj prav stabilnost deviznih tečajev. Po razpadu brettonwoodskega sistema pa so se posamezne države morale odločiti, ali preiti na sistem fleksibilnih ali sistem čistih fiksnih deviznih tečajev. Stabilnost deviznega tečaja je predstavljala velik problem predvsem za manjše, gospodarsko odprte države ter zlasti države v razvoju z majhnimi nacionalnimi finančnimi trgi. Fleksibilni devizni tečaji namreč pomenijo nevarnost hitrih in velikih sprememb. Zato so se te države v veliki meri odločile vezati svojo valuto na eno oziroma košarico drugih valut ter celo okrepani kapitalske kontrole z namenom vzdrževanja fiksnega deviznega tečaja. Večje države, kot sta na primer ZDA in Japonska, za katere je pomen mednarodnih transakcij relativno majhen, so se brez večjih težav odločile sprejeti fleksibilen režim Mrak (2002, str. 368-369).

Akyüz, (2009, str. 1) trdi, da se pomembnost preučevanja tematike deviznega tečaja še povečuje zaradi povečanega poudarka na gospodarski rasti, ki temelji na izvozu ter manjšanju ovir za mednarodno poslovanje. Gibanje deviznega tečaja ni več le sredstvo preklopa med potrošnjo domačega ali tujega blaga, kot je predvideno v tradicionalni analizi, ampak učinkuje predvsem z vplivom na bilance stanja privatnega sektorja zaradi naraščajoče dolarizacije (denominacija premoženja in obveznosti v tuji valuti) premoženja ter obveznosti. Zato lahko premiki deviznega tečaja povzročijo velike izgube ali dobičke mednarodnih podjetij. Tako pomembno vplivajo na naložbene in ostale odločitve podjetij in finančnih institucij. Devizni tečaj ni več stranski produkt mednarodnih tokov kapitala, ampak je določen na tržišču kjer pridejo na površje pričakovanja udeležencev o prihodnjih gibanjih. Zaradi tega Akyüz zagovarja trditve, da bi management deviznega tečaja z vplivanjem na povpraševanje in ponudbo, vključujoč intervencije centralnih bank, povečano regulacijo ter kontrolo kapitalskih tokov ter obsega dolarizacije, pripomogel k stabilizaciji deviznih tečajev in zmanjšal ranljivost domačih premoženjskih trgov proti zunanjim finančnim šokom.

2.1 Sistemi določanja deviznih tečajev

Mrak (2002, str. 65-75) ločuje med tremi sistemi določanja deviznih tečajev:

- Sistem čistega fleksibilnega deviznega tečaja

V sistemu čistega fleksibilnega deviznega tečaja je višina tečaja opredeljena izključno z delovanjem tržnih sil, torej brez kakršne koli intervencije države na deviznih trgih. Devizni tečaj določene valute bo določen na točki, kjer se na deviznem trgu sekata ponudba in povpraševanje po tej valuti. Ekonomske transakcije, s katerimi se generirata ponudba in povpraševanje po devizah, so vsebovane v plačilni bilanci države, ki sem jo obravnaval v prejšnjem poglavju. Pri sistemu čistega fleksibilnega deviznega tečaja gre bolj za teoretični koncept in je bil v praksi zelo redko uporabljen (Mrak, 2002, str. 75).

- Sistem čistega fiksnega deviznega tečaja

Za sistem čistega fiksnega deviznega tečaja je značilno, da država s svojo intervencijo na deviznem trgu vzdržuje devizni tečaj valute na neki fiksno določeni ravni. Sistem ne dovoljuje, da bi se tečaj prosto spreminjal v odvisnosti od pogojev na deviznem trgu oziroma od ponudbe in povpraševanja po devizah. Država določi uradni tečaj in tako definira vrednost svoje valute v razmerju do neke druge mere vrednosti, kar sta bila zgodovinsko predvsem zlato ali dolar, lahko pa tudi kakšna druga mednarodno pomembna valuta oziroma košarica valut. Če se tržno ravnotežje ponudbe ali povpraševanja po devizah pomakne izven najvišje možne meje dostopanja, ki jo je določila država, mora centralna banka intervenirati na deviznem trgu in na ta način zadržati devizni tečaj v okviru dovoljenega razpona (Mrak, 2002, str. 65-66).

- Sistem hibridnega deviznega tečaja

Hibridni sistem deviznega tečaja je kombinacija čistega fleksibilnega in čistega fiksnega deviznega tečaja ter skuša izrabiti predvsem njune pozitivne lastnosti. Države niso bile pripravljene sprejeti nekaterih potencialno negativnih posledic delovanja čistega fleksibilnega deviznega tečaja, zlasti možnosti velikih nihanj in se torej niso bile pripravljene odpovedati možnosti interveniranja na deviznem trgu. Devizni tečaj je namreč pomemben instrument ekonomske politike. Za hibridni sistem je značilno, da državni organi ne opredelijo uradnega tečaja svoje valute ali razpona, v okviru katerega se devizni tečaj lahko giblje. Njena intervencija na trgu je povsem diskrecijska in temelji na jasno sprejetih in transparentno objavljenih obvezah interveniranja. Država na deviznem trgu intervenira takrat oceni, da se devizni tečaj valute ne spreminja v skladu z njenimi pričakovanji oziroma željami. Hibridni sistem deviznega tečaja zahteva intervencijo države na deviznem trgu bodisi v obliki dodatnega povpraševanja po devizah bodisi v obliki dodatne ponudbe deviz (Mrak, 2002, str. 68).

Pomembna razlika med omenjenimi tremi sistemi je v načinu plačilnobilančnega prilagajanja. Pri uporabi sistema fleksibilnega deviznega tečaja je avtomatično zagotovljeno ravnotežje med ponudbo in povpraševanjem po devizah. Tako na primer država s plačilnobilančnim primanjkljajem reagira z deprecijacijo svoje valute. Posledica je podražitev tujega blaga, kar zmanjša uvoz, ponudba deviz pa se poveča zaradi večje konkurenčnosti domačega blaga v tujini. To ponovno privede do ravnotežja plačilne bilance in ravnotežja deviznega tečaja. Če pride do plačilnobilančnega primanjkljaja v državi s fiksno deviznim tečajem, se sprožijo aktivnosti za odpravo primanjkljaja v dveh fazah. Najprej prek spremembe cen, saj se primanjkljaj financira s koriščenjem deviznih rezerv, kar povzroči zmanjšanje količine domačega denarja v obtoku in posledično znižanje cen, kar poveča konkurenčnost izvoza. V drugi fazi pa še prek zmanjševanja agregatne potrošnje v državi s primanjkljajem in posledično zmanjšane domačega dohodka, kar povzroči zmanjšanje uvoza in povečanje izvoza (Mrak, 2002, str. 301-309).

Izbira sistema deviznega tečaja je za državo zelo pomembna in zahteva tehten premislek, saj ima vsak sistem svoje prednosti in pomanjkljivosti. Ne glede na sistem pa na oblikovanje deviznih tečajev vplivajo isti faktorji, ki jih je potrebno upoštevati pri zagotavljanju stabilnosti deviznih tečajev.

2.2 Faktorji oblikovanja deviznih tečajev

Mrak (2002, str. 56-64) navaja naslednje makroekonomske faktorje, ki vplivajo na oblikovanje deviznih tečajev:

- Obrestne mere

Obrestne mere vplivajo na devizni tečaj, saj ob predpostavki, da ima ena država višjo obrestno mero kot druga, kapital zaradi pričakovanega višjega donosa priteka v državo z višjo obrestno mero. To se zgodi, ker se poveča povpraševanje po valuti višje donosne države, saj investitorji potrebujejo domačo valuto za nakup vrednostnih papirjev (Mrak, 2002, str. 60).

- Inflacija

Razlike v stopnjah inflacije med državami pomenijo, da se v državi z višjo stopnjo inflacije poveča povpraševanje po tujem blagu, kar pripelje do večjega povpraševanja po tuji valuti. Hkrati pa se zaradi dviga cen zmanjša tuje povpraševanje po blagu iz države z višjo inflacijo. To pomeni, da je povpraševanje po domači valuti nizko in vodi do njene deprecijacije. (Mrak, 2002, str. 58-59).

- Raven dohodka

Neposreden učinek povečanja dohodka v državi je deprecijacija valute, saj se zaradi povečanega dohodka povpraševanje po tujem blagu poveča, kar povzroči zvišanje ponudbe valute na trgu in s tem znižanje njene vrednosti (Mrak, 2002, str. 61-62).

- Pričakovanja vlagateljev

Pogosto se zgodi, da udeleženci na deviznih trgih že pred objavo dejanskega podatka, npr. o višjih obrestnih merah, dvig obrestnih mer pričakujejo in v skladu s tem pričakujejo dvig vrednosti valute v prihodnosti ter jo zato začnejo že prej kupovati. Tako prispevajo k apreciaciji valute, kjer se dvigajo obrestne mere še preden je razlog za njeno apreciacijo objavljen (Mrak, 2002, str. 62-63).

- Drugi faktorji

V tej skupini faktorjev upoštevamo politične in psihološke faktorje. Izbruh politične krize na primer povzroči odliv kapitala iz države in deprecijacijo valute. Kapital se ponavadi usmeri v varnejše države, kot so na primer ZDA, Švica ali Japonska. Ob takih primerih ameriški dolar, švicarski frank ter japonski jen pogosto aprecirajo (Mrak, 2002, str. 63-64).

Omenim lahko še nezaposlenost in gospodarska rast, ki sta dva osnovna makroekonomska indikatorja in prikazujeta zdravje gospodarstva. Države, ki imajo nizko nezaposlenost in visoko gospodarsko rast, so privlačne za investicije, zato lahko pričakujejo povečano povpraševanje po svoji valuti in s tem njeno apreciacijo. Kratkotrajno na spremembo deviznega tečaja vpliva ogromno število faktorjev. Že v enem dnevu se lahko zvrsti več objav ekonomskih novic, kot so na primer znižanje ocene države pri bonitetnih hišah, spremembe

cen energentov, surovin in drugo, ki pretresejo borze. Eiteman et al. (2010, str. 256-257) navajajo nekaj primerov, ki prikazujejo, kako resnični dogodki vplivajo na vrednost valute:

- **Šibka družbena in ekonomska infrastruktura** naj bi bila eden glavnih vzrokov za slabo stanje in kolapse valut trgov v razvoju v 90. letih. Dobra infrastruktura pa naj bi pripomogla k ohranjanju visoke vrednosti ameriškega dolarja vsaj do terorističnih napadov 11. septembra 2001 kljub rekordnim primanjkljajem na tekočem računu plačilne bilance ZDA.
- **Špekulacije** so lahko pomemben faktor oblikovanja deviznega tečaja kot v primeru kolapsa tajskega bahta konec 90. let. Posebna oblika špekulacije je tudi »carry trade«, ki ga opisujem v naslednjem poglavju.
- **Politično tveganje in nevarnost terorizma** vnašata negotovost na valutne trge in tako povzročata premike kapitala iz prizadete države v druge države in valute, najpogosteje v tako imenovane varne valute. (angl. *safe haven currency*)
- Med krizami v porajajočih se gospodarstvih presahnejo **tuje neposredne investicije in tuje portfeljske investicije**.

Medsebojno povezanost in vpliv zgoraj omenjenih faktorjev na devizne tečaje proučujejo teorije deviznih dečajev. Eiteman et al. (2010, str. 256) poudarjajo, da so te teorije komplementarne in se ne izključujejo. Brez globine in širine različnih pristopov je nemogoče zajeti kompleksnost globalnega deviznega trga. Poleg že omenjenih faktorjev te teorije vključujejo še nekatere druge dejavnike, kot so povpraševanje in ponudba različnih vrst premoženja, likvidnost trga in špekulacije, obseg deviznih rezerv, stanje na tekočem računu plačilne bilance in še mnogo drugih faktorjev.

