

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

EVRO – NOVA SVETOVNA REZERVNA VALUTA?

Ljubljana, september 2008

TANJA ČEČ

IZJAVA

Študentka Tanja Čeč izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom doc. dr. Aleksandra Aristovnika in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 24. 9. 2008

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
OPREDELITEV PROBLEMA IN PREDMETA DELA	2
NAMEN IN CILJI DELA	3
UPORABLJENE METODE PREUČEVANJA	4
STRUKTURA MAGISTRSKEGA DELA	5
1 MEDNARODNI DENARNI SISTEM	6
1.1 OPREDELITEV MEDNARODNIH DENARNIH REZERV IN DEVIZNIH REZERV	6
1.2 ZNAČILNOSTI MEDNARODNEGA DENARNEGA SISTEMA	7
1.2.1 Plačilnobilančno prilagajanje	7
1.2.2 Zagotavljanje mednarodne likvidnosti	8
1.2.3 Konsistentnost sistema in zaupanje vanj	8
1.3 RAZVOJ MEDNARODNEGA DENARNEGA SISTEMA	9
1.3.1 Mednarodni denarni sistem do II. svetovne vojne	9
1.3.1.1 Sistem zlatega standarda	9
1.3.1.2 Obdobje med obema vojnama	11
1.3.2 Mednarodni denarni sistem po II. svetovni vojni	12
1.3.2.1 Brettonwoodski denarni sistem	12
1.3.2.2 Mednarodni denarni sistem v obdobju po letu 1973 naprej	14
2 NASTANEK IN RAZVOJ DOLARJA IN EVRA KOT MEDNARODNIH VALUT	15
2.1 OPREDELITEV POJMA MEDNARODNE VALUTE	15
2.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI MEDNARODNE VALUTE ZA DRŽAVO IZDAJATELJICO	17
2.3 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA MEDNARODNO UPORABNOST VALUTE	18
2.4 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA MEDNARODNO VLOGO VALUTE	19
2.5 VLOGA MEDNARODNE VALUTE	22
2.5.1 Menjalni posrednik	22
2.5.2 Mera vrednosti	23
2.5.3 Hranilec vrednosti	24
2.6 RAZVOJ MEDNARODNE VALUTE	25
2.6.1 Razvoj dolarja in evra kot mednarodnih valut	25
2.6.1.1 Gospodarska in denarna unija (EMU)	29
2.6.1.2 Uvedba evra	32
2.7 DOLAR IN EVRO KOT MEDNARODNI VALUTI DANES	34
2.7.1 Gibanje vrednosti dolarja in evra	34
2.7.2 Vpliv šibkega dolarja na gospodarstvo evroobmočja	38
2.7.3 Trenutni položaj dolarja na svetovnih finančnih trgih	39
2.7.4 Trenutni položaj evra na svetovnih finančnih trgih	41
2.7.5 Pomen evra za svetovne finančne trge	42
3 DELEŽI NAJPOMEMBNEJŠIH SVETOVNIH REZERVNIH VALUT	44
3.1 DELEŽ DOLARJEV V DEVIZNIH REZERVAH	45
3.2 DEVIZNE REZERVE EVROSISTEMA	47
3.3 DELEŽ EVROV V DEVIZNIH REZERVAH	48
4 VALUTNA SESTAVA DEVIZNIH REZERV	50

4.1	GLAVNE UGOTOVITVE SESTAVE DEVIZNIH REZERV	50
4.2	EMPIRIČNA ANALIZA.....	54
4.3	VALUTNA SESTAVA DEVIZNIH REZERV V IZBRANIH DRŽAVAH.....	55
4.3.1	Valutna sestava deviznih rezerv na podlagi razvitosti držav	55
4.3.1.1	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v razvitih in manj razvitih državah v preučevanem obdobju</i>	57
4.3.1.2	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v razvitih državah.....</i>	58
4.3.1.3	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v manj razvitih državah.....</i>	60
4.3.2	Valutna sestava deviznih rezerv držav po geografskem načelu.....	60
4.3.2.1	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v Evropi in povprečnim deležem evrov v Afriki, Srednji in Južni Ameriki, Aziji, Avstraliji ter Kanadi v preučevanem obdobju</i>	62
4.3.2.2	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v Evropi.....</i>	63
4.3.2.3	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji.....</i>	64
4.3.3	Valutna sestava deviznih rezerv držav na podlagi presežka oziroma primanjkljaja v plačilni bilanci	64
4.3.3.1	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v državah s presežkom in primanjkljajem v plačilni bilanci v preučevanem obdobju</i>	65
4.3.3.2	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci</i>	66
4.3.3.3	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci.....</i>	67
4.3.4	Valutna sestava deviznih rezerv držav na podlagi velikosti držav.....	67
4.3.4.1	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v majhnih in velikih državah v preučevanem obdobju.....</i>	69
4.3.4.2	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v majhnih državah.....</i>	70
4.3.4.3	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v velikih državah</i>	70
4.3.5	Valutna sestava deviznih rezerv za vse preučevane države	71
4.3.5.1	<i>Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v vseh preučevanih državah</i>	72
4.4	UGOTOVITVE NA PODLAGI EMPIRIČNE ANALIZE	72
5	PRIHODNJI RAZVOJ VLOGE EVRA KOT MEDNARODNE VALUTE	74
SKLEP	79
LITERATURA IN VIRI	82

PRILOGE

KAZALO TABEL

Tabela 1: Vloge mednarodne valute.....	22
Tabela 2: Skupinska statistika za razvite in manj razvite države v preučevanem obdobju	58
Tabela 3: Test neodvisnosti vzorcev za razvite in manj razvite države v preučevanem obdobju	58
Tabela 4: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v razvitih državah.....	59
Tabela 5: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v manj razvitih državah.....	60
Tabela 6: Skupinska statistika za Evropo ter Afriko, Srednjo in Južno Ameriko, Azijo, Avstralijo ter Kanado v preučevanem obdobju	62
Tabela 7: Test neodvisnosti vzorcev za Evropo ter Afriko, Srednjo in Južno Ameriko, Azijo, Avstralijo ter Kanado v preučevanem obdobju	63
Tabela 8: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v Evropi.....	63
Tabela 9: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji.....	64
Tabela 10: Skupinska statistika za države s presežkom in primanjkljajem v plačilni bilanci v preučevanem obdobju	66
Tabela 11: Test neodvisnosti vzorcev za države s presežkom in primanjkljajem v plačilni bilanci v preučevanem obdobju	66
Tabela 12: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci.....	66
Tabela 13: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci.....	67
Tabela 14: Skupinska statistika za majhne in velike države v preučevanem obdobju.....	69
Tabela 15: Test neodvisnosti vzorcev za majhne in velike države v preučevanem obdobju...	69
Tabela 16: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v majhnih državah.....	70
Tabela 17: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v velikih državah.....	70
Tabela 18: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v vseh preučevanih državah	72
Tabela 19: Primerjava deleža evrov v deviznih rezervah v letih 1999 in 2007 po posameznih skupinah držav (na podlagi statistične analize)	73
Tabela 20: Primerjava deleža evrov v deviznih rezervah med posameznimi skupinami držav v preučevanem obdobju (na podlagi statistične analize).....	73

KAZALO SLIK

Slika 1: Gibanje deviznega tečaja dolar/evro v obdobju od 1. 1. 1999 do 30. 6. 2008.....	34
Slika 2: Mednarodna akumulacija tujih rezervnih valut v letih 1995– 2007 (v %)	44
Slika 3: Valutna sestava deviznih rezerv v razvitih državah v letih 1999–2007 (v %).....	56
Slika 4: Valutna sestava deviznih rezerv v manj razvitih državah v letih 1999–2007 (v %)...	56
Slika 5: Valutna sestava deviznih rezerv v razvitih državah v letih 1999–2007 po podatkih IMF (v %).....	57
Slika 6: Valutna sestava deviznih rezerv v manj razvitih državah v letih 1999–2007 po podatkih IMF (v %).....	57
Slika 7: Valutna sestava deviznih rezerv v Evropi v letih 1999–2007 (v %).....	61
Slika 8: Valutna sestava deviznih rezerv v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji v letih 1999–2007 (v %).....	61
Slika 9: Valutna sestava deviznih rezerv v Avstraliji in Kanadi v letih 1999–2007 (v %).....	62

Slika 10: Valutna sestava deviznih rezerv v državah s presežkom v plačilni bilanci v letih 1999–2007 (v %)	65
Slika 11: Valutna sestava deviznih rezerv v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci v letih 1999–2007 (v %)	65
Slika 12: Valutna sestava deviznih rezerv v majhnih državah v letih 1999–2007 (v %)	68
Slika 13: Valutna sestava deviznih rezerv v velikih državah v letih 1999–2007 (v %)	68
Slika 14: Valutna sestava deviznih rezerv v vseh preučevanih državah v letih 1999–2007 (v %)	71
Slika 15: Valutna sestava deviznih rezerv v vseh preučevanih državah v letih 1999–2007 po podatkih IMF (v %)	71

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Kratice tujih izrazov	1
Priloga 2: Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov	1
Priloga 3: Mednarodna akumulacija tujih rezervnih valut	2
Priloga 4: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v razvitih državah	2
Priloga 5: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v razvitih državah	2
Priloga 6: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v manj razvitih državah	3
Priloga 7: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v manj razvitih državah	4
Priloga 8: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v Evropi	5
Priloga 9: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Evropi	5
Priloga 10: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji	6
Priloga 11: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji	7
Priloga 12: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci	8
Priloga 13: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci	8
Priloga 14: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci	9
Priloga 15: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci	10
Priloga 16: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v majhnih državah	11
Priloga 17: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v majhnih državah	11

Priloga 18: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v velikih državah	12
Priloga 19: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v velikih državah	12
Priloga 20: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v vseh preučevanih državah	13
Priloga 21: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v vseh preučevanih državah	14

UVOD

1. januarja 1999 je bila oblikovana Gospodarska in denarna unija – EMU (angl. *Economic and Monetary Union*) in uvedena skupna evropska valuta – evro. Ta je v razmerju 1 : 1 nadomestil dotedanjo evropsko valuto ECU (angl. *European Currency Unit*) in postal skupen ali en denar 11 držav Evropske unije – EU (angl. *European Union*), ki so pred tem izpolnile pogoje za EMU (Ribnikar, 1999, str. 116). S tem dejanjem je EU naredila odločilen korak naprej in vstopila v denarno unijo kot najvišjo obliko denarne integracije. Države evroobmočja so začele izvajati skupno denarno politiko. Evro je bil uveden kot zakonito plačilno sredstvo, valute 11 sodelujočih držav so postale podenote evra.

Evroobmočje zdaj sestavlja 15 držav članic EU – Avstrija, Belgija, Ciper, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Malta, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Slovenija in Španija. Evro je tako nadomestil 15 nacionalnih valut, ki so bile v številnih državah skozi stoletja simboli in hkrati nosilci nacionalne suverenosti. Evro je denarna enota tudi v Andori, San Marinu, Vatikanu in Monaku; te države so pred njegovo uvedbo de facto oziroma uradno uporabljale denarne enote večjih sosednjih držav. Evro je denarna enota tudi v Črni gori in na Kosovu, vendar v teh dveh primerih bilateralni sporazum ni mogoč, saj državi nista članici EMU niti EU. Novo evropsko valuto kot zakonito plačilno sredstvo uporablja več kot 320 milijonov ljudi.

Uvedba evra je mejnik v razvoju EU in pomeni največjo denarno spremembo v zgodovini sodobne Evrope. Nova evropska valuta uresničuje ekonomsko in denarno unijo. Uvedba evra ni vplivala le na zmanjševanje tečajnega tveganja v državah EMU, temveč je omogočila tudi zmanjšanje tehničnih, regulativnih in psiholoških omejitev, ki so do tedaj vplivale na delitev trgov vzdolž državnih meja. Poleg tega politično in gospodarsko krepi Evropo ter kot stabilna mednarodna valuta prispeva k stabilnosti globalnega gospodarstva. Evro se je začel uporabljati v medbančnem prometu, na trgu kapitala¹, zlasti na borzah in v nekaterih transakcijah javnega sektorja. V zgodovini še nismo bili priča povezavi in delitvi denarne suverenosti tako velikega števila držav takšne velikosti in globalne ekonomske teže. To pa obenem pomeni tudi največjo valutno inovacijo po uvedbi ameriškega dolarja leta 1792 in največje tveganje, ki ga je EU sprejela, s posledicami, ki bistveno spreminjajo mednarodno ekonomsko, politično in varnostno ureditev.

Z nekaj zaporednimi širitvami je velikost območja EU postala velika konkurenčna prednost in to se kaže predvsem v koristih, ki jih enotni trg prinaša državam članicam. Obseg in moč gospodarstva imata velik vpliv na razmerje med valutami; večje ko je gospodarstvo, globlji je

¹ Trg kapitala (angl. *capital market*) je del finančnega trga, na katerem se trguje z dolgoročnimi dolžniškimi instrumenti (rok zapadlosti je daljši od enega leta) (Mishkin & Eakins, 1998, str. 18). K trgu kapitala štejemo tista dolgoročna in trajna posojila, kjer gre za trg, kjer je vse, kar je pomemno za obe strani, napisano na vrednostnem papirju, ki ga lahko vsakdo kupi (Ribnikar, 2003, str. 212–213).

finančni trg², in več poslov ko se opravi z neko valuto, pomembnejša je. Da lahko valuta postane mednarodna rezervna valuta, je pomembno tudi zaupanje ljudi vanjo; to je odvisno predvsem od kredibilnosti ekonomske politike, ki stoji za to valuto, stabilnosti njenega tečaja in donosnosti naložb v tej valuti.

OPREDELITEV PROBLEMA IN PREDMETA DELA

Z uvedbo nove evropske valute je dolar dobil resnega konkurenta v tekmi za položaj vodilne svetovne mednarodne oziroma rezervne valute. Nekateri ekonomisti menijo, da lahko evro postane vodilna valuta in da lahko zelo močan in vse bolj povezan kapitalski trg okrog evra v nekaj letih postane močnejši od ameriškega. Prevlada evra na mednarodnih valutnih trgih je povezana z nadaljnjim vključevanjem držav članic v EMU. Veliko vlogo pri tem bi imela pridružitve Londona kot najbolj uveljavljenega finančnega središča ne le v Evropi, ampak tudi v svetu.

Danes se v dolarjih trguje z večino surovin, kot so nafta, zlato itn. Večina svetovnih centralnih bank ima svoje devizne rezerve v dolarjih, v ameriški valuti pa so tudi več kot štiri petine tuje menjave in polovica svetovnega izvoza. ZDA zasedajo prvo mesto v svetovnem gospodarstvu in so drugo največje finančno središče, zato je dolar nesporno vodilna valuta. Vprašanje, ki se pri tem zastavlja, je, ali bo evro zamenjal dolar na prestolu najpomembnejše svetovne valute. Euro je trenutno druga najpogostejša valuta na svetu, uporablja se kot trgovinska, naložbena, vse pogosteje tudi kot mednarodna oziroma rezervna valuta.

Po najbolj pesimističnem scenariju za ameriško gospodarstvo bo dolar izgubil vlogo mednarodne rezervne valute (po mnenju nekaterih ekonomistov se bo to kmalu zgodilo). Ekonomisti menijo, da se bo to zgodilo zaradi nafte, saj naj bi nafta, ki jo bodo države izvoznice začele zaračunavati v evrih, potopila ameriško gospodarstvo. Novembra 2000 je Irak začel prodajati svojo nafto v evrih, saj večina iraške trgovine z nafto poteka z EU, Indijo in Kitajsko, ne z ZDA. Vendar se ta ukrep ni obnesel in se je končal z vojno ZDA proti Iraku, prišlo je do zaprtja iraške borze z nafto, kjer se je trgovalo z evri. Po ukrepu Iraka se je zgledovalo še nekaj držav, in sicer Iran, Libija, Venezuela, Rusija, Indonezija in Malezija (Sharma, Tracy & Kumar, 2004).

Drugi ekonomisti menijo, da lahko začetek konca prevlade dolarja kot vodilne mednarodne denarne valute pomeni odločitev Kitajske, ki je julija 2003 naznanila, da bo del svojih dolarskih rezerv spremenila v evrske (Sharma, Tracy in Kumar, 2004). Kitajska je imela svojo valuto vezano na ameriški dolar, zdaj pa jo ima na košarico valut. Njenemu zgledu so sledile še nekatere azijske centralne banke in svoje rezerve pretvorile v evre. Kitajske rezerve so tako

² Finančni trg (angl. *financial market*) je skupek odnosov med ponudbo in povpraševanjem po finančnih sredstvih (Prohaska, 2004, str. 9). Je trg, na katerem se finančna sredstva prenašajo od celic s finančnimi presežki na celice s finančnimi primanjkljaji (Mishkin & Eakins, 1998, str. 3). V najširšem pomenu ga delimo na denarni trg in trg kapitala.

velike, da lahko imajo že majhne spremembe pomemben vpliv na sestavo celotnih rezerv. Država velik del svoje trgovine opravi z ZDA. Z razvrednotenjem svoje valute glede na dolar spodbuja izvoz in to je razlog za akumulacijo velike količine ameriške valute na Kitajskem.

Za odgovor na vprašanje, ali bo evro kot rezervna valuta nadomestil dolar, je potrebna natančna opredelitev pojma rezervne valute, ki je tesno povezana z mednarodno valuto. Teorija definira mednarodno rezervno valuto z dvema pomembnima lastnostma: to je valuta, ki obstaja v velikih količinah, finančne in vladne institucije pa jo sprejemajo med svoje devizne rezerve. Rezervna valuta se uporablja v večini mednarodnih transakcij pri surovinah, s katerimi se trguje na svetovnem trgu (npr. nafta, zlato itn.).

Dolar je od II. svetovne vojne najpomembnejša svetovna mednarodna oziroma rezervna valuta. Z uveljavitvijo leta 1999 je evro postal najvplivnejši mogoči nasprotnik dolarju na mednarodnem finančnem trgu. Evro je na drugem mestu, pred jenom in funtom, ter hitro pridobiva ugled, vendar je še vedno v zaostanku za ameriškim dolarjem, ki zaseda prvo mesto.

V magistrskem delu se ukvarjamo z vprašanjem, ali bo uvedba nove evropske valute povzročila diverzifikacijo v mednarodnem denarnem sistemu in ali bo evro izpodrinil dolar ter prevzel položaj svetovne rezervne valute. Nekateri študije pripisujejo vlogo prevladujoče valute evru, druge dolarju, vse pa napovedujejo, da bodo spremembe, če bo do njih prišlo, postopne.

NAMEN IN CILJI DELA

Temeljni cilj magistrskega dela je na podlagi ustreznih znanstveno-teoretičnih temeljev o mednarodni in rezervni valuti prikazati medsebojno razmerje dveh najmočnejših valut v mednarodnem denarnem sistemu – ameriškega dolarja in evra. Teoretične osnove so temelj za analitično primerjanje omenjenih valut. S primerjavo dolarja in evra kot rezervnih valut ter analizo podatkov želimo odgovoriti na vprašanje, ali bo evro nadomestil dolar kot rezervno valuto oziroma kdaj naj bi se to zgodilo. V okviru tega je v magistrskem delu poudarjen vse večji vpliv nove evropske valute.

Naš cilj je torej ugotoviti, ali se finančni trgi dovolj razvijajo, da pospešujejo vlogo evra kot rezervne valute, vzporedne oziroma alternativne ameriškemu dolarju. Prikazati in primerjati želimo deleža dolarjev in evrov v deviznih rezervah ter gibanje njunih vrednosti v posameznih letih. Osredotočili smo se na trenutni položaj dolarja in evra na svetovnih finančnih trgih. Poseben poudarek je namenjen pomenu evra za svetovne finančne trge. V tem delu smo preučili, kakšno je obdobje od uvedbe evra in kaj pojasnjuje trenutne razlike v pomenu, ki ga imata omenjeni svetovni valuti za mednarodne finančne trge.

Ne nazadnje je cilj magistrskega dela tudi s kritično analizo zbranih podatkov prikazati valutno sestavo po posameznih državah in na podlagi tega ugotoviti, ali ima evro resnične možnosti, da s prestola vodilne svetovne valute izrine ameriški dolar. Države smo razdelili na podlagi razvitosti, po geografskem načelu, na osnovi presežka oziroma primanjkljaja v plačilni bilanci in na podlagi velikosti.

O dolarju in evru kot mednarodnih valutah je bilo že veliko napisanega, veliko manj je napisanega o rezervni valuti. V nobeni strokovni in nestrokovni literaturi pa nismo zasledili zbranih podatkov o valutni sestavi deviznih rezerv po posameznih državah. Na spletnih straneh centralnih bank smo poiskali podatke o deviznih rezervah oziroma smo se prek elektronskih sporočil obrnili na odgovorne osebe posameznih centralnih bank in podatke smiselno povezali v celoto. Zbrani rezultati bistveno osvetlijo raziskovalna vprašanja oziroma raziskovalni problem in s tem pripomorejo k učinkovitemu doseganju ciljev magistrskega dela.

Od nastanka EMU so potekali številni pogovori o tem, ali bo evro postal grožnja ameriškemu dolarju v vlogi vodilne uradne rezervne valute. V magistrskem delu smo poskušali odkriti, kako vloga evra na mednarodnih finančnih trgih vpliva na uporabo sredstev, denominiranih v evrih kot uradne rezerve. Hipoteza magistrskega dela je, da lahko evro v bližnji prihodnosti postane enakovredna rezervna valuta ameriškemu dolarju ali celo vodilna rezervna valuta.

UPORABLJENE METODE PREUČEVANJA

Metodološko delo sloni na deskriptivni oziroma opisni analizi primarnih in sekundarnih virov, strokovni literaturi predvsem tujih in tudi domačih avtorjev ter virih, člankih in prispevkih z najnovejšimi spoznanji iz teorije in prakse na preučevanem področju. Pri opisovanju in ugotavljanju, ali lahko evro kot rezervna valuta nadomesti dolar, smo uporabili deskriptivno analizo, saj smo natančno opisali dogodke, ki so pripeljali do tega, da je dolar postal vodilna rezervna valuta, in ugotavljali, ali obstaja možnost, da se to zgodi tudi z evrom. Teoretične in vsebinsko obdelane faze analize so podprte s kvantitativnim prikazom stanja, komentarjem ter napovedjo razvoja dolarja in evra na preučevanem področju. Poleg strokovne literature smo uporabili tudi znanje, pridobljeno na dodiplomskem študiju, predvsem pa na podiplomskem študiju mednarodne ekonomije.

Analitično dokazovanje smo začeli s hipotezo, da lahko evro v bližnji prihodnosti postane rezervna valuta, enakovredna ameriškemu dolarju, ali celo vodilna rezervna valuta, nato pa smo ugotavljali posledice te teze oziroma iskali argumente zanjo.

Pri svojem delu smo v večji meri povzemali rezultate znanstvenega dela, ki temeljijo na tujih opažanjih, sklepih in spoznanjih. Glavno izhodišče so ugotovitve iz delovnih zvezkov tujih avtorjev oziroma svetovnih institucij, in sicer Evropske centralne banke – ECB (angl. *European Central Bank*), Mednarodnega denarnega sklada – IMF (angl. *International*

Monetary Fund) in Banke za mednarodne poravnave – BIS (angl. *Bank for International Settlements*). Delo je torej sestavljeno iz več del tujih avtorjev; to pomeni, da je uporabljena metoda kompilacije.

Magistrsko delo sloni na primerjavi enakih oziroma sorodnih dejstev, procesov in odnosov. Primerjali smo podobnosti in razlike med temi pojavi, torej je uporabljena tudi komparativna metoda. Ta metoda nam je omogočila, da smo pri obravnavani temi prišli do novih spoznanj in sklepov ter tako obogatili dosedanje poznavanje teme.

Pri oblikovanju teorije smo izbrali deduktivni raziskovalni pristop, saj naše izhodišče temelji na preizkusu teorije. Raziskovanje je usmerjeno k vzročno-posledični razlagi, razvoj teorije sloni na raziskovalnih rezultatih.

Pri zbiranju podatkov o valutni sestavi deviznih rezerv in analizi teh podatkov smo naleteli na precejšnje težave, saj večina držav omenjenih podatkov ne razkriva. Po elektronski pošti smo navezali stik s centralnimi bankami posameznih držav sveta,³ vendar smo zelene podatke dobili le od 22 držav. Večina držav objavlja razdelitev mednarodnih denarnih rezerv, ki jih poleg deviznih rezerv sestavljajo še monetarno zlato, rezervna tranša pri IMF in posebne pravice črpanja – SDR (angl. *Special Drawing Rights*), medtem ko je struktura deviznih rezerv po posameznih valutah pri večini držav tajni podatek.

V praktičnem delu smo s programom SPSS naredili preizkus skupin (procedura Independent Samples T Test), s katerim smo preverili, ali se delež evrov v deviznih rezervah med skupinami držav razlikuje. Sledil je preizkus dvojic (procedura Paired Samples T Test), s katerim smo ugotavljali razlike v povprečnem deležu evrov v letih 1999 in 2007 ter v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007.

STRUKTURA MAGISTRSKEGA DELA

Magistrsko delo je razdeljeno na sedem poglavij. V uvodnem delu smo opredelili problematiko, namene in cilje magistrskega dela ter metode preučevanja in strukturo dela. V prvem poglavju smo opredelili mednarodni denarni sistem, pri čemer smo najprej razložili pojem mednarodne denarne rezerve in devizne rezerve, nato pa smo se osredotočili na značilnosti in razvoj mednarodnega denarnega sistema. Drugo poglavje je namenjeno nastanku ter razvoju dolarja in evra kot mednarodnih valut. Najprej smo opredelili pojem mednarodne oziroma rezervne valute, nato smo predstavili prednosti in slabosti mednarodne valute za državo izdajateljico. V nadaljevanju smo predstavili dejavnike mednarodne uporabnosti in mednarodne vloge valute ter vloge, ki jih ima mednarodna valuta. V zadnjem delu drugega poglavja sta opisana razvoj mednarodne valute in stanje dveh trenutno najpomembnejših svetovnih valut. V tretjem poglavju so predstavljeni deleži najpomembnejših svetovnih rezervnih valut, in sicer so podrobneje opredeljeni deleži dolarjev

³ Po seznamu Central bank websites, objavljenem na spletnih straneh BIS.

v deviznih rezervah, devizne rezerve evrosistema in delež evrov v deviznih rezervah. V četrtem poglavju govorimo o valutni sestavi deviznih rezerv; najprej smo podali glavne ugotovitve o sestavi deviznih rezerv, v drugem delu tega poglavja pa je predstavljena empirična analiza. Države, za katere smo pridobili podatke o deležih valut v deviznih rezervah, smo razdelili glede na štiri merila, nato pa smo na podlagi stolpičnih grafikonov ter preizkusa skupin in dvojic ugotavljali razlike v valutni sestavi deviznih rezerv po posameznih skupinah držav ter gibanje deleža evrov v obdobju med 1999 in 2007. V petem poglavju smo obravnavali prihodnji razvoj vloge evra kot mednarodne valute in povzeli sklepe nekaterih avtorjev o srednjeročni oziroma dolgoročni napovedi gibanja evra. Zadnji del magistrskega dela je namenjen sklepu, v katerem smo povzeli glavne ugotovitve celotnega dela.

1 MEDNARODNI DENARNI SISTEM

1.1 OPREDELITEV MEDNARODNIH DENARNIH REZERV IN DEVIZNIH REZERV

Devizne rezerve sestavljajo mednarodne denarne rezerve, operativne devizne rezerve in imetja nebančnih ekonomskih subjektov v tujini. Vsaka centralna banka ima devizne rezerve, saj brez njih ne more voditi politike deviznega tečaja. To so predvsem imetja pri bankah v tujini. Uvrščamo jih k mednarodnim denarnim rezervam, kamor spadajo tudi monetarno zlato, ki je največkrat v obliki zlatih ploščic in palic, rezervna tranša pri IMF, ki velja samo za njegove članice, in SDR, ki jih lahko pridobi in uporablja samo članica IMF (Veselinovič, 1998, str. 6).

Mednarodne denarne rezerve omogočajo državam, da s posredovanjem vplivajo na vrednost svoje valute v primerjavi s preostalimi valutami. Kadar oblasti uravnavajo devizni tečaj ali ga fiksirajo, ima zaloga mednarodnih rezerv ključno vlogo za njihov uspeh. Poleg tega imajo denarne oblasti rezerve kot rezervne zaloge zaradi neželenega in takojšnjega prilagajanja plačilne bilance njenemu ravnotežju. Optimalno držanje mednarodnih rezerv je odvisno od stroškov in koristi držanja. Denarne oblasti poskušajo držati rezerve na točki, kjer so mejne koristi držanja rezerv enake mejnim stroškom (Gibson, 1996, str. 214).

Čim večja je fleksibilnost deviznih tečajev, tem manjše so potrebne denarne rezerve. Te so ne samo potrebne, temveč morajo praviloma naraščati, če naraščajo mednarodne ekonomske transakcije (Ribnikar, 2003b, str. 72–73). Na splošno velja, da morajo rezerve na dolgi rok zagotoviti gospodarsko rast in razvoj, nadomestiti stroške morebitnega drugega financiranja plačilnobilančnega neravnotežja z zadolževanjem v tujini in uskladiti stroške akumulacije rezerv (Veselinovič, 1998, str. 11).

Prevladujoča oblika mednarodnih denarnih rezerv so dolarska imetja pri ameriški centralni banki, ameriških poslovnih bankah in poslovnih bankah zunaj ZDA v obliki t. i. evrodolarjev in v zakladnih menicah ZDA. Če bi bile centralne banke kot potencialni rezervni valuti

naklonjene ne samo ameriškemu dolarju, ampak tudi evru, bi morala biti sestava svetovnih deviznih rezerv podobna sestavi košarice SDR (Ramaswamy, 1999, str. 2). Velikost mednarodnih denarnih rezerv se skozi čas spreminja, nanjo vplivata predvsem ameriška denarna in ekonomska politika ter obnašanje zasebnih imetnikov dolarskih imetij oziroma na splošno premoženja v dolarjih (Ribnikar, 2003b, str. 74).

Centralne banke držijo devizne rezerve zaradi več razlogov, med drugim tudi zaradi potreb drugih transakcij, intervencije in diverzifikacije. Transakcijske potrebe so manj pomembne za razvita gospodarstva, ki imajo dober dostop do mednarodnih kapitalskih trgov, medtem ko imajo večjo vlogo pri državah z natančnim nadzorom deviznega tečaja. Potrebe intervencije nastanejo takrat, ko se države odločijo za konvertibilne valute, hkrati pa želijo obdržati vpliv na devizni tečaj. Najpomembnejše so za tiste države, ki imajo dobro razvite kapitalske trge. Pri končni izbiri valutne sestave rezerv pa ima pomembno vlogo tudi učinek bogastva, ki je bil v zadnjih letih deležen velike pozornosti. Povečala se je potreba centralnih bank po večji transparentnosti glede vloge in uporabe deviznih rezerv, ki so del nacionalnih prihrankov. Velikost in rast deviznih rezerv je s kredibilnostjo državne denarne politike in kreditno sposobnostjo lahko povod za znamenja globalnim finančnim trgom, pri čemer je donos na držanje rezerv lahko pomemben (Ramaswamy, 1999, str. 1).

1.2 ZNAČILNOSTI MEDNARODNEGA DENARNEGA SISTEMA

Nacionalni denarni sistem sestavljajo centralna banka in poslovne banke v svoji denarni funkciji. Mednarodni denarni sistem pa je t. i. povezovalni mehanizem med nacionalnimi denarnimi sistemi, ki omogoča menjavo med ekonomskimi subjekti in različnimi nacionalnimi denarnimi sistemi (Ribnikar, 2003b, str. 71). Gre za skupek dogovorov, pravil, postopkov in institucij, ki izvajajo vodenje finančnih povezav med narodi (Pilbeam, 1998, str. 277). Njegova vloga je zagotavljati stabilnost deviznih tečajev, spodbujati odpravljanje plačilnobilančnih neravnotežij in zagotavljati normalen dostop do mednarodne likvidnosti (Mrak, 2002, str. 299). Dober mednarodni denarni sistem je tisti, ki maksimira tok mednarodne trgovine in naložb ter vodi do pravične porazdelitve koristi od trgovine med narodi po svetu (Salvatore, 2004, str. 738).

Vsak mednarodni denarni sistem vsebuje tri temeljne elemente, in sicer plačilnobilančno prilagajanje, zagotavljanje mednarodne likvidnosti ter konsistentnost sistema in zaupanje vanj (Mrak, 2002, str. 300). Te tri elemente, ki so predstavljeni v nadaljevanju, lahko opredelimo tudi kot slabosti ali probleme mednarodnega denarnega sistema (Ribnikar, 2003b, str. 85).

1.2.1 Plačilnobilančno prilagajanje

Plačilnobilančno prilagajanje je proces odpravljanja plačilnobilančnega neravnotežja. Narodno gospodarstvo v ravnotežju ima notranje in zunanje ravnotežje. »Dober« mednarodni denarni sistem je sistem, ki minimizira čas in stroške, potrebne za vračanje plačilne bilance v

ravnotežje. Plačilnobilančno ravnotežje države je ravnotežje v tekočem delu plačilne bilance in je edina plačilnobilančna situacija, v kateri se neto dolžniški oziroma neto upniški položaj države ne spreminja. To je situacija, ki jo mora vsaka država dosegati na dolgi rok (Mrak, 2002, str. 301).

Predstavljen idealiziran mehanizem avtomatičnega vzpostavljanja plačilnobilančnega ravnotežja, kjer imamo veliko število majhnih ekonomskih subjektov, ni v skladu s svetovno ekonomijo. Za to so ključni trije razlogi (Mrak, 2002, str. 301–302):

- predpostavke o avtomatičnem odpravljanju plačilnobilančnih neravnotežij v praksi ne veljajo;
- premalo pozornosti je namenjene analizi vzrokov za nastanek plačilnobilančnega neravnotežja;
- zanemarja se velika raznolikost med različnimi ekonomskimi subjekti.

1.2.2 Zagotavljanje mednarodne likvidnosti

Pojem mednarodne likvidnosti posamezne države razumemo kot celoten obseg razpoložljivega finančnega premoženja rezidentov države, ki ga je mogoče hitro in z majhnimi stroški spremeniti v plačilno sredstvo ter ga uporabiti za poravnavo obveznosti do nerezidentov oziroma za financiranje plačilnobilančnega primanjkljaja. Kot »dober« mednarodni denarni sistem lahko opredelimo sistem, ki razpolaga s tolikšnim obsegom mednarodne likvidnosti, da držav s plačilnobilančnim primanjkljajem ne sili v prehitro in preostro plačilnobilančno prilagajanje, hkrati pa ne ustvarja inflacijskih pritiskov na svetovno gospodarstvo (Mrak, 2002, str. 303). Pri tem nastane težava, saj je mednarodna likvidnost odvisna od ameriškega plačilnobilančnega primanjkljaja. ZDA ne vodijo svoje ekonomske politike v skladu z upoštevanjem posledic za mednarodni denarni sistem, zato mednarodne denarne rezerve ne naraščajo v skladu s povečanjem potreb po njih (Ribnikar, 2003b, str. 85).