2.3 Teorije oblikovanja deviznih tečajev

2.3.1 Pariteta kupne moči

Osnovna logika teorije je, da naj bi blagovna arbitraža zagotovila izenačenje cen blaga na svetovnem trgu, če so cene blaga izražene v isti valuti. V veljavi naj bi bil zakon ene cene. Predpostavke, na katerih temelji zakon ene cene:

- Ni stroškov transporta
- Popolna informiranost subjektov
- Ni ovir v menjavi blaga in storitev
- Enaka kvaliteta blaga

Poznamo dve različici paritete kupne moči. Absolutna različica teorije pravi, da je promptni devizni tečaj dveh valut enak razmerju cen enake košarice blaga v njunih državah. Relativna različica paritete kupne moči pa pravi, da se bo pričakovana sprememba deviznega tečaja v določenem obdobju prilagodila razliki med pričakovanima stopnjama inflacije v obeh državah v tem obdobju. Torej, če ima država A višjo stopnjo inflacije kot država B, bo valuta države A deprecirala v odnosu do valute države B in na ta način nadoknadila višjo rast cen v svoji državi (Mrak, 2002, str. 162-165).

2.3.2 Monetarni (denarni) pristop

Po teoriji monetarnega pristopa je devizni tečaj določen z razmerjem med povpraševanjem po denarju in ponudbo denarja na denarnem trgu ter s pričakovanimi prihodnjimi stopnjami rasti tega povpraševanja in ponudbe v prihodnosti (Eitmann et al., 2010, str. 259). Mrak (2002, str.

262) dodaja, da ostale vrste finančnega premoženja po tej teoriji na devizni tečaj ne vplivajo. Investitorji so indiferentni do tega, ali imajo v posesti domače ali tuje premoženje. Monetarni pristop k določanju deviznega tečaja predpostavlja popolno zamenljivost domačega in tujega premoženja, torej veljavnost delovanja nepokrite obrestne arbitraže.¹

Predpostavke denarnega pristopa so (Eitmann et al. 2010, str. 259):

- Spremembe v ponudbi in povpraševanju po denarju so primarni vzrok inflacije. Spremembe v stopnjah inflacije spreminjajo devizne tečaje skozi pariteto kupne moči.
- Cene so kratkoročno in dolgoročno fleksibilne, zato je transmisijski mehanizem takojšen.
- V monetarnem modelu je realni ekonomski sektor omejen na vlogo, pri kateri vpliva na devizni tečaj le skozi spremembe povpraševanja po denarju.
- Monetarni pristop zavrača nekatere splošno sprejete faktorje, kot so:
 - a) pariteta kupne moči ne drži na kratki in srednji rok;
 - b) povpraševanje po denarju je relativno nestabilno;
 - c) stopnji gospodarske aktivnosti in ponudbe denarja sta soodvisni, in ne neodvisni.

2.3.3 Premoženjski pristop

Eitmann et al., (2010, str. 259) razlagajo, da premoženjski pristop k oblikovanju deviznih tečajev zagovarja stališče oblikovanja deviznega tečaja v odvisnosti od ponudbe in povpraševanja po različnih vrstah finančnega premoženja, ne le denarja .

Bistveni predpostavki sta:

- Spremembe v povpraševanju in ponudbi za finančno premoženje spreminja obrestne mere.
- Spremembe v monetarni in fiskalni politiki spreminjajo pričakovane donose in dojemanje tveganja finančnega premoženja, kar posledično spreminja obrestne mere.

Mrak (2002, str. 282-284) piše, da za portfeljske premoženjske modele velja:

- **Nepokrita obrestna arbitraža ne drži:** Različne vrste premoženja nimajo več vloge popolnih substitutov. Do tega lahko pride zaradi vrste razlogov, kot so na primer razlike v oceni političnega tveganja ali razlike v tečajnih tveganjih.
- **Vključitev učinka premoženja:** Sprememba premoženja, do katere pride zaradi spremembe v ceni premoženja ali pa zaradi spremembe deviznega tečaja, povzroči spremembo povpraševanja po premoženju.
- **Vključitev tekočega računa plačilne bilance v določanje deviznega tečaja:** Portfeljski modeli predpostavljajo, da je dolgoročno ravnotežje doseženo šele takrat, ko je tekoči račun plačilne bilance v ravnotežju.
- **Poudarek na razlikovanju med stanji in tokovi:** Mednarodni tokovi kapitala niso odvisni od razlik med obrestnimi merami doma in v tujini, ampak od sprememb v teh razlikah.

V model so vključene tri vrste premoženja: domača monetarna baza, domače obveznice in tuje obveznice. Portfeljski model bo v ravnotežju, ko bo doseženo ravnotežje na trgu za vse tri vrste premoženja oziroma, ko bosta izenačena obseg povpraševanja in ponudbe na vseh treh trgih. Ponudba vsake od treh vrst premoženja je nespremenljiva (Mrak, 2002, 284).

¹ Vrsta obrestne arbitraže, kjer investitor prevzema tečajno tveganje.

2.3.4 Plačilnobilančni pristop

Plačilnobilančni pristop zagovarja trditev, da se devizni tečaj oblikuje v točki, ko se prilivi (odlivi) deviz zaradi aktivnosti na tekočem računu izenačijo z odlivi (prilivi) deviz zaradi aktivnosti na finančnem računu (Eiteman et al., 2010 str. 258). Zbašnik, (2001, str. 24) opredeljuje devizni tečaj v tej teoriji kot neposredno posledico stanja tekočega računa plačilne bilance. Ko gospodarstvo ustvarja presežek v menjavi s tujino oziroma je izvoz večji kot uvoz, je devizni priliv večji od deviznega odliva. V tem primeru je ponudba deviz na tržišču večja od deviznega povpraševanja, kar vpliva na krepitev oziroma apreciacijo domače valute. Nasprotno se dogaja ob primanjkljaju tekoče bilance, ko domača valuta deprecira. Zaradi vedno dražjih tujih valut, se povpraševanje po njih zmanjša, kar posledično zmanjša uvoz blaga, izvoz pa se začne povečevati, ker izvozniki dobijo za enoto tujega denarja vedno več enot domačega denarja. Tako je postopoma doseženo ravnovesje v tekočem računu.

3 KAPITALSKI TOKOVI V ČASU GLOBALNE FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE

Globalna finančna in gospodarska kriza je pomembno vplivala na kapitalske tokove. Bertaut in Pounder (2009, str. 147) identificirata tri glavne kanale, skozi katere je globalna finančna in gospodarska kriza vplivala na mednarodne kapitalske tokove:

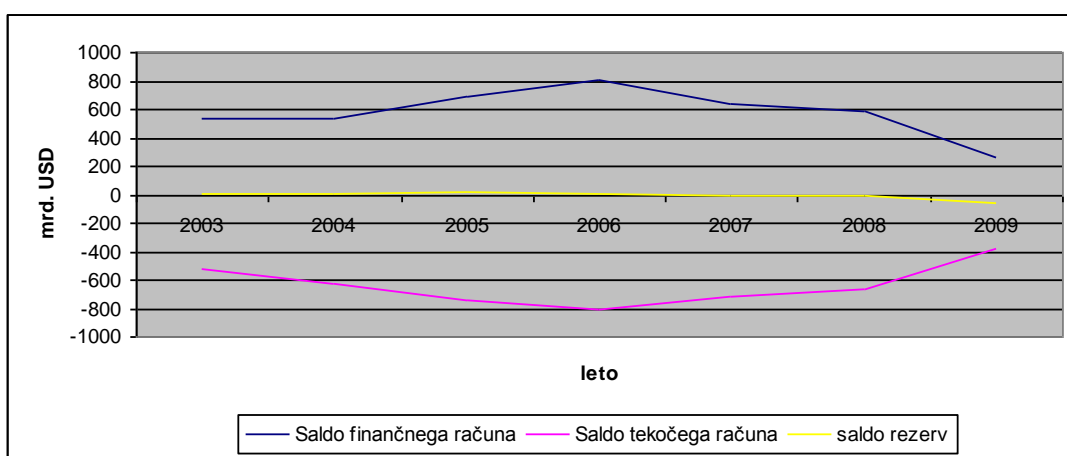
- **Beg na varno** (angl. *flight to safety*), kar pomeni preskok v kompoziciji portfelja investitorjev od bolj tveganih, nestabilnih naložb k varnim in likvidnim trgov, kot so vrednostni papirji ameriške zakladnice (državne obveznice in zakladne menice), nekatere tuje valute (npr. švicarski frank), pa tudi nekatere žlahtne kovine, predvsem zlato. Investitorji želijo v nestabilnih časih predvsem zaščititi svoje premoženje.
- **Nenavadni tokovi skozi bančni sistem, nastali kot posledica pomanjkanja ameriških dolarjev izven ZDA, ter zloma medbančnega trga.** Ti tokovi so se pokazali predvsem kot posojila iz ZDA v Evropo skozi medbančne posle in posle valutnih zamenjav (angl. *swap*) centralnih bank za zagotavljanje stabilnosti evropskih bank kot odgovor na pomanjkanje dolarjev v sistemu.
- **Prodaja premoženja na tujih trgih, kar še dodatno kaže na »nenaklonjenost tveganju«** (angl. *risk aversion*). Vsi investitorji so manjšali svoje premoženje v drugih državah – tako v vrednostnih papirjih kot tudi depozitih. Vendar avtorja opazata, da je bila prilagoditev relativno majhna glede na ogromne izgube investitorjev zaradi zmanjšanja vrednosti naložb, čeprav so tako ameriški kot ostali investitorji zmanjšali velikost pozicij v tujih vrednostnih papirjih in depozitih. Svojo izpostavljenost na tujih trgih so najbolj zmanjšali evropski in ameriški investitorji, medtem ko so na primer japonski investitorji tudi med krizo nakupovali tuje vrednostne papirje, zmanjšali so le nakupe tujih obveznic. Med vsemi skupinami investitorjev pa so svoje premoženje na tujih trgih najbolj zmanjšale banke.

Ti kanali so med seboj močno prepleteni, zato po mnenju Bertauta in Pounderja lahko sklepamo, da tokovi, nastali z begom na varno zaradi izpostavljenosti premoženja izven meja domače države, rezultirajo v zmanjšanju čezmejnih pozicij investitorjev. A pomembno je poudariti, da je tokratna kriza drugačna kot krize zadnjih 20 let, saj izvira prav iz držav, ki naj bi predstavljale varnost za naložbe. Kako se ta dejstva odražajo na plačilnih bilancah dveh trenutno najpomembnejših svetovnih akterjev ZDA in Kitajske, bom preveril z podrobnejšo analizo.