Mednarodna likvidnost vsake države je sklop dveh segmentov, in sicer mednarodne likvidnosti v posesti centralne banke – to so mednarodne denarne rezerve države, s katerimi ta posreduje na deviznem trgu s ciljem izvajanja svoje politike deviznega tečaja – in mednarodne likvidnosti v posesti vseh drugih subjektov v državi, torej poslovnih bank in vseh nebančnih subjektov – drugih finančnih institucij, podjetij in posameznikov (Mrak, 2002, str. 304).

1.2.3 Konsistentnost sistema in zaupanje vanj

Zaupanje v sistem mora veljati glede primernosti mehanizma za uravnoteževanje plačilnobilančnih neravnotežij in tudi glede primernosti višine mednarodne likvidnosti, potrebne za čim bolj učinkovito in neboleče plačilnobilančno prilagajanje držav, vključenih v mednarodni denarni sistem. »Dober« mednarodni denarni sistem temelji na eksplicitno ali

implicitno določenih pravilih, ki jih morajo države, vključene v sistem, spoštovati. Tako je dosežena konsistentnost mednarodnega denarnega sistema, ki je obvezen pogoj za njegovo delovanje (Mrak, 2002, str. 305–306).

Poznamo štiri osnovne mehanizme za oblikovanje konsistentnega mednarodnega denarnega sistema oziroma za sočasno odpravljanje plačilnobilančnih neravnotežij in zagotavljanje mednarodne likvidnosti. To so: mehanizem avtomatičnega prilagajanja, sistem $n-1$, sistem mednarodne koordinacije in sistem denarne unije. Pri tem je treba poudariti, da je bil v preteklosti dejanski mednarodni denarni sistem največkrat kombinacija dveh ali več mehanizmov, le izjemoma pa je deloval v obliki posameznega »čistega« mehanizma (Mrak, 2002, str. 306–307).

1.3 RAZVOJ MEDNARODNEGA DENARNEGA SISTEMA

Osnovni merili za klasifikacijo mednarodnega denarnega sistema sta mednarodne denarne rezerve, ki jih imajo centralne banke, in sistem deviznega tečaja (Ribnikar, 2003b, str. 71–72). Vsak posamezen mednarodni sistem je kombinacija sistemov iz ene in druge klasifikacije, pri čemer je kombinacija lahko vedno drugačna (Mrak, 2002, str. 299–300).

Pregled zgodovine mednarodnega denarnega sistema se kaže v delovanju množice sistemov, ki so opisani v nadaljevanju. Koliko je posamezen sistem uspešen, je odvisno predvsem od mednarodne institucionalne strukture, ki podpira sistem, in od uspešnosti različnih institucij, ki zagotavljajo, da države upoštevajo »pravila igre« (Gibson, 1996, str. 17).

Uspešno mednarodno gospodarstvo je odvisno od gladkega delovanja sistema deviznega tečaja. Ta označuje institucije, ki vodijo finančne transakcije med narodi. Poznamo tri pomembne sisteme deviznih tečajev (Samuelson, 2001, str. 631):

- sistem drsečega deviznega tečaja, kjer je devizni tečaj posamezne države določen s tržnimi silami ponudbe in povpraševanja;
- sistem trdnega deviznega tečaja, kot sta bila sistem zlatega standarda in brettonwoodski denarni sistem, kjer države vzpostavijo in varujejo dano strukturo deviznih tečajev;
- uravnavan devizni tečaj, kjer intervencije vlade in tržne sile delujejo vzajemno ter tako določijo raven deviznega tečaja.

1.3.1 Mednarodni denarni sistem do II. svetovne vojne

1.3.1.1 Sistem zlatega standarda

Bil je zelo preprost, saj je denar predstavljalo zlato. Ponudba in povpraševanje sta bila stabilna, zadnje je potekalo v skladu z vsakodnevnimi transakcijami. Edina vloga denarnih oblasti je bila zagotavljanje popolnega pokritja domačega denarja z zlatom. Sistem zlatega

standarda je velikokrat nostalgичno povezan s hitro rastjo in industrializacijo tistega časa. Ocenjujejo ga kot zgodbo o velikem ekonomskem uspehu v povezavi z mehanizmom avtomatičnega plačilnobilančnega prilagajanja (Burda in Wyplosz, 2005, str. 493–496). V teoriji je imelo zlato kot mednarodni denar osrednjo vlogo, kar pomeni, da so vsa mednarodna plačila potekala v zlatu in plačilnobilančno neravnotežje je bilo poravnano z zlatom (Gibson, 1996, str. 18). V resnici pa je imel sistem zlatega standarda nekatere težave, prav tako tudi prilagoditveni mehanizmi niso bili avtomatični, kot se je pogosto verjelo (Burda in Wyplosz, 2005, str. 493–496).

Sistem zlatega standarda je temeljil na mehanizmu avtomatičnega plačilnobilančnega prilagajanja v pogojih trdnega deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 315). Deloval je v obdobju med letoma 1870 in 1914 ter nato še v kratkem obdobju dvajsetih let 20. stoletja. V obdobju pred I. svetovno vojno oziroma v obdobju klasičnega zlatega standarda je sistem deloval večinoma v skladu s teorijo, medtem ko v obdobju dvajsetih let 20. stoletja oziroma v obdobju upravljanega zlatega standarda države niso več upoštevale »pravil igre« (Gibson, 1996, str. 18).

V sistemu zlatega standarda je bila enota vsake od valut, vključenih v sistem, opredeljena z določeno količino zlata, kar pomeni, da so bili devizni tečaji med valutami trdni. Tako opredeljen devizni tečaj imenujemo kovna pariteta (Gibson, 1996, str. 18). Določal se je glede na ponudbo in povpraševanje deviz, pri čemer se je gibal okrog kovne paritete (uradnega tečaja) v sorazmerno majhnem razponu. Devizni tečaj ni mogel biti nad kovno pariteto za več, kot so znašali stroški plačila z zlatom, prav tako tudi ni mogel biti pod kovno pariteto za več, kot so znašali stroški uvoza zlata (Ribnikar, 2003a, str. 62).

Sistem zlatega standarda označujejo tri glavne prednosti. Prvič, v sistemu zlatega standarda je bila denarna politika popolnoma določena z zalogo zlata, kar pomeni, da je bila zunaj dosega rok politikov. Drugič, ker je bila ponudba denarja omejena z razpoložljivostjo redkega vira, je bila inflacija relativno nizka. In tretjič, ni bilo potrebe, da bi bila posamezna država v središču denarnega sistema, zato ni bilo sporov o tem, katera država naj bi to bila (Burda in Wyplosz, 2005, str. 493–496).

Delovanje zlatega standarda predpostavlja upoštevanje dveh pravil, in sicer da država definira zlato pariteto svoje valute – količino zlata, ki je vsebovana v eni enoti domače valute, pri tem pa zagotavlja, da bo njena centralna banka po tej ceni kupila in prodala neomejeno količino zlata, ter da država zagotavlja prost izvoz oziroma uvoz. Pri tem je pomembno, da ekonomski subjekti zaupajo državi, da bo upoštevala obe pravili (Mrak, 2002, str. 319).

Še dandanes najdemo željo po vrnitvi v sistem zlatega standarda, ki je znan pod imenom »zlata doba« v mednarodnem denarnem sistemu. Razlog je v tem, da je sistem zlatega standarda uvedel disciplino v denarni politiki (Gibson, 1996, str. 23). Sistem zlatega standarda je posebna vrsta trdnega deviznega tečaja, pri katerem morajo udeležene države vzdrževati

vrednost svojih valut, izraženih v zlatu. Želja po vrnitvi na novi zlati standard spominja na osnovno pomanjkanje zaupanja v denar brez zlatega kritja zaradi nepripravljenosti denarnih oblasti v zgodovini, da se prenehajo vpletati v ponudbo denarja (Shapiro, 1989, str. 84). A kot lahko opazimo, je bilo pri zlati valuti zelo malo možnosti (ali jih celo ni bilo) za samostojno odločanje države ali centralne banke o količini denarja. Politika je bila popolnoma podrejena pravilom, možnosti za samostojno odločanje ljudi so bile zelo omejene (Ribnikar, 2003a, str. 275). Problemi nezadostne količine zlata v svetu in ustreznega kritja so postopoma pripeljali do propada zlate valute (Veselinovič, 1998, str. 21).

Konec sistema zlatega standarda sovpada z izbruhom I. svetovne vojne. Francija, Nemčija, Rusija in Velika Britanija so prekinile konvertibilnost svojih valut za zlato in uvedle prepoved izvoza zlata (Mrak, 2002, str. 325).

1.3.1.2 Obdobje med obema vojnama

Pomanjkanje sodelovanja in dogovorov o tem, kako naj bi bil mednarodni denarni sistem urejen, ima katastrofalne posledice na gospodarstvo posameznih držav in tudi posledično na svetovno gospodarstvo. Strah, da bi stabilizacija mednarodnega finančnega sistema lahko vodila v poslabšanje ekonomskega stanja, je bil delno razlog za nepripravljenost držav za medsebojno sodelovanje. Ta je bila tudi posledica dejstva, da je bilo obdobje med obema vojnama čas velikih sprememb, kar zadeva moč držav v svetu. Gospodarska vloga Velike Britanije je pojemala, medtem ko so ZDA prevzele položaj najmočnejše države na svetu. V ospredje so postavile domače gospodarstvo, mednarodni razvoj pa so v veliki meri imele za nepomembnega (Gibson, 1996, str. 24–27).

Obdobje med vojnama lahko razdelimo na tri podobdobja (Mrak, 2002, str. 326–336):

i. Obdobje 1918–1926

Za to obdobje sta značilna prosto drsenje valut in želja držav po vrnitvi na zlati standard. Močno spremenjena gospodarska in politična slika sveta ob koncu I. svetovne vojne ni dajala osnove za hitro vzpostavitev stabilnih razmer gospodarjenja, zato so se države odločile za odložitev vrnitve na zlati standard, medtem pa naj bi se njihove valute prosto gibale. Za to obdobje so torej značilni drseči devizni tečajji, ki pa naj bi bili zgolj začasna rešitev, saj so se države želele čim prej vrniti na predvojni sistem zlatega standarda.

ii. Obdobje 1926–1931 oziroma obdobje delovanja obnovljenega zlatega standarda

Pri tem je treba poudariti, da se zlati standard v obdobju med obema vojnama razlikuje od sistema zlatega standarda pred I. svetovno vojno. Najpomembnejše razlike so: ponovna vezava valut na zlato, izvedena na »napačni ravni«, in od tu izhajajoče ponavljajoče se težave v plačilnobilančnem prilagajanju, delovanje sistema v obliki zlatega deviznega standarda, ne pa v obliki pravega zlatega standarda, nespoštovanje pravil zlatega standarda oziroma

zamenjane prednosti nacionalnih ekonomskih politik in spremenjen pomen kratkoročnih tokov kapitala.

iii. Obdobje tridesetih let oziroma obdobje ekonomskega nacionalizma

V tem času, ko so se države borile z recesijo, so v želji po večjem izvozu devalvirale svoje valute in s tem poskušale prenesti recesijo v druge države, zato to obdobje imenujemo tudi obdobje kompetitivnih devalvacij. Da bi ustavili te maščevalne ukrepe depreciacije, je bil ustanovljen zlati blok, v katerega so bile vključene Belgija, Francija, Italija, Nizozemska, Poljska in Švica. Leta 1933 se je položaj drastično poslabšal, ko so ZDA, zadnje središče zlatega standarda, prepovedale izvoz zlata, uvedle devizne omejitve in zmanjšale vrednost dolarja. Zato so tudi druge države zvišale carine na uvoženo blago in tako spodbudile nadomestitev z domačo proizvodnjo. Uvoz je upadel, prav tako tudi izvoz. Cilj povečati proizvodnjo ni uspel, mednarodna trgovina pa je upadla (Burda in Wyplosz, 2005, str. 497).

Medvojno obdobje so zaznamovali ponesrečeni poskusi vrnitve na sistem zlatega standarda, velika ekonomska in politična nestabilnost v svetu, močno povečan obseg mednarodnih pretokov kratkoročnega kapitala in naraščajoči ekonomsko-denarni nacionalizem. Za to obdobje je torej značilen nekonsistenten mednarodni denarni sistem z globoko negativnimi učinki na obseg mednarodne trgovine in naložb (Mrak, 2002, str. 338).

1.3.2 Mednarodni denarni sistem po II. svetovni vojni

1.3.2.1 Brettonwoodski denarni sistem

Ustanovljen je bil leta 1944 na konferenci v Bretton Woodsu in zaznamuje obdobje 1944–1971/73. Takrat se je svet ponovno vrnil na sistem trdnih deviznih tečajev, temelječih na ameriških dolarjih. Države so fiksirale tečaj svoje valute glede na dolar (gibale so se lahko v razponu $\pm 1\%$) in prek dolarja na zlato (Pilbeam, 1998, str. 279). Sistem je deloval po načelu, da je prevladujoča država (ZDA) zajamčila konvertibilnost svoje valute v zlato po fiksni ceni. Preostale države so zagotavljale konvertibilnost svojih valut v dolarje po trdnem deviznem tečaju (Gandolfo, 1995, str. 457). ZDA naj bi obdržale ceno zlata na 35 \$ za unčo in so bile pripravljene zamenjati dolarje za zlato po tej ceni brez restrikcij oziroma omejitev (Salvatore, 2004, str. 742).

Sistem je temeljil na petih elementih: na režimu prilagodljivih trdnih deviznih tečajev, povečevanju mednarodne likvidnosti oziroma mednarodnih denarnih rezerv, načelu odprave deviznih omejitev za vse transakcije na tekočem računu plačilne bilance, načelu »redke valute« in ustanovitvi IMF kot specializirane mednarodne denarne institucije (Mrak, 2002, str. 341–344). IMF je bil ustanovljen, da bi vzpostavil pravilnejšo ureditev deviznega tečaja. Njegova naloga je bila nadzirati politike deviznega tečaja in dajati plačilnobilančna posojila vladam, ki ob začasnem primanjkljaju plačilne bilance vzdržujejo trdne devizne tečaje (Kenen, 2000, str. 489).

Brettonwoodski denarni sistem sestavljata dve podobdobji:

i. Obdobje 1944–1959 oziroma t. i. obdobje pomanjkanja dolarjev (angl. *dollar scarcity*)
Vzrok za pomanjkanje dolarjev so bili veliko svetovno povpraševanje po ameriškem blagu in hkrati zelo omejene izvozne možnosti drugih držav sveta ter njihove majhne devizne rezerve (Mrak, 2002, str. 350–351). Za to obdobje je značilno, da so centralne banke rade volje kupovale dolarje na deviznih trgih po pravilih trdnega deviznega tečaja, saj so bili to dolarji, potrebni za povečanje njihovih mednarodnih rezerv (Ribnikar, 2003b, str. 84). Evropske države so omenjeno težavo reševale s tremi instrumenti, in sicer s finančnimi sredstvi, zagotovljenimi v okviru Marshallovega plana, z ustanovitvijo in učinkovitim delovanjem Evropske plačilne unije ter s trgovinskimi in deviznimi omejitvami (Mrak, 2002, str. 351–354).

ii. Obdobje 1959–1971 oziroma obdobje t. i. obilja dolarjev (angl. *dollar glut*)
To obdobje je zaznamovala stabilnost deviznih tečajev najpomembnejših valut, gospodarsko pomembne države so ukinile devizne omejitve za transakcije na tekočem delu plačilne bilance, v svetu sta bili prisotni makroekonomska stabilnost in visoka stopnja rasti svetovne trgovine, obseg zlatih rezerv v ZDA pa je bil približno enak obsegu ameriških dolarskih obveznosti (Mrak, 2002, str. 354–364). V sistemu trdnih deviznih tečajev so države odlašale z devalvacijami oziroma revalvacijami, kar je pripeljalo do predolgo neravnovesnih (previsokih ali prenizkih) deviznih tečajev, to pa je negativno vplivalo na nacionalna gospodarstva in tudi na svetovno gospodarstvo (Ribnikar, 2003b, str. 89). ZDA so se v upanju, da bo primanjkljaj začasen, odločile predvsem za financiranje in manj za plačilnobilančno prilagajanje. Zaradi rezervne vloge dolarja so lahko odložile prilagajanje plačilne bilance, saj so države s plačilnobilančnim presežkom kupovale dolarje namesto zlata. Plačilna bilanca ZDA se je poslabšala v poznih šestdesetih letih, ko so se inflacijski pritiski v ZDA okrepili (Kenen, 2000, str. 489–490).

Brettonwoodski denarni sistem je deloval razmeroma uspešno, prišlo je le do občasnih ponovnih nastavitvev med letoma 1947 in 1971. Vzrok za njegov propad so bili predvsem problemi likvidnosti in pomanjkanje ustreznih regulativnih mehanizmov (Pilbeam, 1998, str. 285). Sistem je propadel 15. avgusta 1971, ko so ZDA odpravile konvertibilnost dolarjev za zlato. Zamenjalo ga je obdobje, v katerem so številne države sprejele sistem uravnavno drsečih deviznih tečajev, kjer ne obstajajo uradno določene paritete (razen mogočih dogovorov med posameznimi državami, kot npr. evropske države, ki so oblikovale evropski denarni sistem – EMS (angl. *European Monetary System*)) in se devizni tečaji spreminjajo (Gandolfo, 1995, str. 23).

V petdesetih in šestdesetih letih je bilo več plačilnobilančnih kriz, vendar to niso bile sistematične krize. Leta 1971 so poskušale ZDA najti izhod iz plačilnobilančne krize, in sicer na način, ki prinaša velike spremembe v mednarodnem denarnem sistemu. Cilj ZDA ni bil premik s trdnih na drseče devizne tečaje, temveč so poskušale rešiti problem usklajevanja, ki

je nastal zaradi organizacije deviznega sistema. Decembra 1971 so se industrijske države v okviru Smithsonianskega sporazuma v Washingtonu dogovorile o ponovni vzpostavitvi stabilnih deviznih tečajev, ki je vključevala značilno devalvacijo dolarja. To je pomenilo prehod mednarodne denarne ureditve na sistem dolarskega standarda (Kenen, 1994, str. 33–36).

Po propadu brettonwoodskega denarnega sistema se je med letoma 1971 in 1973 mednarodna denarna ureditev vrnila na dolarski standard. Decembra 1971 je prišlo do sklenitve t. i. Smithsonianskega sporazuma, katerega temeljni cilj je bil vzpostaviti novo množico stabilnih deviznih tečajev, na osnovi katerih bi se vzpostavilo plačilnobilančno ravnotežje ključnih držav sveta (Mrak, 2002, str. 365–366). Evropske valute, ki so bile vezane na dolar (z dovoljenim odstopanjem $\pm 2,25\%$ od srednjega tečaja), so revalvirale, cena zlata se je povzpela na 38 \$ za unčo, vendar dolar ni dolgo ostal konvertibilen za zlato. V skladu s tem so številne evropske države vpeljale »kačo v tunel« (angl. *snake in the tunnel*); to je tudi prvi poskus držav, združenih v skupni trg (angl. *common market*), da bi zmanjšale nihanje evropskih valut. V začetku leta 1973 je postalo jasno, da bodo nadaljnji valutni popravki neizogibni in težnja k špekulativnim pritiskom na znižanje dolarja se je nadaljevala. Rezultat je bil prehod skoraj vseh pomembnih svetovnih valut na sistem drsečih deviznih tečajev marca 1973 (Gibson, 1996, str. 39).

Po sklenitvi Smithsonianskega sporazuma in odločitvi ameriške državne zakladnice, da je potrebna velika sprememba deviznega tečaja, se je plačilna bilanca ZDA počasi izboljšala. Februarja 1973 je dolar ponovno devalviral. Devizni trgi so do takrat imeli malo zaupanja v ohranitev sistema trdnega deviznega tečaja (Kenen, 1994, str. 36).

Z večanjem gospodarstva in razvojem mednarodne trgovine narašča potreba po mednarodnem denarju. Ko je ameriški dolar postal mednarodni denar, se je povečala potreba po dolarjih, ki so na razpolago za svetovno gospodarstvo. Pogoja za naraščanje mednarodnega ravnotežja v dolarjih sta nenehen plačilnobilančni primanjkljaj ZDA in pripravljenost preostalih držav, da svojo mednarodno likvidnost držijo v dolarjih. Dolarske terjatve tujih centralnih bank morajo preseči zlate devizne rezerve ZDA. Na točki stičišča pa ZDA ne morejo več dolgo zagotavljati zlate vrednosti ameriškega dolarja. To imenujemo Triffinov paradoks in je usodna slabost zlatega standarda (Burda in Wyplosz, 2005, str. 499–500).

1.3.2.2 Mednarodni denarni sistem v obdobju po letu 1973 naprej

Imenujemo ga tudi sistem drsečih deviznih tečajev in je bil svetu vsiljen zaradi propada brettonwoodskega sistema. V tem obdobju so nekatere valute, kot sta npr. nemška marka in japonski jen, ogrozile absolutno prevlado ameriškega dolarja v mednarodnih finančah. Takrat je večina industrijsko razvitih držav prekinila kakršno koli formalno povezavo svojih valut z valutami drugih držav. Države, ki so prešle na sistem samostojno drsečih deviznih tečajev, so

drsenje svojih valut povezale z drsenjem tistih mednarodno pomembnih valut, na katere so se navezale (Mrak, 2002, str. 350–368).

To obdobje lahko razčlenimo na obdobje 1973–1985 oziroma obdobje bolj ali manj čistega drsenja deviznih tečajev vodilnih svetovnih valut, na katerega so države prešle po razpadu brettonwoodskega denarnega sistema leta 1971, in obdobje po letu 1985 oziroma obdobje uravnavanega drsenja deviznih tečajev, v katerem so gospodarsko najpomembnejše države sveta pogosto posredovale na deviznih trgih (Mrak, 2002, str. 370–377).

Po razpadu brettonwoodskega sistema je svet prešel na mešani oziroma hibridni sistem deviznega tečaja, ki ga poznamo še danes. Pred tem so bile ZDA prevladujoče svetovno gospodarstvo, po tem pa se je gospodarska moč porazdelila med integrirano Evropo, Japonsko in ZDA ter preostala nastajajoča tržna gospodarstva, kot sta jugovzhodna Azija in Latinska Amerika (Pilbeam, 1998, str. 308). Glavne gospodarske regije (ZDA, Evropa in Japonska) imajo valute, ki so si razmeroma blizu druga do drugi. Večina manjših držav ima svoje valute vezane na dolar ali na druge valute, npr. evro.

2 NASTANEK IN RAZVOJ DOLARJA IN EVRA KOT MEDNARODNIH VALUT

2.1 OPREDELITEV POJMA MEDNARODNE VALUTE

Kot mednarodno valuto lahko opredelimo tisto nacionalno valuto, ki jo v večjem obsegu uporabljajo države in rezidenti drugih držav kot menjalni posrednik, hranilec vrednosti in mero vrednosti. Omenjene vloge lahko izpolnjujejo različne valute, vendar pa je zgodovinsko gledano mednarodna valuta tista valuta, ki prevladuje kot menjalni posrednik in hranilec vrednosti (Galati & Wooldridge, 2006, str. 1–2). Pri njeni izbiri ni nadnacionalne institucije, ki bi predpisala uporabo neke valute na nekem ozemlju, torej je izbira odvisna od poslovne odločitve udeležencev na trgu. Mednarodne valute so največkrat povezane z velikimi konkurenčnimi gospodarstvi, še posebej s tistimi z obsežnimi trgovinskimi in finančnimi vezmi (Lim, 2006, str. 6).

Treba je razlikovati med uporabo mednarodne valute javnega in zasebnega sektorja. Denarne oblasti lahko držijo mednarodno valuto zato, da vplivajo na devizni tečaj pri svoji denarni politiki, posredujejo na deviznih trgih ali zavarujejo bogastvo. Mednarodno valuto lahko uporabljajo kot mero vrednosti, ko nanjo vežejo svojo valuto. Valuta, ki jo javni sektor uporablja za izvajanje teh funkcij, je opredeljena kot rezervna valuta. Udeleženci zasebnega sektorja uporabljajo mednarodno valuto za druge namene, npr. za trgovanje (Galati & Wooldridge, 2006, str. 2). Mednarodna valuta se kot zasebna mera vrednosti uporablja za izdajanje računov, torej za postavitev cen blaga in sredstev, prav tako tudi pri izdaji obveznic ali določitvi bančnega posojila. Ta vloga se razlikuje od vloge plačilnega sredstva, odkar so lahko cene v eni valuti in plačila v drugi. Zasebni nerezidenti uporabljajo mednarodno valuto

kot vodilno valuto, torej kot posredno vrednost med dvema manjšima valutama. Primer so transakcije med Portugalsko in Tajsko, ki so deljene na transakcije eskudo/dolar in dolar/baht (Benassy-Ouere, Mojon & Schor, 2006, str. 10).

Tako zasebni kot tudi javni sektor uporabljata mednarodno valuto kot hranilec vrednosti z namenom ohranitve vrednosti prihrankov. Spodbuda za zasebne vlagatelje je optimalna alternativa med donosom in diverzifikacijo tveganja, medtem ko se za javni sektor razlikuje glede na sistem deviznega tečaja. Lahko je podobna optimizaciji zasebnih imetnikov ali pa je posvečena vodenju deviznega tečaja (Benassy-Ouere et al., 2006, str. 10).

Rezervna valuta je valuta, ki predstavlja večino deviznih rezerv, saj se z njo največ trguje na svetovnem trgu. V rezervni valuti so denominirane mednarodne devizne rezerve oziroma mednarodne devizne rezerve centralnih bank. Centralne banke in druge vodilne finančne institucije jo imajo kot sredstvo za poravnavo mednarodnega dolga oziroma za vplivanje na devizni tečaj domače valute. Lahko rečemo, da je ameriški dolar glavna rezervna valuta, ki jo uporabljajo številne države. Z velikim deležem surovin, kot sta npr. zlato in nafta, se največkrat trguje v dolarjih, zato druge države držijo to valuto, da z njo plačajo kupljeno blago.

Rezervne valute imajo lastnosti naravnega monopola oziroma mreže, zato se redko pojavi več kot ena prevladujoča valuta. Če za trgovanje z nekom, ki uporablja drugo valuto kot mi, plačamo več, je tudi za nas smiselno, da uporabljamo valuto, ki jo uporablja večina ljudi; to naredi valuto večjo in cenejšo za uporabo. Omenjena moč mreže je razlog, da imajo centralne banke med svojimi rezervami veliko večji delež dolarjev (70 %), kot je delež trgovine z ZDA (30 %). To je tudi razlog, zakaj je večina surovin, kot npr. nafta, baker in kava, v dolarjih, ne glede na to, kje so pridobljene oziroma prodane (Persaud, 2004).

Vendar pa rezervne valute pridejo in gredo. V preteklosti se je pojavilo veliko rezervnih valut, ki pa so potem izgubile ta položaj. Funt je svoj položaj izgubil v prvi polovici 20. stoletja, dolar ga bo v prvi polovici tega stoletja. Kitajska, ki ima svojo valuto vezano na dolar, bo v naslednjem desetletju prešla na sistem drsečega deviznega tečaja, kar bo verjetno pomenilo začetek konca za dolar. Izguba statusa rezervne valute bi ZDA pripeljala do resne gospodarske in politične krize (Persaud, 2004).

V zgodovini ni bilo veliko valut, ki so bile sposobne postati prevladujoče v svetu. Dve stoletji je status vodilne valute užival nizozemski gulden, po prvi industrijski revoluciji ga je nadomestil angleški funt. Ta je bil sposoben obdržati svoj položaj vse do I. svetovne vojne, ko je vodilno vlogo prevzel ameriški dolar (Wiik, 2003). Zamenjave prevladujoče mednarodne valute torej niso pogoste; zadnja se je zgodila pred več kot pol stoletja, ko je dolar prevladal nad funtom (Eichengreen, 2005, str. 2).

Na podlagi tega lahko ugotovimo naslednje (Wiik, 2003):

- proces zamenjave prevladujoče valute z novo je dolgotrajen – prevladujoča valuta po navadi soobstaja z novo valuto več desetletij pred in po tem, ko ta postane prevladujoča;
- le države s prostim pretokom blaga, storitev in kapitala ter obsežno trgovino in večjimi finančnimi središči so sposobne pripeljati svojo valuto na prevladujoč položaj;
- vsaka valuta ima polno jamstvo države izdajateljice, vendar to ni zadosten pogoj za prednostno uporabo na mednarodnih trgih – zasebni ekonomski subjekti so tisti, ki odločajo, katero valuto bodo uporabljali za svoje mednarodne transakcije;
- prevlada ene valute na svetovnih trgih ustvarja pogoje za drugo valuto oziroma valute, da se pojavijo kot tekmeči;
- pomemben dejavnik za vsako valuto, ki želi postati prevladujoča, je tudi pričakovan donos naložb v različne valute;
- valuta, ki želi doseči vodilen položaj, mora biti ne samo močna, temveč tudi preizkušeno stabilna.

2.2 PREDNOSTI IN SLABOSTI MEDNARODNE VALUTE ZA DRŽAVO IZDAJATELJICO

Prednosti mednarodne valute za državo izdajateljico (Chinn & Frankel, 2005, str. 6–8):

i. Korist za rezidente države

Za izvoznike, uvoznike, izposojevalce in posojevalce je bolj preprosto, da trgujejo s svojo kot pa s tujo valuto. Svetovna uporaba dolarja in tudi svetovna uporaba angleškega jezika sta prednosti, ki ju imajo ameriški trgovci za samoumevni.

ii. Več posla za domače banke in druge finančne institucije

Pri tem obstaja trdna povezava med valuto, v kateri se bančništvo vodi, in nacionalnostjo bank. Ameriške banke imajo namreč primerjalno prednost pri trgovanju v dolarjih, britanske banke pri trgovanju v funtih itn.

iii. Seignorage

Dejstvo, da imajo druge države valuto države izdajateljice, pomeni zanjo največjo prednost, saj ji to prinaša dobiček od izdajanja denarja. Seignorage nastane zaradi obresti, ki jih monopolni izdajatelj denarja ni dolžan plačati imetnikom njegovega denarja. Velikost seignoragea je odvisna od količine denarja, ki ga država izdajateljica daje v obtok, in je zmanjšana za stroške izdajanja. V ožjem smislu seignorage ni nujno velik, saj gre za posojila z nizkimi obrestnimi merami tujim centralnim bankam, ki imajo svoje rezerve v dolarjih, evrih in drugih valutah.

iv. Politična moč in ugled

Ko je Velika Britanija izgubila politično in vojaško prevlado, je tudi britanski funt izgubil položaj svetovne mednarodne valute.

Mednarodna valuta pa prinaša tudi slabosti (Chinn & Frankel, 2005, str. 8–9):

i. Večje nihanje povpraševanja po valuti

Imeti neko valuto, ki jo uporablja množica ljudi po vsem svetu, še ne pomeni tudi večje spremenljivosti povpraševanja. Ta spremenljivost bolj verjetno izhaja iz povečanja stopnje kapitalske mobilnosti kot pa iz statusa ključne valute. Centralne banke so v skrbeh, da bi internacionalizacija otežila nadzor nad zalogami denarja, a če ne posredujejo na deviznem trgu, ni te težave. Poleg tega ne želijo, da bi nihanje povpraševanja po valuti vplivalo na devizni tečaj in ponudbo denarja.

ii. Povečanje povprečnega povpraševanja po valuti

Pomeni nasprotno stran seignoragea. V šestdesetih in sedemdesetih letih sta bili Japonska in Nemčija še posebej zaskrbljeni, saj bi, če bi bila sredstva na razpolago tujim rezidentom, pritek kapitala povzročil apreciacijo valute in manjšo konkurenčnost izvoznikov na svetovnem trgu. Danes se s to težavo spopada Kitajska.

iii. Breme odgovornosti

Denarne oblasti v državi z vodilno mednarodno valuto bi morale upoštevati posledice svojih dejanj na svetovnih trgih, namesto da se posvečajo le domači denarni politiki.

2.3 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA MEDNARODNO UPORABNOST VALUTE

Da bi prišli do odgovora na vprašanje, ali bo dolar sledil primeru funta in odstopil status vodilne mednarodne rezervne valute, je treba poznati dejavnike, ki vplivajo na deleže vodilnih valut v rezervnih imetjih svetovnih centralnih bank. Ti dejavniki so: velikost domače države, stopnja inflacije, spremenljivost deviznega tečaja in velikost ustreznega domačega finančnega središča. Chinn in Frankel (2005, str. 1) neto mednarodnega dolga ne vidita kot pomembnega dejavnika. Opozarjata, da je povezava med deleži valut in dejavniki nelinearna, spremembe pa je mogoče zaznati šele na dolgi rok.

V nadaljevanju so opredeljeni dejavniki, ki vplivajo na mednarodno uporabnost valute (Gandolfo, 1995, str. 470–472):

i. Zaupanje v valuto oziroma nizka stopnja inflacije države izdajateljice valute

Za mednarodno uporabo valute je potrebno zaupanje v njeno vrednost, pri čemer je pomembna predvsem inflacija v državi izdajateljici v preteklosti. Valuta je lahko na podlagi stabilne vrednosti mednarodna mera vrednosti in plačilno sredstvo. Prav tako je potrebna tudi

politična stabilnost države, ki mora imeti finančni trg s prostim mednarodnim pretokom kapitala, širok obseg finančnih instrumentov, razvit sekundarni finančni trg in institucije v finančnih središčih.

ii. Majhni stroški menjave v valuto oziroma majhni transakcijski stroški

Transakcijski stroški so povezani z ekonomijo obsega, ki ga dosega mednarodna valuta v mednarodnih transakcijah, in so tem nižji, čim večji je obseg menjave valute na trgu. Ta pa je odvisen od velikosti mednarodne menjave in strukture plačilne bilance države izdajateljice. Transakcijski stroški so tem manjši, čim pogosteje je valuta uporabljena kot mednarodno sredstvo za plačila. Nestabilnost bilateralnih trgov posamezne valute poveča transakcijske stroške in hkrati tveganje držanja te valute. Transakcijski stroški zamenjave ene valute v drugo so odvisni tudi od likvidnosti sredstev, v katerih je tuja valuta. Ne nazadnje valuta, ki postane posredniška valuta in je s tem primernejša za uporabo v mednarodnih transakcijah, zmanjša transakcijske stroške.

iii. Majhno tveganje kapitalske izgube

Tem bolj intenziven, živahen in prožen je finančni trg mednarodne valute, tem manjše je tveganje kapitalske izgube.

iv. Majhno pričakovano gibanje deviznega tečaja valute

Ob pričakovanem velikem nihanju deviznega tečaja valute ima valuta manj možnosti za mednarodno uporabnost.