3.1 ZDA

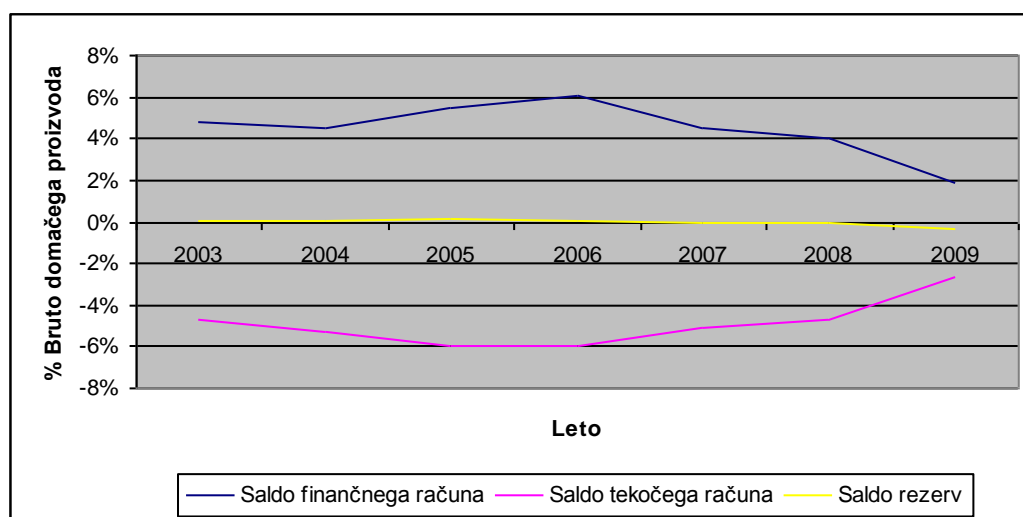
ZDA so največje svetovno gospodarstvo ter hkrati največji svetovni dolžnik. Gospodarska velesila beleži primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance že od leta 1992. Ker mora biti plačilna bilanca izravnana, pomeni, da Amerika ta primanjkljaj že 2 desetletji financira s prilivi na finančno-kapitalskem delu plačilne bilance. Prilivi prihajajo pretežno iz porajajočih se gospodarstev s slabše razvitimi finančnimi trgi, prav ti tokovi pa so bili po mnenju nekaterih ekonomistov glavni razlog za finančno in gospodarsko krizo, v kateri smo se znašli. ZDA imajo relativno izravnani račun rezerv.

Slika 2: Saldo tekočega in finančnega računa ter saldo rezerv plačilne bilance ZDA v mrd. USD



Vir: International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.

Slika 3: Saldo tekočega in finančnega računa ter saldo rezerv plačilne bilance ZDA v % BDP



Vir: International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.

3.1.1 Tekoči račun plačilne bilance ZDA

Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance se je do izbruha krize povečeval in dosegel vrhunec v letu 2006, ko je znašal 802,6 milijarde dolarjev (v nadaljevanju mrd. USD). V letu 2007 je znašal 718,1 mrd. USD in se nato tudi v naslednjih dveh letih znižal na 668,9 mrd. USD v 2008 in 378,4 mrd. USD v 2009. Države težijo k uravnoteženemu tekočemu računu in na prvi pogled se zdi, da se stanje v ZDA izboljšuje, a primanjkljaj se je med krizo zmanjšal predvsem zaradi drastičnega padca uvoza, ki je bil bolj izrazit kot padec izvoza, ne pa zaradi pozitivnih gospodarskih premikov, kot sta na primer povečanje konkurenčnosti ali rast produktivnosti. Na spletni strani *Peterson institute of international economics* (Peterson institute of international economics, 2011) razlagajo, da naj bi k zmanjšanju primanjkljaja na tekočem računu poleg količinsko zmanjšanega uvoza, ki je posledica šibkega povpraševanja zaradi ekonomske krize, pripomogel tudi oster padec cen nafte. Zaradi tega je pričakovati, da je to zmanjšanje primanjkljaja zelo kratkotrajno.

Tabela 1: Primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance ZDA

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Mrd. USD	-520,7	-630,5	-747,6	-802,6	-718,1	-668,9	-378,4
% BDP	4,7	5,3	5,9	6	5,1	4,7	2,7

Vir: *International financial statistics online 2011*.

3.1.2 Finančni račun plačilne bilance ZDA

Ta velik tekoči primanjkljaj, ki ga ZDA večinoma pridelajo predvsem z veliko večjim uvozom kot izvozom dobrin, pa financirajo skozi neto finančne prilive iz tujine. Drugi pomembnejši račun plačilne bilance nam prikazuje, s kakšnimi prilivi ZDA v veliki večini financirajo primanjkljaj. Na finančnem računu ZDA beležijo velike presežke. V letu 2007 je presežek znašal 638,3 mrd. USD, v 2008 582 mrd. USD in leta 2009 268,2 mrd. USD. Vidimo, da so se prilivi na finančnem računu od leta 2007 do 2009 skoraj prepolovili, kar pomeni, da tujci počasneje povečujejo svoje neto terjatve do ameriških rezidentov. To lahko pripišemo nenaklonjenosti tveganju ter manjšanju izpostavljenosti investorjev v tujih državah, ki je eden izmed omenjenih vplivov finančne in gospodarske krize na kapitalske tokove. Če pa želimo bolje razumeti dogajanje, si moramo ogledati nekatere pomembnejše postavke finančnega računa plačilne bilance. Kot je bilo že omenjeno, so to tuje neposredne investicije, tuje portfeljske investicije in druge investicije med katerimi imajo za ZDA najpomembnejšo vlogo bančna posojila ter tokovi monetarnih oblasti.

Tabela 2: Postavke finančnega računa plačilne bilance ZDA

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Neposredne investicije ameriških rezidentov v tujini (mrd. USD)	-149,6	-316,2	-36,2	-244,9	-414	-351,1	-268,7
Neposredne investicije nerezidentov v ZDA (mrd. USD)	63,8	146,0	112,6	243,2	271,2	328,3	134,7
Saldo (mrd. USD) :	-85,8	-170,3	76,4	-1,8	-142,8	-22,8	-134,0
Portfeljske investicije ameriških rezidentov v tujini (mrd. USD)	-123,1	-177,4	-257,5	-498,9	-390,7	285,9	-393,5
Portfeljske investicije nerezidentov v ZDA (mrd. USD)	550,2	867,3	832,0	1.126,7	1.156,6	520,1	366,7
Saldo (mrd. USD):	427,0	690,0	574,5	627,8	765,9	805,9	-26,8
Druge investicije ameriških rezidentov v tujini (mrd. USD)	-54,3	-510,1	-267,0	-544,3	-670,9	226,2	573,9
Druge investicije nerezidentov v ZDA (mrd. USD)	244,4	519,9	302,7	695,3	679,8	-393,7	-195,7
Saldo (mrd. USD):	190,1	9,8	35,7	151,0	9,0	-167,5	378,2

Vir: International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.

3.1.2.1 Tuje neposredne investicije

Neto neposredne investicije ameriških rezidentov v tujino so dosegle vrh v letu 2007 s 414 mrd. USD. Sledil je padec v letu 2008 na 351,1 mrd. USD in nato ponoven padec tudi v letu 2009 na 268,7 mrd. USD.

Medtem ko so Američani največ investirali pred izbruhom krize, so tuji rezidenti v Ameriki največ investirali v kriznem letu 2008, ko so skupne neto tuje neposredne investicije znašale 328,3 mrd. USD. To je zelo zanimiv podatek, saj je v letu 2008 kriza že močno prizadela finančne trge. Morda lahko del tega visokega zneska pripišemo dokapitalizaciji ameriških bank, prizadetih zaradi krize, pri katerih so sodelovali tudi tujci. V letu 2007 so neto TNI tujcev v Ameriki znašale 271,2 mrd. USD, v letu 2009 pa 134,7 mrd. USD.

3.1.2.2 Tuje portfeljske investicije

Največjo volatilnost je po pričakovanju kriza povzročila pri portfeljskih investicijah. Neto portfeljske investicije ameriških rezidentov v tujini so rasle do leta 2006, ko so znašale 498,90 mrd. USD. Nato pa so ob izbruhu krize upadle in v letu 2007 znašale 390,7 mrd. USD. Najbolj zanimivo pa je leto 2008, ko so ameriški rezidenti pretežno odprodajali svoje premoženje v tujini in povzročili pritek na računu portfeljskih imetij v neto znesku 285,878 mrd. USD. To je zelo jasen znak tako imenovanega bega na varno v povezavi z nenaklonjenostjo tveganju in premiki k investicijam v domači državi. Že v letu 2009 pa je sledil močen odtok ameriškega kapitala v tujino, saj so neto tuje portfeljske investicije znašale 393,5 mrd. USD. Bertaut in Pounder (2009, str. 150) ta podatek povezujeta s stabilizacijo finančnih trgov v prvi polovici leta 2009.

Ameriški trg vrednostnih papirjev je najbolj razvit trg na svetu in že desetletja beleži ogromne prilive kapitala iz tujine. Rekordni priliv so ZDA beležile leta 2007 z neto 1.156,6 mrd. USD. Bertaut in Pounder (2009, str. 154) razlagata, da so pomemben delež teh prilivov predstavljali

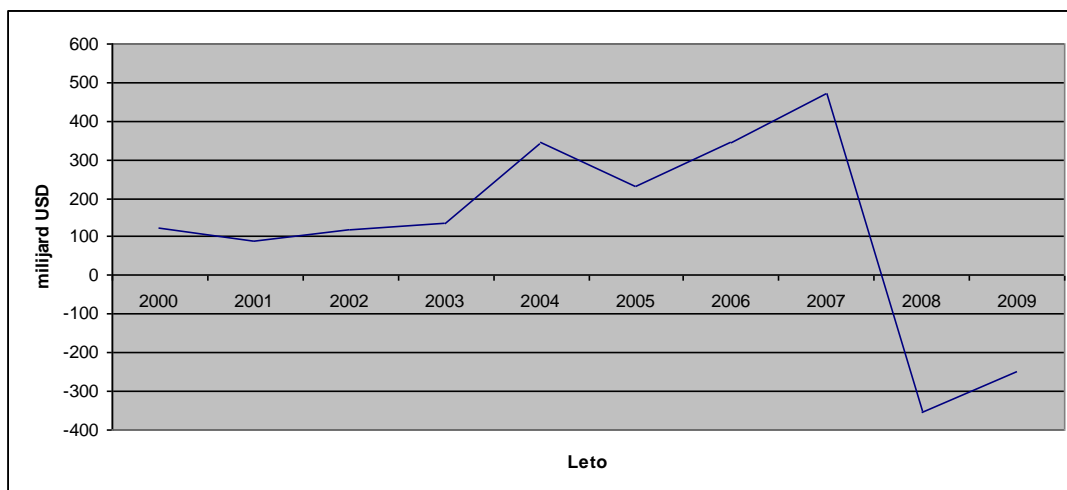
hipotekarni vrednostni papirji (angl. *mortgage based securities*) ter ostali vrednostni papirji, vezani na realno premoženje (angl. *asset based securities*). Tu najdemo tudi agencijske vrednostne papirje (angl. *agency securities*), ki so jih investitorji še v letu 2007 množično kupovali. Težave teh hipotekarnih gigantov so namreč prišle na površje šele v sredini leta 2008. Zato ne čudi strm padec neto nakupov za več kot 50 % v letu 2008 na 520 mrd. USD in nadaljevanje padanja v letu 2009 na neto 366.7 mrd. USD.

3.1.2.3 Banke

Terjatve ameriških bank do tujih rezidentov so pred krizo večinoma rasle. Rekordno je bilo leto 2007, ko so ameriške banke posodile neto 500,5 mrd. USD. Pred tem so v letu 2006 posojila znašala neto 343 mrd. USD in 2005 neto 151,1 mrd. USD, kar je bil precejšen padec glede na leto 2004, ko je bilo bančnih posojil za neto 359 mrd. USD. V letu 2008, ko je bil izbruh krize najmočnejši, pa lahko opazimo celo prilive bančnega kapitala nazaj v Ameriko v vrednosti neto 307,8 mrd. USD. Že v letu 2009 pa se je stanje normaliziralo z odlivom kapitala v neto znesku 196,5 mrd. USD.

Obveznosti ameriških bank do tujih rezidentov so največjo rast dosegle v letu 2007, ko so povečale za neto 468,4 mrd. USD. Tudi pred finančno krizo so se banke zadolževale v tujini. A v letu 2008 se to spremeni in ameriške banke zmanjšajo svoje obveznosti za neto 353,84 mrd. USD in nadaljuje v 2009, ko ponovno zmanjšajo svoje obveznosti tokrat za neto 248,43 mrd. USD. To lahko razumemo kot velik preobrat, saj takega podatka v tem desetletju še nismo zabeležili. Bertaut in Pounder (2009, str. 160) ocenjujeta, da je kriza pri bankah povzročila prenašanje likvidnosti »domov« za zaščito materinske banke. Pri tem so prednjačile evropske banke, ki so generirale daleč najmočnejše tokove, da bi zadostile potrebi po dolarjih v Evropi.