Pod vplivom povpraševanja in ponudbe ter manjših transakcijskih stroškov postane valuta države koristnice v primerjavi s tekmeci zelo konkurenčna. Močna valuta stremi k temu, da postane še močnejša, medtem ko njeni tekmeci postajajo šibkejši. Obstaja velika težnja, da se obvezna valuta obdrži kot vodilna, tudi če bi se pojavila neka druga valuta, ki prav tako dobro igra svojo vlogo. Pomembno vlogo ima zgodovina, saj bo trg obvladovala tista valuta, ki se je pojavila prva (Lim, 2006, str. 9).

2.4 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA MEDNARODNO VLOGO VALUTE

Obstajajo dejavniki, ki odločajo o tem, ali bo neka valuta imela pomembno mednarodno vlogo ali ne. Literatura opredeljuje pet glavnih dejavnikov, ki omogočajo status mednarodne valute (Galati & Wooldridge, 2006, str. 2–3; Lim, 2006, str. 6–8):

i. Velikost gospodarstva

Zgodovinsko gledano sta velikost gospodarstva in status valute vzajemno povezana. Funt in nato dolar sta postala prevladujoča valuta, in sicer v obdobju, ko sta bili Velika Britanija in ZDA največji svetovni gospodarstva in trgovca (Benassy-Ouere et al., 2006, str. 12–13). Mednarodne valute so po navadi povezane z velikimi konkurenčnimi gospodarstvi, še posebej s tistimi z obsežnimi trgovinskimi in finančnimi vezmi. Tako gospodarstvo po navadi

povzroči obstoj razmeroma obsežnega deviznega trga, kjer se del deviznih transakcij izvede tudi v domači (lastni) valuti. Velik trg pomeni manjše transakcijske stroške, in to je odraz tehničnih ekonomij obsega v finančnem menedžmentu. Številna gospodarstva so premajhna, da bi bila učinkovita, zato konkurenčni devizni trgi in vodilne valute največkrat pripadajo velikim prevladujočim gospodarstvom. Velikost je pomembna tudi zaradi stabilnosti gospodarskega območja, saj imajo šoki v velikem gospodarstvu manjši vpliv kot v majhnem gospodarstvu (Christl, 2006, str. 3).

ii. Razvitost finančnega sistema

Mednarodne valute so po navadi povezane z odprtimi, likvidnimi in dobro razvitimi finančnimi sistemi. V 19. in začetku 20. stoletja, ko je bil funt prevladujoča mednarodna valuta, je bil London središče mednarodnega finančnega trga. Dandanes je položaj funta in dolarja zamenjan; dolar podpirajo globoki, likvidni in dobro diverzificirani finančni trgi v New Yorku.

Dobro razvit finančni sistem poveča privlačnost domače valute, kar se kaže v več pogledih. Udeležencem mednarodnega trga ponuja možnost izbire likvidnih vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu, ki prinašajo obresti (Cooper, 1997). Poleg tega si lahko udeleženci izposodijo denar ali ga vložijo v domačo valuto, lahko pa zavarujejo svoj valutni položaj.

iii. Zaupanje v vrednost valute (vloga hranilca vrednosti)

Mednarodna valuta ima med drugim tudi vlogo hranilca vrednosti. Ljudje jo morajo sprejeti kot zdravo valuto, katere prihodnja vrednost je stabilna in ni nagnjena k napihovanju vrednosti. Hartmann in Issing (2002) poudarjata, da je stabilnost cen pomemben pogoj za razvoj in ohranitev mednarodne vloge valute. Spremenljivost vrednosti poveča tveganje držanja valute, inflacija zmanjša kupno moč; oba elementa odvrneta vlagatelje od držanja sredstev v tej valuti. Zaupanje v vrednost valute je tudi posredno pomembno za njeno vlogo menjalnega posrednika. Friedman (1971) pravi, da lahko posrednik menjave preživi, če ni hkrati tudi hranilec vrednosti.

Hartmann (1998) zagovarja raznovrstnost mednarodnih valut v vlogi hranilcev vrednosti. Vse dokler bodo vlagatelji z diverzifikacijo poskušali zmanjšati tveganje, obstaja velika verjetnost raznovrstnosti valut v vlogi hranilcev vrednosti. Moderna premoženjska teorija zagovarja stališče, da učinkovito premoženje največkrat sestavlja več valut.

iv. Politična stabilnost

Za močno mednarodno valuto imata velik pomen tudi politična stabilnost in moč, ki uporabnikom valute in vlagateljem zagotavljata neko stopnjo zaupanja (Christl, 2006, str. 4). Ta dejavniki poudarjajo predvsem tisti ekonomisti, ki imajo bolj zgodovinski pogled. Mundell (1998) pravi, da »ko država propade, se valuta razblini«. Poudarja močno zgodovinsko povezavo, ki obstaja med mednarodnimi valutami in močnimi državami, kjer moč pomeni politično stabilnost, ki poveča željo po denarni stabilnosti. Podobno menijo tudi Bordo (2003)

ter Dwyer in Lothian (2003), ki trdijo, da so bile v preteklosti stabilne tiste denarne unije, pri katerih je bila denarna integracija povezana s politično unijo (primer ZDA). V nasprotnem primeru mednarodne denarne unije niso bile uspešne (na primer Skandinavski denarna unija z državami različne narodnosti). Razlog je v tem, da lahko šoki različno vplivajo na vsako članico posebej in dvigujejo pritisk, ki oslabi politično voljo za ohranitev unije.

v. Mrežne eksternalije

»Mrežne eksternalije« (angl. *network externalities*) so pojav, prav tako povezan z mednarodnimi valutami – več je ljudi, ki jih uporablja, večjo vrednost dosežejo blago ali storitve. Večja ko je uporabnost valute v funkciji menjalnega posrednika, manjši so njeni transakcijski stroški in likvidnost, to pa posledično pomeni, da je privlačnejša za nove uporabnike. Rohlfs (1974) navaja primer telefona – za uporabnika postane telefonska povezava uporabnejša, ko se poveča število ljudi s telefonom.

Mrežne eksternalije so po navadi povezane z vodilnimi valutami na deviznih trgih. Prisotne so tudi na trgih vrednostnih papirjev, kjer lahko visoka stopnja trgovanja kratkoročne obveznice v vlogi hranilca vrednosti koristi mrežnim eksternalijam (Cooper, 1997). Mrežne eksternalije lahko pripeljejo valuto do tržne nadvlade, vendar je pri tem treba poudariti, da bo potencialno število pomembnih valut v istem obdobju najverjetneje majhno. Krugman navaja edino obdobje z dvema glavnima valutama – obdobje med obema vojnoma, ko sta bila vodilna dolar in funt (Bilson in Marston, 1984, str. 261–278).

Bergsten (1997b), Mundell (1998) in Eichengreen (2005) zagovarjajo stališče, da velikost gospodarstva in diverzifikacijski učinki pozitivno vplivajo na evro, medtem ko McKinnon (1998), Kenen (2002, 2003) in Cooper (1997) poudarjajo mrežne eksternalije, odvisnost od preteklih dogodkov, razvite dolarske finančne trge in vlogo nominalnega sidra kot podporo za nadaljnjo nadvlado dolarja. Eichengreen celo opozarja na pomemben nov dejavnik – potencialno spremenljivost vrednosti dolarja; ta bi lahko imela velik vpliv na dolar in njegovo uporabo kot rezervne valute. Ob dolgotrajni nestanovitnosti vrednosti dolarja bi ta izgubil vlogo vodilne valute in hranilca vrednosti, to pa bi ustvarilo priložnost za druge valute, da razširijo svojo vlogo (Lim, 2006, str. 15–16).

Temeljni razlog za nadvlado dolarja v zadnjih šestdesetih letih je pomanjkanje konkurence. Nobeno drugo gospodarstvo se ni približalo velikosti ZDA, zato tudi nobena valuta ni mogla pridobiti mrežnih eksternalij, ekonomij obsega in koristi javnih dobrin, potrebnih za to, da bi lahko na globalni ravni tekmovala z dolarjem. Podobna situacija Velike Britanije je razlaga za prevlado funta v 19. stoletju. Nedvomno pa je dejstvo, da evro predstavlja prvo resno konkurenco dolarju od zadnjega vzpona svetovne valutne nadvlade (Bergsten, 2004, str. 4–5).

2.5 VLOGA MEDNARODNE VALUTE

Ekonomisti menijo, da svet potrebuje mednarodni denar, in sicer zaradi vlog, ki jih opravlja – menjalni posrednik, mera vrednosti in hranilec vrednosti. Najbolj preprosto razlago za potrebo po njem ponuja vloga denarja kot menjalnega posrednika. Tako kot je uporaba domačega denarja za menjavo blaga učinkovitejša kot blagovna menjava, je uporaba enotne valute (ali omejenega števila) kot obračunske enote in menjalnega posrednika, namenjenega menjavi iz ene valute v drugo, učinkovitejša kot dvostranska menjava (v vseh parih valut). Učinkovitost je dosežena na dva načina. Prvič, usmerjanje transakcij prek ene valute zahteva manj deviznih trgov, zaradi česar se ustvarjalcem trga zmanjšajo začetni stroški. Drugič, pri manjšem številu trgov je lahko obseg transakcij na vsakem od teh trgov večji, to pa pripomore k zmanjšanju transakcijskih stroškov (Lim, 2006, str. 5).

Tabela 1: Vloge mednarodne valute

Funkcija denarja	Vladni sektor	Zasebni sektor
hranilec vrednosti	mednarodne rezerve	valutna zamenjava
menjalni posrednik	vodilna valuta intervencij na deviznem trgu	trgovanje s surovinami in finančne transakcije
mera vrednosti	sidro vezave lokalne (domače) valute	denominacija poslov in finančnih transakcij

Vir: M. Chinn & J. Frankel, *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency?*, 2005, str. 50.

V preteklosti so upravljavci rezerv posvečali večjo pozornost vlogi valute kot menjalnega posrednika kot pa njeni vlogi hranilca vrednosti. Vendar pa je v zadnjem desetletju akumulacija rezerv prehitela rast v svetovni trgovini, finančne tokove oziroma BDP. Tuje devizne rezerve so narasle s 4 % BDP v letu 1990 na skoraj 10 % v letu 2005, zaradi česar menijo, da naj bi bile rezerve večje, kot so potrebne za intervencijo. To je pripeljalo denarne oblasti do tega, da se pri upravljanju z devizami vse bolj usmerjajo na maksimiranje donosov za trenutno raven tveganja, zaradi česar posvečajo manj pozornosti ohranitvi likvidnosti in kapitala (Galati & Wooldridge, 2006, str. 13).

2.5.1 Menjalni posrednik

Najpomembnejša funkcija denarja je menjalni posrednik. V splošnem je sprejet kot plačilno sredstvo, saj odpravi precejšnje stroške, ki nastanejo pri blagovni menjavi (Krugman & Obstfeld, 2000, str. 364). Po G. L. S. Shacklerju naj bi se v zvezi z denarjem pravilno govorilo o plačilnem sredstvu kot njegovi specifičnosti, medtem ko naj bi bili njegovi nadomestki menjalno sredstvo, saj jih ne moremo označiti kot plačilno sredstvo (Ribnikar, 2003a, str. 29). Plačilno sredstvo je pri transakcijah na splošno sprejeto, saj je institucionalno podprto z veljavnim plačilnim sistemom. Posamezno plačilno sredstvo je opredeljeno kot denar, če dosega (materialno ali nematerialno) vrednost (Yang, 2007).

Denar kot menjalni posrednik je najbolj likvidni del premoženja – to je likvidno takrat, ko ga lahko hitro in brez večjih transakcijskih stroškov zamenjamo za blago in storitve. Ko je denar

brez težav sprejet kot plačilno sredstvo, postavlja merilo, s katerim lahko presojamo likvidnost preostalega premoženja (Krugman & Obstfeld, 2000, str. 364–365).

Ta vloga je povezana z odločitvijo denarnih oblasti, v kateri valuti bodo posredovale na deviznih trgih. Zgodovinsko gledano so nepredvideni izdatki in posledično morebitna potrebnost posredovanja na finančnih trgih vodili upravljanje z devizami, zato so upravljavci rezerv držali večino svojih rezerv v zelo likvidnih sredstvih. Naložba, ki jo nekatere centralne banke imenujejo »likvidnostna tranša«, je omejena s potrebo po hitri spremembi sredstev v denar in majhnih stroških ter težkimi tržnimi pogoji (Galati & Wooldridge, 2006, str. 8).

Swoboda (1968) se ukvarja z vprašanjem, zakaj posamezne valute postanejo mednarodna plačilna sredstva. To je delno odvisno od zgodovinskih naključij in tudi od ekonomskih dejavnikov, ki pa jih lahko izločimo. Prvič, obstajajo stroški zamenjave deviznih imetij v domačo valuto. Stroški zamenjave premoženja so obratno odvisni od velikosti trga za posamezno valuto, in sicer zaradi prisotnosti ekonomij obsega pri finančnem posredovanju. Ta obseg je delno odvisen od velikosti tujih transakcij (obseg zunanje trgovine in struktura plačilne bilance) države, iz katere izvira valuta. Drugič, glede na to, da so imetniki premoženja na splošno nenaklonjeni tveganju, mora biti finančni trg vodilne valute »globok, širok in prožen«, da bo tveganje kapitalske izgube majhno. In tretjič, če se pričakuje močno nihanje deviznega tečaja valute, je malo verjetno, da bi ta postala vodilna (Gandolfo, 2002, str. 395–396).

Swoboda (1968) tudi navaja, da pogosteje ko je valuta uporabljena v mednarodnih plačilnih sredstvih, manjši so stroški zamenjave premoženja, zato je njena uporaba v mednarodnih plačilih bolj razširjena. Če potrebni pogoji niso več izpolnjeni, lahko vodilna valuta izgubi svoj status; to se po navadi ne zgodi nenadoma, temveč postopno. Vendar pa lahko valuta obdrži status vodilne valute, tudi če eden od osnovnih pogojev ni več izpolnjen. Primer je ameriški dolar, ki ostaja glavna vodilna valuta kljub svojim velikim nihanjem na deviznih trgih (Gandolfo, 2002, str. 396).

2.5.2 Mera vrednosti

Druga najpomembnejša funkcija je mera vrednosti. Cene blaga, storitev in premoženja so izražene v denarju. Devizni tečaji omogočajo, da lahko pretvorimo cene denarja različnih držav v primerljive pogoje. Dogovor določanja cen v denarju poenostavi ekonomsko računanje s tem, da olajša primerjavo cen različnih proizvodov. Mednarodna cenovna primerjava, ki uporablja devizne tečaje za primerjavo cen proizvodov različnih držav, je podobna računanju, ki ga lahko izvedemo celo večkrat na dan, če različne cene proizvodov niso izražene v standardizirani meri vrednosti (Krugman & Obstfeld, 2000, str. 364).

Medtem ko je pri zasebni uporabi ta vloga povezana z izbiro valute izdaje računov, je pri javni uporabi povezana z izbiro deviznega tečaja kot denarnega sidra. Celo po razpadu

brettonwoodskega sistema je ameriški dolar ostal prevladujoča referenčna valuta. V zadnjih letih je vloga evra pri dogovorih o mednarodnem deviznem tečaju nenehno naraščala, vse večji vpliv ima tudi na druge valute. Pri nespremenjenih drugih pogojih bo to sčasoma vodilo k povečanju deleža evrov v svetovnih rezervah. Od leta 2002 je dolar izgubil vrednost v primerjavi s številnimi valutami; to je odraz začasne šibkosti dolarja, ne pa dolgotrajnega povečanja vpliva evra (Galati & Wooldridge, 2006, str. 11–12).

Evro je pridobival pomembnost kot mera vrednosti pri mednarodnem blagu in trgovini storitev v državah članicah EU in tudi v drugih vzhodnoevropskih državah, osrednji Aziji in v afriških državah. Okrog 50 držav je tako ali drugače povezalo svoje sisteme deviznih tečajev z evrom. Trgovska usmerjenost teh držav in njihova želja po omejitvi inflacijskih pričakovanj sta prispevali k temeljni vlogi evra v denarni politiki in pri strategijah deviznega tečaja (Christl, 2006, str. 5).

2.5.3 Hranilec vrednosti

Morda najmanj pomembna značilnost denarja je zmožnost, da se lahko uporablja kot hranilec vrednosti. Ta funkcija ne razlikuje denarja od preostalega premoženja, kajti vsako imetje oziroma premoženje opravlja vlogo hranilca vrednosti (Suranovic, 2005). Pravimo, da ima denar funkcijo zaklada ali hranilca vrednosti, saj se uporablja za prenos kupne moči iz sedanjosti v prihodnost (Krugman & Obstfeld, 2000, str. 364).

Valuta, ki izpolnjuje funkcijo hranilca vrednosti, je valuta, katere kupna moč bo nespremenjena tudi v prihodnosti, to pa je povezano z zagotavljanjem vzdržne makroekonomske politike. Vloga hranilca vrednosti je lahko odvisna tudi od sidrne vloge valute, in sicer tako, da poskuša centralna banka uskladiti valutno sestavo svojih sredstev in obveznosti. Na splošno je vloga hranilca vrednosti mednarodne valute povezana s širino in globino finančnih trgov, še posebej z razpoložljivostjo naložb, ki vlagatelju ponuja želeno donosnost (Galati & Wooldridge, 2006, str. 13).

V liberalnem gospodarstvu je cilj varčevanja (denarja) dobiti prihodke od obresti. Posledica tega je, da denar v vlogi hranilca vrednosti spodbuja (National Economy Model, 2008):

- umik denarja iz proizvodnje in s tem iz dejanskega gospodarstva;
- monopolizacijo kapitala;
- prenos blaga in storitev, proizvedenih po vsem svetu za svetovne sile;
- povečanje produkcijskih stroškov;
- zmanjšanje povpraševanja;
- zmanjšanje delavskih plač in produktivnosti dela.

V nadaljevanju so predstavljene tri glavne značilnosti evra kot mednarodne valute. Prva značilnost je, da mednarodna vloga evra narašča. Vendar dolar po tržnem prometu še vedno

vodi, saj se uporablja pri slabi polovici vseh deviznih transakcij in kot vodilna valuta na deviznih trgih. Vloga evra se je na deviznem trgu povečala manj kot na trgu dolžniških vrednostnih papirjev, in sicer zaradi inercije, ki je posledica eksternalij. Zgodovina kaže, da se mednarodni položaj valute spreminja zelo počasi. Vloga evra zunaj evroobmočja narašča, vendar je ta rast postopen proces. Druga značilnost evra kot mednarodne valute je, da državljani evroobmočja vplivajo na mednarodno vlogo svoje valute, kar pomeni, da je evroobmočje gonilo evra. Medtem ko je financiranje sredstev, denominiranih v evrih, mednarodno, ostajajo naložbe v ta sredstva pretežno domače. Tretja značilnost mednarodne vloge evra je njegova regionalnost. Velik del finančnih tržnih dejavnosti zunaj evroobmočja je izveden v Londonu, in sicer 50 % deviznih transakcij in 70 % posojil. Euro se uporablja za izposojanje ter kot vodilna, referenčna in vzporedna valuta v sosednjih državah evroobmočja. Države osrednje in vzhodne Evrope so euro izbrale za prednostno mednarodno valuto financiranja (Sylvester, 2003, str. 8).

Euro ima poleg dolarja in jena pomembno mednarodno vlogo. Proces internacionalizacije se bo najverjetneje razvijal postopno, s tem ko se bodo tako zasebni kot tudi javni uporabniki seznanili z njegovim obstojem in se prepričali o njegovi stabilnosti. Samo tako bodo imeli omrežje in druge eksternalije popoln vpliv, in euro bo lahko tekmoval z dolarjem za vlogo mednarodnega plačilnega sredstva, mere vrednosti in hranilca vrednosti (Eijffinger, 2003, str. 10).

2.6 RAZVOJ MEDNARODNE VALUTE

2.6.1 Razvoj dolarja in evra kot mednarodnih valut

V obdobju zlatega standarda je bil glavna mednarodna valuta britanski funt. Zgodovinarji ocenjujejo, da je bilo v 19. stoletju med 60 in 90 % svetovne trgovine opravljene v funtih. Leta 1899 je bil delež funtov v znanih tujih deviznih imetjih uradnih institucij več kot dvakrat večji od najbližjih tekmecev, franka in marke, in veliko večji od deleža dolarjev (Chinn & Frankel, 2005, str. 11–16). Britanski ekonomist John Maynard Keynes je menil, da je prihodnji položaj Londona odvisen od tega, ali bo poslovni svet funt uporabljal kot zamenjavo za zlato ali ne. Da bi ohranila verodostojnost funta kot mednarodnega menjalnega sredstva je Velika Britanija ohranila njegovo konvertibilnost za zlato še ob izbruhu I. svetovne vojne. Med vojno pa se je država iz mednarodne upnice spremenila v mednarodno dolžnico, to pa je dalo dolarju zagon v tekmi s funtom.

V poznem 19. stoletju je prišlo do preobrata – ameriško gospodarstvo je prehitelo britansko, položaj funta in dolarja se je zamenjal. Funt je postopoma izgubljal status vodilne valute, obenem pa je postopoma pojemala tudi britanska politična in vojaška prevlada. II. svetovna vojna, nadaljevanje ameriškega posojanja in britanskega izposojanja ter druge gospodarske posledice so mejnik prevlade dolarja nad funtom (Chinn & Frankel, 2005, str. 11–16). Poleg omenjenega sta na vzpon dolarja pomembno vplivala tudi razvoj finančnih trgov v New

Yorku v dvajsetih letih 20. stoletja in ustanovitev ameriške centralne banke – FED (angl. *Federal Reserve System*) (Papaioannou, Portes & Siourounis, 2006, str. 13–14).

V obdobju, ko je dolar zamenjal funt in postal glavna svetovna valuta trgovanja, so komunistične države kot sta Sovjetska zveza in Kitajska potrebovale dolarske rezerve, da bi podprle svoje mednarodne transakcije, saj njihove valute niso bile konvertibilne v dolarje. S stopnjevanjem napetosti hladne vojne so se zbale, da bi ameriška vlada zamrznila njihove depozite v ameriških bankah, zato so prenesle svoje dolarske depozite iz ameriških bank v evropske. Dolarske depozite v evropskih bankah poznamo pod imenom evrodolarji (Liaw, 2004, str. 385).

Čeprav je bilo zlato uradno mednarodno rezervno sredstvo denarnega sistema, ustanovljenega leta 1944 v Bretton Woodsu, je bil dolar rezervno sredstvo povojnega sistema. Brettonwoodski sporazum je uvedel sistem trdnih deviznih tečajev, vezanih na dolar in prek dolarja na zlato. Zagotavljal naj bi konvertibilnost nacionalnih valut 44 držav podpisnic sporazuma. Leta 1971 je prišlo do pomembne spremembe v mednarodnem denarnem sistemu – razveljavitve zamenjave ameriškega dolarja za zlato. Uveden je bil dolarski standard, ki je povečal dovoljene meje nihanja evropskih valut glede na paritetno vrednost dolarja. 1973 je bila določena nova pariteta dolarja kot poskus obrambe trdnega deviznega tečaja. Vendar pa se je večina industrijskih držav odločila, da ne bo več ohranjala tečaja dolarja v okviru dogovorjenih mej, in je prešla na drseče tečaje. Depreciacija dolarja se je nadaljevala, najbolj so bila izpostavljena tri obdobja: 1977–79, 1985–88 in 1993–95. V vsakem obdobju je devizni tečaj dolarja postal jabolko spora med ZDA in njenimi trgovskimi partnerji, še posebej Evropo (Chinn & Frankel, 2005, str. 11–16).

ZDA so bile v zgodnjih sedemdesetih letih deležne kritik, da zanemarjajo svojo družbeno odgovornost – oskrbovanje sveta z »javnim dobrim«, to je stabilnim mednarodnim denarjem. To je opozorilo na konflikte, povezane z dvojno vlogo dolarja kot ameriške in svetovne valute. Tudi te obtožbe so delno pripeljale k uvedbi evropske denarne enote ECU leta 1979; njen cilj je bil oblikovati območje denarne stabilnosti v Evropi, to pa naj bi pripomoglo k stabilnosti deviznih tečajev in znižanju stopnje inflacije (Chinn & Frankel, 2005, str. 11–16).

Chinn in Frankel (2005, str. 1) se sprašujeta, ali bo dolar sledil primeru funta in odstopil status vodilne mednarodne rezervne valute. O tem so potekale razprave že pred desetletjem in več, ko še ni bilo resnega konkurenta – evra. V sedemdesetih in osemdesetih letih je mednarodna uporaba japonskega jena in nemške marke močno narasla, zato se je delež dolarjev zmanjšal. Nekateri ekonomisti v zgodnjih devetdesetih letih so menili, da lahko jen ali marka sčasoma prevzameta vlogo vodilne mednarodne valute.

Z novim tisočletjem sta Japonska in Nemčija doživeli desetletje izredno nizke gospodarske rasti, jen je oslabil, marka pa je popolnoma izginila. Zaskrbljenost, da je bil dolar v vlogi mednarodne valute izzvan, se je izkazala za prezgodnja. Dolar je v mednarodni vlogi, merjen

vsaj kot delež mednarodnih rezerv centralnih bank, leta 1990 prenehal pojemati, preobrat pa je dosegel v zgodnjih devetdesetih letih, ko je zasedel prvo mesto (Chinn & Frankel, 2006, str. 2). Devizne intervencije so prevladovale v dolarjih, prav tako je bil pretežno v dolarjih voden tudi devizni trg, razen redkih transakcij, ki so bile pod okriljem drugih valut. Pri tem je treba poudariti, da so se vse preostale vloge mednarodnega denarja porazdelile. Trgovinske transakcije so, razen surovin, prevladovale v valutah izvoznikov. Med valutami s trdnim deviznim tečajem jih je bilo samo 40 % vezanih na dolar, saj sta vzajemna drseča vezava valute v EMS in v okviru košarice valut spodkopali vlogo dolarja. Zasebna posojila so bila denominirana v valutah industrijskih držav, pri čemer se je delež dolarjev v zadnjih letih zmanjšal. Podobno je tudi z rezervami, ki so bile držane v mešanici močnih valut, pri čemer je delež dolarjev padel pod 60 % (Barrell, 1992, str. 217).

Dolar je od konca II. svetovne vojne prevladujoča rezervna valuta, čeprav se je njegov delež v uradnih rezervah skozi čas spreminjal. V sedemdesetih letih je bilo več kot 70 % deviznih rezerv vloženih v instrumente, denominirane v ameriških dolarjih. V osemdesetih letih so upravljavci rezerv razpršili premoženje v japonski jen in nemško marko, zato je delež dolarjev do konca desetletja padel na manj kot 50 %. Dolar je v devetdesetih letih pridobil izgubljeno, najvišjo točko je dosegel leta 2001, ko je bilo evidentiranih kar 70 % dolarskih imetij. Njegov delež je do konca marca 2006 padel na 66 % rezerv in 59 % depozitov (Wooldridge, 2006, str. 34).

Pri valuti izdaje računov je pomembna t. i. stopnja internacionalizacije – za koliko večja je uporaba valute v svetovni trgovini od njenega deleža v svetovnem izvozu. V zadnjih šestdesetih letih je imel ameriški dolar vodilno vlogo pri posredovanju trgovinske menjave. Delež v svetovni trgovini, denominirani v ameriških dolarjih, je močno presegel delež, ki ga imajo ZDA v svetovni trgovini. V Aziji je med 52 in 84 % trgovine denominirane v ameriških dolarjih, medtem ko za države EU, ki trgujejo zunaj območja EU, ta delež znaša med 20 in 71 % (Kannan, 2007, str. 4). Leta 2005 je bilo v dolarjih 16 % svetovnega izvoza in 45 % svetovne trgovine, torej je bilo razmerje 2,8. V evrih je bilo 20 % svetovnega izvoza in 28 % svetovne trgovine, torej je to razmerje znašalo 1,4. Euro se zunaj evroobmočja uporablja za izvoz, vendar ne toliko kot dolar. Ko postane valuta izdaje računov širše uporabna, postane njen trg bolj likviden in dobički večji, ob upoštevanju velikosti trga se pojavi prednost za uporabnike te valute (Mundell, Zak & Schaffer, 2005, str. 105).

V zadnjih dveh desetletjih je bilo gibanje deleža dolarskih rezerv v večji meri le odraz gibanja deleža evrov. Delež valut predhodnic evra je najvišjo točko dosegel leta 1990, in sicer je znašal 39 % rezerv in 32 % depozitov. Večina teh sredstev je bila vložena v nemške marke, manjša količina tudi v francoske franke in ECU. Delež valut predhodnic evra je nato z ustanovitvijo Evropske denarne unije padel na 20 % (Wooldridge, 2006, str. 35).

Prihod evra je pomembno vplival na povpraševanje po rezervah v različnih državah od sedemdesetih let naprej.⁴ Takrat je v evroobmočju živel 22 milijonov ljudi več kot v ZDA, in to je razlog za vsakodnevno uporabo evra. Rezidenti evroobmočja so tudi učinkovitejši v mednarodni trgovini kot rezidenti ZDA; celoten izvoz in uvoz sta v evroobmočju takrat znašala 25 % proizvodnje in dohodka, v ZDA pa le 20 %. Prihod evra je ustvaril zelo velik evropski finančni trg, ki lahko sčasoma postane celo večji od ameriškega. Tržna vrednost obveznic, delnic in bančnih sredstev, izdanih v državah EU, je konec leta 1995 znašala skupno približno 27 bilijonov dolarjev, v ZDA pa 23 bilijonov dolarjev. To je med drugim argument, zakaj lahko evro prevlada nad dolarjem (Wyplosz, 2001, str. 284).

Ekonomisti so še pred uvedbo evra leta 1999 imeli različne poglede na to, kakšen vpliv bo imela nova valuta na dolar, ki je imel status vodilne svetovne rezervne valute. Nekateri so bili optimistični, saj so evro videli kot neposreden izziv dolarju in menili, da bi ga sčasoma lahko celo nadomestil v vlogi vodilne valute. Bergsten (1997b) je predvideval, da bi lahko celo en bilijon ameriških dolarjev mednarodnega vlaganja prešel iz dolarjev v evre, Mundell (1998) pa je napovedoval, da bo evro postal mednarodna valuta, enakovredna dolarju. Nekateri drugi ekonomisti so menili drugače, npr. McKinnon (1998), ki pravi, da je evro lahko le pomembna regionalna valuta, in Cooper (1997). Vsi pa so prepričani, da svet potrebuje mednarodni denar, in sicer zaradi njegovih vlog hranilca vrednosti, menjalnega posrednika in mere vrednosti (Lim, 2006, str. 3–5).

V letih 2002–2004 je dolar ponovno depreciral. Proti koncu leta 2004, ko se je dviganje deviznega tečaja dolar/evro nadaljevalo že tretje leto, je finančni tisk poročal, da so centralne banke na robu tega, da diverzificirajo premoženje stran od dolarja. Vendar se omenjeno obdobje razlikuje od obdobja strahu v poznih sedemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih, saj evro danes obstaja kot verodostojen tekmeč. Nova valuta je uspešno opravila najpomembnejše preizkuse: prehodna doba je potekala razmeroma gladko, evro je vstopil v mednarodno uporabo, danes pa ga uporablja že 15 držav članic EU (Chinn & Frankel, 2005, str. 3).

Evro je bil uspešen tudi zunaj Evrope, njegova mednarodna uporaba narašča vse od začetka njegovega obstoja. Pri približno polovici trgovanja evroobmočja z rezidenti neevrskih držav se računi izdajajo v novi valuti. Evro je druga mednarodna valuta, je pred jenom in hitro pridobiva ugled, vendar je še vedno v zaostanku za ameriškim dolarjem, ki zaseda prvo mesto (Chinn & Frankel, 2005, str. 18).

London uživa vodilni položaj kot mednarodno finančno središče (The Global Financial Centres Index, 2008). Poleg dejstva, da je veliko število trgovcev z devizami prav v Veliki Britaniji, Londonu koristita tudi neposredna bližina večjih evropskih finančnih središč in lokalni čas. Njegov trgovalni čas se ujema s časom drugih finančnih središč v Evropi, Severni

⁴ To so dokazovali Bergsten (1997a), Alogokoufis in Portes (1997) ter Portes in Rey (1998).

Ameriki in Aziji. Jutranji čas v Londonu se prekriva s popoldanskimi urami na Srednjem Vzhodu in v Aziji, medtem ko se popoldanske ure v Londonu ujemajo z jutranjimi v Severni Ameriki (Liaw, 2004, str. 362).

Čeprav London zajema največji delež deviznega trgovanja, je ameriški dolar najbolj razširjena valuta. Razširjenost uporabe dolarja se kaže v vlogi rezervne valute, ki jo veliko centralnih bank drži kot naložbeno valuto na kapitalskih trgih, valuto transakcije v mednarodni trgovini in valuto izdaje računov. Poleg tega se za devizne transakcije najpogosteje uporablja dolar kot vodilna valuta. Pri trgovanju s parom valut trgovci pogosteje trgujejo z vsako od valut nasproti tretji skupni valuti, ki ima status vodilne valute, kot pa neposredno eno z drugo (Liaw, 2004, str. 362–363).

2.6.1.1 *Gospodarska in denarna unija (EMU)*

Ribnikar (2002, str. 387) opredeljuje denarno unijo kot celoto s popolno denarno suverenostjo; to pomeni, da ima lastno (skupno) valuto, lastno (skupno) centralno banko, lastno (skupno) denarno politiko in lastno (skupno) deviznotečajno politiko. Posamezne države članice so lastno denarno suverenost prenesle na denarno unijo, znotraj katere enakopravno sodelujejo in skupaj oblikujejo denarno unijo. Podobno opredelitev najdemo pri Harropu (2000, str. 199), ki navaja, da denarna unija zajema bistvene sestavine trdnih deviznih tečajev in integracijo kapitalskih trgov s popolno unijo, ki vključuje enotno valuto in enotno denarno politiko. Nedvournno je osredotočena na prednosti oziroma koristi denarne integracije.

EMU vključuje integracijo gospodarskega in denarnega področja soudeleženih držav (McDonald & Dearden, 2005, str. 99). Je nepretrgan proces, ki ga članice območja evra usmerjajo s sodelovanjem v skupni gospodarski politiki. Vse nove članice se v pristopnih pogodbah zavežejo, da se bodo pridružile gospodarski in denarni uniji ter prevzele skupno valuto.