Slika 4: Neto obveznosti ameriških bank do tujih rezidentov



Vir: *International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.*

3.1.2.4 Monetarne oblasti

Plačilna bilanca nam razkriva, da so v letu 2007 terjatve ameriške centralne banke *Federal reserve* (v nadaljevanju FED) znašale neto 24 mrd. USD, pred tem letom pa je v plačilni bilanci ni bilo prikazanih neto terjatev. V letu 2008 je znesek terjatev močno zrasel na neto

529,7 mrd. USD, v letu 2009 pa naletimo na pritek denarja v ZDA v vrednosti neto 543,5 mrd. USD.

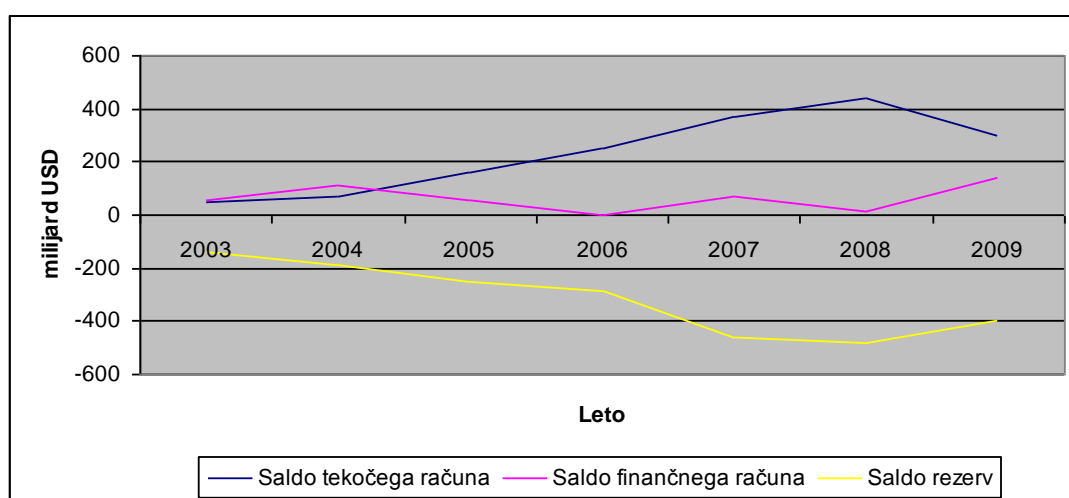
Bertaut in Pounder (2009, str. 160) te številke razlagata z naslednjimi dejstvi: V septembru 2008 je imela ameriška centralna banka imela pomembno vlogo pri zagotavljanju dolarske likvidnosti s posojanjem dolarjev tujim centralnim bankam preko institucije likvidnostnih valutnih zamenjav (angl. *liquidity swap facilities*). Že septembra so centralne banke počrpale 288 mrd. USD, oktobra 534 mrd. USD, decembra pa rekordnih 554 mrd. USD. Kar tri četrtine teh sredstev so počrpale evropske centralne banke. Zaradi tega sistema so lahko banke, ki so si izposojale dolarje pri svojih ameriških podružnicah, začele pridobivati dolarje pri lastnih centralnih bankah. Tako so podružnice teh bank v ZDA zmanjševale obseg posojanja materinskim bankam in povzročile pritek sredstev nazaj v ZDA med septembrom in decembrom 2008. Ko se je situacija na medbančnem trgu začela izboljševati, so centralne banke zmanjševale izkoriščanje likvidnostnih valutnih zamenjav z ameriško centralno banko FED.

3.2 Kitajska

Kitajsko gospodarstvo je drugo največje na svetu za Združenimi državami Amerike. Je najhitreje rastoče med večjimi svetovnimi gospodarstvi s povprečno gospodarsko rastjo 10 % v zadnjih 30 letih. Je največji izvoznik in drugi največji uvoznik blaga na svetu. Kitajska je drugi največji trgovinski partner ZDA in njen tretji največji izvozni trg (Morrison, 2011).

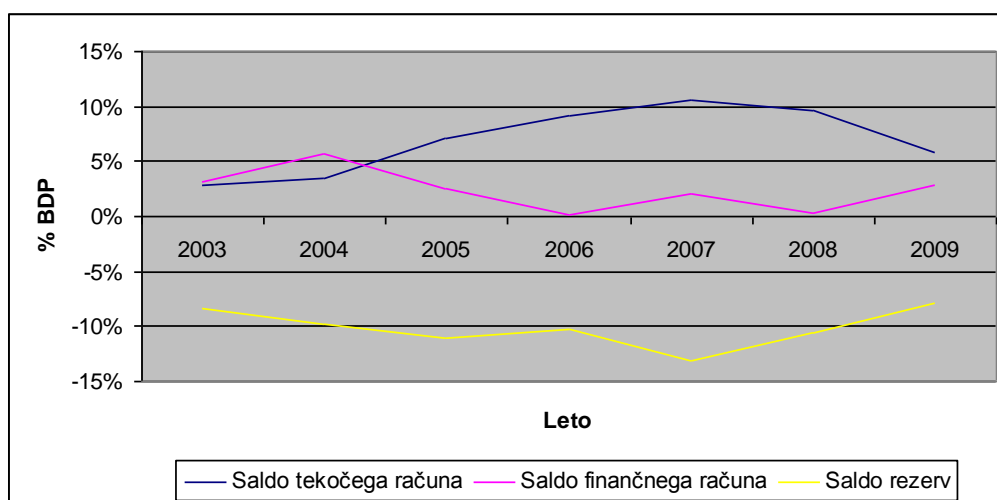
Kitajska plačilna bilanca ima kar precej posebnosti. Najpomembnejša je ta, da izkazuje presežek tako na tekočem računu kot tudi na finančno-kapitalskem računu (brez mednarodnih denarnih rezerv). Presežki, ki jih ustvarja skozi ta računa pa se kažejo v ogromnem kopičenju mednarodnih denarnih rezerv. Te rezerve kitajske oblasti kanalizirajo na razvite zahodne finančne trge. Greenberg (2010) pojasnjuje, da so pred izbruhom krize kitajske oblasti kupovale državne obveznice, agencijske obveznice, delnice ter korporacijski dolg (angl. *corporate debt*), v času med gospodarsko krizo in po njej pa so nakupovale predvsem najvarnejše državne obveznice.

Slika 5: Saldo tekočega in finančnega računa ter saldo rezerv plačilne bilance Kitajske v mrd. USD



Vir: International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.

Slika 6: Saldo tekočega in finančnega računa ter saldo rezerv plačilne bilance Kitajske v % BDP



Vir: International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.

3.2.1 Tekoči račun plačilne bilance Kitajske

Tekoči račun plačilne bilance beleži ogromne presežke in jih v letih 2007 in 2008 tudi kriza ni ustavila. V letu 2007 je presežek znašal 371,8 mrđ. USD, v letu 2008 pa je dosegel rekordno vrednost 436,1 mrđ. USD. V letu 2009 opazimo zmanjšanje presežka tekočega računa, saj se je izvoz zmanjšal precej bolj kot uvoz in je Kitajska končala leto z 297,1 mrđ. USD presežka na tekočem računu. Morrison (2009, str. 1) ta padec pripisuje finančni krizi, ki je močno prizadela izvozni sektor.

Tabela 3: Presežki na tekočem računu plačilne bilance Kitajske

Leto	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Mrd. USD	68,7	160,8	253,3	371,8	436,1	297,1
% BDP	3,5	7,0	9,1	10,6	9,6	5,9

Vir: International financial statistics online 2011.

3.2.2 Finančni račun plačilne bilance Kitajske

Za gospodarstva, ki beležijo presežke na tekočem računu plačilne bilance, je običajno, da beležijo odliv kapitala, ki ga spremlja finančni račun. Kitajska pa poleg presežkov tekočega računa beleži presežke (prilive kapitala) tudi na finančnem računu. V letu 2007 je neto priliv znašal 70,4 mrđ. USD in je pomenil ogromen dvig glede na leto 2006, ko je znašal le 2,3 mrđ. USD. Finančni račun Kitajske je zelo volatilen, saj je npr. v letu 2004 že beležil ogromen presežek 110,73 mrđ. USD, ki mu je sledil padec do leta 2006, nato ponovna rast v letu 2007 ter padec v letu 2008, ko je presežek znašal 15,9 mrđ. USD. Rekord pa je prineslo leto 2009, ko je kitajski finančni račun pokazal 142,8 mrđ. USD presežka.

Tabela 4: Postavke finančnega računa plačilne bilance Kitajske

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Neposredne investicije kitajskih rezidentov v tujini (mrd. usd)</i>	0,2	-1,8	-11,3	-21,2	-17,0	-53,5	-43,9
<i>Neposredne investicije nerezidentov na Kitajskem (mrd. usd)</i>	47,1	54,9	79,1	78,1	138,4	147,8	78,2
Saldo (mrd. usd):	47,2	53,1	67,8	56,9	121,4	94,3	34,3
<i>Portfeljske investicije rezidentov v tujini (mrd. usd)</i>	3,0	6,5	-26,2	-110,4	-2,3	32,8	9,9
<i>Portfeljske investicije nerezidentov na Kitajskem (mrd. usd)</i>	8,4	13,2	21,2	42,9	21	9,9	28,8
Saldo (mrd. usd):	11,4	19,7	-5,0	-67,5	18,7	42,7	38,67
<i>Druge investicije rezidentov v tujini (mrd. usd)</i>	-17,9	2,0	-48,9	-31,9	-151,5	-106,1	11,3
<i>Druge investicije nerezidentov na Kitajskem (mrd. usd)</i>	12,0	35,9	44,9	45,1	81,8	-15,0	58,5
Saldo (mrd. usd):	-5,9	37,9	-4,0	13,2	-69,7	-121,1	69,8

Vir: *International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.*

3.2.2.1 Tuje neposredne investicije

Neposredne investicije rezidentov Kitajske so v letu 2007 znašale neto 17 mrd. USD, kar je pomenilo padec glede na leto 2006, ko so investicije znašale neto 21,2 mrd. USD. V Letu 2008 so investicije narasle na neto 53,5 mrd. USD in v letu 2009 padle na neto 43,9 mrd. USD.

Tuje neposredne investicije tujih rezidentov na Kitajskem so dosegale rekorde prav v kriznih letih 2007 in 2008, ko so znašale 138,4 mrd. USD in 147,8 mrd. USD. V letu 2009 je sledil padec na 78,2 mrd. USD. Ekonomist pri Royal bank of Scotland Bena Simpfendorferja je za Bloomberg dejal, da je ta padec odraz globalne prevelike produktijske zmoglosti ter minulega kreditnega krča (Bloomberg, 2009).

3.2.2.2 Tuje portfeljske investicije

Tuje portfeljske investicije so po velikosti le majhen del vrednosti kitajskega finančnega računa. V letu 2007 so kitajski rezidenti kupili za neto 2,3 mrd. USD tujega premoženja več kot prodali, v letu 2008 pa je zabeležen priliv kapitala v vrednosti neto 32,8 mrd. USD (več portfeljskih investicij so Kitajci prodali kot kupili). Prav tako so kitajski rezidenti prodajali svoje portfeljske investicije v tujini in zabeležili priliv v letu 2009, in sicer v vrednosti neto 9,9 mrd. USD.

V letu 2007 so tujci na Kitajskem investirali neto 21 mrd. USD v obliki portfeljskih naložb, v letu 2008 neto 9,9 mrd. USD, v letu 2009 pa za neto 28,8 mrd USD. Skoraj celoten delež portfeljskih investicij tujih rezidentov na Kitajskem predstavljajo naložbe v lastniške vrednostne papirje, delež dolžniških vrednostnih papirjev pa je neznaten.

3.2.2.3 Mednarodne denarne rezerve

Zelo pomembna postavka kitajske plačilne bilance pa so mednarodne denarne rezerve. Ker ima Kitajska presežek tako na finančnem kot na tekočem računu, je odliv kapitala opazen pri rezervah. V letu 2007 je Kitajska ustvarila 460,7 mrd. USD rezerv, rekord pa je dosegla v 2008, ko so bile ustvarjene rezerve v vrednosti 479,55 mrd. USD. V letu 2009 je bil zabeležen padec rasti in so rezerve zrasle za 400,5 mrd. USD. V obdobju pred krizo so bili presežki v obliki rezerv manjši, in sicer 284,7 mrd. USD v letu 2006, 250,975 mrd. USD v letu 2005 in 189,9 mrd. USD v letu 2004.

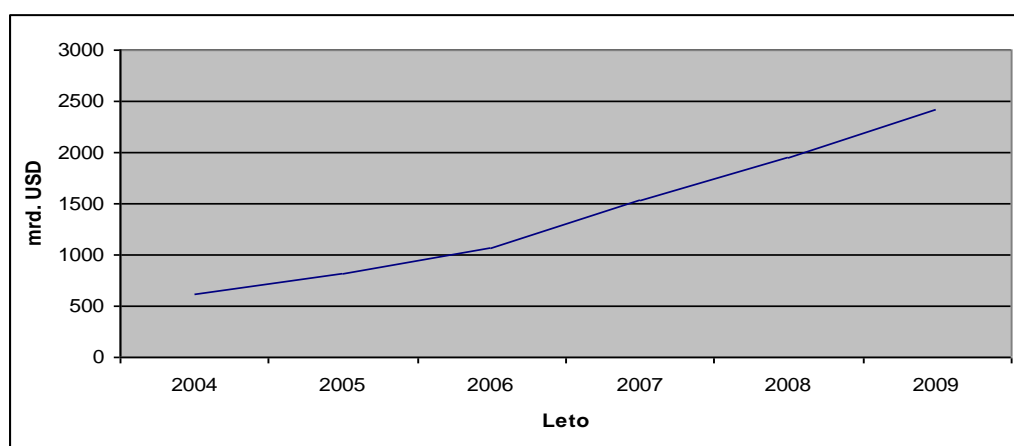
Skupaj je imela Kitajska na koncu leta 2009 že za 2.453,2 mrd. USD rezerv v tujih valutah. Stroupe (2009) piše, naj bi jih bilo okrog dve tretjini denominiranih v dolarjih. Natančni podatki niso poznani, saj kitajske oblasti podatkov o strukturi deviznih rezerv ne razkrivajo. O namenu kopičenja deviznih rezerv kitajskih oblasti je več govora v naslednjem poglavju.

Tabela 5: Saldo rezerv Kitajske

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo rezerv (mrd. usd)	-137,5	-189,9	-251,0	-284,7	-460,7	-479,6	-400,5
Saldo rezerv (% BDP)	-8,3	-9,8	-11,0	-10,2	-13,2	-10,6	-7,9

Vir: *International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.*

Slika 7: Rast obsega kitajskih deviznih rezerv



Vir: *International financial statistics online 2011.*

3.3 Ostale države

Pri analizi ostalih držav se bom posvetil dvema porajajočima se gospodarstvom Brazilije in Indije ter gospodarstvom Japonske in držav evrskega območja. Tako kot pri ZDA in Kitajski najdemo tudi na plačilnih bilancah teh držav sledi finančne in gospodarske krize.

Japonska izkazuje velike presežke tekočega računa, največji presežek pa je dosegla v zanj zadnjem predkriznem letu 2007. V letu 2008 je presežek močno upadel in v letu 2009 dosegel približno podobno vrednost kot leta 2003. Kot lahko pričakujemo finančni račun Japonske prikazuje obratno sliko z odlivi kapitala v tujino. Tako lahko zaradi padca primanjkljaja na

finančnem računu v letu 2008 in še ob večjem padcu v letu 2009 sklepamo, da je kriza povzročila manjše neto odlive kapitala. Zanimivo pa je, da so se portfeljske investicije japonskih rezidentov v tujini v letu 2008 celo povečale in nato tudi v letu 2009 ostale na visoki ravni. Medtem pa so se portfeljske investicije tujih rezidentov na Japonskem v letih 2008 in 2009 popolnoma obrnile. Tujci so pričeli prodajati svoje premoženje in povzročili neto odliv kapitala z Japonske. Tako nam lahko zmanjšanje primanjkljaja na finančnem računu razloži le povečan priliv sredstev pri postavki drugih investicij, predvsem bančnih in ostalih sektorjev. Japonska je sicer tudi med krizo povečevala svoje rezerve s približno enakim zneskom kot pred izbruhom krize.

Tekoči račun evrskega območja je bil pred kriznimi leti skoraj izravnano, zato lahko sklepamo, da je za ogromen primanjkljaj v letu 2008, za katerega je kriv predvsem skok iz močno pozitivnega računa blagovne menjave v rahlo negativnega, povezan z globalno finančno in gospodarsko krizo. Finančni račun je pred krizo prav tako prikazoval precej izravnano stanje, a se je v letih 2008 in 2009 to močno spremenilo, saj je zabeležen visok neto pritek kapitala. Za to razliko so v veliki meri odgovorne banke, ki so še v letu 2007 močno kanalizirale denar v tujino, nato pa v letih 2008 in 2009 povzročile neto priliv kapitala nazaj. Poleg tega so v letih 2007 in 2008 tudi monetarne oblasti močno povečale svoje obveznosti do tujih rezidentov zaradi že omenjene institucije likvidnostnih zamenjav. Problem v evroobmočju pa ni v agregatnem saldu tekočega računa, temveč v razlikah med posameznimi državami, saj so imele nekatere države, kot je na primer tudi Nemčija, v letih pred krizo velike tekoče presežke, druge, predvsem periferne in mediteranske države, pa precejšnje tekoče primanjkljaje.

Brazilijska država do leta 2008 beležila presežek na tekočem računu plačilne bilance, v letih 2008 in 2009 pa zabeležila velik primanjkljaj. Predvsem je sprememba vidna pri postavki menjave blaga in storitev, saj je v tej postavki Brazilijska država običajno beležila velike presežke, a se je v teh dveh letih presežek zmanjšal. Ta država v razvoju je beležila pritoke na finančnem računu plačilne bilance tudi v času gospodarske krize. Daleč največji pritek je bil zabeležen v letu 2007, nato padec v letu 2008 in ponovna visoka rast v letu 2009. Tuje neposredne investicije, ki so za porajajoče se države zelo pomembne, so dosegle najvišje vrednosti prav v letu 2008. V letih 2007 in 2009 je zaznati tudi zelo visoko stopnjo neto prilivov portfeljskih investicij tujih rezidentov, medtem ko je bil leta 2008 v tej postavki zabeležen celo neto odliv kapitala.

Tekoči račun plačilne bilance Indije izkazuje primanjkljaj že od leta 2005, v letih 2008 in 2009 pa se je ta primanjkljaj še močno povečal. Sprememba je očitna predvsem pri blagovni menjavi, kjer se je uvoz blaga povečal precej bolj, kot se je povečal izvoz. Indija izkazuje presežke na finančnem računu plačilne bilance tudi med leti globalne finančne in gospodarske krize. Za Indijo je tako kot za Brazilijsko državo zelo pomembna postavka tujih neposrednih investicij, ki je mnogo večja, kot je postavka neposrednih investicij rezidentov Indije. Znamenje krize se v plačilni bilanci Indije odraža tudi pri preskoku v obliki portfeljskih naložb tujcev v Indijo, saj so v letu 2008 v tej postavki tujci povzročili neto odliv kapitala iz Indije. V letu 2009 se je stanje normaliziralo in ponovno je bil zabeležen neto priliv kapitala kot pred izbruhom krize.

4 DEVIZNI TEČAJI V ČASU GLOBALNE FINANČNE IN GOSPODARSKE KRIZE

Za krizne čase je značilno posebno gibanje deviznih tečajev zaradi številnih razlogov. V tem diplomskem delu bom obravnaval nekatere najpomembnejše faktorje, ki so vplivali na devizne tečaje. Podrobneje bom predstavil vzroke premikov ameriškega dolarja, ki ima še

vedno najpomembnejšo vlogo na svetovnem tržišču, dotaknil pa se bom tudi ostalih valut, ki so vplivale na razvoj in potek te krize.

4.1 BIS Triennial Bank Survey

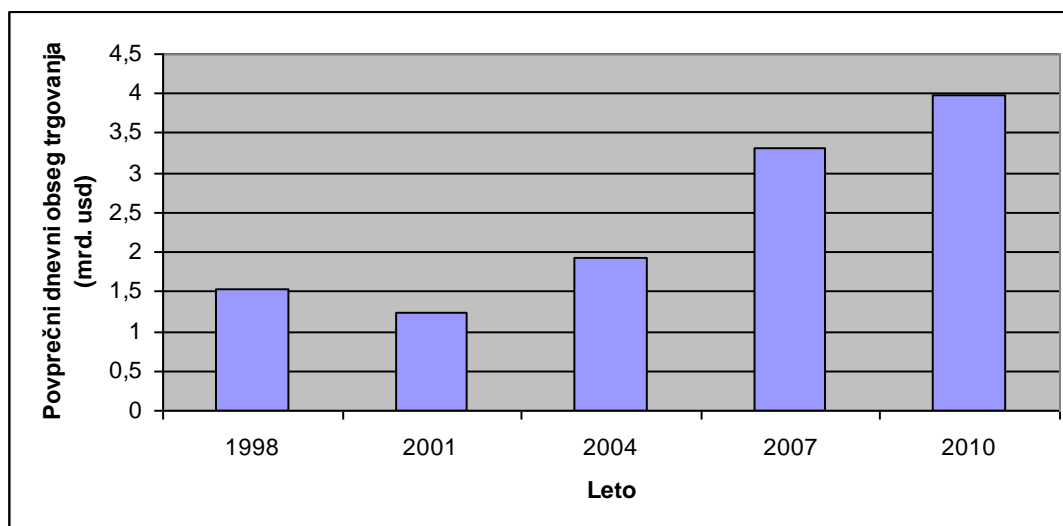
Banka za mednarodne poravnave vsaka tri leta izda raziskavo stanja na valutnih trgih: *BIS Triennial Bank Survey*. Vanjo je vključenih 54 centralnih bank, ki en mesec zbirajo različne podatke o stanju na valutnih trgih kot so na primer obseg trgovanja, instrumenti trgovanja, udeleženci na valutnem trgu in podobno. Zadnje poročilo je bilo izdano aprila 2010. Glede na to raziskavo je jasno, da se je obseg trgovanja deviznih trgov povečal, čeprav smo bili priča globalni finančni in gospodarski krizi. King in Rime (2010) ugotavljata, da je rast sicer nekoliko upadla, saj je v prejšnji raziskavi 2004-2007 obseg trgovanja zrasel kar za 72 %, a je tudi sedanjih 20 % v letih 2007-2010 z upoštevanjem vplivov krize kar pomemben podatek o odpornosti trga.

Tabela 6: Povprečni dnevni obseg trgovanja in delež čezmejnih transakcij

	1998	2001	2004	2007	2010
Povprečni dnevni obseg trgovanja (mrd. usd)	1.527	1,239	1,934	3,324	3.981
Rast glede na prejšnjo raziskavo (%)		-18,9	56,1	71,9	20,0
Čezmejne transakcije (mrd. USD)	0,777	0,677	1.185	2.051	2.586
Delež čezmejnih transakcij (%)	50,9	54,6	61,3	61,7	65,0

Vir: Bis Triennial Bank Survey 2010.