Mundell (2003) pravi, da je »skupni trg brez skupnega denarja v najboljšem primeru nepopoln trg«. V tehničnem smislu je denarna unija skupek dogovorov med soudeleženimi državami, v katerih so bilateralni devizni tečaji trajno trdni, brez dovoljenih mej nihanja in institucionalnih ovir za prost pretok kapitala preko nacionalnih mej (McDonald & Dearden, 2005, str. 100). Poleg tega so nepreklicno trdni devizni tečaji in odprava vseh kapitalskih nadzorov oblika denarne unije, ki je vodila k zamenjavi nacionalnih valut s skupno valuto. Pri tem nastanejo nekatere prednosti, na primer odprava transakcijskih stroškov menjave nacionalnih valut, poleg tega pa denarna unija pripomore tudi k transparentnosti cen izdelkov v EU. Prehod na enotno valuto na splošno poveča zaupanje v obstoj denarne unije, saj se državam, ki od sporazuma odstopijo, povečajo stroški (McDonald & Dearden, 2005, str. 100).

Razvoj EU je potekal v več fazah. 19. marca 1951 je šest držav (Belgija, Francija, Italija, Luksemburg, Nizozemska in Zvezna republika Nemčija) s podpisom Pogodbe o Evropski skupnosti za premog in jeklo – ECSC (angl. *European Coal and Steel Community*) ustanovilo skupni jeklarski in premogovniški trg.

25. marca 1957 je bila podpisana Rimska pogodba, ki je začela veljati 1. januarja 1958. Glavna vloga Evropske gospodarske skupnosti – EEC (angl. *European Economic Community*) je bila ustanovitev enotnega evropskega trga, ki bi zagotavljal prost pretok blaga, storitev, kapitala in oseb (Harris, 1996, str. 44). V tem obdobju je šest držav članic v Rimu ustanovilo tudi Evropsko skupnost za jedrsko energijo – EURATOM (angl. *European Atomic Energy Community*). Države so se zavedale, da je potrebno tesno sodelovanje za zagotovitev odgovorne uporabe jedrske energije tudi v mirnem času. Države članice so se zavezale, da bodo jedrsko energijo uporabljale le v civilne namene.

V tistem času so torej delovale tri ločene skupnosti in težava pri tem je bila, da so bile institucije podvojene. 8. aprila 1965 so države članice podpisale Pogodbo o združitvi, s katero so se organi odločanja ECSC, EEC in EURATOM združili v enotne organe in postali znani pod imenom Evropska skupnost – EC (angl. *European Community*) (Harris, 1996, str. 45). Članice EC so se zavezale k intenzivnim pogajanjem o nameri in izvedbi EMU (Barrell, 1992, str. 58).

Enotni evropski akt – SEA (angl. *Single European Act*) je zahteval konvergenco gospodarstev držav članic in potrebo po nadaljnjem omejevanju nihanj med deviznimi tečaji. S tem dokumentom so se razširile formalne pristojnosti skupnosti, temeljni cilj akta pa je bila vzpostavitev evropskega notranjega trga, oblikovanega kot prostor brez notranjih meja, ki omogoča utemeljitev štirih temeljnih svoboščin. V osemdesetih letih je EU v skladu z Belo knjigo (angl. *White Paper*) (leta 1985) in podpisom SEA (leta 1986) začela odpravo nevarinskih ovir, da bi dosegla prost pretok blaga, storitev, dela in kapitala (McDonald & Dearden, 2005, str. 100).

Marca 1979 je bil ustanovljen EMS, katerega temeljni cilj je bil ustvariti skupno valuto in enotno centralno banko za vse članice (Salvatore, 2004, str. 707). Osnovni cilj EMS je bil vzpostaviti denarno stabilnost v Evropi, v času njegove ustanovitve pa so bili pomembni še trije cilji, in sicer zmanjšanje inflacije v državah EU, zmanjšanje nihanja deviznih tečajev in postopna konvergenca ekonomske politike. EMS sestavljajo trije elementi, in sicer skupna evropska valuta – ECU, mehanizem deviznih tečajev – ERM (angl. *Exchange Rate Mechanism*), ki je bil osrčje EMS, ter mehanizem kreditov in poravnave – EMCF (angl. *European Monetary Cooperation Fund*), ki je državam članicam dajal kredite in jim tako pomagal pri problemih prilagajanja plačilnobilančnega ravnotežja (Gibson, 1996, str. 175–178).

Končna različica Maastrichtske pogodbe oziroma Pogodbe o Evropski uniji je bila podpisana 7. februarja 1992 v Maastrichtu. Bistvena novost, predstavljena v pogodbi, je bil nastanek EMU v treh fazah z začetkom prve faze leta 1990 (Gandolfo, 2002, str. 355). Pogodba pomeni najobsežnejšo revizijo ustanovitvenih pogodb do tedaj in načrt za vzpostavitev gospodarske, denarne in politične unije, ki naj bi postala pomemben dejavnik varnostne in zunanje politike, zagotavljala pa naj bi tudi spoštovanje kulturne raznolikosti, nacionalne in jezikovne identitete vseh vključenih evropskih narodov. Maastrichtska pogodba je sprejela postopen pristop k denarni uniji, v nasprotju s pristopom t. i. »šok terapije« (angl. *shock therapy*), za katero je značilno nenadno (ali vsaj zelo hitro) uvajanje popolne denarne unije s skupno valuto (Gandolfo, 2002, str. 355–356).

Koristi in stroški, povezani z uvedbo enotne evropske valute – evra, plačilnega sredstva znotraj EU, so mešanica političnih, socialnih in ekonomskih dejavnikov. Koristi, povezane z nastankom EMU, so naslednje (Pilbeam, 1998, str. 455–458):

- spodbude za trgovino znotraj EU;
- učinkovitejša alokacija proizvodnih faktorjev znotraj EU;
- varčevanje z deviznimi rezervami in koristi od seignoragea;
- prihranki administrativnih stroškov za podjetja;
- večja likvidnost in racionalizacija finančnih trgov;
- večja transparentnost cen.

Večina nastalih stroškov EMU ni močno povezana s končnim dosegom denarne unije, ampak bolj s tranzicijskimi stroški, ki nastajajo z njeno uveljavitvijo. Stroški vključevanja v denarno unijo so naslednji (Pilbeam, 1998, str. 458–462):

- izguba denarne avtonomije za vsako posamezno državo;
- izguba neodvisne denarne politike in s tem pomemben mehanizem makroekonomske politike;
- izguba inflacijskega davka;
- regionalna neenakost;
- izguba politike deviznega tečaja;
- tranzicijski stroški.

Proces uvajanja skupne evropske valute so države članice izvedle postopoma, prek treh faz oblikovanja evropske EMU in treh faz uvajanja evra. Ta uspešen evropski integracijski projekt je okrepil evropska integracijska prizadevanja ter evropsko ekonomsko in politično identiteto. ECB je brez večjih zapletov prevzela vodenje skupne evropske denarne politike na evroobmočju (Mrak, 2002, str. 385).

Leta 1990 se je začela **prva faza**, ki je pomembno preoblikovala Evropo. Različne valute ter denarne in fiskalne politike posameznih držav članic EMU so se umaknile, prišlo je do

učinkovite združitve kapitalskih trgov držav članic EU (Liaw, 2004, str. 401). Glavne značilnosti prve faze so: končanje projekta enotnega trga, okrepitev politik skupnosti po zgladitvi regionalnih neravnotežij, večje sodelovanje in usklajevanje denarnih in fiskalnih politik, odstranitev ovir za finančno integracijo, vključno z ovirami za zasebno uporabo ECU, in ne nazadnje pridružitve vseh članic EMS ERM (Pilbeam, 1998, str. 464).

Leta 1994 se je začela **druga faza**, v kateri naj bi ustanovili Evropski denarni inštitut – EMI (angl. *European Monetary Institute*) kot predhodnika ECB. Glavna naloga EMI naj bi bila okrepiti usklajevanje denarne politike in razviti instrumente denarne politike, ki jih bo ECB uporabljala v tretji fazi (Barrell, 1992, str. 68). Države kandidatke za EMU naj bi izpolnile potrebne pogoje glede makroekonomske konvergence – maastrichtske konvergenčne kriterije, ki jih lahko opredelimo kot kvantificirane minimalne zahteve glede stabilnosti pri vodenju denarnih, fiskalnih in deviznotečajnih politik držav članic EU kot pogoj za njihov vstop v EMU (Mrak, 2002, str. 405–406).

Leta 1997 naj bi se začela **tretja faza**, vendar takrat še ni bilo dovolj držav članic EU pripravljenih za vstop v EMU, zato je bil zadnji in obvezni rok za prehod na EMU 1. januar 1999. Države, ki niso izpolnjevale konvergenčnih kriterijev, so imele začasno omejitev pri pristopanju in so lahko vstopile, ko so dosegle omenjene kriterije. Cilj teh kriterijev je bil preprečiti destabilizacijo EU s prezgodnjo včlanitvijo držav, katerih gospodarske osnove niso združljive s trajno trdnim deviznim tečajem. 1. januarja je bila oblikovana EMU in uvedena skupna evropska valuta – evro (Gandolfo, 2002, str. 356, 360). Članice, ki so takrat izpolnile maastrichtske kriterije, so prešle na nepreklicno fiksirane devizne tečaje; nacionalne valute je pozneje zamenjal evro, ki je bil uradna valuta EMU (Pilbeam, 1998, str. 465). Švedska ni izpolnila vseh konvergenčnih kriterijev, Velika Britanija in Danska pa se za članstvo nista odločili. 1. januarja 2001 je v tretjo fazo EMU vstopila Grčija, 1. januarja 2007 Slovenija in v začetku leta 2008 še Ciper ter Malta. Naslednja država, ki se bo 1. januarja 2009 pridružila tretji fazi EMU, je Slovaška. Sprejetje evra je eden najpomembnejših dogodkov v povojni denarni ekonomiji; nikoli v zgodovini se ni tako velika skupina neodvisnih narodov prostovoljno odpovedala svojim lastnim valutam in vpeljala skupno valuto (Salvatore, 2004, str. 711).

2.6.1.2 Uvedba evra

Uvedba evra pomeni mejnik v razvoju EU in največjo denarno spremembo v zgodovini sodobne Evrope. Tako kot EMU je tudi uvedba evra potekala v treh fazah. **1. januarja 1999 (prva faza)** je 11 držav članic EU (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija) oblikovalo denarno unijo in sprejelo skupno valuto – evro. Nacionalne valute 11 držav članic so se pridružile EMU, ki je še le nekaj let prej veljala za utopijo. Pomenila je področje enotne valute s 300 milijoni potrošniki, kar je približno 10 % več od takratnega števila prebivalcev ZDA (Krugman & Obstfeld, 2000, str. 608).

Evro je bil uveden kot negotovinski, knjižni denar; trajno in nepreklicno so bili fiksirani konverzijski tečaji nacionalnih valut držav članic EMU v razmerju do evra (Ribnikar, 2003a, str. 405). 31. decembra 1998 se je ECU preimenoval v evro, vrednost evra je bila takrat enaka vrednosti ECU (razmerje 1 : 1), ki pomeni tehtano povprečje 12 valut članic EMS glede na njihovo moč in trgovino znotraj EU. Najpomembnejše valute v ECU so bile nemška marka, francoski frank in britanski funt (Gibson, 1996, str. 176–177). 12 centralnih bank je bilateralne (centralne) tečaje sporočilo Evropski komisiji v Bruselj, ki je na tej podlagi izračunala uradno vrednost ECU v ameriških dolarjih (Ribnikar, 2003b, str. 125). Razmerja do evra so bila določena upoštevajoč dejstvo, da se nekatere države, npr. Velika Britanija, katerih valute so del ECU, ne bodo pridružile prvemu valu (Pilbeam, 1998, str. 469). Razmerje evra proti dolarju je znašalo 1,17 \$ za 1 € in je hkrati pomenilo vrednost evra, izraženo z ameriški dolarji. Do konca leta je razmerje padlo, in sicer je bilo celo nižje od 1 : 1 (Salvatore, 2004, str. 712).

EU poudarja bistvene razlike med evrom in njegovim predhodnikom ECU. Medtem ko je evro denar, je ECU le denarni indeks. Po evropskem pravu ECU nikoli ni bil plačilno sredstvo, evro pa je uradno plačilno sredstvo. Vrednost ECU temelji na sodelujočih valutah držav članic EMS, evro pa je neodvisna valuta, ki je konvertibilna v preostale valute, vendar njegova vrednost ni odvisna od njih. Evro je zamenjal vse posamezne valute v EMU (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2001, str. 38).

1. januarja 2002 (druga faza) se je 12 članic EMU (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija), s tem ko so v obtok prišli evrokovanci in evrobankovci, odpovedalo svojim nacionalnim valutam (Liaw, 2004, str. 402). Tri mesece pozneje, **1. marca 2002 (tretja faza)**, je bilo prehodno obdobje končano, evro je zamenjal 12 nacionalnih valut in postal edino zakonito plačilno sredstvo znotraj evroobmočja. Zamenjava v evrobankovce in kovance, ki je vključevala proizvodnjo in distribucijo 14 milijard bankovcev in 50 milijard kovancev, pomeni obsežen logističen izziv brez primere v ekonomski zgodovini (McDonald & Dearden, 2005, str. 104).

Temperton (1998, str. 7) navaja dva temeljna razloga za uvedbo evra. Politični razlog je želja obdržati mir v Evropi, katere temelji so bili postavljeni kmalu po II. svetovni vojni. Ekonomski razlogi za uvedbo evra so povezani s problemi evropskega gospodarstva v sedemdesetih in osemdesetih letih, zlasti s počasno rastjo in visoko brezposelnostjo. Avtor tudi navaja, da bo kombinacija enotnega trga in enotne valute veliko prispevala k višji stopnji rasti EU.

Uvedba evra je imela neposreden vpliv na denar in devizne trge, saj od takrat obstaja le evro nasproti tretjim valutam. Prav tako je bil opazen neposreden vpliv evra na medbančnem trgu, saj se od takrat medbančno poslovanje vodi v evrih. Celo na tem področju se trgi niso popolnoma integrirali, saj so nacionalne značilnosti ostale – instrumenti, ki se uporabljajo v različnih državah (Gros & Lannoo, 2000, str. 162). Evro je bil uveden z namenom tesnejšega

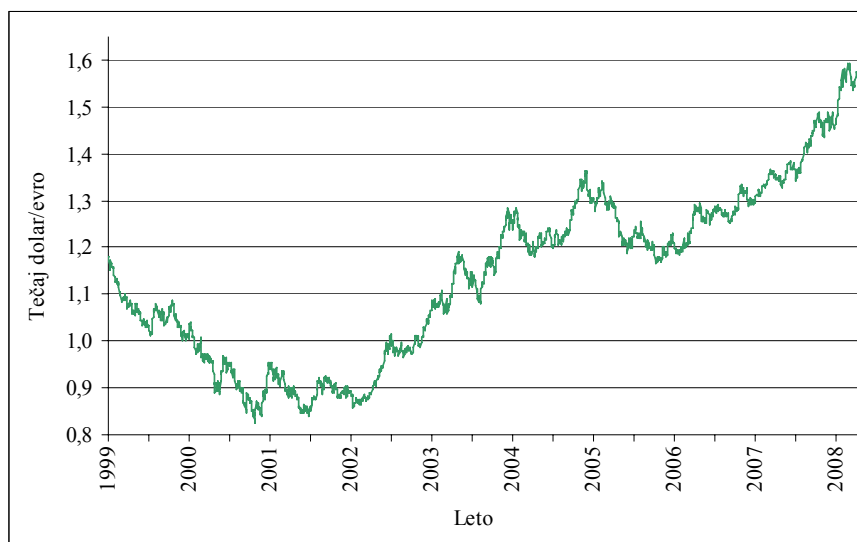
ekonomskega povezovanja in s tem oblikovanja EMU. Vendar je treba poudariti, da evro nima pomembne vloge le na svojem območju, temveč tudi na finančnih trgih in drugih državah zunaj EMU. Skupna evropska valuta pomeni temeljno spremembo v mednarodnem denarnem sistemu, saj je postala druga najpomembnejša mednarodna valuta – takoj za ameriškim dolarjem.

2.7 DOLAR IN EVRO KOT MEDNARODNI VALUTI DANES

2.7.1 Gibanje vrednosti dolarja in evra

Tečaj gibanja evra glede na dolar se kaže skozi gibanje deviznega tečaja. Devizni tečaj in njegova stabilnost pa imata pomemben vpliv na uporabnost mednarodne valute. Gibanje tečaja dveh svetovnih valut zaznamujeta dve obdobji. Prvo je obdobje od uvedbe evra leta 1999 do konca leta 2001, ko je evro nominalno depreciriral glede na dolar in dosegel najmanjšo vrednost glede na dolar. V tem obdobju je evropska valuta izgubila več kot 30 % svoje vrednosti glede na dolar in številni so že izgubili zaupanje vanjo. Številni ekonomisti menijo, da je bil evro v prvih dveh letih svojega obstoja močno precenjen. Sredi leta 2000 se je padanje tečaja evra umirilo, njegov vzpon pa se je začel leta 2002. Drugo obdobje je zaznamovalo leto 2002, ko je gibanje nominalnega deviznega tečaja dolar/evro spremenilo smer in je začel evro nominalno aprecirati glede na dolar (slika 1). Prvo psihološko mejo pomeni razmerje 1 : 1, drugo pa tečaj 1,17 dolarja za 1 evro, ki je hkrati izhodiščna vrednost.

Slika 1: Gibanje deviznega tečaja dolar/evro v obdobju od 1. 1. 1999 do 30. 6. 2008



Vir: Euro exchange rates, ECB, 2008.

Od uvedbe evra leta 1999 pa vse do danes lahko najdemo zelo različna in nasprotujoča si pričakovanja tržnih udeležencev glede njegove mednarodne vloge. Nekateri so glede enotne evropske valute optimistični in zagovarjajo idejo močnega evra, drugi so pesimistični in menijo, da je evro že po naravi šibka in pomanjkljivosti polna valuta, vsi pa so prepričani, da

je usoda evra predvsem v ameriških rokah in da je predvsem od dolarja odvisno, kakšna bo vrednost evra v prihodnosti.

V času uvedbe evra je večina menila, da bo v kratkem času prehitel japonski jen in na mestu vodilne svetovne rezervne valute kmalu začel ogrožati ameriški dolar. Pivk (2003, str. 16–21) navaja nekatere razloge, zaradi katerih naj bi evro postal tekmeč ameriškemu dolarju kot globalna rezervna valuta, mednarodno sredstvo menjave, merilo vrednosti in hranilec vrednosti. Eden od njih naj bi bila velikost gospodarstva EMU. Euro naj bi postal splošno sprejet, kar bi pripeljalo do večjega povpraševanja po njem, to pa bi krepilo njegovo vrednost. Zaradi svoje velikosti naj bi povzročil večjo spremembo v valutni strukturi, kar bi lahko celo pomenilo, da bi bila porazdelitev premoženja v evrih in dolarjih enakomerna. Na samem začetku naj bi k okrepitvi vrednosti evra prispevala tudi odlična kombinacija sorazmerno ostre denarne politike ECB s ciljem nizke inflacije in ohlapnejša politika v državah EMU s podlago v »zategovanju pasu«, ki ga je pred uvedbo evra narekoval Maastrichtski sporazum. Naslednji razlog je velikost gospodarstev članic EMU, ki naj bi bila glede na svojo pomembnost v svetovnem gospodarstvu precej močnejša kot gospodarstvo posamezne države članice EMU pred uvedbo evra. Povpraševanje po evru naj bi se povečalo, saj naj bi bilo gospodarstvo v EMU glede na velikost in število prebivalstva približno enako ameriškemu. Razlog za večje zaupanje v evro je bila tudi večja fiskalna in protiinflacijska disciplina v državah članicah EMU, in sicer zaradi Maastrichtskega sporazuma ter Pakta stabilnosti in rasti. Posamezne države članice naj bi v prihodnje glede inflacije, proračunskega primanjkljaja in javnega dolga ustrezale kriterijem Maastrichtskega sporazuma. Uvedba evra naj bi za evropsko gospodarstvo pomenila novo spodbudo, in sicer na področju podjetniškega prestrukturiranja, prožnosti trga delovne sile ter razvoja večjega in bolj likvidnega kapitalnega trga v Evropi. Razloga za ta optimizem sta bili tudi relativno dobra podprtost nemške marke pred uvedbo evra in napoved glede zmanjševanja razlike med ameriško in evropsko gospodarsko rastjo.

Kljub optimizmu je bil v prvih letih opazen trend padanja vrednosti nove evropske valute. Wenhao (2004, str. 10) opozarja na več razlogov za šibkost evra v letih 1999–2002: začetno stanje oziroma strukturna šibkost v evroobmočju (npr. togost trga dela, velikost blaginje držav, težave pri uvajanju trdnih fiskalnih politik), politični dejavniki (npr. danski referendum, ki je zavrnil pridružitve EMU), svetovni naftni šoki, politike ECB (negotovost in/ali politika, usmerjena v zaustavitev rasti), razhajanje z novo ekonomijo ZDA (npr. rast produktivnosti), spremembe premoženja (npr. naraščanje mednarodne izdaje obveznic, denominiranih v evrih), tržne dinamike (npr. čredno obnašanje).

Na svetovnih trgih kapitala je evroobmočje neto upnik, medtem ko so ZDA neto dolžnik. To se kaže v apreciaciji evra, nasprotno resničnim premikom evra od leta 1999. Wenhao (2004, str. 10) dvomi o večini preostalih razlogov za šibkost evra, razen o spremembah premoženja in tržni dinamiki.

Julija 2002 je vrednost evra glede na ameriški dolar prvič po januarju 2000 narasla nad simbolično mejo paritete. Glavni dejavniki porasta evra so podrobneje opisani v nadaljevanju (Pivk, 2002, str. 20–25; Pivk, 2004, str. 25–31):

- različna stopnja rasti ameriškega in evropskih gospodarstev oziroma negotovost nad stanjem ameriškega gospodarstva, ki je leta 2001 po desetih letih ekonomske ekspanzije zapadlo v recesijo; prvič po letu 1991 je bila rast ameriškega BDP (0,3 %) nižja v primerjavi z evropskim (1,5 %) – to je bila najnižja rast ameriškega BDP po letu 1982;
- razlika v rasti obeh gospodarstev se je izražala tudi v višini obrestnega razpona med ameriški in evropski obrestnimi merami tako na denarnem⁵ kot tudi na kapitalskem trgu, iz česar izhaja večja donosnost naložb, denominiranih v evrih; v drugem četrtletju leta 2001 so evropske obrestne mere prvič po letu 1994 presegle ameriške;
- slabo stanje ameriškega gospodarstva ni bilo spodbudno za ameriške delniške trge; v pomoč niso bile niti zelo aktivne ameriške denarne oblasti, ki so poskušale z močnim zniževanjem uradnih obrestnih mer omogočiti zagon oslabiljenega gospodarstva; razlog za to so tudi računovodske nepravilnosti (škandali) v ameriškem podjetniškem sektorju, ki so razlog za propad številnih podjetij (Enron Corp., Worldcom) ter dvom o pravilnosti poslovnih knjig in izkazov uspešnosti;
- negativno poslovanje ameriških delniških trgov, računovodske nepravilnosti v ameriškem podjetniškem sektorju in dvomi o ameriškem gospodarstvu so bili razlog za strah (tujih) vlagateljev; to je pripeljalo do zmanjšanja naložb iz tujine, to pa je imelo slab vpliv na dolar;
- pozitiven vpliv na vrednost evra so imeli tudi geopolitični dejavniki, in sicer razmeroma kratkotrajen vpliv terorističnih napadov na Svetovni trgovinski center (WTC) in Pentagon ter predvsem dolgotrajen vpliv posledičnega napada ZDA na Afganistan in njihove grožnje z uničenjem režima Sadama Huseina v Iraku; manjše potrošniško in poslovno zaupanje ter naraščanje cene črnega zlata sta vplivala na nižjo globalno in gospodarsko rast, to pa je pripeljalo do zmanjšanja globalnih kapitalskih tokov, poleg tega pa je zaradi nasprotovanja večjega dela mednarodne javnosti večina stroškov tega spora bremenila ZDA, in to je pomenilo dodatni primanjkljaj v tekočem računu ameriške plačilne bilance (ZDA so v preteklosti svoj primanjkljaj financirale predvsem s tujimi naložbami); na drugi strani se je v preteklih letih stanje plačilne bilance EMU občutno izboljšalo, kar je pozitivno vplivalo na vrednost evra;
- višja cena nafte je bila v preteklosti povezana s pozitivnimi dejavniki vrednosti dolarja, saj naj bi države OPEC oziroma države proizvajalke nafte držale svoja

⁵ Denarni trg (angl. *money market*) je del finančnega trga, na katerem se trguje s kratkoročnimi dolžniškimi instrumenti (rok zapadlosti je krajši od enega leta) (Mishkin & Eakins, 1998, str. 18). Tvorijo ga institucije, instrumenti ali finančne oblike in vsi posli, kjer gre za začasno prenašanje prihrankov ali premoženja na kratek rok (Ribnikar, 2003a, str. 209).

sredstva večinoma v dolarjih, višje cene nafte pa naj bi sprožile večje prilive sredstev v države, ki spadajo v t. i. dolarski blok, a v letu 2004 je prišlo do preobrata, in sicer se je podrla dolgoletna povezava med višjimi cenami nafte in večjo vrednostjo dolarja (analitiki za to navajajo dva dejavnika, in sicer najprej to, da proizvajalci nafte večje prihodke zaradi višjih cen nafte nalagajo tudi v naložbe, denominirane v drugih valutah, predvsem v evru, drugi dejavnik pa je primanjkljaj v tekočem računu ameriške plačilne bilance, ki se povečuje na račun višjih cen nafte in dejstva, da morajo ZDA večino svojih potreb po črnem zlatu zadovoljiti z uvozom).

Pivk (2004, str. 25–31) opredeljuje tudi pretežno ciklične dejavnike, ki so negativno vplivali na vrednost evra in s tem pozitivno na vrednost dolarja:

- razlika v stopnji rasti ameriškega gospodarstva in evropskih gospodarstev ter napovedi za njeno povečevanje (po letu 2001, ko je bila rast BDP na najnižji točki po letu 1982, si je ameriško gospodarstvo opomoglo in nadaljevalo s hitrim tempom rasti);
- razlika v rasti omenjenih gospodarstev se je pokazala tudi v višini obrestnega razpona med obrestnimi merami obeh gospodarstev na denarnem in kapitalnem trgu, to pa je privedlo do večje donosnosti naložb, denominiranih v dolarjih, oziroma do okrepitve napovedi za večjo donosnost naložb v dolarjih;
- večja donosnost imetij, denominiranih v dolarjih, je privabila investitorje, to pa je še dodatno vplivalo na večjo vrednost dolarja; pri tem je treba poudariti, da so bile za vpliv omenjenih naložb na vrednost dolarja (in posledično evra) v začetku leta 2004 pomembnejše dodatne naložbe v dolarjih predvsem azijskih centralnih bank.

Prvič v zgodovini smo bili priča situaciji, kjer je primanjkljaj tekočega računa države z vodilno mednarodno valuto 6 % BDP. Prav tako se še nikoli prej ni zgodilo, da bi imela država z rezervno valuto dolg do preostalega sveta v višini 25 % BDP. Po dolgem času se je pojavila valuta z globokim in likvidnim trgom – evro, katere gospodarstvo je po velikosti približno enako gospodarstvu ZDA (Eichengreen, 2005, str. 1–2). Dolar je nominalno izgubil vrednost v primerjavi z evrom, jenom, funtom in večino preostalih valut. Med 28. januarjem 2002 in 24. aprilom 2008 je dolar depreciral za 45,1 % v primerjavi z evrom, za 28,6 % v primerjavi s funtom in za 21,9 % v primerjavi z jenom. V tem obdobju je trgovina v dolarjih padla za 37,2 % (The Federal Reserve Board, 2008).

V letu 2007 se je evro glede na dolar močno okrepil, njegova vrednost se je gibala med 1,2893 (12. januar) in 1,4874 (27. november) dolarja za evro. V prvi polovici leta 2008 je evro dosegel največjo vrednost, in sicer 1,5940 (23. april) (ECB, 2008). Dolar vse bolj izgublja prvo mesto svetovne valute. Literatura navaja, da vse več držav v mednarodni menjavi uporablja druge valute, predvsem evro. Nestabilnost dolarja, ki je opazna že od začetka mandata ameriškega predsednika Georgea Busha, je pripeljala do številnih pobud, da bi svetovna trgovina z nafto začela uporabljati drugo valuto. Tradicionalni nasprotnik ZDA, Iran, je že lani napovedal ustanovitev borze naftnih derivatov, kjer bi trgovali v evrih.

V zadnjem času lahko opazimo nestabilnost na trgih surovin. Križanič (2008) meni, da padec vrednosti dolarja povzroči rast cen nafte, ki se merijo v evrih, na koncu pa se obračunajo v dolarjih. Pri tem je v ceno nafte vračunan pričakovani padec dolarja, to pa je razlog, da je cena nafte tako visoka. Razlog za podražitev nafte najdemo v močni konjunkturi v svetu, najpomembnejši vzvod za to pa je javnofinančni primanjkljaj v ZDA, katerega financiranje je pripeljalo do zmanjšanja vrednosti ameriške valute in nizkih obrestnih mer.

Vloga dolarja oziroma ohranitev njegovega statusa rezervne valute je odvisna od ameriške politike. Izredno slabo gospodarjenje bi pripeljalo do zamenjave vodilne rezervne valute. Slabo gospodarjenje pomeni politiko, ki dovoljuje vztrajanje nevzdržno velikega primanjkljaja tekočega računa in vodi do akumulacije velikega zunanjskega dolga ter posledično do visoke stopnje inflacije in deprecijacije dolarja, kar bi naredilo dolarske rezerve neprivlačne. Ta situacija se je pojavila že v zgodovini Velike Britanije, ko je inflacijska stopnja, ki je bila v prvih treh četrtinah 20. stoletja približno trikrat višja od ameriške, skupaj s ponavljajočimi se devalvacijami v primerjavi z dolarjem, imela glavno vlogo pri funtovi izgubi statusa rezervne valute (Eichengreen, 2005, str. 20).

2.7.2 Vpliv šibkega dolarja na gospodarstvo evroobmočja

Cenejši dolar ponuja porabnikom cenejše ameriške izdelke na izvoznih trgih (pospešuje konkurenčnost ameriških izvoznikov), in sicer v državah, ki svoje valute nimajo vezane na dolar (npr. Kitajska), posledično pa pozitivno vpliva na gospodarsko rast ZDA in na zmanjševanje trgovinskega primanjkljaja ZDA. Izvoz ZDA postaja v Aziji, Evropi in drugje cenejši od domačih proizvodov, to pa negativno vpliva na azijske in preostale izvoznike v ZDA. Po drugi strani pa pomeni dražje uvožene izdelke in surovine za Američane; to neugodno krepi inflacijske pritiske in zmanjšuje razpoložljivi dohodek ameriških gospodinjstev. Za Evropo pa cenejši dolar v primerjavi z evrom pomeni cenejša potovanja v ZDA, cenejše energente in surovine ter dražji izvoz v ZDA. Padanje vrednosti dolarja tudi za slovenska podjetja pomeni cenejši uvoz z dolarskih trgov in ugodno vpliva na ceno energentov (nafta, zemeljski plin in druge pomembne surovine).

Na drugi strani pa krepitev evra zmanjšuje konkurenčnost izvoza gospodarstev EU, saj je gospodarsko okolje evroobmočja močno odvisno od izvoza blaga in storitev v ZDA. V najslabšem položaju so se znašli veliki izvozniki na ameriški trg, predvsem proizvajalci avtomobilov, farmacevtskih izdelkov in luksuznih dobrin, za katere je ameriški trg zelo pomemben. V to skupino držav spadata predvsem Francija in Nemčija. Izvozno usmerjena podjetja so v začetku oktobra 2007 zahtevala takojšnje ukrepe za zaustavitev rasti tečaja skupne evropske valute. Nova izvozna naročila v evroobmočju rastejo najpočasneje od avgusta 2005. Dvig tečaja evra med letoma 2001 in 2006 je zmanjšal izvoz iz evroobmočja za 0,8 odstotne točke na leto. Pomembnejšo vlogo so imeli drugi dejavniki, še posebej tuje povpraševanje.

2.7.3 Trenutni položaj dolarja na svetovnih finančnih trgih

Dolar je od II. svetovne vojne prevladujoča mednarodna valuta. Z uvedbo evra leta 1999 je evropska valuta postala najvplivnejši mogoči nasprotnik dolarju na mednarodnem denarnem in finančnem trgu. V odvisnosti od velikosti držav članic evroobmočja bo to postalo primerljivo ne samo po obsegu mednarodne trgovine, ampak tudi po velikosti BDP. Pri tem se zastavlja vprašanje, ali bo ta dogodek v mednarodnem denarnem sistemu povzročil nadaljnjo diverzifikacijo stran od dolarja in ali bo imel evro priložnost izzvati ali celo zamenjati dolar kot svetovno vodilno valuto (Wenhao, 2004, str. 17).

Za večino centralnih bank in držav je dolar še vedno prevladujoča rezervna valuta. Delež mednarodnih rezerv v dolarjih je v preteklosti naraščal. Trg ameriških zakladnih menic je najbolj likviden trg na svetu in to spodbuja centralne banke, da svoje rezerve držijo v tej obliki. Dolar ostaja prevladujoča valuta izdaje računov in prva valuta v mednarodni trgovini. Nafta in druge surovine se večinoma izdajajo v dolarjih (Eichengreen, 2005, str. 1). Velika uporaba dolarja na deviznih trgih dokazuje, da se dolar ne uporablja le za transakcije med ameriški rezidenti in nerezidenti, temveč tudi kot posredna valuta pri transakcijah med preostalimi valutami (Benassy-Ouere et al., 2006, str. 13).

Po optimističnem scenariju, ki napoveduje, da bo ameriški primanjkljaj tekočega računa spet prišel pod nadzor, ni razloga, da bi ob dani stabilnosti ameriške politike, pretresih ameriškega gospodarstva in likvidnosti ameriških finančnih trgov dolar izgubil vlogo rezervne valute. Vendar to še ne pomeni, da bo dolar ohranil prevlado, ki jo je užival v preteklosti. Če se poveča likvidnost finančnih trgov v drugih državah, postanejo njihove valute bolj zanimive za držanje rezerv. Preostale države so še dobrih štirideset let po II. svetovni vojni ohranile nadzor pretoka kapitala in ostre finančne predpise, ki so omejevali likvidnost njihovih trgov. To je naredilo te valute manj zanimive za oblikovanje deviznih rezerv in poudarilo nadvlado dolarja. S finančno normalizacijo in liberalizacijo je diverzifikacija stran od dolarja neizogibna, kar pa ne pomeni, da je dolar obsojen na izgubo statusa rezervne valute. Dejavniki mrežne eksternalije zagotavlja, da konkurenca pri vlogi rezervne valute pomeni igro, kjer zmagovalec dobi vse, vendar to analitično in tudi zgodovinsko ne drži. Finančne inovacije bodo še naprej zmanjševale stroške zamenjave valut, nadaljevalo pa se bo tudi zmanjševanje spodbud za držanje rezerv v obliki, v kakršni jih držijo preostale države, da bi minimizirali transakcijske stroške. Obstaja torej verjetnost, da si bodo čez nekaj desetletij dve ali tri rezervne valute delile trg (Eichengreen, 2005, str. 21).