Slika 8: Rast povprečnega dnevnega obsega trgovanja



Vir: Bis Triennial Bank Survey 2010.

Avtorja v nadaljevanju navajata, da se je obseg trgovanja korporacij in državnih oblasti v tem obdobju zmanjšal za 10 %, kar je posledica manjše gospodarske rasti in manjše mednarodne menjave. Zmanjšano trgovanje korporacij pa lahko povežemo z zmanjšanjem dejavnosti mednarodnega bančništva. Del rasti obsega trgovanja so zagotovili tudi investitorji, ki so se ob povečani volatilitnosti in omejeni likvidnosti med krizo obrnili k valutnemu »spot« tržišču

in tu iskali zavarovanje za svoje naložbe. Tako so na primer investitorji, ki imajo v lasti vrednostne papirje v evrih, na tržišču evre prodajali, investitorji s premoženjem na ameriški borzi pa so se zaradi padanja vrednosti delnic zatekali h kupovanju japonskega jena. Te strategije zavarovanja sicer niso bile močno uspešne tudi zaradi povečanja stroškov takšnih transakcij v obdobju visoke volatilnosti. Dnevni obseg trgovanja po trenutnih podatkih znaša okrog 4000 mrd. USD. A zelo verjetno je, da je bil rekord v obsegu trgovanja dosežen že med finančno krizo v letih 2007-2009, in sicer po nekaterih podatkih oktobra 2008, po bankrotu ameriške investicijske banke Lehman brothers, ko so se mnogi investitorji zatekali k valutnemu trgu zaradi že omenjenega zavarovanja tveganj. Po tem obdobju je obseg trgovanja močno upadel in si opomogel šele oktobra 2009. Rast obsega trgovanja je bila posledica aktivnosti »drugih finančnih institucij« (angl. *other financial institutions*), ki vključujejo manjše banke, »*hedge*« sklade, pokojninske in vzajemne sklade, zavarovalnice ter centralne banke. Te institucije so prispevale kar 85 % rasti obsega trgovanja. K porasti obsega trgovanja je pripomoglo tudi elektronsko trgovanje, ki je v tem obdobju še dodatno znižalo transakcijske stroške in povečalo likvidnost trga. Elektronsko trgovanje je omogočilo tudi trgovanje z algoritmi, ki izkoriščajo manjša odstopanja od cene med večjimi finančnimi centri. *BIS Triennial Bank Survey* (2010) razkriva, da so valutni trgi postali bolj globalni, saj so čezmejne transakcije predstavljale kar 65 % vsega trgovanja, lokalne pa 35 %, kar je najnižji doslej izmerjeni delež. To se dopolnjuje s podatki, ki kažejo na rast trgovanja z devizami porajajočih se držav, kot so turška lira, kitajski juan, korejski von, brazilski real in singapurski dolar. Juan zdaj predstavlja skoraj 1 % celotnega trgovanja z valutami podobno kot indijska rupija ter ruski rubelj. Delež trgovanja z ameriškim dolarjem je upadel, saj je bil v raziskavi leta 2007 udeležen pri 85,6 % vseh transakcij, v zadnji raziskavi 2010 pa v 84,9 % vseh transakcij. Prav tako s 14,9 % v letu 2007 na 12,9 % v letu 2010 padel britanski funt. Zvišal pa se je delež trgovanja z evrom in japonskim jenom, in sicer s 37,1% na 39,1 % oziroma s 17,2 % na 19 %.

4.2 Pričakovana gibanja in izkušnje prejšnjih kriz

Finančne krize se pogosto povezuje z večjimi premiki v deviznih tečajih, kar odseva povečanje nenaklonjenosti tveganju ter spremembe v dojemanju tveganja ob investicijah v določene valute (Kohler, 2010, str. 39). V časih visoke nestabilnosti in nenaklonjenosti tveganju so nekatere valute, poimenovane »varne valute« (angl. *safe haven currencies*), privlačnejše od ostalih. Za izraz »varna valuta« ni natančne razlage, a bi lahko pomenil premoženje z nizko mero tveganja in visoko likvidnostjo. Pričakovano je, da se bo relativna cena tega premoženja med krizo povišala (McCauley & McGuire, 2009, str. 86). Rinaldo in Soderlind (2007, str. 2) sta odkrila, da so obdobja nizke nenaklonjenosti tveganju ponavadi povezana z apreciacijo ameriškega dolarja, obdobja visoke nenaklonjenosti tveganju pa z depreciacijo dolarja proti jenu in švicarskemu franku. To ugotovitev pripisujeta statusu varne valute, ki ga imata jen in frank. Podobno Cairns, Ho in McCauley (2007, str. 44) ugotavljajo, da švicarski frank, evro in do neke mere tudi jen običajno aprecirajo proti dolarju, ko se povečuje volatilnost. Poleg tega avtorji ugotovljajo tudi, da ameriški dolar v obdobjih povečane volatilnosti običajno aprecira proti velikemu številu valut predvsem iz porajajočih se gospodarstev, saj zanje dolar predstavlja varno valuto. To se sklada z izkušnjami sedanje krize, ko je množica valut, ki niso bile v središču krize, depreciirala. Vendar so že v naslednjem letu te valute večino vrednosti pridobile nazaj. Kohler (2010, str. 39) to krizo označuje kot posebej zanimivo. V prejšnjih krizah (na primer azijski krizi 1997-1998 in ruski v 1998) so se »tokovi, ki iščejo varnost« (angl. *safe haven flows*) usmerjali iz države, od koder izvira kriza. V tej krizi pa so se ti tokovi množično usmerjali v središče krize.

Tudi to dejstvo pripomore k razlagi apreciacije dolarja proti običajno najmočnejšima varnima valutama jenu ter švicarskem franku v prvem delu krize. Prav v dejstvu, da udeleženci na trgu ne vejo več, kam se zateči v primeru krize, lahko iščemo tudi vzroke za povečano volatilnost deviznih tečajev, saj so se v krizi znašle države obravnavane kot varen pristan, in sicer razviti trgi ZDA in Evrope. Čeprav je dolar svetovna rezervna valuta in je obravnavan kot varna valuta, je ob pretresih na finančnih trgih začel izgublјati zaupanje udeležencev. Problematičen je tudi vidik, katera valuta naj zamenja dolar in bo v prihodnje prevzela status rezervne valute. V zadnji krizi sta s tega stališča kot zmagovalca izšla predvsem švicarski frank in japonski jen, ki sta po začetni paniki in apreciaciji dolarja močno pridobila na vrednosti in se zaradi specifičnih atributov, kot sta nizka stopnja brezposelnosti ter nizka stopnja inflacije, še dodatno utrdila kot varni valuti. Švica ima še dodatne prednosti pred Japonsko zaradi nizke javne zadolženosti ter zdrave rasti gospodarstva. V primerjavi s švicarskim gospodarstvom japonsko že desetletja stagnira, ima najvišjo stopnjo javnega dolga med vsemi državami ter probleme s staranjem prebivalstva. Kljub temu pa še vedno uživa zaupanje finančnega trga. Potrebno je omeniti še strmo rast cen zlata, ki je obravnavano kot zadnje zatočišče v času finančnih in gospodarskih kriz. Officer (2009) pojasnjuje, da je zlato tradicionalno hranilec vrednosti v časih, ko ljudje ne zaupajo svojim vladam oziroma valutam. Na začetku leta 2007, pred izbruhom globalne finančne in gospodarske krize, je cena zlata znašala okrog 600 dolarjev za unčo, ob koncu leta 2009 pa že čez 1.200 dolarjev za unčo. Bogoslaw (2009) pojasnjuje delež rasti povpraševanja po zlatu tudi z nakupi kitajske centralne banke, ki poskuša diverzificirati svoje rezerve, v veliki večini denominirane v ameriških dolarjih. Officer (2009) dodaja, da investitorji zlato kupujejo pretežno iz špekulativnih razlogov, saj nima večje industrijske uporabnosti. Cena zlata je postala odraz (ne)zaupanja državnim voditeljem pri reševanju globalne finančne in gospodarske krize. Višje cene zlata tako lahko pomenijo tudi pričakovanja vlagateljev o nadaljevanju kriznega obdobja

4.3 Ameriški dolar med krizo

Pred krizo je vrednost ameriškega dolarja proti košarici valut najpomembnejših trgovinskih partneric ZDA upadala. Nato pa je kriza imela od sredine 2007 do konca 2008 dvojen vpliv na ameriški dolar. Do sredine leta 2008 je proti košarici valut najpomembnejših trgovinskih partneric depreciral za 7 %, v drugi polovici 2008 pa apreciiral za 13 %. To nenavadno, nepredvidljivo obnašanje lahko pripišemo več faktorjem, kot so nastajanje razlik med obrestnimi merami držav (angl. *interest-rate differentials*), množične prodaje tujega premoženja v lasti ameriških državljanov, padec deleža ZDA v mednarodni izdaji obveznic, padec cen nafte, skratka globalni širitvi krize (Bénassy Quéré, Béreau, Mignon, 2009, str. 7).

McCauley in McGuire (2009, str. 86-92) navajata naslednje vzroke za apreciacijo dolarja v letu 2008:

- Ameriški dolar kot varna valuta
- *Carry trades*
- Pomanjkane dolarjev v bančnem sistemu
- Pretirana zadolženost neameriških bank in institucionalnih investitorjev v ameriških dolarjih

Termin varna valuta sem že razložil, zato se bom posvetil ostalim razlogom. Drugi vir pritiska na apreciacijo dolarja je predstavljalo »odvijanje« (angl. *unwinding*) tako imenovanih »*carry trade*« strategij. *Carry trade* je špekulativna strategija valutnega trgovanja, pri katerih investitor kupi višje donosno valuto, financirano z nižje donosno valuto. To lahko ponazorimo z nakupom avstralske obveznice, ki prinaša 5 % obresti, financirano s švicarskimi franki,

sposojenimi po 1 % obrestni meri. Varne valute pogosto služijo kot valute za financiranje tovrstnih strategij. Švicarski frank in japonski jen imata v tem primeru mnogo skupnega, saj je za financiranje *carry trades* primarno, da si je valuto mogoče izposojati po nizkih obrestnih merah. *Carry trade* strategije so načeloma donosne v primeru stabilnih trendov deviznih tečajev. Ob skrajnem povečanju volatilnosti deviznih trgov pa razmeroma majhne razlike med obrestmi zbledijo ob možnih dnevnih izgubah zaradi tečajnih tveganj. Razumljivo je, da investitorji zmanjšajo svojo izpostavljenost, ko se poveča tveganje glede na možen donos. Zato valute, ki so tarče *carry trade* strategij, kot je na primer avstralski dolar, ki je visoko donosna valuta, utrpijo najhujšo deprecijacijo, valute, ki se uporabljajo za financiranje teh naložb, pa aprecirajo. Tudi dolar je bila ena izmed valut, ki se je uporabljala za financiranje *carry trade* strategij, čeprav sta primarni valuti za tovrstno špekuliranje predvsem japonski jen in švicarski frank (McGuire & McCauley, 2009, str. 87).

Naslednji vir pritiska je bilo pomanjkanje dolarjev v bančnem sistemu kot posledica neuravnotežene rasti mednarodnega bančništva. Evropske banke so kopičile dolarsko premoženje mnogo čez vrednosti njihovih dolarskih depozitov in financirale razliko na medbančnem in drugih trgih. V nasprotju z njimi ameriške banke niso potrebovale takšnih vsot evropskih valut zaradi razmeroma majhne vsote evrskih terjatev. Globalna kriza je razkrila šibkost evropskih bank, ki so se zanašale na medbančni trg še posebej pri financiranju naložb v tuji valuti (dolarju). Zaradi strahu pred izpostavljenostjo premoženju, vrednemu manj od knjigovodske vrednosti, ter strahu pred potrebo po financiranju premoženja, ki ni na bilanci stanja, je medbančni trg zamrl. Evropske banke niso mogle več zbirati sredstev na medbančnih trgih in so se zatele k ostalim trgom, kot so pogodbe o valutni zamenjavi (angl. *swap*) in repo pogodbe. Evropske banke so začele kupovati dolarje z evri, funti in švicarskimi franki, ameriške banke pa niso povpraševale po teh valutah. Torej je kljub ogromnim deficitom na tekočem računu plačilne bilance Amerike prišlo do akutnega pomanjkanja ameriških dolarjev v sistemu. To pomanjkanje in visoka donosnost ameriškega dolarja so tretji razlog za apreciacijo v letu 2008 (McGuire & McCauley, 2009, str. 88-89).

Zadnji pomembnejši razlog za apreciacijo dolarja v drugi polovici 2008 je posledica zapadlosti dolga neameriških bank, ki so si izposojale dolarje za financiranje investicijske dejavnosti v ZDA. Do sredine 2007 so mnoge banke močno investirale v premoženje, denominirano v ameriških dolarjih. Po izbruhu krize so morale banke začeti odpisovati vrednosti tega premoženja. Odpisi naj bi do konca 2008 znašali 361 milijard dolarjev, do konca drugega četrtletja 2009 pa 434 milijard dolarjev. Ti odpisi so povzročili, da so bile banke pretirano zadolžene v dolarjih glede na njihovo premoženje v dolarjih. Zaradi tega so morale začeti kupovati dolarje na *spot* tržišču, saj niso imele možnosti »refinanciranja skozi valutne zamenjave« s centralnimi bankami (angl. *roll forward through foreign exchange swaps*). To kupovanje dolarjev je doprineslo k apreciaciji, ki smo ji bili priča. Zelo podobno se je zgodilo mnogim institucionalnim investitorjem iz Avstralije in Evrope. Da bi omejili valutno tveganje zaradi velikih nakupov ameriških vrednostnih papirjev, so dolgoročni investitorji kot na primer pokojninski skladi, prodajali dolarske terminske pogodbe proti svojim domačim valutam. Ko je cena premoženja zaradi krize močno upadla, je bilo potrebno pozicijo uravnotežiti tudi na valutnih trgih. Evropski in avstralski skladi so pristopili k svojim ameriškim skladam glede možnosti zamenjave dolarjev in evrov bilateralno, a so imeli ameriški skladi mnogo manjše pozicije v nedolarskih vrednostnih papirjih. Tako so morali evropski in avstralski skladi začeti kupovati dolarje na *spot* tržišču ter tako potiskali dolar navzgor. Avtorja dodajata, da smo po tem akutnem stanju pomanjkanja dolarjev in njegovi vsesplošni apreciaciji v naslednjem letu 2009 bili priča obratu in apreciaciji ostalih valut proti ameriškemu dolarju (McGuire & McCauley, 2009, str. 90-91).

Pri razlagi tega dogajanja Kohler (2009, str. 48-49) obravnava 3 področja:

- Tokove, ki iščejo varnost
- Razlike v obrestnih merah
- Zdrav bančni sistem v državah z višjo obrestno mero

V globalni finančni in gospodarski krizi so kapitalski tokovi, ki iščejo varnost, odtekali v središče krize ter povzročili apreciacijo dolarja. Zaradi tega ni presenetljivo, da so se takoj po končanem obdobju nenaklonjenosti tveganju, ti tokovi obrnili in posledično obrnili tudi gibanje tečaja dolarja, ki je močno depreciral proti vsem pomembnejšim valutam (Kohler, 2009, str. 48).

Razlike v obrestnih merah v času krize na devizni tečaj vplivajo tudi preko pričakovanj o prilivih kapitalskih tokov zaradi boljnih obetov za prihodnjo rast. V letu 2009 je zaznati veliko, statistično pomembno korelacijo med deviznim tečajem in kratkoročnimi obrestnimi merami. Valute držav z višjo obrestno mero so namreč v kratkem obdobju močno aprecirale. To kaže na ponovno sprejemanje tveganja investitorjev oziroma prekinitvi nenaklonjenosti tveganju ter ponovnemu vzpostavljanju *carry trades*, ki so predvsem v nekaterih valutah, povezanih s surovinami, glede na ničelne obrestne mere glavnih valut, omogočali visoke donose. V nasprotju s tem pa so visoke obrestne mere pri nekaterih izvoznikih surovin predstavljale tudi boljše obete za rast v prihodnosti ter privabljanje tujih neposrednih investicij. Te države (na primer Avstralija, Norveška in Brazilija) so imele velike koristi od močnega dviga cen surovin in so si v povezavi z ohranjanjem visoke obrestne mere opomogle po krizi precej hitreje kot ostale države (Kohler, 2009, str. 48).

Bančni sistemi v državah z višjo obrestno mero (na primer Avstralija, Norveška in Brazilija) so krizo prebrodili relativno uspešno in državam ni bilo potrebno reševati bank z davkoplačevalskim denarjem. Stabilen finančni sistem je ojačal pričakovanja o rasti teh gospodarstev in še dodatno okrepil kapitalske pritoke ter pritiske na apreciacijo njihovih valut (Kohler, 2009, str. 49).

4.4 Valutne vojne in povezanost med ZDA in Kitajsko

Valutno vojno lahko opredelimo kot proces konkurenčnih devalvacij oziroma deprecij več držav, ki skušajo z devalvacijo (deprecij) svoje valute povečati svojo mednarodno konkurenčnost. Tako je dejanje devalvacije ponavadi učinkovito le kratkoročno, dokler se tudi ostale države ne poslužijo istih ali podobnih ukrepov, ki znižajo vrednost njihove valute (Economics help - Competitive Devaluation, 2011).

Proces valutnih vojn umeščam v koncept mednarodnih tokov kapitala in deviznih tečajev, saj denar, ki se zliva iz močno zadolženih razvitih držav v porajajoče se države, kot so na primer Kitajska, Indija in Brazilija, povzroča pritisk na njihove valute.

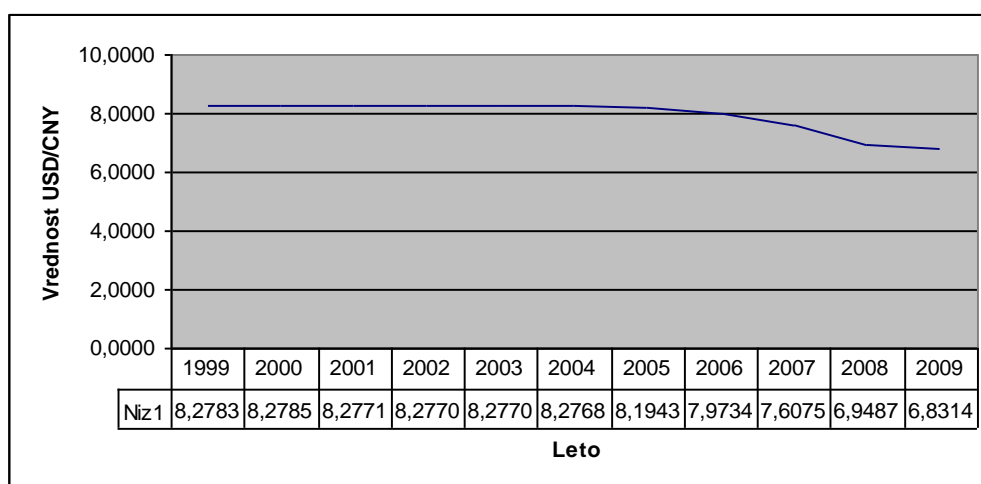
Lowrey (2010), Braga (2011) in Grabel (2011) ugotavljajo, da se Brazilija in nekatera vzhodnoazijska porajajoča gospodarstva, kot sta na primer Tajvan in Tajska proti apreciaciji svojih valut zaradi kapitalskih prilivov borijo predvsem s kapitalskimi kontrolami in višjimi davki ter intervencijami centralnih bank. Tako je na primer Brazilija potrojila davek na mednarodni finančni kapital z 2 % na 6 %, Tajska in Tajvan pa sta uvedla kapitalske kontrole tujih investicij na njihovem trgu obveznic. Južna Koreja je k svojim ukrepom dodala

davek 0,2 % na kratkoročne depozite tujega kapitala pri domačih bankah ter nižji davek pri dolgoročnejših depozitih. Južna Koreja in Brazilija sta tudi intervenirali na deviznem trgu, da bi preprečili prehitro apreciacijo njune valute proti dolarju, saj je za ti izvozno naravnani gospodarstvu devizni tečaj bistvenega pomena. Nekatere porajajoče se države kot na primer Turčija, Kolumbija in Čile nasprotujejo uvedbi kapitalskih kontrol, zato so se njihove centralne zatekle h kupovanju dolarjev. Tudi Japonska, katere valuta dosega nove vrhove proti dolarju, je sporočila, da bo za zaščito svojega izvoznega gospodarstva uporabila vse možne ukrepe, tudi intervencijo centralne banke.

Najpomembnejši akter valutnih vojn pa je Kitajska, ki s presežki na tekočem računu plačilne bilance kopiči mednarodne rezerve in z nakupi vrednostnih papirjev, denominiranih v dolarjih, vzdržuje tečaj svoje valute juan na nizki ravni. Tako spodbuja svoje izvozno naravnano gospodarstvo, saj izvoz predstavlja pomemben delež gospodarske rasti s katero vzdržuje rast zaposlovanja in si kupuje socialni mir v državi. ZDA so celo začele pogovore o vzpostavitvi tarif na kitajski uvoz oziroma druge povračilne ukrepe, če Kitajska ne bo pokazala napredka pri reformi valutnega sistema. Prasad (2009, str. 225-226) ugotavlja, da so javni tokovi Kitajske v ZDA do sredine 2008 naraščali, kar nakazuje na kupovanje ameriških državnih obveznic ter »agencijskih obveznic« (angl. *agency bonds*), čeprav smo bili priča manjšanju tujih neposrednih investicij ZDA na Kitajsko. Trgovinski presežek Kitajske proti ZDA je v letu 2008 dosegel 266 mrd. USD, kar znaša 1,9 % bruto domačega proizvoda Združenih držav Amerike, medtem ko je v letu 2000 znašal le 84 mrd. USD oziroma 0,9 % bruto domačega proizvoda. Celo višji uradniki Mednarodnega denarnega sklada opozarjajo, da ostaja juan močno podcenjen kljub apreciaciji za 21 % glede na ameriški dolar od julija 2005.

Perspektiva DZU d.o.o. v svoji publikaciji o valutnih vojnah (Valutne vojne, 2010) piše, da je bila kitajska valuta do julija 2005 popolnoma fiksirana na 8,276 juana za 1 dolar in da je v času finančne krize je kitajskim monetarnim oblastem z nakupi ameriških državnih obveznic uspelo zadržati tečaj blizu 6,82 juana za 1 ameriški dolar do septembra 2010.

Slika 9: Spreminjanje vrednosti kitajskega juana proti dolarju



Vir: *International financial statistics online 2007; International financial statistics online 2011.*

Tudi ZDA aktivno sodelujejo v valutni vojni, saj so v letu 2010 začele izvajati tako imenovano kvantitativno sproščanje, ki zaradi nizkih obrestnih mer ter povečane količine

valute v obtoku povzroči zmanjšanje vrednosti valute. S kvantitativnim sproščanjem so ZDA poskušale doseči stopnjo inflacije na ravni okrog 2 % ter nizko raven brezposelnosti. Pri tem programu centralna banka odkupuje predvsem državne obveznic na kapitalskih trgih. Tako se zagotovi večjo likvidnost bančnega sistema in spodbuja izdajo kreditov zaradi nizke obrestne mere ter ugodnejših kreditnih pogojev za podjetja in posameznike. To naj bi spodbudilo nove investicijske projekte ter zagotovilo nova delovna mesta (Perspektiva DZU d.o.o.-Kvantitativno sproščanje, 2010).