Ob upoštevanju potencialnega tveganja in stroškov, povezanih z akumulacijo rezerv v dolarjih, obstaja verjetnost, da bi centralne banke s hitro rastočimi rezervami želele diverzificirati svoje premoženje. BIS centralnim bankam pri upravljanju z rezervami svetuje, da jih razvrstijo v likvidnostno in naložbeno premoženje. Težnja držav z obsegom rezerv, ki je primernejši za pokritje potreb intervencije, je ustanavljanje ločenih enot, ki upravljajo s presežnimi rezervami, da bi dosegle visoke dolgoročne donose. Primere takšnih ločenih

sredstev najdemo v Kuvajtu, Singapurju in na Norveškem, nedavno pa so bili uvedeni tudi v Južni Koreji in Rusiji. Če se bo omenjena težnja povečala, bo pomembna količina presežnih rezerv razvrščena v dolgoročne naložbe, torej se ne bo več štela kot del uradnih rezerv. Hkrati obstaja verjetnost, da bo s premikom sredstev v ločene naložbene enote prišlo do dodatne, čeprav postopne diverzifikacije stran od dolarja (Wijnholds & Sondergaard, 2007, str. 28–29).

Vendar dolar še naprej ostaja najpomembnejša mednarodna valuta na svetovni ravni v vseh glavnih funkcijah denarja. Jen je sicer pomembnejši kot v preteklosti, vendar na domačem območju, ne pa tudi na svetovni ravni. Veliko se je govorilo o tem, da lahko jen postane vodilna valuta v t. i. območju jena v Aziji, vendar je uvedba evra naredila velik korak in evro je postal resna konkurenca dolarju in njegovi vlogi svetovne vodilne valute. Čeprav je kitajska centralna banka napovedala diverzifikacijo svojih rezervnih valut, ameriški dolar še vedno prevladuje v večini držav, ki imajo velike vsote rezerv (Wenhao, 2004, str. 13).

Persaud (2004) meni, da bosta do sredine 21. stoletja Kitajska in Indija prehiteli ZDA, Evropo in Japonsko vsaj glede kupne moči; to naj bi pokazalo, kako naj bi bili dolgoročno postavljeni devizni tečajji. Optimistična merjenja vzdržljive rasti na Kitajskem in v Indiji napovedujejo, da naj bi se to zgodilo v naslednjih dvajsetih letih. Dolar bo začel zgubljeni status rezervne valute, vendar naslednik ne bo evro, temveč juan.

Dolar je v primerjavi s košarico šestih valut v zadnjih 15 letih najbolj poceni. Rast evra glede na dolar pospešujejo pričakovanja trga, da bo FED nadaljevala zniževanje obrestnih mer in še naprej krčila obrestno razliko glede na evroobmočje. Dodaten dvig je evro pridobil tudi z napovedjo Savdske Arabije, da bo morda opustila dolar kot svojo sidrno valuto, saj ne bo mogla slediti pričakovanemu zniževanju obrestnih mer FED.

Znižanje dolarske obrestne mere pomeni sorazmerno zmanjševanje donosnosti oziroma privlačnosti dolarskih vrednostnih papirjev glede na evrske, to pa pripelje do manjšega povpraševanja po dolarjih. Vendar pa je bil za ZDA to nujen ukrep, saj bi bila sicer tveganja glede gospodarske recesije v prihodnosti veliko večja, kot so. Omenjeno je za sabo potegnilo padanje tečaja dolarja. Razlog je kratkoročne narave, in sicer se je zaradi znižanja obresti v ZDA in enakih obresti v Evropi kratkoročni kapital začel seliti v evre. Slabi gospodarski kazalci pa samo še povečujejo možnosti nadaljnjega znižanja obrestnih mer.

Z znižanjem obrestnih mer si je FED prizadevala za okrepitev zaupanja vlagateljev v finančni trg in za zaustavitev drsenja v recesijo. V ZDA smo namreč priča močnemu upadu prodaje nepremičnin in slabemu razpoloženju ameriških porabnikov, ki odločajo o dobrih dveh tretjinah BDP. Znižanje obrestnih mer pomeni, da se obrestni diferencial med dolarskimi naložbami zmanjša, to pa posledično pritisne na zmanjšanje vrednosti dolarja. Na podlagi obrestnih mer se namreč vlagatelji odločajo o višini in lokaciji svojih naložb.

2.7.4 Trenutni položaj evra na svetovnih finančnih trgih

Uvedba evra leta 1999 je bistveno pripomogla k pospešitvi razvoja evrskih finančnih trgov in rezultat tega je, da evro spodkopava nekatere prednosti, ki so zgodovinsko podprte s prevlado ameriškega dolarja kot rezervne valute. Vendar pa imajo dolarski finančni trgi glede na velikost, kreditno sposobnost in likvidnost še vedno prednost pred evrskimi finančnimi trgi. Ta trend, ki je tipičen za mednarodne valute, se nadaljuje, zato lahko trdimo, da evro v vlogi rezervne valute še ni v enakovrednem položaju kot ameriški dolar. Razpoložljivi podatki kažejo, da je v prvih nekaj letih denarne unije delež rezerv v evrih sicer narasel, vendar se je po letu 2003 ustalil. V začetku leta 2006 je delež evrov še vedno močno zaostajal za deležem ameriških dolarjev, bil je celo manjši od deleža predhodnih valut evra v osemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih. Euro postaja najbližje dolarju v vlogi hranilca vrednosti, lahko celo rečemo, da dolar tudi kot enota mere in menjalni posrednik ni več tako varen, kot je bil nekoč, a kljub temu dolar ostaja vodilen (Galati & Wooldridge, 2006, str. 15–16).

Evroobmočje je glede trgovine dovolj veliko, da lahko postane resni tekmelec dolarju kot mednarodnemu denarju. Na zamenjavo dolarja z evrom v drugih geografskih območjih vplivata dva dejavnika – to, da so stroški držanja evrov v primerjavi z dolarji večinoma določeni z relativno stopnjo inflacije za omenjeni valuti, pomembnejši dejavnik pa je vprašanje njegovega dolgoročnega obstoja (Dwyer & Lothian, 2003, str. 27).

V letu 2007 se je gospodarska rast v ZDA začela ustavljati in v drugi polovici leta padati, medtem ko je v Evropi po več letih zatišja izkazovala pozitiven trend. Stopnja rasti realnega BDP je v evroobmočju leta 2006 prvič po letu 2000 prehitela stopnjo rasti BDP v ZDA. Glavna razloga za ugodno gospodarsko rast v Evropi sta bila potrošnja prebivalstva in povečana stopnja naložb. Glede na pretekle izkušnje so potrošnje spodbujali predvsem višji realni razpoložljivi dohodek, nižja inflacija in boljše razmere na trgu dela. Evropa je dosegla najnižjo stopnjo brezposelnosti v zadnjem desetletju; v letu 2006 je bilo v evroobmočju odprtih dva milijona novih delovnih mest. Zaupanje evropskih potrošnikov je na najvišji ravni po letu 2001, prav tako tudi hitrost povečevanja naložb v proizvodnjo. Na nadaljnjo rast proizvodnje in potrošnje pozitivno vplivajo tudi ugodni pogoji financiranja na kapitalskih trgih.

Posamezne valute si v skladu z zgodovino lahko delijo vlogo rezervne valute. Spremembe v finančni tehnologiji in tržni strukturi, ki oslabijo mrežne učinke, bodo povzročile, da se bo to tudi zgodilo. Dolar in evro si bosta najverjetneje delila to vlogo v bližnji prihodnosti. Hkrati pa lahko zmotne politike hitro izločijo valuto iz tekme. Čas bo pokazal, ali bo ta usoda doletela tudi dolar (Eichengreen, 2005, str. 22).

Drugače meni Persaud (2004), ki pravi, da vedno obstaja težnja le po eni prevladujoči valuti na finančnih trgih, nikoli po dveh ali več. Nekateri menijo, da evro ne bo presegel dolarja, da pa si bosta omenjeni valuti delili nekatere koristi finančne prevlade. Zgodovina to zanika; na

valutnem trgu ima lahko koristi le eden, saj se te ne delijo (Perasud, 2004). Stališče, da je na trgu prostor le za eno rezervno valuto, utemeljujeta pojem mrežnih eksternalij in nadvlada dolarja v zadnjem četrtletju 20. stoletja (Eichengreen, 2005, str. 7).

2.7.5 Pomen evra za svetovne finančne trge

Najboljši način, da ocenimo evro v vlogi mednarodne valute, je njegovo obstajanje na treh mednarodnih trgih, in sicer na mednarodnem trgu obveznic, mednarodnem trgu sredstev in deviznem trgu (Wiik, 2003). Evro kot valuta financiranja je že od svoje uvedbe deležen velikega povečanja denarnega obtoka. Izdajanje mednarodnih evrskih obveznic, bankovcev in instrumentov denarnega trga se je močno povečalo, prav tako so se povečale tudi naložbe bank v tujih valutah (Eijffinger, 2003, str. 6).

Dobro razviti finančni trgi – finančni trgi s prostim pretokom mednarodnega kapitala, širok obseg finančnih instrumentov, razvit sekundarni finančni trg in institucije finančnega trga so neizogiben pogoj, da lahko ima neka valuta vlogo rezervne valute. Uvedba evra je močno izboljšala delovanje evrskih finančnih trgov. Vprašanje, ki si ga pri tem zastavljamo, je, ali lahko evro nadomesti dolar kot vodilno rezervno valuto. Nekatere raziskave kažejo, da se likvidnost in obseg evrskih finančnih trgov hitro približujeta dolarskim trgov. Rezultat omenjenega je, da evro spodkopava nekatere prednosti, ki so zgodovinsko podprte s prevlado dolarja kot rezervne valute. To spodbuja denarne oblasti, da ponovno razmislijo o valutni sestavi svojih rezerv. Vendar pa lahko rečemo, da se uvedba evra še ne kaže v pomembnih spremembah v valutni sestavi deviznih rezerv. Dolar ohranja mesto vodilne rezervne valute, saj dolarski finančni trgi po velikosti, kreditni sposobnosti in likvidnosti še vedno presegajo evrske finančne trge (Galati & Wooldridge, 2006, str. 1).

Uvedba evra je izločila devizno tveganje, poleg tega je prispevala k sprostitvi tehničnih, regulativnih in psiholoških ovir, ki so v preteklosti vodile do segmentacije trgov vzdolž nacionalnih meja. Tako za dolžnike kot tudi za upnike so se pojavile nove možnosti diverzifikacij finančnih strategij, to pa je pripeljalo do poglobitve finančnih trgov v evroobmočju in okrepitve čezmejnih dejavnosti. Dolžniki so pridobili prednost s široko bazo vlagateljev, ti pa so dobili možnost razporejanja sredstev v širši nabor instrumentov in preko meja (Galati & Tsatsaronis, 2001, str. 1).

Zaradi evra, ki je odpravil ovire pri čezmejnem poslovanju, so se poglobili številni finančni trgi. Pojavila sta se vseevropski medbančni trg depozitov in podjetniški trg obveznic, ki sta pomembna pri razporejanju likvidnosti in naložbah finančnih institucij tako v evroobmočju kot tudi zunaj njega. Upravljalci premoženja so izkoristili prednosti večjih priložnosti, da bi dosegli boljšo alternativo med tveganjem in donosom. Evropska podjetja so bila brez primere zmožna povečati sredstva na trgih obveznic in lastniških vrednostnih papirjev; to odraža manjšo vlogo bančnih posojil, ki so bila v preteklosti njihov osnovni vir investiranja v državne obveznice (Galati & Tsatsaronis, 2001, str. 33).

Pri tem je treba poudariti, da so bile omenjene pridobitve na finančnih trgih različno zastopane. Tržni segmenti, kjer je bila obstoječa infrastruktura fleksibilnejša oziroma bolj usklajena, so se hitro razvili, zajeli celotno območje ter dosegli likvidnost in globino. Nasprotju pa segmenti, ki slonijo na strukturah z močnimi nacionalnimi značilnostmi, niso izkusili te spremembe (Galati & Tsatsaronis, 2001, str. 33).

Pri večji vlogi evra kot vodilne valute imajo velik pomen trgovinski tokovi; pomembna je vloga evra za menjavo na mednarodnih finančnih trgih. Združitev delniških trgov v Evropi (delniški trgi v Parizu, Bruslju in Amsterdamu so se združili leta 2000) je korak k večji integraciji finančnih trgov. Marozo (2005) meni, da bodo njihove nadaljnje združitve povečale integracijo delniških trgov v Evropi. Če se to ne bo zgodilo kmalu, evro ne more postati pomembna mednarodna valuta (Mundell et al., 2005, str. 115).

Evro s prestola vodilne svetovne rezervne valute še ni izrinil ameriškega dolarja, vendar pa je bilo po ocenah ECB in drugih tržnih udeležencev obdobje od leta 1999 do 2003 zelo pozitivno, pri čemer je bila zelo pomembna uvedba gotovine v evrih. Nova evropska valuta je imela pozitiven vpliv predvsem pri integraciji evropskih finančnih trgov, ne pa tudi pri izboljšanju mednarodne vloge. Pri primerjavi pomena evra na mednarodnih finančnih trgih z dolarjem so pomembne tri ugotovitve, in sicer (Pivk, 2003, str. 16–21):

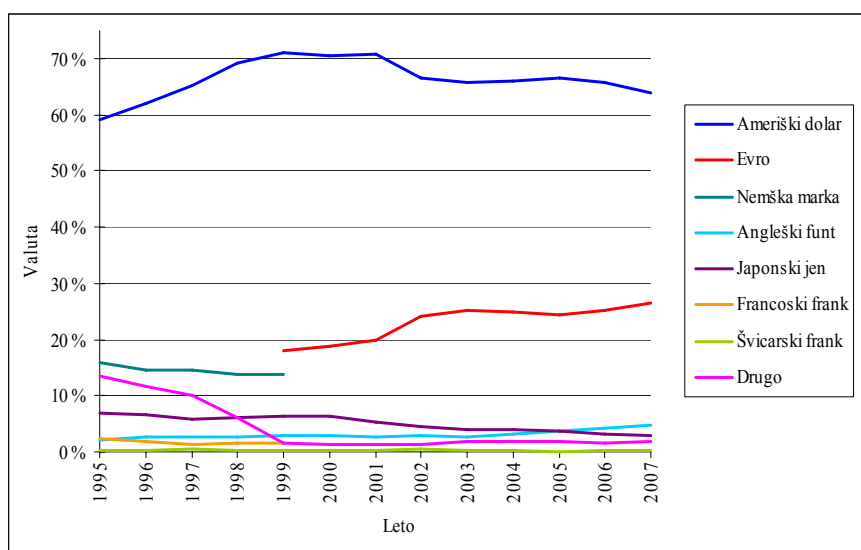
- deleža evra in dolarja v grobem odražata moč njunih gospodarstev – povezava med velikostjo gospodarstva in mednarodno vlogo valute lahko odraža ekonomijo obsega, ki je povezana z velikim trgom; če ta povezava obstaja, ima evro na dolgi rok možnost, da na mestu vodilne svetovne rezervne valute dohiti ameriški dolar;
- povečana ponudba v evrih denominiranih obveznic zunaj EMU je večinoma posledica povečanega povpraševanja v evroobmočju, na drugi strani pa je povpraševanje po obveznicah, denominiranih v dolarjih in izdanih zunaj ZDA, enakomerno razporejeno znotraj in zunaj ZDA; to pomeni, da je dolar mednarodna valuta, ki se uporablja po vsem svetu, medtem ko je evro mednarodna valuta, uporabljena predvsem v državah, ki so geografsko blizu evroobmočju;
- evro v tako kratkem času na mestu vodilne svetovne rezervne valute ni mogel dohiteti dolarja, kaj šele prevladati nad njim. Za to je potrebnega veliko časa, zelo pomembno pri tem pa je tudi zaupanje glede stabilnosti ter na področju ekonomske in politične moči.

Pri tem je treba poudariti, da vloge oziroma pomena neke valute ne moremo ocenjevati po gibanju njene vrednosti, temveč po stopnji njene prepoznavnosti v svetovnih finančnih trgih in globalnega gospodarstva na splošno (Pivk, 2003, str. 16–21).

3 DELEŽI NAJPOMEMBNEJŠIH SVETOVNIH REZERVNIH VALUT

Pri pregledu povojnega obdobja uporabe mednarodnih valut kot uradnih rezerv lahko v zadnjih dveh desetletjih opazimo premik k tripolarnemu mednarodnemu denarnemu in finančnemu sistemu, vendar brez kakršne koli sledi, da bi prišlo do prave simetrične tripolarnosti. V začetku sedemdesetih let, ko se je vzpostavil povojni denarni red, je bila opazna postopna diverzifikacija stran od dolarja k nemški marki in japonskemu jenu, ki pa se je v začetku devetdesetih let ustavila in ni pomembno ogrozila prevlade dolarja (Maccauley, 1997).

Slika 2: Mednarodna akumulacija tujih rezervnih valut v letih 1995–2007 (v %)



Vir: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), IMF, 2008; The accumulation of foreign reserves, ECB, 2006.

Ameriški dolar je najpomembnejša mednarodna valuta na svetovni ravni v vseh glavnih funkcijah denarja (menjalni posrednik, mera vrednosti in hranilec vrednosti) (Wenhao, 2004, str. 13). Kot je razvidno iz slike 2, je bilo skozi celotno zadnjo dekada več kot 50 % deviznih rezerv v ameriških dolarjih, zato ima dolar upravičeno status rezervne valute. Leta 1995 je bilo v dolarjih 59 % deviznih rezerv. Ta delež je naraščal vse do uvedbe evra leta 1999, ko je znašal slabih 71 %, potem pa je začel upadati, in sicer je leta 2007 znašal 63,9 %. To ZDA omogoča, da bodo vzdrževale visok trgovinski primanjkljaj (financiran s seignorageom) z omejenim učinkom na gospodarstvo tako dolgo, dokler bodo glavni tuji imetniki dolarjev nadaljevali njihovo držanje.

Po II. svetovni vojni in obnovi nemške ekonomije je marka pridobila status druge najpomembnejše rezervne svetovne valute, in sicer takoj za ameriškim dolarjem. Leta 1999 so uvedli evro, ki je zamenjal marko in preostale evropske valute (razen nekaterih), in ta je od nemške marke podedoval status druge najpomembnejše svetovne rezervne valute. Od takrat se je njegov prispevek k uradnim rezervam nenehno večal, saj so banke v želji po širitvi razpršile svoje rezerve in trgovino v državah evroobmočja. Delež evrov v deviznih rezervah je

od leta 1999, ko je znašal slabih 18 %, pa do leta 2007, ko je znašal 26,5 %, naraščal (glej sliko 2).

Angleški funt je bil v 18. in 19. stoletju vodilna svetovna rezervna valuta. Vendar pa je ta status izgubil zaradi stalnega tekočega računa in javnofinančnega primanjkljaja, financiranega s poceni krediti, nevzdržne denarne in fiskalne politike ter sorazmernega upada Velike Britanije kot prevladujoče vojaške in ekonomske sile. V zadnjih letih je bila najpomembnejša sprememba zamenjava jena s funtom, ki je postal tretja največja rezervna valuta (Wooldridge, 2006, str. 33). Delež funtov se je v zadnji dekadi povzpел z 2,1 % vseh deviznih rezerv leta 1995 na 4,7 % leta 2007 (glej sliko 2).

Drugače kot omenjenim trem vodilnim valutam pa so se deleži drugih valut v preučevanem obdobju zmanjšali. Delež jena se je več kot razpolovil (s 6,8 % na 2,8 %), delež preostalih valut pa je s 13,6 % v letu 1995 padel na 1,8 % v letu 2007 (glej sliko 2). Japonski jen je bil dolgo časa tretja najpomembnejša svetovna rezervna valuta, vendar je v zadnjem času doživel padec in se tako znašel na četrtem mestu, takoj za angleškim funtom. Zamenjava jena s funtom je bila najpomembnejša sprememba v valutni sestavi rezerv v zadnjih letih. Za švicarski frank je pogosto rečeno, da zaradi svoje stabilnosti prav tako zaseda mesto rezervne valute, čeprav je tako kot jen v zadnjih letih izgubil priljubljenost. Delež vseh deviznih rezerv v švicarskih frankih znaša komaj okrog 0,3 % oziroma je v zadnjih petih letih celo pod omenjeno vrednostjo (Galati & Wooldridge, 2006, str. 7). Drugi narodi in skupine narodov, kot npr. Rusija, Združeni arabski emirati in nekatere države OPEC, so prav tako izrazili željo po tem, da bi njihove valute postale svetovne rezervne valute.

3.1 DELEŽ DOLARJEV V DEVIZNIH REZERVAH

Ramaswamy (1999, str. 16) v svoji študiji dokazuje, da imajo centralne banke vsaj 60 % dolarskih rezerv in so bolj naklonjene dolarju kot rezervni valuti. Valutna alokacija na podlagi modela nepokritih obrestnih mer priporoča približno 63 % rezerv v dolarjih, kar omogoča pozitiven donos na dolarske rezerve. Valutna sestava svetovnih rezerv kaže na to, da se centralne banke v povprečju nagibajo k dolarju kot svoji rezervni valuti.

Delež dolarjev v valutni sestavi mednarodnih rezerv se je v zadnji četrtini stoletja močno zmanjšal; to je povezano z upadanjem deleža ZDA v svetovni proizvodnji. Največji padec se je zgodil v poznih sedemdesetih letih v obdobju visoke inflacije in makroekonomske nestabilnosti ZDA. Med letoma 1987 in 1990 je delež dolarjev v svetovnih deviznih rezervah ponovno izrazilo padel, kar je posledica spremembe v valutni sestavi imetij industrijsko razvitih držav. Leta 1988 je delež dolarjev v deviznih rezervah znašal 63 %, to je bilo skoraj trikrat toliko, kot je bil takrat delež ECU (22 %), delež preostalih valut pa je znašal 15 %. Gospodarstvo EMU je bilo približno enako veliko kot gospodarstvo ZDA, torej je bilo pričakovati, da bo delež ECU z leti naraščal (Gros & Thygesen, 1992, str. 297–298).

Dolar je najnižjo točko dosegel leta 1990, ko je bilo v dolarjih le 45 % rezerv in depozitov. Izgubljeno je spet pridobil v devetdesetih letih, in sicer zaradi hitre rasti rezerv držav v razvoju in njihove naklonjenosti dolarju. Do leta 2001 so dolarska rezervna imetja narasla na 70 % in dosegla največjo vrednost po sedemdesetih letih 20. stoletja. Delež dolarjev je konec marca 2006 padel na 66 % rezerv in 59 % depozitov, podobno vrednost je imel pred desetimi leti (Galati & Wooldridge, 2006, str. 6).

Velike premike v velikosti deleža dolarjev so povzročili različni dejavniki, in sicer mehanski učinek gibanja deviznega tečaja, odločitve pri upravljanju z devizami in različen tempo akumulacije rezerv po državah (Wooldridge, 2006). ZDA imajo zaradi statusa dolarja kot svetovne rezervne valute ogromen privilegij, ki omogoča velik in dolgotrajen primanjkljaj tekočega računa, financiran z njihovo lastno valuto. Čeprav je bil primanjkljaj tekočega računa ZDA v preteklosti preprosto financiran, ostajajo odprta vprašanja o razpoložljivosti nadaljnega financiranja. V devetdesetih letih je sledilo poslabšanje, leta 2005 je primanjkljaj ameriškega tekočega računa dosegel največjo vrednost, in sicer je znašal 6,5 % BDP. Znatno povečanje zunanjega financiranja, vključujoč tako formalne kot tudi zasebne pritoke, ni imelo večjega vpliva na ameriške obrestne mere oziroma na trend zmanjšanja deviznega tečaja. Vendar se pri tem poraja vprašanje, kako dolgo bo trajalo tako financiranje (Balakrishnan & Tulin, 2006, str. 3).

V zadnjih letih je opazno močno povečanje deviznih rezerv in za zdaj nič ne kaže, da bo ta stopnja akumulacije padla. Dve tretjini svetovnih mednarodnih rezerv sta v dolarskih sredstvih. Nekateri zagovarjajo stališče, da se centralne banke spopadajo z naraščajočim »koncentriranim tveganjem«, zato priporočajo, da sredstva diverzificirajo iz dolarjev v druge valute (Gourinchas & Ray, 2005).

Akademiki in denarni upravljavci spodbujajo centralne banke nastajajočih tržnih gospodarstev, da svoja sredstva razpršijo tudi v druge valute. Razvoj na mednarodnih finančnih trgih je povečal pritisk na dolar, saj je evro resna alternativa za tuja sredstva. Poleg tega so se po kratkem začetnem obdobju transakcijski stroški na evrskih trgih močno zmanjšali. Veliko valut drugih industrijskih držav je povečalo svojo likvidnost in to prav tako ponuja privlačna alternativna sredstva za nadaljnjo diverzifikacijo. Omenimo lahko še naraščajoč primanjkljaj in zunanji dolg ZDA, ki sta prav tako prisilila centralne banke k zmanjšanju deleža dolarjev v njihovih deviznih rezervah. Glavna sprememba premoženja bi pomembno vplivala na devizni tečaj in položaj dolarja kot vodilne mednarodne valute, to pa lahko ima velike posledice za mednarodni denarni sistem (Papaioannou et al., 2006, str. 4, 32–33).

Na drugi strani pa so nasprotniki mnenja, da je povečanje raznolikosti v valutni sestavi malo verjetno, če pa bi do diverzifikacije prišlo, bi bila zmerna in počasna. To utemeljujejo z dejstvom, da večina centralnih bank z veliko sredstvi v rezervah, še posebej tiste v vzhodni Aziji, sodeluje s svojimi vladami pri izvozno naravnanih strategijah s poudarkom na

ameriškem trgu, torej je v njihovem interesu, da ohranijo nespremenjeno menjalno razmerje glede na dolar (Papaioannou et al., 2006, str. 5 in 32).

Koncentracija tujih rezervnih imetij v dolarjih ostaja pomembna, še posebej v Aziji. Kot je že zgoraj omenjeno, je to povezano s sistemi deviznih tečajev v številnih azijskih državah, ki imajo svoje valute pogosto fiksno vezane na dolar, in s sestavo njihove zunanje trgovine, kjer prevladujejo vezi z ZDA in območjem dolarja. Poleg tega je povezano tudi z željo, da bi z diverzifikacijo izboljšali ravnotežje med tveganjem in donosom ne samo na ravni centralne banke, ampak na celotni državni ravni. Prednost diverzifikacije se na celotni nacionalni ravni lahko pojavi takrat, ko centralna banka vloži del nacionalnih prihrankov, ki so sicer vloženi v domačo valuto zaradi domače nagnjenosti k domačim finančnim trgov, v premoženje v dolarjih (The accumulation of foreign reserves, 2006, str. 47).

Centralne banke imajo manj nedavno pridobljenih rezerv v dolarjih in več v evrih oziroma morda celo v drugih valutah. Delež dolarjev je v uradnih deviznih imetjih ostal na visoki ravni, čeprav je leta 2002 znatno padel, medtem ko se je delež evrov povečal za približno enak odstotek. Medtem ko je diverzifikacija stran do dolarja in v prid evru popolnoma omejena na industrijske države, je večja pri drugih centralnih bankah z evrskimi rezervami, ki so konec tretjega četrtletja 2006 imele 30 % vseh rezerv (Wijnholds & Sondergaard, 2007, str. 29).

Razpoložljivi podatki o sestavi uradnih rezerv kažejo, da so upravljavci rezerv pri diverzifikaciji zelo previdni. Večji del deviznih rezerv je še vedno naložen v bančne depozite in državne obveznice, ameriški dolar pa je ohranil mesto prevladujoče rezervne valute (Wooldridge, 2006, str. 37).

3.2 DEVIZNE REZERVE EVROSISTEMA

Evrosistem ima edino denarno veljavo na evroobmočju, kar pomeni, da so devizne rezerve enotnega valutnega območja sestavljene iz deviznih rezerv ECB in deviznih rezerv soudeleženih nacionalnih centralnih bank. Devizne rezerve EMU morajo biti denominirane v tuji valuti, kar pomeni, da se v evrih denominirane terjatve rezidentov ali nerezidentov EMU ne štejejo k deviznim rezervam evroobmočja. Z nacionalnega vidika se v evrih denominirane terjatve tako rezidentov kot tudi nerezidentov EMU ne štejejo za devizne rezerve (Statistical treatment of the eurosystem's international reserves, 2000, str. 6 in 8).

ECB drži devize in nadzira upravljanje deviznih rezerv nacionalnih centralnih bank. Da ne bi prišlo do nesoglasij med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami, morajo te dobiti dovoljenje ECB, da lahko upravljajo s svojimi rezervami. Največja vrednost rezerv, ki jih lahko drži ECB, je 50 milijard evrov (Liaw, 2004, str. 408).

Konec leta 1997 je imelo 11 držav EU približno 271 milijard dolarjev deviznih rezerv, od katerih je bilo približno 45 milijard v valutah držav evroobmočja. Z uveljavitvijo EMU so se devizne rezerve centralnih bank, ki jih je imela ena udeležena država v valuti druge države, preoblikovale v evre in se niso več mogle uporabljati pri deviznih intervencijah. Pri tem je prišlo do pomembnega zmanjšanja deviznih rezerv. V začetku leta 1999 je imela ECB 39,5 milijard evrov, saj štiri države EU še niso bile vključene v EMU (Liaw, 2004, str. 408).

Nacionalne centralne banke držav članic, ki so uvedle evro, morajo na ECB prenesti del svojih deviznih rezerv. ECB določi skupno vrednost vseh svojih deviznih rezerv, posamezna nacionalna centralna banka evroobmočja pa vplača tolikšen del te skupne vrednosti, kolikor določa njen ključ za vpis kapitala ECB. Znesek deviznih rezerv ECB je januarja 2006 znašal 42,2 milijardi evrov. Poleg deleža prenesenih rezerv sta predpisani tudi oblika finančnih instrumentov in valutna struktura, in sicer mora biti 85 % deviznih rezerv v dolarjih ali jeni in 15 % v zlatu. Del deviznih rezerv, ki ni bil prenesen na ECB, še vedno ostane v upravljanju pri nacionalni centralni banki (Banka Slovenije, 2008).

Slovenija je 1. januarja 2007 vstopila v EMU in se s tem uvrstila med države, ki nimajo svoje lastne denarne politike, ampak so udeležene v skupni denarni politiki držav članic. Banka Slovenije je postala ena izmed članic Evropskega sistema centralnih bank, ki s svojim deležem nacionalnih mednarodnih denarnih rezerv prispeva k skupnim mednarodnim denarnim rezervam EMU. Če predpostavljamo, da Banka Slovenije bistveno ne spremeni strukture deviznih rezerv, pomeni, da se z uvedbo evra njene mednarodne denarne rezerve zmanjšajo za 85 %. Prav tako kot pri Sloveniji je bilo ob uvedbi evra opazno zmanjšanje obsega mednarodnih denarnih rezerv tudi pri drugih državah članicah. Starim državam članicam EMU so se rezervna imetja v povprečju zmanjšala za dobrih 30 % (Banka Slovenije, 2008).

Poleg sestave rezerv ECB sta se spremenili tudi sestava rezerv centralnih bank zunaj EMU in uporaba evropskih valut, ki so bile vodilne pri trgovanju in naložbah. Če je raven rezerv centralnih bank povezana s celotno vrednostjo uvoza, je sestava deviznih rezerv večinoma določena z deležem trgovine in naložb, izdanih v zneskih različnih valut (Temperton, 1998, str. 211).

3.3 DELEŽ EVROV V DEVIZNIH REZERVAH

Nova privlačna alternativa – evro – odpira možnosti večjih sprememb v valutni sestavi mednarodnih rezerv, pri čemer je vzpostavitev ravnotežja na mednarodnih finančnih trgih odvisna od velikih premikov deviznega tečaja evro/dolar. Postopno povečevanje uporabe evra v svetovnih deviznih rezervah je bilo podprto z gladkim delovanjem evroobmočja in z apreciacijo evra v primerjavi z drugimi mednarodnimi valutami v zadnjih letih (The accumulation of foreign reserves, 2006, str. 47).

Wyplosz (2001, str. 286) ponuja dve razlagi za odsotnost držanja evra kot rezervne valute. Ena je ta, da je stabilnost povpraševanja po dolarjih, markah in frankih v letu 1999 izražala stabilnost dejavnikov povpraševanja po rezervnih valutah. Nekatere centralne banke z največjimi rezervami (Kitajska in Hongkong) ohranjajo vezavo svoje valute na dolar in podatki jasno kažejo, da trdni devizni tečaj ohranja pomen obnašanja rezervnih imetij. Izkušnje kažejo, da se valutna sestava rezerv centralnih bank spreminja počasi, ker se tudi navade spreminjajo počasi. Poleg tega je treba poudariti, da ECB ne spodbuja niti ne zavira mednarodne vloge evra, temveč jo prepušča tržnim udeležencem (Wijnholds & Sondergaard, 2007, str. 30). Naloga ECB je vodenje politike cenovne stabilnosti, in dokler ne bo ta razvila sistema vzdržljivih cen in finančne stabilnosti ter članice EU ne bodo izražale politične zavzetosti svojemu novemu denarnemu sporazumu, bodo druge centralne banke nenaklonjene evru. Tako lahko pričakujemo, da bodo vzorci, ki so prevladovali v preteklosti, prevladovali tudi v prihodnosti in da se bodo spreminjali le postopoma (Wyplosz, 2001, str. 286).

Druga razlaga pa pravi, da je bil prehod z dolarja na evro le začasno odložen zaradi ruske krize, neuspešnega upravljanja z dolgoročnim kapitalom in šibkosti evropskega gospodarstva. Posledica omenjenega je bilo sprejetje nove evropske valute pod pričakovanji. V času šibkosti evra so bili centralne banke in nastajajoči trgi nenaklonjeni spremembi svojega premoženja stran od dolarjev. Azijske države, ki so bile v tistem obdobju vključene v pet od sedmih največjih svetovnih imetnikov rezerv, so evro slabo sprejele, in sicer zaradi njegove šibkosti od uvedbe naprej (Wyplosz, 2001, str. 286).