Valutne vojne lahko v končni fazi povzročijo zastoj mednarodne trgovine in razpad mednarodnega denarnega sistema, kar ima lahko hude posledice za svetovno gospodarstvo.

Kombinacija tečajne in monetarne politike obeh velesil prispeva k zaostrovanju odnosov med državami, ne dopušča nujno potrebnega urejanja odprtih vprašanj in vnaša na tržišče mnogo nezaupanja. To nezaupanje pa povzroča še dodatne skrbi, saj bi morali ti dve državi zaradi problemov dolžniških kriz nekaterih držav v Evropi ter stagnacije japonskega gospodarstva, imeti najpomembnejšo stabilizacijsko funkcijo. ZDA skušajo nadomestiti pomanjkanje povpraševanja na drobno s stimulacijskimi operacijami centralne banke, kot je program kvantitativnega sproščanja, saj le politika ničelnih obrestnih mer ni prinesla zelenih rezultatov pri zagonu gospodarstva. Vendar tudi ti ukrepi niso prinesli zelenih rezultatov. Razvite države se še vedno dušijo pod bremeni previsokega dolga, javne porabe in nizke ali ničelne rasti gospodarstva. Nadaljnji odnosi med razvitimi in porajajočimi se gospodarstvi bodo ključnega pomena za obstoj družbene in ekonomske ureditve, kot jo poznamo danes.

SKLEP

S pomočjo analize gibanja kapitalskih tokov ter deviznih tečajev med finančno in gospodarsko krizo lahko pojasnimo nekatere dejavnike in posledice finančne in gospodarske krize. Skozi analizo tokov kapitala dveh najpomembnejših akterjev svetovnega gospodarstva je razvidno, katere tokove je kriza najbolj prizadela ter kateri so bili najbolj volatilni. Po pričakovanju je špekulativni kapital v obliki portfeljskih naložb močno reagiral na izbruh krize z usmerjanjem v varnejše države in instrumente. Iz analize kapitalskih tokov je razvidno, kako so na izbruh krize reagirale banke, ki so močno zmanjšale izpostavljenost v tujih državah in kako so se na pretrese finančnega trga odzivala centralne banke, ki so z institucijo likvidnostnih zamenjav reševale pomanjkanje dolarjev v bančnem sistemu. Kriza je povzročila tudičasno zmanjšanje neravnovesij med tekočima in finančnima računoma Kitajske in ZDA, kar pa zaradi razlogov zmanjšanja ne prinaša upanja o končni rešitvi tega vprašanja, ki predstavlja enega izmed najpomembnejših vzrokov finančne in gospodarske krize v letih 2007-2009.

Ameriški dolar je v prvem delu krize močno pridobival vrednost ter pričakovano apreciral proti valutam, ki niso bile v središču krize, a nepričakovano appreciral tudi proti ostalim pomembnejšim varnim valutam. Ta podatek je še posebej zanimiv ob dejstvu, da je izvor krize ravno v ZDA. A tu so se razkrile posebnosti zadnje krize, saj so se na začetku krize kapitalski tokovi stekali v središče izbruha in ne stran. Ta nepričakovani pojav lahko pojasnimo z dejstvom, da udeleženci na trgu ne vedo več, kam se zateči v primeru krize, kar vpliva tudi na povečano volatilnost, ki je značilna za to krizo. Posledica tega je tudi strma rast cene zlata, ki jo investitorji dojemajo kot zadnje zatočišče v času finančnih in gospodarskih kriz.

Rast cene zlata naj bi bila pokazatelj nezaupanja v svetovno gospodarstvo. Pretirano zadolževanje razvitih evropskih držav in ZDA terja nujne ukrepe na področju omejevanja javne porabe ter strukturno prilagajanje s postopnim nižanjem ravni zadolženosti in povrnitvijo zdrave gospodarske rasti. ZDA skušajo pognati gospodarsko rast s programi kvantitativnega sproščanja in tako nadomestiti potrošnjo prebivalstva. A to je samo kratkoročna rešitev, ki pa v dani situaciji ne dosega želenega učinka zagona gospodarstva. Na ta način pa se še dodatno zmanjšuje vrednost ameriškega dolarja, kar zastruje proces konkurenčnih devalvacij.

Analizo učinkov krize največjih dveh svetovnih gospodarstev dopolnjuje opis razmer v ostalih velikih pomembnih globalnih igralcih (evroobmočje, Japonska, Indija, Brazilija), s čimer dosežemo bolj celovit vpogled v dinamiko te finančne in gospodarske krize in medsebojna vplivanja kapitalskih tokov in deviznih tečajev.

Naraščajoča nestabilnost finančnih trgov in nevarnost valutnih vojn terja dogovor med svetovnimi velesilami o odgovornem soupravljanju mednarodnega denarnega sistema. V nasprotnem primeru države tvegajo omajanje zaupanja ljudi v finančni sistem, kar lahko prinese hude posledice. Smo pred razburljivimi in za ekonomiste tudi zanimivimi, a napornimi časi.

VIRI IN LITERATURA

1. Akyüz Y., (2009). *Exchange rate management, growth and stability: National and regional policy options in Asia*. Colombo: Asia Pacific Trade and Investment Initiative, United Nations Development Programme.
2. Bank for International Settlements (december 2010). *Triennial Central Bank Survey Report on global foreign exchange market activity in 2010*. Basel: Bank for International Settlements, Monetary and economic department.
3. Bénassy-Quéré, A., Bereau, S., & Mignon V. (2009). The dollar in the turmoil. *Journal of the Japanese and international economies*. 23 (4), 427-436
4. Bloomberg. (2009) *Foreign Direct Investment in China Fell 35.7 % in July (Update 1)*. Najdeno 1.6.2011 na spletnem naslovu:
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=akSrdZo5NyeY>
5. Bogoslaw D. (2009). What's Behind the Gold Price Surge. Najdeno 5. avgusta 2011 na spletnem naslovu:
http://www.businessweek.com/investor/content/sep2009/pi2009097_042500.htm
6. Braga A. (2011). Brace yourself! Currency war is the next crisis. Najdeno 5. avgusta 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.thedailybeast.com/newsweek/2011/01/01/brace-yourself-currency-war-is-the-next-crisis.html>
7. Bertaut, C., & Pounder L. (2009). The Financial Crisis and U.S. Cross-Border Financial Flows. *Federal Reserve Bulletin* 93, 147-167.
8. Bird, G., & Rajan R. S. (2002). Does FDI Guarantee the Stability of International Capital Flows? Evidence from Malaysia. *Development Policy Review*, 20 (2), 191-202
9. Cairns, J., Ho, C., & McCauley R. (2007). Exchange rates and global volatility: implications for Asia-Pacific currencies. *BIS Quarterly Review*, Marec 2007, 41–52.
10. Calvo, G. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics* 1(1), 35-54.
11. Carney, M. (2009). The evolution of the International monetary system. Najdeno 16. julija 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.bankofcanada.ca/2009/11/speeches/evolution-international-monetary-system/>
12. Chuhan, P., Perez-Quiros, G., & Popper, H. (1996). *International Capital Flows: Do Short-term Investment and Direct Investment Differ?* Policy Research Working Paper No.1507. The World Bank.

13. Competitive devaluation (2011). V Economics help. Najdeno 5. avgusta 2011 na spletnem naslovu: <http://www.economicshelp.org/dictionary/c/competitive-devaluation.html>
14. Duce, M. (2003). *Definitions of Foreign Direct Investment (FDI): A Methodological Note*. Banco de Espana, Mimeo.
15. Eiteman, D.K., Stonehill A.I., & Moffet M.H. (2010). *Multinational business finance*. Boston, Prentice Hall.
16. Grabel, I. (2011) The »currency wars«: What's next for the BRICs and other rising powers? Najdeno 4. avgusta 2011 na spletnem naslovu: <http://triplecrisis.com/currency-wars-whats-next-for-the-brics/>
17. Greenberg, R. M. (2010). Quarterly Update: Foreign Exchange Reserves in Brazil, Russia, India, and China. Najdeno 3.8.2011 na spletnem naslovu: <http://www.cfr.org/content/publications/ForeignExchangeReservesintheBRICS.pdf>
18. International monetary fund (2011). International financial statistics online - marec 2011. Najdeno 31. marca 2011 na spletnem naslovu <http://96.231.166.36/IMF/imfbrowser.aspx?docList=pdfs&path=ct%2f20110301>
19. International monetary fund (2011). International financial statistics online – marec 2007. Najdeno 26. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://96.231.166.36/IMF/imfbrowser.aspx?docList=pdfs&path=ct%2f20070301>
20. King, M., & Rime, D. (2010). The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey? *BIS Quarterly Review*, december 2010, 27-42.
21. Kohler, M. (2010). Exchange rates during financial crises. *BIS Quarterly Review*, Marec 2010, 39-50.
22. Kumar, A. (2001). *Mednarodna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
23. Lowrey A. (2010). Arguing about money. Najdeno 4. avgusta 2011 na spletnem naslovu: <http://www.slate.com/id/2272088/>
24. McCauley, R., & McGuire, P. (2008). Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging, *BIS Quarterly Review*, december 2009, 85-93
25. Morrison, M.W. (2009). *China and the Global Financial Crisis: Implications for the United States*, Congressional Research Service - Report for Congress.
26. Morrison, M.W. (2011). *China's Economic Conditions*, Congressional Research Service - Report for Congress.
27. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.

28. Officer, A.J. (2009) Is gold really the safest investment? Najdeno 4. avgusta 2011 na spletnem naslovu: <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1885217,00.html>
29. Perspektiva DZU, d.o.o. (2010). Valutne vojne. Najdeno 3. avgusta 2011 na spletnem naslovu:
http://www.perspektiva.si/fileadmin/perspektiva/dokumenti/Tema_meseca/Tema_meseca_december_2010_-_valutne_vojne.pdf
30. Perspektiva DZU, d.o.o. (2010). Kvantitativno sproščanje, Najdeno 5. avgusta na spletnem naslovu:
http://www.perspektiva.si/fileadmin/perspektiva/dokumenti/Tema_meseca/Tema_meseca_november_2010_-_kvantitativno_sproscanje.pdf
31. The Peterson Institute for International Economics (b.l.). US Current Account Deficit. Najdeno 16. julija 2011 na spletnem naslovu:
<http://www.iie.com/research/topics/hottopic.cfm?HotTopicID=9>
32. Poulsen, L. S., & Hufbauer, G.C. (2011). *Foreign Direct Investment in Times of Crisis*. Working Paper No. 11-3. Peterson Institute for International Economics.
33. Prasad, E. (2009). Effects of the Financial Crisis on The U.S.-China Economic Relationship. *Cato Journal*, 29(2), 223-235.
34. Ranaldo, A., & Söderlind P. (2007). *Safe haven currencies*, University of St. Gallen Department of Economics, Discussion Papers.
35. Sarno, L., & Taylor, M.P., (1999). Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation. *Journal of Development Economics* 59(2), 337-364.
36. Stroupe W. J. (2009). China inoculates itself against dollar collapse Najdeno 5. avgusta 2011 na spletnem naslovu:
http://www.atimes.com/atimes/China_Business/KC18Cb01.html
37. Sula, O. & Willet T. (2006). *Reversibility of different types of capital flows to emerging markets*, MPRA Paper No. 384, Munich, Personal RePEc archive.
38. Tullao, T. (2009). Global Economic Imbalances Triggering the financial crisis. *Asia-Pacific Social Science Review* 9(1),15-24.
39. Zbašnik, D. (1996). *Mednarodne poslovne finance*. Maribor: Ekonomsko poslovna fakulteta Maribor.
40. Whelan, K. (2010). *Global Imbalances and the Financial Crisis*. Working Paper WP10/13 UCD. School of Economics, University College Dublin.