Dolar je ohranil svojo vlogo vodilne rezervne valute, medtem ko se je evro uveljavil kot druga največja svetovna rezervna valuta. Delež evrov se je v sestavi svetovnih rezerv povečal v določenem obsegu, vendar pa so glede na izkušnje iz preteklosti, da se centralne banke pri upravljanju z devizami prilagajajo le postopoma, nenadne spremembe malo verjetne (Wijnholds & Sondergaard, 2007, str. 32).

Razpoložljivi podatki kažejo, da se, medtem ko so se uradna devizna imetja postopno spreminjala, valutna sestava ni spremenila toliko, kot se je sestava instrumentov. Upravljavci rezerv so enakomerno prerazporedili svoje premoženje v donosnejše in bolj tvegane instrumente, česar pa ni spremljal značilen odmik od ameriških dolarjev. Delež evrov v rezervah je dandanes večji, kot je bil tik pred oblikovanjem denarne unije, vendar je še vedno krepko pod deležem dolarjev in celo pod deležem valut predhodnic evra v osemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih (Galati & Wooldridge, 2006, str. 4–5).

Lahko rečemo, da je v zadnjih dveh desetletjih nihanje deleža dolarskih rezerv večinoma odraz nihanja deleža evrov. Delež valut predhodnic evra je najvišjo točko dosegel v letu 1990, ko je predstavljal 39 % rezerv in 32 % depozitov. Tik pred oblikovanjem EMU je delež padel na 20 %, nato pa v prvih letih delovanja EMU dosegel preobrat (Galati & Wooldridge, 2006, str. 7).

Med letoma 1999 in 2003 se je delež rezerv, razporejen v instrumente, denominirane v evrih, dvignil za skoraj 7 odstotnih točk, in sicer na 25 %. Delež rezerv držav v razvoju, razporejen v evre, se je v istem obdobju povečal z 19 % na 27 %, medtem ko je delež dolarjev padel za enak odstotek. Prerazporeditev v evre je bila izrazitejša v državah, ki so trgovinsko ali finančno močno povezane z evroobmočjem, manj pa v Aziji in Ameriki (Lim, 2006). Delež evrskih rezerv se je po letu 2003 izravnal z ravni, ki jo je dosegel sredi devetdesetih let (Galati & Wooldridge, 2006, str. 7).

V prihodnosti lahko pričakujemo večjo diverzifikacijo rezerv, saj na splošno velja, da so rezerve večje, kot se jih potrebuje za intervencijo. Zato bi lahko bilo upravljanje z rezervami še bolj usmerjeno k maksimizaciji donosov za dano raven tveganja ter manj k ohranitvi likvidnosti in kapitala. Poleg tega se likvidnost in razvitost evrskih finančnih trgov hitro približujeta dolarskim (Galati & Wooldridge, 2006), to pa bo pripomoglo k okrepitvi položaja evra kot mogoče alternative ameriškemu dolarju v uradnih rezervah (Wooldridge, 2006, str. 38).

4 VALUTNA SESTAVA DEVIZNIH REZERV

4.1 GLAVNE UGOTOVITVE SESTAVE DEVIZNIH REZERV

Valutna sestava mednarodnih rezerv ni bila deležna tako velike pozornosti kot drugi vidiki mednarodnega denarnega sistema. Izbira rezervnih imetij držav v razvoju se nadaljuje pod vplivom goste mreže deviznega tečaja ter finančnih in trgovskih vezi z državami rezervnih valut. Opazne so spremembe v teh odnosih in politikah, pri čemer je pomemben predvsem premik k povečanju mobilnosti kapitala in večji fleksibilnosti deviznega tečaja. Prvi deluje v prid dolarju in funtu, valuti dveh držav, ki sta domači na posebej velikih in učinkovitih mednarodnih finančnih trgih, drugi pa bi deloval proti dolarju in evropskim valutam, na katere so nastajajoči trgi tradicionalno vezali svoje valute, in v prid jenu. Vendar je to evolucijski proces, ki napoveduje, da se bo valutna sestava rezerv spreminjala postopoma. Kar zadeva devizni tečaj in mednarodni denarni sklad, obstajajo številni potencialni viri nestabilnosti, vendar pa je ne glede na obstoj EMU malo verjetno, da bi bila nestabilnost povpraševanja po rezervah ena od teh (Wyplosz, 2001, str. 292).

Dejavniki, ki določajo valutno sestavo deviznih rezerv, so naslednji (The accumulation of foreign reserves, 2006, str. 46):

- valutna sestava rezerv po navadi odraža sistem deviznega tečaja države in če ta ni popolnoma drseč, je tesno povezan z izbiro referenčne valute ali košarice;
- posebnost Azije je obstoj dolarjeve cone v območju s številnimi azijskimi valutami, ki so bolj ali manj povezane z dolarjem; zaradi močne prepletenosti trgovskih vezi na tem območju je vrednost dolarja v devizni politiki azijskih držav pomembnejša od vpliva ZDA;

- uradne rezerve, zlasti v državah v razvoju, kjer je dostop do mednarodnih kapitalskih trgov otežen, se pojmujejo kot skrajni vir plačila za uvoženo blago in zagotavljajo odplačilo zunanjega dolga v tujih valutah; zaradi tega je valutna sestava rezerv pogosto povezana s sestavo trgovine in finančnih tokov;
- nedavno so pomembnost pridobili ugotovitve upravljanja s tveganjem in ukrepi optimalne razporeditve premoženja;
- centralne banke upoštevajo »tržno nevtralno načelo« po predpisih IMF, kolikor je to združljivo z njihovimi drugimi cilji.

Sprememba uradnih rezerv pomeni sredstva, ki jih uporabljajo vlade in centralne banke za vodenje svojih deviznih tečajev. Z nakupom in prodajo tujih valut ali s posredovanjem na deviznih trgih država ohranja trdni devizni tečaj. Omenjene transakcije se kažejo v plačilni bilanci kot sprememba uradnih rezerv. Nasprotno pa je pri državah z drsečim deviznim tečajem intervencija manjša, sorazmerno majhna je tudi sprememba uradnih rezerv (Samuelson, 2001, str. 617).

Papaioannou et al. (2006, str. 17–18) navajajo glavne ugotovitve glede sestave rezerv:

- i. Denarne oblasti držijo velik delež rezerv v valutah svojih največjih trgovinskih partnerjev.

Wyplosz (2001) je ocenjeval posamezne modele rezerv v dolarjih, markah, jeni in funtih, vsakega kot del vsote rezerv v dolarjih, markah, jeni, funtih in frankih. Rezultati potrjujejo, da je država, katere valuta je vezana na dolar, usmerjena k držanju večjega deleža deviznih rezerv v dolarjih. Več ko država trguje z državo rezervne valute, večja je njena nagnjenost k držanju rezerv v tej valuti, in večji ko je njen delež plačil s tujino, denominiranih v tej valuti, bolj bodo njene centralne banke in vlada držale devizne rezerve v tej valuti (Wyplosz, 2001, str. 276).

- ii. Valutna sestava dolga je pomemben dejavnik pri alokaciji rezervnih imetij centralnih bank.

Po letu 1999 se je izdajanje obveznic, denominiranih v evrih, močno povečalo, kar bi lahko pomenilo, da bodo centralne banke dvignile razmerje svojih rezerv v evrih do te mere, da bodo državna sredstva enaka obveznostim.

- iii. Centralna banka, ki veže svojo domačo valuto na dano valuto, si prizadeva držati večji delež svojih rezerv v tej valuti.

Čeprav je dolar še vedno glavna referenčna valuta, pomembnost evra vztrajno narašča. Skoraj 50 držav ima svoje devizne tečaje uradno vezane na evro (Review of the International Role of the Euro, 2005). Čeprav je vezava na evro opazna predvsem pri novih državah članicah in sosednjih državah EU, države s precejšnjimi rezervnimi imetji zunaj evropskega vpliva, kot sta Rusija in Libija, uporabljajo evro v košarici, na katero fiksirajo svojo valuto.

iv. Centralne banke sledijo strategijam diverzifikacije premoženja.

Pri tem so nenaklonjene tveganju, hkrati pa želijo visoko likvidnost, še posebej v obdobjih nemirov. Uvedba evra je zmanjšala priložnosti diverzifikacije, zato je bilo po letu 1999 upravičeno pričakovati padec deleža evrov. Vendar pa je evrski trg postal bolj likviden in globok, poleg tega so se zmanjšali transakcijski stroški deviz za evro.

Številne centralne banke podpirajo stališče, da diverzifikacija rezerv v različne valute varuje vrednost rezerv pred tveganimi dogodki in mednarodno inflacijo, zato diverzificirajo svoja rezervna imetja v različne valute. V odvisnosti od relativne velikosti in pomembnosti posameznih valut lahko centralne banke določijo sprejemljive omejitve za različne valute, ki sestavljajo rezerve. Študija, ki jo je izvedel Ramaswamy (1999, str. 5–6), domneva, da bi reprezentativna centralna banka želela vlagati le v štiri vodilne svetovne valute, in sicer v dolar, evro, jen in funt. Med temi valutami lahko centralna banka navede sprejemljiv obseg za delež dane valute v rezervnih imetjih, pri čemer sta osnova lahko globina in likvidnost posamezne valute na svetovnem deviznem trgu.

Ramaswamyjeva študija (1999, str. 18) navaja številne zanimive ugotovitve. Centralne banke so v povprečju naklonjene dolarju kot rezervni valuti. Če posvečajo pozornost donosom v drugih valutah, bo to povečalo potrebo po ohranitvi kupne moči rezerv, zato bo prerazporeditev sestave rezervne valute nujna. Tak ukrep ima lahko močan vpliv na devizne trge. Čeprav so centralne banke naklonjene dolarju kot rezervni valuti, se lahko delež funta v valutnem premoženju poveča na račun zmanjšanja dolarskih imetij. To lahko povzroči dodatno diverzifikacijo deviznih rezerv, ki bodo uporabljene kot zavarovanje proti potencialni oslabitvi ameriškega dolarja.

Gledano v celoti pri uradnih deviznih imetjih držav v razvoju ni bilo opazne diverzifikacije stran od dolarja. Delež jena se je povečal na račun evropskih valut. Ta pojav lahko razložimo z dejstvom, da so se v osemdesetih letih azijske rezerve, ki vsebujejo večji delež jena kot preostale rezerve najmanj razvitih držav – LDC (angl. *least developed countries*), povečale bolj kot celotne svetovne rezerve. Povečanje deleža jena je bilo omejeno z nenehno uporabo dolarja kot nominalnega sidra. Sredi devetdesetih let so nekatere azijske države začele diverzificirati svoje uradne rezerve. Indonezija je povečala delež jena v svojih rezervah s 27 % na 35 % v letu 1994 in hkrati zmanjšala delež dolarjev z 52 % na 49 %. Kitajska je naznanila svojo pripravljenost razdeliti svoje rezerve enakovredno med dolar, marko in jen ter septembra 1997 oznanila, da namerava uporabiti evro. Tajvan je zmanjšal delež dolarjev. Padec azijskih rezerv med valutno krizo leta 1997 in poznejša opustitev vezave na dolar lahko imata trajne posledice na sestavo rezerv LDC (Benassy-Ouere et al., 2006, str. 12–13).

V zadnjih letih sta se stopnja rasti in razporeditev svetovnih mednarodnih rezerv zelo spremenili. V številnih državah, še posebej v nastajajočih tržnih gospodarstvih je javni sektor kopičil precejšno čezmejno finančno premoženje predvsem v obliki uradnih deviznih rezerv. Svetovne rezerve so se povečale z 1,2 bilijona dolarjev januarja 1995 na 4 bilijone dolarjev

septembra 2005, pri čemer je bilo največje povečanje od leta 2002 naprej. Med letoma 2000 in 2005 so se mednarodne rezerve povečale na 91 % v SDR in 110 % v dolarjih (The accumulation of foreign reserves, 2006, str. 5 in 10).⁶ V začetku leta 2007 so svetovne devizne rezerve znašale 5 bilijonov dolarjev (Noyer, 2007, str. 1).

Ta sprememba v uradnih deviznih imetjih je bila opazna predvsem na Japonskem in v azijskih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Delež azijskih držav se je povečal s 600 milijard dolarjev na več kot 2 bilijona dolarjev, in sicer kot posledica povečanja rezerv po stopnji 200–300 milijard na leto od 2003 naprej (Noyer, 2007, str. 1). Razen Japonske je večina industrijskih držav, še posebej v evroobmočju, bodisi dodala manjšo količino svojim rezervam bodisi jih celo zmanjšala. Preostale evropske države so v tem obdobju podvojile svoje rezerve, kar je predvsem odraz ruskih hitrih in nedavno okrepljenih deviznih imetij (Wijnholds & Sondergaard, 2007, str. 6). Tako kot v Rusiji je bila precejšnja akumulacija deviznega premoženja opazna tudi pri nekaterih drugih izvoznicah nafte, kot sta Alžirija in Norveška. Rezerve naftnih izvoznikov so se zelo dvignile v letih 2005 in 2006, in sicer za več kot 200 milijard na leto (Noyer, 2007, str. 1). To je pogosto povezano z nihanjem cen nafte (posebej močno je bilo od leta 2004 naprej), Rusija pa je pridobila koristi tudi zaradi pomembnega povečanja izvoza nafte (The accumulation of foreign reserves, 2006, str. 5 in 10).

Akumulacijo deviznih rezerv v tem obdobju lahko strnemo v štiri posebnosti, od katerih so tri postale posebej izrazite v letih 2002–2004 (The accumulation of foreign reserves, 2006, str. 7–10):

- svetovne rezerve so se povečale za približno 85 % (do konca leta 2004), in sicer trikrat hitreje kot v letih 1999–2001; ob upoštevanju rezervnih imetij in prispevanja k rasti svetovnih rezerv je bila akumulacija deviznih rezerv največja na Kitajskem, Japonskem in Tajvanu; pri nekaterih državah, kot je Turčija ter od leta 2003 Argentina in Brazilija, lahko take premike označimo kot dopolnitev rezerv, vendar je ne glede na to v večini preostalih primerov v primerjavi z zgodovinskimi merili stopnja akumulacije izjemno visoka;
- delež svetovnih deviznih rezerv, ki ga držijo azijska gospodarstva, se je povečal s 46 % januarja 1995 na 64 % avgusta 2005; največje povečanje je bilo opazno v obdobju 2002–2005, in sicer za 77 %; posledica tega je, da je osem denarnih oblasti azijskih držav med desetimi največjimi imetniki rezerv, od katerih ima sedem več kot 100 milijard dolarjev;
- majhno število uradnih upnikov drži vse večji delež celotnih rezerv – pet največjih centralnih bank, ki kopičijo devizne rezerve, je v obdobju 1995–2001 držalo skoraj 57 % vseh deviznih rezerv in v letu 2004 povečalo svoj delež na dobrih 68 %; največji

⁶ Razlika odraža deprecijacijo dolarja v primerjavi s SDR (košarica, sestavljena iz ameriškega dolarja, evra, jena in funta).

dve, Japonska in Kitajska, sta imeli v letih 2002–2004 približno polovico vseh deviznih rezerv in držita okrog 40 % vse svetovne zaloge rezerv;

- zadnje čase je opazna še ena, prav tako pomembna značilnost, in sicer se je pojavila nova večja skupina neto kapitalskih izvoznikov v svetovnem gospodarstvu – to so države izvoznice nafte, katerih skupen presežek tekočega računa je po ocenah presegel tistega, ki so ga leta 2005 imela azijska gospodarstva; omenjene države so kopičile premoženje ne le v obliki tradicionalnih rezerv, ampak tudi z okrepitevijo deviznega premoženja v t. i. naftnih sredstvih.

4.2 EMPIRIČNA ANALIZA

Temeljni cilj empiričnega dela magistrskega dela je prikazati medsebojno razmerje dveh najmočnejših svetovnih valut v mednarodnem denarnem sistemu. Z empirično analizo podatkov želimo odgovoriti na vprašanje, ali bo evro nadomestil dolar kot rezervno valuto oziroma kdaj naj bi se to zgodilo. V nadaljevanju je predstavljeno gibanje deleža obeh svetovnih valut v deviznih rezervah v letih med 1999 in 2007. S kritično analizo zbranih podatkov želimo prikazati valutno sestavo po posameznih skupinah držav in na podlagi tega ugotoviti, ali ima evro resnične možnosti, da s prestola vodilne svetovne valute izpodrine ameriški dolar. Tako želimo ugotoviti, ali lahko evro v bližnji prihodnosti postane rezervna valuta, enakovredna ameriškemu dolarju, oziroma celo vodilna rezervna valuta.

V empiričnem delu smo na podlagi sekundarnih podatkov, ki smo jih pridobili na spletnih straneh in v elektronskih sporočilih posameznih centralnih bank, prikazali valutno sestavo deviznih rezerv. Izbrane države smo razvrstili glede na štiri merila, in sicer na podlagi njihove razvitosti, geografskega načela, presežka oziroma primanjkljaja v plačilni bilanci in velikosti. Glavni namen empirične analize je dokazati, da delež evrov v deviznih rezervah v posameznih skupinah držav v preučevanem obdobju narašča in da se razlikuje med posameznimi skupinami držav.

Na svetu je priznanih 193 držav. Podatke smo pridobili od 22 držav, kar pomeni, da je v vzorec zajetih 11,4 % držav. Države, na podlagi katerih smo naredili empirično analizo, so: Avstralija, Barbados, Belgija, Češka, Čile, Estonija, Gvatemala, Hongkong, Hrvaška, Jamajka, Kanada, Kirgizija, Kostarika, Latvija, Litva, Namibija, Peru, Slovaška, Svazi, Švica, Urugvaj in Velika Britanija. Druge države, vključno s Slovenijo, omenjenih podatkov niso želele razkriti.⁷ Podatki se nanašajo na obdobje med 1999 in 2007, in sicer na december vsako leto.⁸ Osnova za analizo so metodološke podlage iz priročnikov Rovana in Turka (1999) ter

⁷ Banka Slovenije za razlog, da večina držav ne objavlja valutne strukture mednarodnih rezerv, navaja občutljivost teh podatkov z vidika doseganja ciljev upravljanja mednarodnih rezerv, še zlasti v primeru majhnih in odprtih gospodarstev.

⁸ Izjeme so nekatere države, ki za posamezna leta nimajo zbranih podatkov. To so: Avstralija in Namibija (ni podatkov za leto 1999) ter Estonija, Kirgizija in Peru (ni podatkov za leti 1999 in 2000).

Košmelja in Rovana (1994). Pri analizi smo uporabili statistični program SPSS 14.0 for Windows.

V prvem delu analize smo za vsako skupino držav v stolpičnem grafikonu prikazali delež dolarjev, evrov in preostalih valut v deviznih rezervah v letih med 1999 in 2007. Omenjeni grafikon smo izbrali zato, ker je zelo preprost in pregleden način grafičnega prikazovanja podatkov.

V drugem delu analize smo uporabili program SPSS in najprej naredili *preizkus skupin*. S proceduro Independent Samples T Test smo preverili, ali se delež evrov v deviznih rezervah med posameznimi skupinami držav (razdeljenih na podlagi zgoraj omenjenih meril) razlikuje. Vzorec smo razdelili na dve skupini in primerjali aritmetični sredini dveh enot (populacij).

Nato smo naredili še *preizkus dvojic*. Uporabili smo proceduro Paired Samples T Test, ki je namenjena primerjavi aritmetičnih sredin dveh spremenljivk za t. i. odvisna vzorca. Iz parov vrednosti spremenljivk smo izračunali razlike in preizkusili domnevo, da je povprečna razlika različna od nič. Želeli smo ugotoviti, ali se povprečni delež evrov na začetku in koncu preučevanega obdobja razlikuje, zato smo izbrali prvo in zadnje leto preučevanega obdobja.⁹ Nato smo primerjali še povprečni delež evrov v obdobjih 1999–2001¹⁰ in 2002–2007.¹¹

4.3 VALUTNA SESTAVA DEVIZNIH REZERV V IZBRANIH DRŽAVAH

4.3.1 Valutna sestava deviznih rezerv na podlagi razvitosti držav

Države smo razdelili na razvite (angl. *developed countries*) in manj razvite (angl. *emerging and developing economies*) na podlagi delitve IMF.¹² V razvitih državah sta v preučevanem obdobju opazna zmanjšanje deleža dolarjev s 70,5 % na 63,4 % in posledično povečanje deleža evrov s 17,8 % na 27,3 %. Delež drugih valut je najvišjo raven dosegel leta 2001 s 13,8 %, najnižjo pa leta 2007, ko je znašal 9,3 % (slika 3).

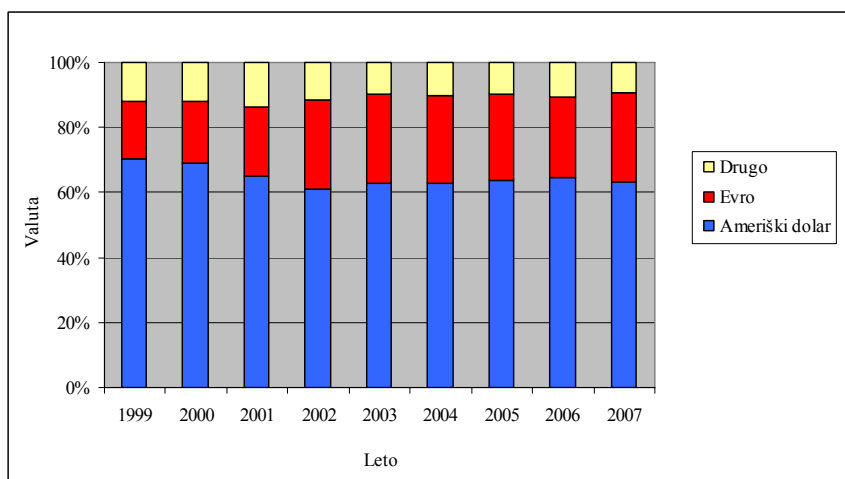
⁹ Pri državah, kjer ni razpoložljivih podatkov za leto 1999, so uporabljeni podatki za prvo naslednje leto, za katerega so podatki razpoložljivi.

¹⁰ Pri državah, kjer ni razpoložljivih podatkov za leto 1999, je upoštevano povprečje obdobja 2000–2001. Pri državah, kjer ni razpoložljivih podatkov za leti 1999 in 2000, je upoštevano zgolj leto 2001.

¹¹ Mejo med obema obdobjema predstavlja konec leta 2001 oziroma začetek 2002, kar se ujema s prehodom iz prve v drugo fazo uvedbe nove evropske valute, ko je ta prišla v obtok. V tem času je gibanje nominalnega deviznega tečaja spremenilo smer in evro je začel nominalno appreciirati glede na dolar.

¹² V skupini razvitih držav so Avstralija, Belgija, Hongkong, Kanada, Švica in Velika Britanija. V drugi skupini so Barbados, Češka, Čile, Estonija, Gvatemala, Hrvaška, Jamajka, Kirgizija, Kostarika, Latvija, Litva, Namibija, Peru, Slovaška, Svazi in Urugvaj.

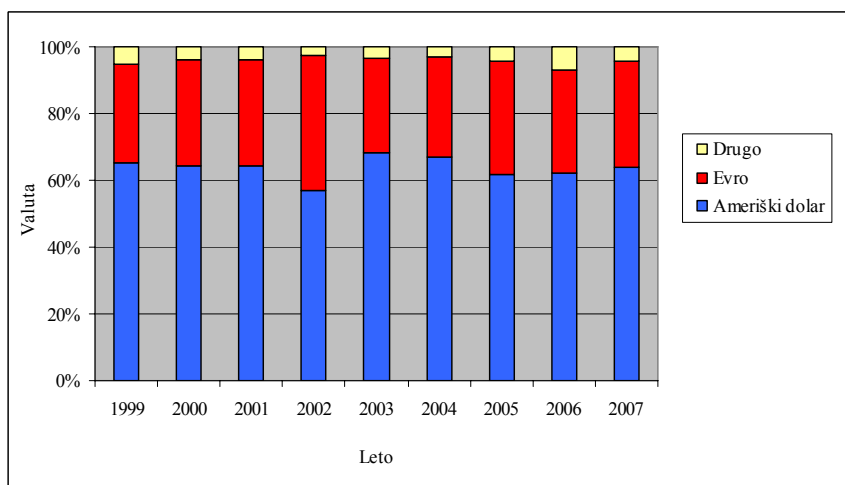
Slika 3: Valutna sestava deviznih rezerv v razvitih državah v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Iz slike 4 je razvidno, da so v manj razvitih državah deleži valut nihali, vendar sta deleža obeh svetovnih valut na začetku in koncu preučevanega obdobja dosegla približno enako raven. Povprečni delež dolarjev je znašal 63,7 %, evrov 32,1 % in drugih valut 4,2 %.

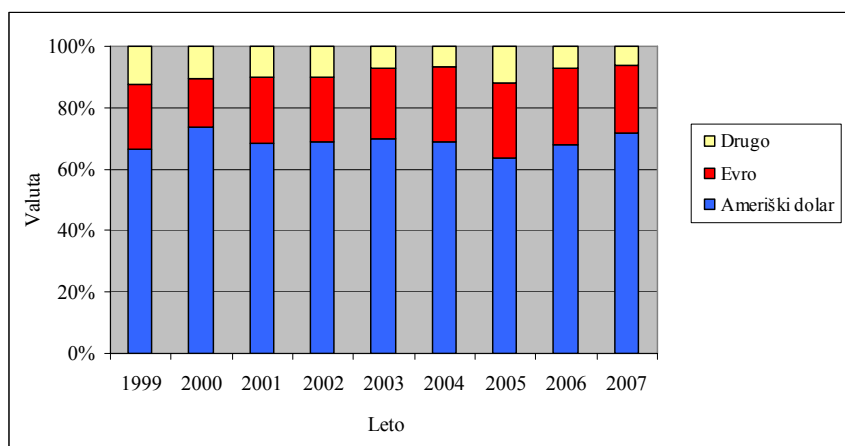
Slika 4: Valutna sestava deviznih rezerv v manj razvitih državah v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Pridobljene podatke za razvite države in manj razvite države smo primerjali s podatki, ki jih zbira IMF (COFER – Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves). Naslednji dve sliki (sliki 5 in 6) prikazujeta delež dolarjev, evrov in drugih valut v razvitih državah in manj razvitih državah po podatkih IMF. Iz slike 5 je razvidno, da je v razvitih državah v letih med 1999 in 2007 delež evrov nihal, vendar je na začetku in koncu preučevanega obdobja dosegel približno enako raven.

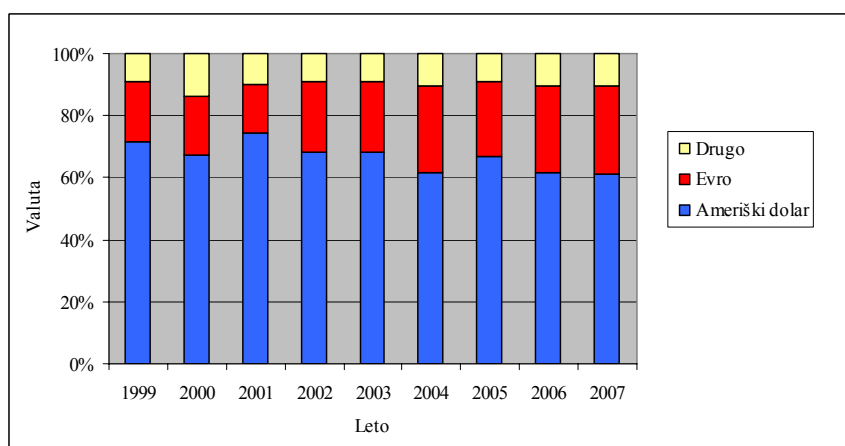
Slika 5: Valutna sestava deviznih rezerv v razvitih državah v letih 1999–2007 po podatkih IMF (v %)



Vir: Currency Composition of Official Foreign Reserves (COFER), IMF, 2008.

Slika 6 prikazuje delež svetovnih valut v manj razvitih državah. Delež evrov se je povečal za 9,6 odstotne točke, medtem ko se je delež dolarjev zmanjšal za 10,7 odstotne točke. Tako uradni podatki, ki jih je zbral IMF, kot tudi podatki, pridobljeni na podlagi vzorca 22 držav, potrjujejo povečanje deleža evrov v obeh skupinah držav v preučevanem obdobju.

Slika 6: Valutna sestava deviznih rezerv v manj razvitih državah v letih 1999–2007 po podatkih IMF (v %)



Vir: Currency Composition of Official Foreign Reserves (COFER), IMF, 2008.

4.3.1.1 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v razvitih in manj razvitih državah v preučevanem obdobju

S preizkusom domneve o razliki med dvema aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca smo skušali potrditi alternativno domnevo, da obstajajo statistično značilne razlike v deležu evrov v preučevanem obdobju glede na razvitost držav. V skladu z alternativno domnevo pričakujemo, da se bo delež evrov v razvitih in manj razvitih državah statistično značilno razlikoval (enačba (1)).

$$H_0 : \mu_{\text{razvite države}} = \mu_{\text{manj razvite države}}; H_1 : \mu_{\text{razvite države}} \neq \mu_{\text{manj razvite države}} \quad (1)$$

Tabela 2: Skupinska statistika za razvite in manj razvite države v preučevanem obdobju

		N	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Delež €	manj razvite države	9	33,3312	3,73065	1,24355
	razvite države	9	23,9830	4,23287	1,41096

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 3: Test neodvisnosti vzorcev za razvite in manj razvite države v preučevanem obdobju

	Levenov test enakosti varianc		t-test enakosti aritmetičnih sredin						
	F	Stopnja značilnosti	t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)	Razlika aritmetičnih sredin	Razlika standardnih napak	95% interval zaupanja za razliko	
								Spodnja meja	Zgornja meja
Delež € enakost varianc predpostavljena	0,395	0,538	4,970	16,000	0,000	9,3482	1,8807	5,3612	13,3352
			4,970	15,751	0,000	9,3482	1,8807	5,3560	13,3403
neenakost varianc predpostavljena									

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Na podlagi vzorčnih podatkov lahko s stopnjo značilnosti $P = 0,000$ zavrnilo ničelno domnevo, da med preučevanima skupinama držav ni statistično značilnih razlik, in sprejmemo sklep, da obstajajo statistično značilne razlike med povprečnim deležem evrov v razvitih in manj razvitih državah. Iz tabele 2 je razvidno, da je povprečni delež evrov v manj razvitih državah večji kot v razvitih državah.

4.3.1.2 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v razvitih državah

Preverjanje domneve, da je bil delež evrov v letu 2007 večji kot v letu 1999, smo zastavili tako, da smo preizkusili enostransko alternativno domnevo, v kateri smo trdili, da v razvitih državah obstaja pozitivna razlika med povprečnim deležem evrov v letu 1999 in povprečnim deležem evrov v letu 2007. Pri tem smo uporabili preizkus domneve o razliki med dvema aritmetičnima sredinama za dva odvisna vzorca, saj smo želeli preveriti, ali so razlike med dvema aritmetičnima sredinama dveh trditev statistično značilno različne ali le posledica vzorčne napake. Podobno smo preverjanje domneve zastavili tudi pri vseh nadaljnjih primerih (pri preostalih skupinah držav).

Tabela 4: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v razvitih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-9,83833	10,82319	4,41855	-21,197	1,520	-2,227	5	0,076

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

$$H_0 : \mu_a = 0; H_1 : \mu_a > 0 \quad (2)$$

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v razvitih državah v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (2)). Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnemo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,038$ sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v razvitih državah v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 4.

Preizkus dvojic smo uporabili tudi za primerjavo povprečnega deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v razvitih državah. Na podlagi vzorčnih podatkov tudi v tem primeru zavrnemo ničelno domnevo in sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v razvitih državah v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Izpisi SPSS so v prilogi 5.

Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 smo naredili tudi za vse skupine držav, predstavljene v nadaljevanju, prav tako tudi za vseh 22 preučevanih držav skupaj. V primerih, kjer so razlike med aritmetičnima sredinama deleža evrov v letih 1999 in 2007 statistično značilno različne, je izračun pokazal razlike tudi med aritmetičnima sredinama deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007, in obratno (glej priloge).

4.3.1.3 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v manj razvitih državah

Tabela 5: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v manj razvitih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-7,24375	17,03198	4,25799	-16,319	1,832	-1,701	15	0,110

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

$$H_0 : \mu_d = 0; H_1 : \mu_d > 0 \quad (3)$$

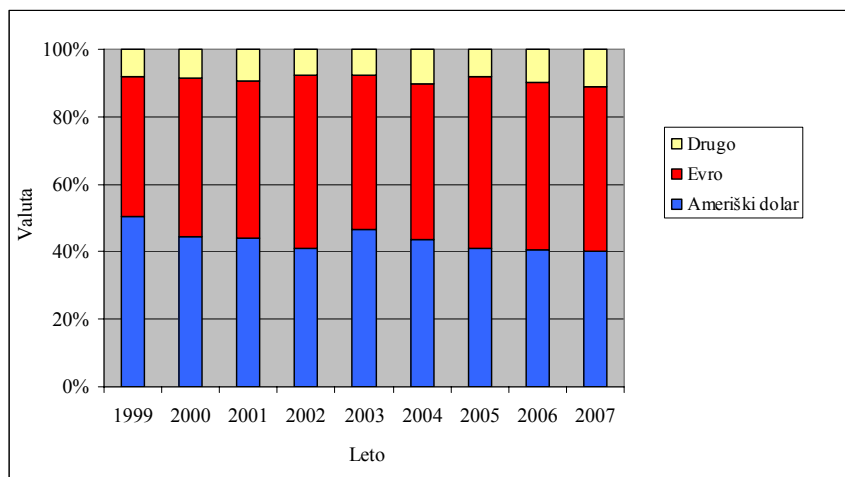
V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v manj razvitih državah v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (3)). Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrniti ničelne domneve o enakosti med obema aritmetičnima sredinama ($t = -1,701$; $P = 0,055$). Iz tega sledi, da se delež evrov v manj razvitih državah v letu 1999 ni razlikoval od deleža evrov v letu 2007. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 6.

4.3.2 Valutna sestava deviznih rezerv držav po geografskem načelu

Namen obravnave deleža evrov in dolarjev v deviznih rezervah držav po geografskem načelu je prikazati, da so lahko preference glede na regijo različne. Zato smo izbrane države razdelili na tri geografska območja: Evropo; Afriko, Srednjo in Južno Ameriko ter Azijo; Avstralijo in Kanado.¹³ V primerjavi z drugo in tretjo skupino držav razpolaga Evropa z večjimi rezervami v evrih kot v dolarjih. V preučevanem obdobju je opazna diverzifikacija, in sicer iz dolarjev v evre. Delež dolarjev se je zmanjšal s 50,3 % na 40 %, medtem ko se je delež evrov povečal z 41,6 % na 49 % (glej sliko 7).

¹³ V prvo skupino so razvrščene evropske države: Belgija, Češka, Estonija, Hrvaška, Latvija, Litva, Slovaška, Švica in Velika Britanija. Drugo skupino sestavljajo države v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji: Barbados, Čile, Gvatemala, Hongkong, Jamajka, Kirgizija, Kostarika, Namibija, Peru, Svazi in Urugvaj. V tretji skupini držav sta Avstralija in Kanada.

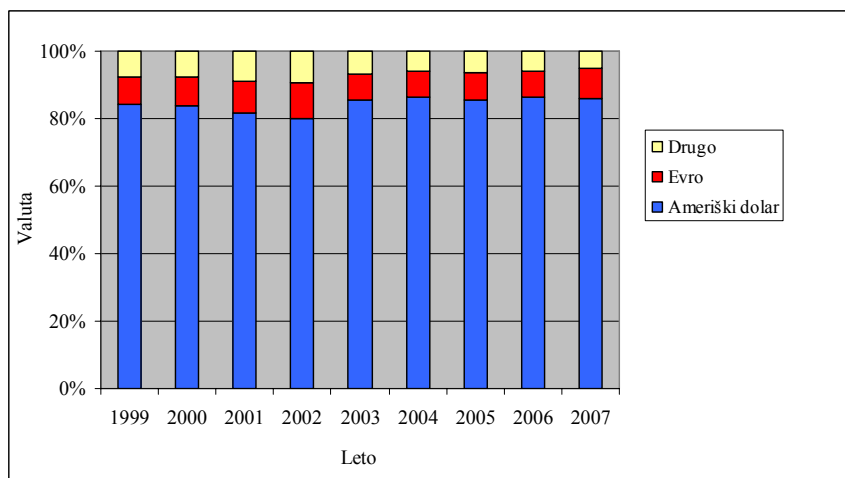
Slika 7: Valutna sestava deviznih rezerv v Evropi v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Druga skupina držav (Afrika, Srednja in Južna Amerika ter Azija) ima devizne rezerve večinoma v dolarjih. Delež dolarjev je v preučevanem obdobju dosegel zanemarljivo povečanje, delež evrov pa se je povečal za slabih 10 %; to pomeni, da sta obe svetovni valuti pridobili na račun preostalih valut (slika 8).

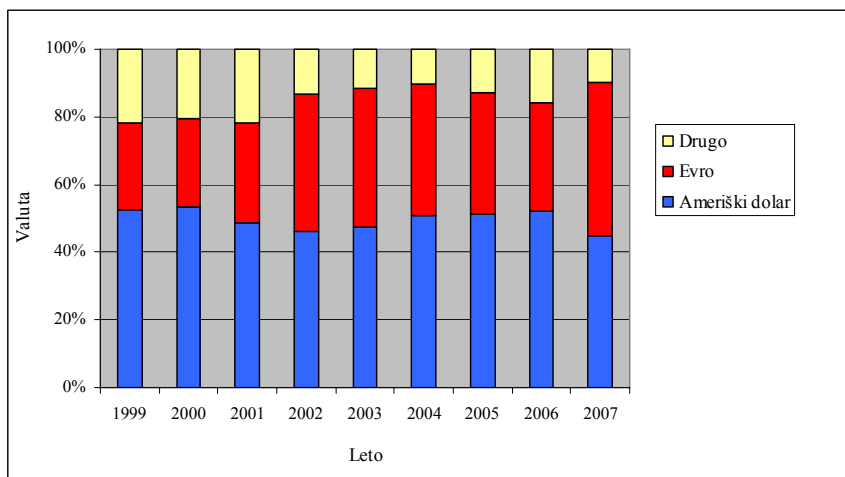
Slika 8: Valutna sestava deviznih rezerv v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

V tretji skupini držav (Avstralija in Kanada) je bila v obravnavanem obdobju opazna diverzifikacija, in sicer iz dolarjev v evre. Zaloge evra so se povečale s 25,4 % na 45,5 %, in sicer na račun dolarja, katerega rezerve so se zmanjšale z 52,7 % na 44,7 %, in na račun preostalih valut, ki so se zmanjšale za 55,7 % (slika 9).

Slika 9: Valutna sestava deviznih rezerv v Avstraliji in Kanadi v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

4.3.2.1 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v Evropi in povprečnim deležem evrov v Afriki, Srednji in Južni Ameriki, Aziji, Avstraliji ter Kanadi v preučevanem obdobju

S preizkusom domneve o razliki med dvema aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca smo poskušali potrditi alternativno domnevo, da obstajajo statistično značilne razlike v deležu evrov v preučevanem obdobju v Evropi na eni strani ter Afriki, Srednji in Južni Ameriki, Aziji, Avstraliji ter Kanadi na drugi. V skladu z alternativno domnevo pričakujemo, da se bo delež evrov v prvi in drugi skupini držav statistično značilno razlikoval (enačba (4)).

$$H_0 : \mu_{\text{Evropa}} = \mu_{\text{Afrika, Srednja in Južna Amerika, Azija, Avstralija ter Kanada}}; H_1 : \mu_{\text{Evropa}} \neq \mu_{\text{Afrika, Srednja in Južna Amerika, Azija, Avstralija ter Kanada}} \quad (4)$$

Tabela 6: Skupinska statistika za Evropo ter Afriko, Srednjo in Južno Ameriko, Azijo, Avstralijo ter Kanado v preučevanem obdobju

		N	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Delež €	Evropa	9	47,3518	3,18649	1,06216
	drugo	9	16,3079	2,29072	0,76357

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 7: Test neodvisnosti vzorcev za Evropo ter Afriko, Srednjo in Južno Ameriko, Azijo, Avstralijo ter Kanado v preučevanem obdobju

	Levenov test enakosti varianc		t-test enakosti aritmetičnih sredin						
	F	Stopnja značilnosti	t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)	Razlika aritmetičnih sredin	Razlika standardnih napak	95% interval zaupanja za razliko	
								Spodnja meja	Zgornja meja
Delež € enakost varianc predpostavljena	0,985	0,336	23,731	16,000	0,000	31,0438	1,3081	28,2707	33,8170
neenakost varianc predpostavljena			23,731	14,526	0,000	31,0438	1,3081	28,2477	33,8400

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Na podlagi vzorčnih podatkov lahko s stopnjo značilnosti $P = 0,000$ zavrnilo ničelno domnevo, da med preučevanima skupinama držav ni statistično značilnih razlik, in sprejmemo sklep, da obstajajo statistično značilne razlike pri povprečnem deležu evrov v prvi in drugi skupini držav. Iz tabele 6 je razvidno, da je povprečni delež evrov v Evropi večji kot v Afriki, Srednji in Južni Ameriki, Aziji, Avstraliji ter Kanadi.

4.3.2.2 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v Evropi

Tabela 8: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v Evropi

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-3,84889	20,71374	6,90458	-19,771	12,073	-0,557	8	0,592

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

$$H_0 : \mu_a = 0; H_1 : \mu_a > 0 \quad (5)$$

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v Evropi v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (5)). Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrniti ničelne domneve o enakosti med obema aritmetičnima sredinama ($t = -0,557$; $P = 0,296$). Iz tega sledi, da se delež evrov v Evropi v letu 1999 ni razlikoval od deleža evrov v letu 2007. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 8.

4.3.2.3 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

Tabela 9: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-9,10636	9,70078	2,92490	-15,623	-2,589	-3,113	10	0,011

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

$$H_0 : \mu_d = 0; H_1 : \mu_d > 0 \quad (6)$$

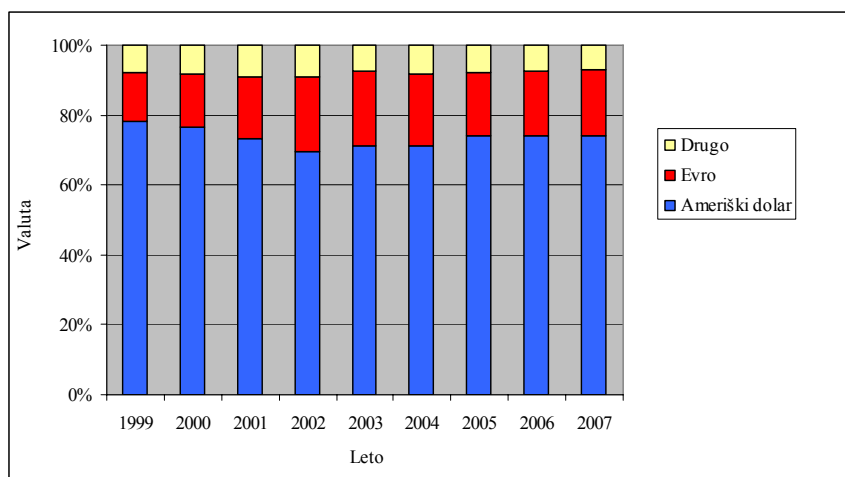
V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (6)). Na podlagi vzorčnih podatkov zavrremo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,006$ sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 10.

4.3.3 Valutna sestava deviznih rezerv držav na podlagi presežka oziroma primanjkljaja v plačilni bilanci

Države s presežkom v plačilni bilanci držijo večji delež dolarjev v svojih deviznih rezervah kot države s primanjkljajem (glej slike 10 in 11).¹⁴ Slika 10 prikazuje, da se je delež evrov v preučevanem obdobju v državah s plačilnobilančnim presežkom povečal s 13,9 % na 19 %, medtem ko se je delež dolarjev zmanjšal z 78,4 % na 74,1 %.

¹⁴ V prvo skupino se uvrščajo države s plačilnobilančnim presežkom, in sicer Belgija, Čile, Hongkong, Kanada, Namibija, Peru in Švica. V drugi skupini so države s primanjkljajem v plačilni bilanci: Avstralija, Barbados, Češka, Estonija, Gvatemala, Hrvaška, Jamajka, Kirgizija, Kostarika, Latvija, Litva, Slovaška, Svazi, Urugvaj in Velika Britanija.

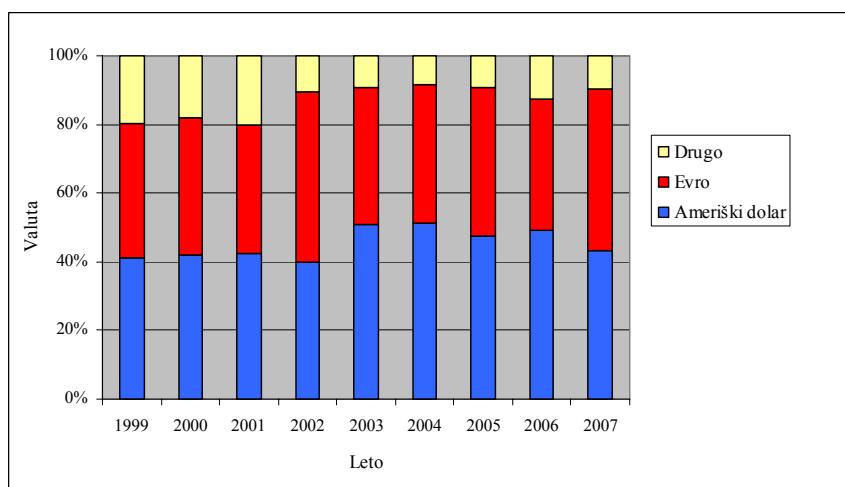
Slika 10: Valutna sestava deviznih rezerv v državah s presežkom v plačilni bilanci v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Države s primanjkljajem v plačilni bilanci imajo deleža dolarjev in evrov bolj izravnana, vendar dolar kljub temu zaseda prvo mesto v njihovih deviznih rezervah. Izjemi sta leti 2002 in 2007, ko je bil delež evrov večji kot delež dolarjev. Delež preostalih valut se je v preučevanem obdobju zmanjšal z 19,7 % na 9,5 % (glej sliko 11).

Slika 11: Valutna sestava deviznih rezerv v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

4.3.3.1 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v državah s presežkom in primanjkljajem v plačilni bilanci v preučevanem obdobju

S preizkusom domneve o razliki med dvema aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca smo poskusili potrditi alternativno domnevo, da obstajajo statistično značilne razlike v deležu evrov v preučevanem obdobju glede na plačilnobilančni presežek oziroma primanjkljaj države. V skladu z alternativno domnevo pričakujemo, da se bo delež evrov v omenjenih skupinah držav statistično značilno razlikoval (enačba (7)).

$$H_0 : \mu_{\text{presežek v PB}} = \mu_{\text{primanjkljaj v PB}}; H_1 : \mu_{\text{presežek v PB}} \neq \mu_{\text{primanjkljaj v PB}} \quad (7)$$

Tabela 10: Skupinska statistika za države s presežkom in primanjkljajem v plačilni bilanci v preučevanem obdobju

	N	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Delež € države s presežkom v PB	9	18,5260	2,37380	0,79127
države s primanjkljajem v PB	9	42,7985	4,69058	1,56353

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 11: Test neodvisnosti vzorcev za države s presežkom in primanjkljajem v plačilni bilanci v preučevanem obdobju

	Levenov test enakosti varianc		t-test enakosti aritmetičnih sredin						
	F	Stopnja značilnosti	t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)	Razlika aritmetičnih sredin	Razlika standardnih napak	95% interval zaupanja za razliko	
								Spodnja meja	Zgornja meja
Delež € enakost varianc predpostavljena	7,539	0,014	-13,851	16,000	0,000	-24,2724	1,7523	-27,9872	-20,5576
neenakost varianc predpostavljena			-13,851	11,846	0,000	-24,2724	1,7523	-28,0959	-20,4488

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnamo ničelno domnevo pri stopnji značilnosti $P = 0,000$ in sprejememo sklep, da obstajajo statistično značilne razlike pri povprečnem deležu evrov v državah s presežkom in državah s primanjkljajem v plačilni bilanci. Iz tabele 10 lahko razberemo, da je povprečni delež evrov v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci večji kot v državah s presežkom.

4.3.3.2 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

Tabela 12: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-11,90000	10,75969	4,06678	-21,851	-1,949	-2,926	6	0,026

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

$$H_0 : \mu_d = 0; H_1 : \mu_d > 0 \quad (8)$$

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v državah s plačilnobilančnim presežkom v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (8)). Na podlagi vzorčnih podatkov zavrremo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,013$ sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v državah s plačilnobilančnim presežkom v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 12.

4.3.3.3 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

Tabela 13: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-6,10867	17,13748	4,42488	-15,599	3,382	-1,381	14	0,189

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

$$H_0 : \mu_d = 0; H_1 : \mu_d > 0 \quad (9)$$

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v državah s plačilnobilančnim primanjkljajem v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (9)). Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrniti ničelne domneve o enakosti med obema aritmetičnima sredinama ($t = -1,381$; $P = 0,095$). Iz tega sledi, da se delež evrov v državah s plačilnobilančnim primanjkljajem v letu 2007 ni razlikoval od deleža v letu 1999. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 14.

4.3.4 Valutna sestava deviznih rezerv držav na podlagi velikosti držav

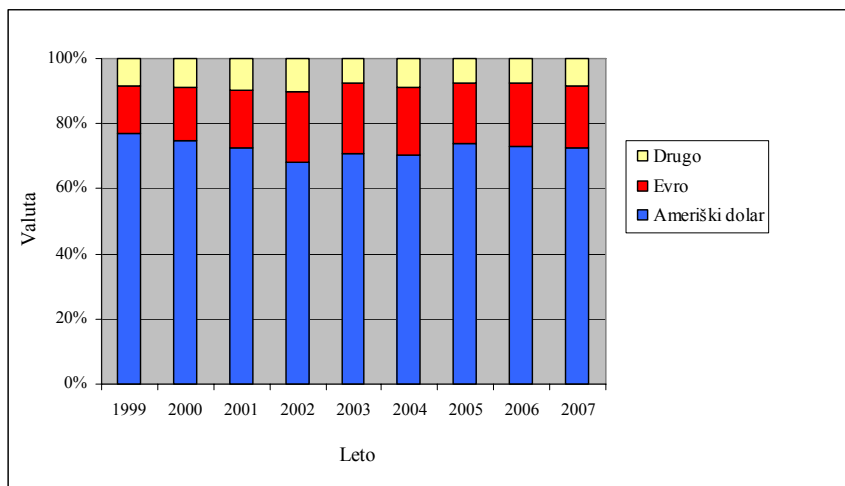
Na podlagi študije *The Integration of Small Economies in the Free Trade Area of the Americas* (1998) avtorja Richarda L. Bernala je majhno gospodarstvo tisto, ki sledi cenam na svetovnem trgu; to pomeni, da nima vpliva na svetovne cene blaga, storitev in premoženja. Naslednje merilo je število prebivalstva, ki je pri majhnem gospodarstvu manjše od 5 oziroma 10 milijonov.

Mejo med majhno in veliko državo smo opredelili po merilih 5 milijonov prebivalcev in 100 milijonov dolarjev BDP.¹⁵ Majhne države v primerjavi z velikimi držijo v svojih deviznih

¹⁵ V skupino majhnih držav spadajo Barbados, Estonija, Gvatemala, Hrvaška, Jamajka, Kirgizija, Kostarika, Latvija, Litva, Namibija, Svazi in Urugvaj, v skupino velikih držav pa so uvrščene Avstralija, Belgija, Češka, Čile, Hongkong, Kanada, Peru, Slovaška, Švica in Velika Britanija.

rezervah precej večji delež dolarjev kot evrov. Delež evrov se je v letih med 1999 in 2007 povečal s 14,8 % na 18,9 %, delež dolarjev se je zmanjšal za 4,2 %, delež preostalih valut pa je na začetku in koncu preučevanega obdobja dosegel enako raven (slika 12).

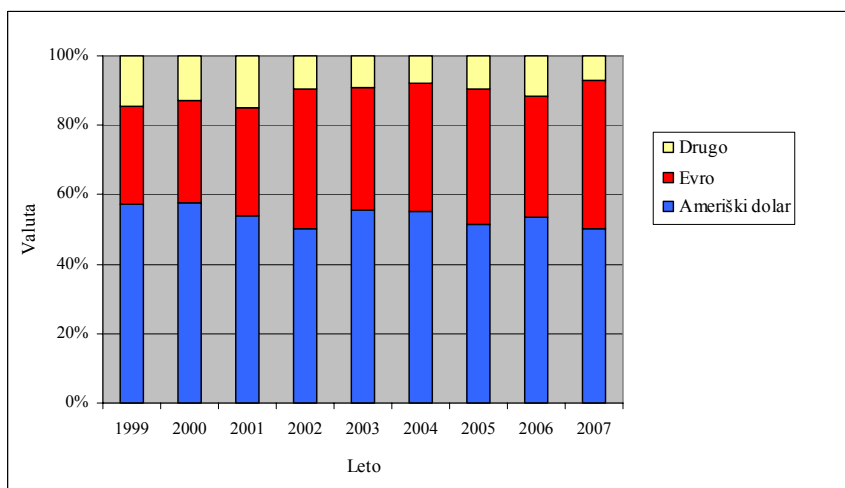
Slika 12: Valutna sestava deviznih rezerv v majhnih državah v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Velike države imajo devizne rezerve enakomerneje razporejene med dolarje in evre, vendar imajo v svojih deviznih rezervah kljub temu večji delež dolarjev. V preučevanem obdobju je opazno povečanje deleža evrov, in sicer z 28,2 % na 42,6 %. Diverzifikacija je na tem območju potekala večinoma iz tretjih valut – njihov delež se je zmanjšal za 49 % (slika 13).

Slika 13: Valutna sestava deviznih rezerv v velikih državah v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

4.3.4.1 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v majhnih in velikih državah v preučevanem obdobju

S preizkusom domneve o razliki med dvema aritmetičnima sredinama za neodvisna vzorca smo želeli ugotoviti, ali v preučevanem obdobju obstajajo razlike med povprečnim deležem evrov v majhnih in velikih državah. V skladu z alternativno domnevo pričakujemo, da se bo delež evrov v teh dveh skupinah držav statistično značilno razlikoval (enačba (10)).

$$H_0 : \mu_{\text{majhne države}} = \mu_{\text{velike države}}; H_1 : \mu_{\text{majhne države}} \neq \mu_{\text{velike države}} \quad (10)$$

Tabela 14: Skupinska statistika za majhne in velike države v preučevanem obdobju

		N	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Delež €	majhne države	9	18,8594	2,55218	0,85073
	velike države	9	35,9503	4,21667	1,40556

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 15: Test neodvisnosti vzorcev za majhne in velike države v preučevanem obdobju

	Levenov test enakosti varianc		t-test enakosti aritmetičnih sredin							
	F	Stopnja značilnosti	t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)	Razlika aritmetičnih sredin	Razlika standardnih napak	95% interval zaupanja za razliko		
								Spodnja meja	Zgornja meja	
Delež €	enakost varianc predpostavljena	2,747	0,117	-10,402	16,000	0,000	-17,0908	1,6429	-20,5738	-13,6079
	neenakost varianc predpostavljena			-10,402	13,168	0,000	-17,0908	1,6429	-20,6357	-13,5460

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnemo ničelno domnevo pri stopnji značilnosti $P = 0,000$ in sprejmemo sklep, da obstajajo statistično značilne razlike pri povprečnem deležu evrov glede na velikost držav. Iz tabele 14 je razvidno, da je delež evrov v velikih državah v povprečju večji kot v majhnih državah.

4.3.4.2 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v majhnih državah

Tabela 16: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v majhnih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-10,68583	13,28106	3,83391	-19,124	-2,247	-2,787	11	0,018

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

$$H_0 : \mu_d = 0; H_1 : \mu_d > 0 \quad (11)$$

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v majhnih državah v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (11)). Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnilo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,009$ sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 16.

4.3.4.3 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v velikih državah

Tabela 17: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v velikih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-4,67000	17,72867	5,60630	-17,352	8,012	-0,833	9	0,426

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

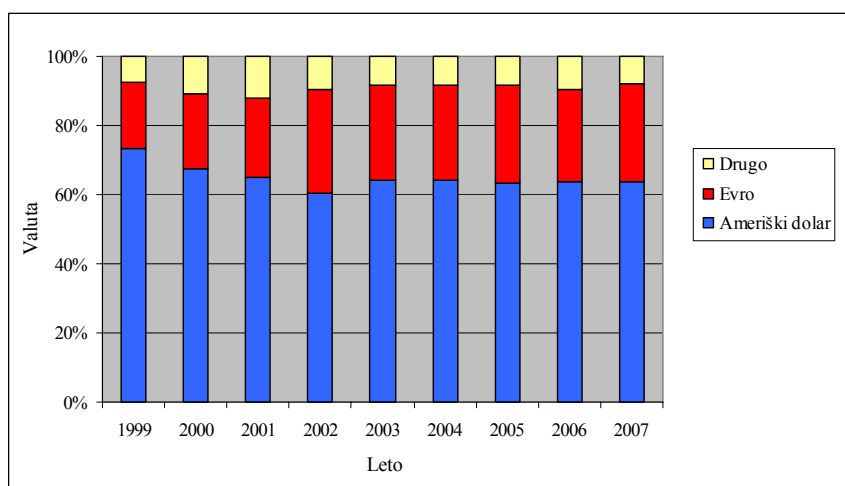
$$H_0 : \mu_d = 0; H_1 : \mu_d > 0 \quad (12)$$

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v velikih državah v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa postavljamo domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (12)). Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrniti ničelne domneve o enakosti med obema aritmetičnima sredinama ($t = -0,833$; $P = 0,213$). Iz tega sledi, da se delež evrov v velikih državah v letu 2007 ni razlikoval od deleža evrov v letu 1999. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 18.

4.3.5 Valutna sestava deviznih rezerv za vse preučevane države

Spodnja slika prikazuje, da je bila v letih med 1999 in 2007 v vseh 22 preučevanih državah opazna diverzifikacija deviznih rezerv. Delež dolarjev se zmanjšal s 73,5 % na 63,6 %, na račun tega se je delež evrov povečal, in sicer z 19,2 % na 28,6 %. Delež preostalih valut je ostal na približno enaki ravni.

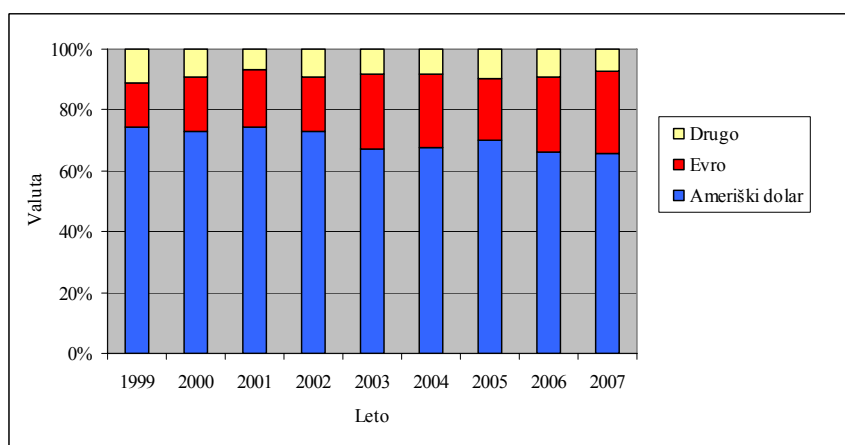
Slika 14: Valutna sestava deviznih rezerv v vseh preučevanih državah v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Valutno sestavo deviznih rezerv v 22 preučevanih državah smo primerjali s podatki, ki jih zbira IMF. Slika 15 prikazuje zmanjšanje deleža dolarjev s 74,4 % na 65,9 % in na drugi strani povečanje deleža evrov s 14,3 % na 26,6 %.

Slika 15: Valutna sestava deviznih rezerv v vseh preučevanih državah v letih 1999–2007 po podatkih IMF (v %)



Vir: Currency Composition of Official Foreign Reserves (COFER), IMF, 2008.

Primerjava podatkov, ki jih je zbral IMF, in podatkov, pridobljenih na podlagi vzorca držav, pokaže podobno gibanje deleža obeh svetovnih valut. Delež evrov se je v obeh primerih povečal (pri IMF za 12,3 odstotne točke, pri izbranih državah za 9,4), medtem ko se je delež dolarjev zmanjšal (pri IMF za 8,5 odstotne točke, pri izbranih državah pa za 9,9).

4.3.5.1 Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v vseh preučevanih državah

Tabela 18: Preizkus dvojic za delež evrov v letih 1999 in 2007 v vseh preučevanih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € leta 1999 – delež € leta 2007	-7,95136	15,37841	3,27869	-14,770	-1,133	-2,425	21	0,024

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

$$H_0 : \mu_d = 0; H_1 : \mu_d > 0 \quad (13)$$

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v vseh preučevanih državah v letih 1999 in 2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999 (enačba (13)). Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnilo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,012$ sprejememo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v letu 2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v letu 1999. Preostali izpisi SPSS so v prilogi 20.

4.4 UGOTOVITVE NA PODLAGI EMPIRIČNE ANALIZE

Gourinchas in Ray (2005) navajata, da sta dve tretjini svetovnih mednarodnih rezerv v dolarjih, kar potrjuje tudi empirična analiza, narejena na podlagi vzorca, v katerem je bilo zajetih 22 držav. Razpoložljivi podatki potrjujejo, da se je delež dolarjev v preučevanem obdobju gibal med 60 in 73 %. Opazna je bila diverzifikacija deviznih rezerv, in sicer je opazen trend padanja deleža dolarjev za 9,9 odstotne točke in hkrati trend povečanja deleža evrov za 9,4 odstotne točke. Iz tabele 19 je razvidno, da je bil delež evrov v dobri polovici skupin držav leta 2007 večji kot leta 1999, medtem ko pri slabi polovici skupin držav sprememba ni bila statistično zaznana. Delež evrov se v nobeni skupini držav ni zmanjšal. Na podlagi nenehne rasti deleža evrov od leta 1999 lahko predvidevamo, da se bo proces diverzifikacije deviznih rezerv nadaljeval, kar okrepi hipotezo, da lahko evro v vlogi svetovne rezervne valute prevlada nad dolarjem.

Tabela 19: Primerjava deleža evrov v deviznih rezervah v letih 1999 in 2007 po posameznih skupinah držav (na podlagi statistične analize)

Skupina držav	Primerjava deleža evrov v letih 1999 in 2007
Razvite države	↑↑
Manj razvite države	O
Evropa	O
Afrika, Srednja in Južna Amerika, Azija	↑↑
Države s presežkom v plačilni bilanci	↑↑
Države s primanjkljajem v plačilni bilanci	O
Majhne države	↑↑
Velike države	O
Vse preučevane države	↑↑

Legenda: ↑ – povečanje, O – ni spremembe

Vir: Centralne banke izbranih držav, izpis SPSS.

Empirična analiza tudi potrjuje, da so med skupinami držav, razdeljenih na podlagi štirih meril, pri deležih svetovnih rezervnih valut statistično značilne razlike (glej tabelo 20). V nadaljevanju so predstavljene bistvene ugotovitve empirične analize po posameznih skupinah držav.

Tabela 20: Primerjava deleža evrov v deviznih rezervah med posameznimi skupinami držav v preučevanem obdobju (na podlagi statistične analize)

Skupina držav s sorazmerno večjim deležem evrov	Skupina držav s sorazmerno manjšim deležem evrov
Manj razvite države	Razvite države
Evropa	Afrika, Srednja in Južna Amerika, Azija, Avstralija ter Kanada
Države s primanjkljajem v plačilni bilanci	Države s presežkom v plačilni bilanci
Velike države	Majhne države

Vir: Centralne banke izbranih držav, izpis SPSS.

Primerjava deležev valut v razvitih in manj razvitih državah je pokazala, da imajo manj razvite države v svojih deviznih rezervah nekoliko večji delež evrov, in sicer na račun preostalih valut. Pri razvitih državah je opazno povečanje deleža evrov v preučevanem obdobju. To potrjujeta tudi Wijnholds in Sondergaard (2007), ki navajata, da je diverzifikacija stran od dolarja in v prid evru omejena na industrijske države. Delež dolarjev ostaja velik, vendar se je leta 2002 zmanjšal, na račun tega pa je evro pridobil enak odstotek.

Pri delitvi držav po geografskem območju so opazne precejšnje razlike v deležih svetovnih valut. Afrika, Srednja in Južna Amerika ter Azija imajo svoje devizne rezerve pretežno v dolarjih; te skozi preučevano obdobje niso imele večjih nihanj. ECB v poročilu navaja, da je še vedno opazna koncentracija dolarskih deviznih rezerv, še posebej v Aziji. Centralne banke z veliko količino rezerv, predvsem tiste v vzhodni Aziji, ohranjajo nespremenjeno menjalno razmerje glede na dolar; to pomeni, da v teh državah ni diverzifikacije iz dolarjev v evre oziroma je zelo zmerna. Delež evrov se je nekoliko povečal, in sicer na račun tretjih valut. V

skupini, kjer sta Avstralija in Kanada, sta deleža obeh svetovnih valut nekoliko bolj izravnana, vendar še vedno prevladujejo dolarske devizne rezerve nad evrskimi (razen v letu 2007, ko je bil delež evrov prvič večji od deleža dolarjev). Nasprotno od zgoraj omenjenih geografskih območij pa je v preučevani skupini evropskih držav delež evrov večji kot delež dolarjev. Delež evropske valute se je v opazovanem obdobju povečal, in sicer na račun dolarjev. Lim (2006) navaja, da je bila diverzifikacija v evre opaznejša v državah, ki so trgovinsko ali finančno povezane z evroobmočjem (sem spada preučevana skupina evropskih držav, med katerimi je večina zunaj evroobmočja), manj pa v Aziji ter Srednji in Južni Ameriki.

Države s presežkom v plačilni bilanci držijo med deviznimi rezervami večji delež dolarjev kot evrov, medtem ko sta deleža obeh svetovnih valut v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci bolj uravnotežena. Pri državah s plačilnobilančnim presežkom se je v preučevanem obdobju delež dolarjev zmanjšal za 4,3 odstotne točke, medtem ko se je delež evrov povečal za 5,1 odstotne točke. V državah s primanjkljajem v plačilni bilanci sta se deleža obeh svetovnih valut povečala, in sicer dolar za 2,5 in evro za 7,8 odstotne točke.

Tudi velike in majhne države se med seboj razlikujejo glede na sestavo deviznih rezerv. Pri majhnih državah prevladujejo dolarske devizne rezerve, ki so v preučevanem obdobju znašale v povprečju 72,6 %, medtem ko je delež evrskih rezerv v povprečju znašal 19 %. Na drugi strani pa imajo velike države deleža obeh svetovnih valut bolj izravnana, vendar ima dolar še vedno prvo mesto med valutami v deviznih rezervah. Po letu 1999 je opazno zmanjšanje deleža dolarjev za 7,2 odstotne točke, medtem ko se je delež evrov povečal za 14,4 odstotne točke.

5 PRIHODNJI RAZVOJ VLOGE EVRA KOT MEDNARODNE VALUTE

V primerjavi z evroobmočjem ZDA uživajo vsaj dva privilegija: skorajda jim ni treba skrbeti za devizni tečaj dolarja, poleg tega pa lahko imajo zaslužek od seignoragea zaradi vloge dolarja kot svetovne vodilne valute izdaje računov in uradne rezervne valute. Vendar je že takratnih 15 držav EU skupaj tvorilo gospodarsko unijo, vsaj tako veliko, kot je gospodarstvo ZDA, in je bilo v številnih pogledih celo večje kot ZDA. Vprašanje, ki se pri tem zastavlja, je, ali bo evro z naraščajočo integracijo gospodarstva EU izzval dolar kot vodilno svetovno valuto (Wenhao, 2004, str. 14).

Krugman verjame v dolgoročni potencial evra. Meni, da bo dolar izgubil mesto svetovne valute podobno, kot se je to zgodilo s funtom v zgodovini njegovega upada. Po I. svetovni vojni je prišlo do postopnega zmanjševanja britanske gospodarske moči v svetu in posledično do trajnega zmanjšanja vloge funta kot svetovne rezervne valute (Wenhao, 2004, str. 14).

Pri tem se zastavlja vprašanje, ali lahko evro v vlogi svetovne mednarodne rezervne valute v prihodnosti prevlada nad dolarjem. Srednjeročna napoved gibanja evra, ki zajema 15–20 let, je odvisna od štirih dejavnikov in od tega, kako bodo ti po vrsti vplivali na dejavnike, ki omogočajo status mednarodne valute (Lim, 2006, str. 32–33):

i. Slabo gospodarjenje

Najpomembnejši dejavnik je možnost slabega gospodarjenja ZDA, ki prek inflacije in deprecijacije spodkopava zaupanje v vrednost dolarja.

ii. Članstvo in velikost gospodarstva

Bergsten (2004) navaja, da bo po širitvi EMU (prvotnih 15 in 10 novih članic EU) ta postala 20–30 % večja od ZDA (izraženo v BDP). Chinn in Frankel (2005, str. 1) napovedujeta, da lahko širjenje EMU, vključno z Veliko Britanijo in njenimi močnimi finančnimi trgi, pripelje evro do prevlade nad dolarjem v vlogi rezervne valute do leta 2020 – celo ob predpostavki, da se od konca leta 2004 vrednost ameriškega dolarja ne bo poslabšala.

iii. Strukturne reforme v Evropi

Strukturne reforme so potrebne za razvoj zelo diverzificiranih, likvidnih finančnih trgov, ki bi po moči ustrezali ameriškim finančnim trgov. Silovita rast in konkurenčnost gospodarstva lahko povečata tuje zanimanje za evro s tem, da spodbudita proces apreciacije evra in povečata diverzifikacijo premoženja v evre tako pri zasebnih kot tudi pri uradnih imetnikih.

iv. Finančne inovacije, ki lahko oslabijo mrežne eksternalije

Eichengreen (2005) napoveduje, da bodo finančne inovacije tudi v prihodnje zmanjševale stroške menjave valut in posledično zmanjšale mrežno spodbudo po držanju rezerv v isti valuti kot jo držijo preostale države, da bi minimalizirale transakcijske stroške. Z zmanjšanjem mrežnih učinkov v prihodnosti bi omenjene spremembe v finančnih tehnologijah lahko pripeljale do tega, da bi si namesto ene glavne valute, ki je trenutno dolar, več valut delilo vlogo glavne rezervne valute.

Chin in Frankel (2005, str. 36–37) menita, da lahko po prvih dveh scenarijih evro prevlada nad dolarjem v vlogi vodilne mednarodne rezervne valute do leta 2020 oziroma po prvem scenariju celo prej. Depreciacija dolarja bi namreč lahko imela tako velike posledice za delovanje mednarodnega denarnega sistema, kot je padec dolarja s prestola prevladujoče mednarodne valute. S tem bi ZDA izgubile veliko prednost, in sicer z lahkoto financiran ameriški primanjkljaj.

Tudi Wenhao (2004) meni, da bi evro pridobil priljubljenost, če bi se Velika Britanija pridružila evroobmočju. London je najpomembnejše finančno središče za devize in se ne da primerjati z nobenim drugim v Evropi. Priključitev Velike Britanije bi premestila londonske trge blaga v evroobmočje, prav tako bi se posledično zelo povečala mednarodna vloga evra. Če bi se Velika Britanija pridružila evroobmočju, bi lahko pomembna vloga Londona kot

mednarodnega finančnega središča ter širina, globina in visoka razvitost njegovih trgov povzdignile evro v privlačno valuto izdaje računov (Wenhao, 2004, str. 13).

Dolar se široko uporablja kot prva valuta v popolnem pomenu; to pomeni, da je menjava med državami denominirana v dolarju. Pri tem prihaja do očitne razlike med ZDA in drugimi industrijskimi državami. Uvoz industrijskih držav je bolj denominiran v dolarjih kot njihov izvoz; to odraža pomembnost uvoženega blaga. Argument za to najdemo v naslednjem: če bi bila EU večja uvoznica nekega homogenega blaga kot njeni konkurenti, potem bi pri tem blagu evro lahko zamenjal dolar. Najpomembnejše blago na svetovnem trgu je zagotovo nafta. Po podatkih Svetovne trgovinske organizacije – STO (angl. *World Trade Organization*) je Zahodna Evropa največja uvoznica nafte, zato postajajo domneve, da lahko evro izpodrine dolar kot glavno valuto izdaje računov, vse verjetnejše (Wenhao, 2004, str. 11–12).

Vendar so bili v letu 2004 glavni trgi izvedenih finančnih instrumentov v Veliki Britaniji in ZDA, kjer se v večji meri trguje z dolarji, to pa okrepi prednosti mreže ameriške valute, zlasti če se Velika Britanija ne bo pridružila EU. To kaže na inercijo pri izdajanju računov dobrin, ki naj bi bila še dolgo časa naklonjena dolarju (Wenhao, 2004, str. 12).

Večina Zahodne in Vzhodne Evrope, nekatere sredozemske države in frankofonska Afrika imajo svoje valute fiksno vezane na evro. Evro je postal zelo priljubljen, vendar je treba poudariti, da je pesimistični pogled prav tako močan. Herr (1997) pravi, da bi bilo celo skozi srednjeročne napovedi nespametno domnevati, da bo prišlo do prehoda iz mednarodnega denarnega sistema, ki ga obvladujejo ZDA z dolarjem na vrhu piramide valut, v oligopolni večvalutni sistem. Obstaja dolgoročni trend k večvalutnemu sistemu, vendar so dolgoročne napovedi podvržene veliki stopnji negotovosti (Forsyth, Notermans, 1997, str. 124–168).

Dejavniki, ki lahko negativno vplivajo na dolgoročno konkurenčnost evra, so naslednji (Wenhao, 2004, str. 15–16):

i. Šibko gospodarstvo evroobmočja

Če bi evroobmočje močno zaostajalo za ZDA z nestabilnostjo v rasti produktivnosti zaradi dejavnikov, kot je dolgoročno prodiranje informacijske tehnologije, bi to pomenilo oviro za prihodnost evra.

ii. Decentralizirane rezerve v evroobmočju

Znesek deviznih rezerv ECB je januarja 2006 znašal 42,2 milijarde (Banka Slovenije, 2006), medtem ko je imelo 15 centralnih bank držav članic aprila 2008 143,1 milijarde evrov deviznih rezerv (ECB, 2008). Rezerve morajo biti centralizirane v ECB, tako kot so v FED.

iii. Politika ECB vpliva na privlačnost evra

Od prihodnje politike ECB je odvisno, ali bo evro privlačnejši kot dolar in jen. Če predpostavljamo, da ostane denarna politika ZDA in Japonske nespremenjena, bo strogo določena protiinflacijska politika ECB po vzoru nemške centralne banke vodila k večji izdaji

računov v evrih v svetovni trgovini in večjemu deležu evrov v rezervah. Če bi ECB sprejela denarno politiko, ki je povprečje zgodovinskih politik bivših nacionalnih centralnih bank EU, potem bi lahko bil evro v razmerah cenovne stabilnosti manj privlačen kot dolar. Zdi se, da ECB sledi tradiciji nemške CB s ciljem nizke inflacije.

iv. Usklajenost ECB s FED

Belke in Gros (2002) menita, da veliko nihanje deviznih tečajev škodi gospodarskemu razvoju evroobmočja in manjšemu delu gospodarstva ZDA. Predlagata, da bi se morali ECB in FED usmeriti na skupno delovanje, da bi zmanjšali čezmerno nihanje deviznega tečaja, saj je usklajeno posredovanje uspešnejše in usmerjeno k manjši spremembi deviznega tečaja kot enostransko posredovanje.

v. Intenzivno sodelovanje in usklajevanje med članicami evroobmočja

Obsežno trgovanje, majhna spremenljivost deviznega tečaja, veliki in visoko razviti domači finančni trgi ter trdnost domače denarne politike so štiri determinante konkurenčnosti valute (Hartman, 1998). Pri tem je treba poudariti, da so v tekmi med evrom in dolarjem politični dejavniki vsaj tako pomembni kot gospodarske posledice. Integracija v Evropi je posledica političnih ciljev. Razširitev evroobmočja kaže na to, da bo imela Evropa več težav pri doseganju sporazumov (razcepi v kmetijski politiki, vojna v Iraku). Nesoglasje pri regionalnih in skupnih gospodarskih političnih temah lahko resno ovira stabilno usmerjeno politiko ECB in oslabi evropsko valuto. Poleg tega finančni trgi v EMU ne bodo dosegli take stopnje integracije kot domači trgi v ZDA ali na Japonskem.

vi. ECB sledi politiki ZDA

ECB bo sledila politiki v t. i. igri ZDA–EU tako dolgo, dokler bodo imele ZDA vplivnejšo vojaško moč. Če bi imeli nosilci politike ZDA in EU podobna pričakovanja glede deviznega tečaja evro/dolar, bi lahko državi dobro sodelovali. V nasprotnem primeru mora večinoma nekdo pustiti prednost drugemu in trenutno imajo ZDA nesporno večjo besedo pri nadzoru deviznega tečaja. Ishiguro (2002) poudarja, da je ameriška politika deviznega tečaja v prvi vrsti usmerjena na domače gospodarstvo, kar pomeni, da lahko poveča vrednost dolarju in jo pozneje tudi zmanjša s ciljem krepitve lastnega gospodarstva. V tem primeru EU nima dovolj možnosti, da bi obrnila ta trend, in mora slediti volji ZDA.

Maccauley (1997) meni, da lahko evro dolgoročno in teoretično postane tekmeč dolarju in s tem na svetovnem trgu prav tako pomemben kot dolar. Vendar odkar valutno tekmovanje ni del običajnih ciljev ekonomskih politik in ne vključuje ocene stroškov in koristi, morajo biti evropske oblasti previdne, da ne zavirajo tržnih sil za internacionalizacijo evra, če se te pojavijo, niti ne iščejo njihove valutne internacionalizacije za vsako ceno (Wenhao, 2004, str. 16).

Eichengreen (2005) meni, da bosta v prihodnosti, pa naj bo to leta 2020 ali 2040, vlogo vodilne rezervne valute imela dolar in evro. Tako Evropa kot tudi ZDA imata močne

institucije, stabilno makroekonomsko politiko in stabilen politični sistem ter spoštujeta premoženjske pravice. Gospodarstvi sta približno enako veliki, imata podoben obseg zunanje trgovine in finančnih transakcij ter primerljive likvidne trge vrednostnih papirjev. Prihod evra je povečal likvidnost evropskih trgov obveznic, to pa pomeni kritični dogodek glede na njegovo vse večjo vlogo kot rezervne valute. Avtor si zastavlja vprašanje, ali bo trdnost makroekonomske politike v ZDA vzdržala ali pa bo trajajoča inflacija uničila vlogo dolarja kot rezervne valute (Eichengreen, 2005, str. 21).

Preostale valute niso resna grožnja dolarju in evru. Japonska je precej manjša, ima resne demografske probleme in odpor do priseljevanja, poleg tega je njena politika v zadnjih letih precej nestabilna. Številni menijo, da bi naslednica lahko bila Kitajska, vendar se bo morala najprej spopasti z nekaterimi resnimi problemi, preden bo njena valuta postala zanimiva za oblikovanje deviznih rezerv drugih držav. Odstranitev nadzora pretoka kapitala je njen najmanjši problem. Likvidnost in transparentnost finančnih trgov sta majhni, spoštovanje premoženjskih pravic je negotovo. Vlagatelji bodo občutek varnosti dobili šele s prehodom na demokracijo, oblikovanjem kredibilnih političnih preverjanj in ravnotežij ter razvojem razreda upnikov s politično močjo. Medtem ko številni napovedujejo, da bo čez štiri ali pet desetletij nova zmagovalna rezervna valuta juan, je tako upanje po avtorjevem mnenju prenačljeno (Eichengreen, 2005, str. 22).

Leta 2007 je bila gospodarska rast v evroobmočju prvič po letu 2001 večja od rasti v ZDA, ki so bile zelo blizu recesije. Analitiki so v začetku leta 2008 napovedovali nadaljnje nižanje obrestnih mer in agresivno politiko FED, ki naj bi s finančnimi injekcijami rešila ZDA pred recesijo oziroma stagflacijo. Priča smo bili zgodovinsko visoki ravni valutnega razmerja med evrom in dolarjem, ki je posledica daljše deprecijacije dolarja. Kljub temu številni ekonomisti menijo, da je evro v primerjavi z dolarjem precenjen in ne bo dosegel daljše apreciacije. V drugi polovici 2008 napovedujejo dvig obrestnih mer in okrepitev ameriškega kapitalskega trga. V Evropi naj bi bili priča nižji inflaciji ob zmanjšani gospodarski rasti in to naj bi bil glavni razlog za nižanje ključne obrestne mere. To naj bi spodbudilo daljšo krepitev dolarja v primerjavi z evrom. Nižja ključna obrestna mera evroobmočja bi pozitivno vplivala na rast evropskega gospodarstva. Posledično bi se zmanjšala vrednost evra, to pa bi imelo ugoden vpliv na evropska podjetja, ki svoje izdelke izvažajo v ZDA.

Na drugi strani pa se zaradi šibkega dolarja povečuje konkurenčnost ameriških podjetij, kar zmanjšuje plačilnobilančni primanjkljaj in ugodno vpliva na večjo gospodarsko rast. Optimistične napovedi za ameriško gospodarstvo v drugi polovici leta 2008 postopoma kažejo na večjo rast, to pa bo posledično povečalo zaupanje v ameriško valuto. Večjo apreciacijo evra bi v prihodnosti lahko povzročile tudi države z največjimi deviznimi rezervami, npr. Kitajska in Japonska, ki imata večino svojih rezerv denominiranih v dolarjih. Evroskeptiki menijo, da so možnosti, da bi države svoje dolarske rezerve spremenile v evrske, razmeroma majhne, saj je evro precenjen, ameriški dolar pa v primerjavi z njim podcenjen.

SKLEP

Status svetovne rezervne valute so skozi zgodovino imele različne valute. Pred I. svetovno vojno (v obdobju klasičnega zlatega standarda) je bila vodilna mednarodna valuta britanski funt. Ameriški dolar se je v tej vlogi prvič pojavil na začetku I. svetovne vojne in od takrat naprej vztrajno pridobival pomen. Prevladujoč položaj je dosegel po II. svetovni vojni, in sicer tako na domačem ozemlju kot tudi v mednarodnih transakcijah. V sedemdesetih letih se je v ZDA pojavilo plačilnobilančno neravnovesje, poleg tega pa se je zmanjšala sorazmerna pomembnost njihovega gospodarstva zaradi pospešene rasti drugih držav sveta, in to je bil vzrok za devalvacijo dolarja. Kljub temu se vloga ameriške valute kot menjalnega posrednika, mere vrednosti in hranilca vrednosti ni zmanjšala. S pojavom ECU in pozneje evra je dolar nekoliko izgubil mednarodni pomen, vendar to še ni bila resna grožnja.

ZDA so najmočnejša gospodarska in vojaška velesila, ameriški dolar pa od II. svetovne vojne uživa status svetovne mednarodne oziroma rezervne valute, saj ima po zadnjih uradnih podatkih največji delež v mednarodnih deviznih rezervah. Kljub zmanjšanju deleža od leta 1999, ko je zavzemal 71 %, do leta 2007, ko je imel slabih 65 %, je njegov delež še vedno prevladujoč. Sledi mu evro, ki je druga najbolj zastopana valuta med rezervami centralnih bank. V tem času je njegov delež vztrajno naraščal, in sicer se je v devetih letih od uveljavitve dvignil z 18 % na slabih 26 %. Postopna rast deleža evrov je posledica gladkega delovanja evroobmočja in deprecijacije evra v primerjavi z drugimi valutami v zadnjih letih. K temu je pripomogla tudi moč, ki jo je pred uvedbo nove evropske valute imela nemška marka.

Zgoraj navedene deleže obeh svetovnih valut je potrdila tudi empirična analiza, narejena na vzorcu 22 držav v obdobju med 1999 in 2007. Podatki kažejo na diverzifikacijo deviznih rezerv, in sicer zmanjšanje deleža dolarjev s 74 % na 64 % in na ta račun povečanje deleža evrov z 19 % na 29 %. Ob nadaljevanju takega trenda ima evro resnične možnosti, da s prestola svetovne valute izpodrine ameriški dolar. Rezultati, pridobljeni na podlagi empirične analize, potrjujejo hipotezo, da lahko nova evropska valuta v bližnji prihodnosti postane rezervna valuta, enakovredna ameriški, ali celo vodilna svetovna valuta.

Empirična analiza je pokazala, da se je delež evrov povečal v razvitih državah, na območju Afrike, Srednje in Južne Amerike ter Azije, v državah s plačilnobilančnim presežkom in v majhnih državah, medtem ko v manj razvitih državah, na območju Evrope, v državah s plačilnobilančnim primanjkljajem in v velikih državah statistična analiza ni pokazala statistično značilnih razlik med letoma 1999 in 2007. Kljub temu je iz grafov razvidno, da se je delež evrov povečal tudi v teh skupinah držav.

Različne teorije, opisane v magistrskem delu, podajajo ugotovitve o zmanjševanju razlike v zastopanosti valut med deviznimi rezervami. Podatki potrjujejo dejstvo, da v zadnjih letih prihaja do diverzifikacije deviznih rezerv, in sicer iz dolarjev (funtov in jenov) v evre. Vendar je treba pri tem poudariti, da države v območju evra zmanjšujejo dolarske rezerve na račun

evra, medtem ko države v območju dolarja ne zmanjšujejo dolarskih rezerv, ampak diverzifikacija poteka pretežno iz tretjih valut, torej iz jena in funta. Tako je dolar prevladujoč v dolarskem območju, evro pa v evrskem območju, torej sta valuti prevladujoči vsaka na svojem območju.

Da bi ugotovili, v katerih državah prevladuje evro in v katerih dolar, smo jih razdelili na podlagi štirih meril. Ugotovili smo, da imajo manj razvite države večji delež evrov kot razvite države. Izmed preučevanih geografskih območij ima le Evropa večji delež evrov kot dolarjev v deviznih rezervah. Avstralija in Kanada imata nekoliko večji delež dolarjev kot evrov, vendar se je situacija v zadnjem letu obrnila v prid evru, na območju Afrike, Srednje in Južne Amerike ter Azije pa je v preučevanem obdobju močno opazna koncentracija dolarskih deviznih rezerv. Med seboj se razlikujejo tudi države s presežkom in države s primanjkljajem v plačilni bilanci. Prve držijo večji delež dolarjev kot evrov, druge pa imajo deleža obeh svetovnih valut bolj izravnana. Zadnja ugotovitev empirične analize je, da imajo majhne države večino deviznih rezerv v dolarjih, velike države pa imajo deleža obeh valut bolj izravnana.

Razpoložljivi podatki kažejo, da so centralne banke v zadnjem času pridobile manj deviznih rezerv v dolarjih in več v evrih oziroma v drugih valutah. Čeprav se je delež dolarjev v preučevanem obdobju zmanjšal, je ostal na visoki ravni, nasprotno pa se je povečal delež evrov. Podatki kažejo, da so upravljavci rezerv pri diverzifikaciji zelo previdni, saj ta poteka počasi in zmerno.

Papaioannouova študija (2006, str. 17–18) navaja naslednje ugotovitve glede sestave deviznih rezerv:

- države imajo velik delež deviznih rezerv v valutah svojih največjih trgovinskih partnerjev;
- na razporeditev deviznih rezerv centralnih bank vpliva valutna sestava dolga;
- centralne banke so nagnjene k držanju svojih deviznih rezerv v valuti, na katero je vezana njihova domača valuta;
- centralne banke so naklonjene strategijam diverzifikacije premoženja; uvedba evra je sprva zmanjšala možnost diverzifikacije, in to je posledično pripeljalo do zmanjšanja deleža evrov v deviznih rezervah, nato pa se je delež evrov postopoma povečeval.

Številne banke diverzificirajo svoja rezervna sredstva v različne valute. Uvedba nove evropske valute je pospešila razvoj evrskih finančnih trgov, to pa je pripomoglo k zmanjšanju nekaterih prednosti ameriške valute. Evro postaja vse bolj prepoznavna, priljubljena in zato zastopana rezervna valuta. Njegov proces širitve na preostale države EU še ni končan. Čeprav so dolarski finančni trgi po velikosti, kreditni sposobnosti in likvidnosti še vedno na prvem mestu, se jim evrski finančni trgi hitro približujejo, to pa pripomore k okrepitvi evra kot mogoče alternative ameriškemu dolarju v uradnih rezervah.

Evro na kratek rok še ne ogroža ameriškega dolarja, vendar lahko po nekaterih teorijah (Chinn & Frankel, 2005) postane resni tekmelec dolarju v vlogi svetovne rezervne valute. Na to vplivajo številni dejavniki. Najpomembnejši je vključitev Velike Britanije v evroobmočje; ta bi bistveno vplivala na uveljavitev evropske valute kot vodilne rezervne valute do leta 2020. London je najbolj uveljavljeno finančno središče tako v Evropi kot tudi v svetu. Z vključitvijo Velike Britanije bi londonski finančni trgi prišli v evroobmočje, to pa bi povečalo mednarodno vlogo evra. Prevlada evra nad dolarjem je odvisna tudi od tega, ali bo ameriška makroekonomska politika z nadaljnjim trendom depreciacije dolarja spodkopala zaupanje v njegovo vrednost. Manj pomemben dejavnik, ki prav tako vpliva na srednjeročno napoved gibanja evra, so strukturne reforme v Evropi; te so potrebne za razvoj diverzificiranih in likvidnih evrskih finančnih trgov, ki bi se lahko enačili z ameriškimi. Eden od dejavnikov so tudi finančne inovacije, ki bodo vedno bolj zmanjševale stroške menjave valut in posledično tudi težnjo po držanju rezerv v isti valuti, kot jo držijo druge države, da bi minimalizirale transakcijske stroške.

Številni ekonomisti verjamejo v dolgoročni potencial evra, vendar hkrati opozarjajo na nekatere dejavnike, ki lahko imajo negativen vpliv na dolgoročno konkurenčnost evra. Ovira za prihodnost evra bi bilo šibko gospodarstvo evroobmočja v smislu nestabilnosti v rasti produktivnosti. Rezerve ECB bi morale biti centralizirane, tako kot so centralizirane v FED. Naslednji dejavnik je prihodnja politika ECB, ki ima velik vpliv na privlačnost evra. Pomembno vlogo ima tudi usklajenost ECB s FED, kajti veliko nihanje deviznega tečaja negativno vpliva na gospodarski razvoj evroobmočja in manj na gospodarstvo ZDA. ECB in FED bi se morali usmeriti v skupno delovanje, da bi zmanjšali čezmerno nihanje deviznega tečaja. Velik pomen ima tudi intenzivno sodelovanje in usklajevanje med članicami evroobmočja, saj se konkurenčnost valute meri s štirimi determinantami, in sicer z obsežnostjo trgovanja, majhno spremenljivostjo deviznega tečaja, velikimi in visoko razvitimi domačimi finančnimi trgi ter trdnostjo domače valute. In končno, ECB ima vlogo naslednice, ne pa ustvarjalke politike, in bo to vlogo imela, vse dokler bodo imele ZDA večji vojaški vpliv.

Vlogo svetovne rezervne valute bosta v prihodnosti najverjetneje imela dolar ali evro – oba namreč izpolnjujeta dejavnike, ki omogočajo status mednarodne valute. Mednarodne valute so po navadi značilne za velika konkurenčna gospodarstva, ki imajo odprt, likviden in dobro razvit finančni sistem, ljudje imajo zaupanje v vrednost valute, pri čemer mislimo na denar kot hranilec vrednosti, države rezervnih valut so politično stabilne in močne, in ne nazadnje, vodilne valute so po navadi povezane z mrežnimi eksternalijami. Kot druga mogoča kandidata za rezervno valuto se v literaturi pojavljata japonski jen in kitajski juan, vendar dolarju in evru za zdaj ne pomenita resne grožnje.

LITERATURA IN VIRI

1. The accumulation of foreign reserves. (2006, februar). *ECB Working Paper No. 43*. Frankfurt: ECB.
2. Alogoskoufis, G. & Portes, R. (1997). *The euro, the dollar, and the international monetary system*. Washington, D.C. : IMF.
3. Balakrishnan, R. & Tulin, V. (2006, junij). U.S. Dollar Risk Premiums and Capital Flows. *IMF Working Paper No. 06/160*. Washington, D.C. : IMF.
4. Barrell, R. (1992). *Economic Convergence and Monetary Union in Europe*. London: Sage.
5. Belke, A. & Gros, D. (2002). Designing EU-US Atlantic Monetary Relations: Exchange Rate Variability and labour Markets. *The World Economy*, 25 (6), 789–813.
6. Benassy-Quere, A., Mojon, B. & Schor, A.D. (1998). *The International Role of the Euro*. Paris: CEPIL.
7. Bergsten, F.C. (1997a). *The impact of the euro on exchange rates in international policy coordination*. Washington, D.C. : IMF.
8. Bergsten, F.C. (1997b). The Dollar and the Euro. *Foreign Affairs*, 76 (4), 83–95.
9. Bergsten, F.C. (2004, 26. februar). The Euro and the Dollar: Toward a »Finance G-2«. *Institute for International Economics Conference* (str. 27–45). Washington, D.C. : IMF.
10. Bernal, R.L. (1998, 2. februar). The Integration of Small Economies in the Free Trade Area of the Americas. *Policy Papers on the Americas, Volume IX Study 1*. Washington, D.C. : CSIS.
11. Bilson, J. & Marston, R. (1984). *Exchange Rate Theory and Practice* (str. 261–278). Chicago: University of Chicago Press.
12. Bordo, M. (2003, november). Does the Euro have a Future? [Paper Prepared for the Cato Institute 21st Annual Monetary Conference: The Future of the Euro.]. Washington, D.C. : Cato Institute.
13. Burda, M. & Wyplosz, C. (2005). *Macroeconomics: a European text*. (4th ed.) Oxford: Oxford University Press.
14. *Central bank websites [BIS]*. Najdeno 28. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/cbanks.htm>.
15. Chinn, M. & Frankel, J. (2005, 9. december). Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency? *NBER Working Paper No. 11510*. Chicago: University of Chicago Press.
16. Christl, J. (2006, 12. maj). The Euro as an International Currency. *Conference on Experience with and Preparations for the euro*. Linz: Oesterreichische Nationalbank.
17. Cooper, R.N. (1997, november). Key Currencies after Euro. *WCFIA Working Paper 98–03*. B. k. : Weatherhead Center for International Affairs, Harvard University.
18. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) [IMF]*. Najdeno 31. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>.

19. *Devizne rezerve [Banka Slovenije]*. Najdeno 24. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija-r.asp?MapaId=191>.
20. *Dissemination Standards Bulletin Board [IMF]*. Najdeno 15. aprila 2008 na spletnem naslovu <http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddscountrylist>.
21. Dwyer, Jr., G.P. & Lothian, J.R. (2003, december). *The Economics of International Monies. Working Paper 2003-37*. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta.
22. Eichengreen, B. (2005, april). *Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition. NBER Working Paper 11336*. Barkeley: University of California.
23. Eijffinger, S.C.W. (2003, november). *The International Role of the Euro. Briefing Paper on The Conduct of Monetary Policy and an Evaluation of the Economic Situation in Europe – 4th Quarter 2003 for the European Parliament*. B. k. : CentER, Tilburg University and CEPR.
24. Eiteman, D.K., Stonehill, A.I. & Moffett, M.H. (2001). *Multinational business finance*. (9th ed.) Boston: Addison-Wesley.
25. *Euro area economic and financial data [ECB]*. Najdeno 5. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/keyind/html/sdds.en.html>.
26. *Euro exchange rates USD 2008 [ECB]*. Najdeno 27. julija 2008 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>.
27. *Euro indicators [Eurostat]*. Najdeno 16. januarja 2008 na spletnem naslovu http://epp.eurostat.ec.europa.eu/pls/portal/docs/PAGE/PGP_PRD_CAT_PREREL/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2008/PGE_CAT_PREREL_YEAR_2008_MONTH_01/2-16012008-EN-AP.PDF.
28. *The Federal Reserve Board*. Najdeno 9. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.federalreserve.gov/releases>.
29. Forsyth, D.J. & Notermans, T. (1997). *Regime Changes: Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s to the 1990s*. Oxford: Berghahn Books.
30. Galati, G. & Wooldridge, P. (2006, oktober). *The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar? BIS Working Paper No. 218*. Basle: BIS.
31. Gandolfo, G. (1995). *International Economics II. International Monetary Theory and Open-Economy Macroeconomics*. (2nd ed.) Berlin: Springer-Verlag.
32. Gandolfo, G. (2002). *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*. Berlin: Springer.
33. Gibson, H.D. (1996). *International Finance*. London: Longman.
34. *The Global Financial Centres Index*. (2008, marec). London: City of London.
35. Gourinchas, P.O. & Rey, H. (2005, avgust). *From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege. Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 5220*. Chicago: The University of Chicago Press.
36. Gros, D. & Lannoo, K. (2000). *The Euro Capital Market*. Chichester: J. Wiley.

37. Gros, D. & Thygesen, N. (1992). *European monetary integration*. London: Longman.
38. Harris, N. (1996). *European Business*. Chatham: Macmillna Business.
39. Harrop, J. (2000). *The Political Economy of Integration in the European Union*. (3rd ed.) Cheltenham: Edward Elgar.
40. Hartmann, P. (1998). *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen, and the Euro*. Cambridge: Cambridge University Press.
41. Hartmann, P. & Issing, O. (2002). The international role of the euro. *Journal of Policy Modeling*, 24 (4), 315–345.
42. Ishiguro, K. (2002). Dollar's Cyclical Depreciation Under Hegemonic Decline. *Economic Review*, 48, 1–18.
43. Kannan, P. (2007, marec). On the Welfare Benefits of an International Currency. *IMF Working Paper No. 07/49*. Washington, D.C. : IMF.
44. Kenen, P.B. (1994). *Managing the World Economy*. Washington, D.C. : Institute for International Economics.
45. Kenen, P.B. (2000). *The International Economy*. (4th ed.) Cambridge: Cambridge University Press.
46. Kenen, P.B. (2002). The Euro versus the Dollar: Will There Be a Struggle for Dominance? *Journal of Policy Modeling*, 24 (7), 347–354.
47. Kenen, P.B. (2003). The Euro and the Dollar: Competitors or Compliments? V M. Dumoulin & D. Duchene (ur.), *The European Union and the United States* (str. 251–274). Brussels: Peter Lang Publishing Incorporated.
48. Košmelj, B. & Rován, J. (1994). *Statistika 2 s SPSS-X*. (4th ed.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
49. Križanič, F. (2008, 14. marec). Hudi pretresi v svetovni ekonomiji. *E-Delo*. Najdeno 14. marca 2008 na spletnem naslovu http://www.delo.si/index.php?sv_path=41,36,278754.
50. Krugman, P.R. & Obstfeld, M. (2000). *International Economics*. (5th ed.) Reading: Addison-Wesley Publishing Company.
51. *Letno poročilo 2007*. (2008). Frankfurt: ECB.
52. Liaw, K.T. (2004). *Capital markets*. Mason: Thomson/South-Western.
53. Lim, E.G. (2006, junij). The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. *IMF Working Paper No. 06/153*. Washington, D.C. : IMF.
54. Maccauley, R.N. (1997, november). The Euro and the Dollar. *BIS Working Paper No. 50*. Basle: BIS.
55. McDonald, F. & Dearden, S. (2005). *European Economic Integration*. (4th ed.) Harlow/Essex: FT Prentice Hall.
56. McKinnon, R.I. (1998). The Euro Threat is Exaggerated. *The International Economy*, 12, 32–33, 60.

57. *Mednarodne rezerve in devizna likvidnost [Banka Slovenije]*. Najdeno 26. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/iskalniki/pregled-financnih-podatkov-vsebina.asp?VsebinaId=686&MapaId=293>.
58. Meredith, G. (2001, 1. oktober). Why Has Euro Been so Weak. *IMF Working Paper No. 01/155*. Washington, D.C. : IMF.
59. Mishkin, F.S. & Eakins, S.G. (1998). *Financial markets and institutions*. (2nd ed.) Reading (Massachusetts): Wesley Longman.
60. *Money and its basic functions [National Economy Model]*. Najdeno 25. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.nationaleconomymodel.com/haber.php?haber_id=36
61. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.
62. Mundell, R.A. (1998). What the Euro Means for the Dollar and the International Monetary System. *Atlantic Economic Journal*, 26 (3), 227–237.
63. Mundell, R.A. (2003). The Significance of the Euro in the International Monetary System. *American Economist*, 47 (9), 27–39.
64. Mundell, R.A., Zak, P.J. & Schaffer, D.M. (2005). *International Monetary policy after the Euro*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
65. Noyer, C. (2007). Foreign Reserve Accumulation: Some Systemic Implications. *Salzburg Global Seminar*. Salzburg: Eurosysteme.
66. Papaioannou, E., Portes, R. & Siourounis, G. (2006, julij). Optimal currency shares in international reserves. The impact of the euro and the prospects for the dollar. *ECB Working paper No. 694*. Frankfurt: ECB.
67. Persaud, A. (2004, 12. oktober). When Currency Empires Fall. Najdeno 21. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.321gold.com/editorials/persaud/persaud101204.html>.
68. Pilbeam, K. (1998). *International Finance*. (2nd ed.) London: Macmillan Business.
69. Pivk, R. (2002). Je evro še vedno šibka valuta? *Bančni vestnik*, 51 (12), 20–25.
70. Pivk, R. (2003). Bi evro lahko postal svetovna rezervna valuta. *Bančni vestnik*, 52 (11), 16–21.
71. Pivk R. (2004). Gibanje vrednosti evra v letu 2004. *Bančni vestnik*, 53 (12), 25–31.
72. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi*. (2nd ed.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
73. Ramaswamy, S. (1999, avgust). Reserve currency allocation: an alternative methodology. *BIS Working paper No. 72*. Basle: BIS.
74. *Rank Order – Current account balance [CIA – The World Factbook]*. Najdeno 5. junija 2008 na spletnem naslovu <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2187rank.html>.
75. *Review of the International Role of the Euro*. (2005). Frankfurt: ECB.
76. Ribnikar, I. (2003a). *Monetarna ekonomija I*. (2nd ed.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
77. Ribnikar, I. (2003b). *Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem*. (2nd ed.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

78. Rohlfs, J. (1974). A Theory of Interdependent Demand for a Communications Service. *The bell Journal of Economics and Management Science*, 5 (1), 16– 37.
79. Rován, J. & Turk T. (1999). *Analiza podatkov s SPSS za Windows*. (1st ed.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
80. Salvatore, D. (2004). *International economics*. (8th ed.) New York: J. Wiley.
81. Samuelson, P.A. & Nordhaus, W.D. (2001). *Economics*. (17th ed.) New York: McGraw-Hill.
82. Shapiro, A.C. (1989). *Multinational Financial Management*. (3rd ed.) Boston: Allyn and Bacon.
83. Sharma, S., Tracy, S. & Kumar, S. (2004, februar). The Invasion of Iraq: Dollar vs Euro. *Z magazine*. Najdeno 25. junija 2008 na spletnem naslovu http://www.thirdworldtraveler.com/Iraq/Iraq_dollar_vs_euro.html.
84. *Statistical treatment of the eurosystem's international reserves*. (2000). Frankfurt: ECB.
85. Sumlinski, M. (2008, januar). International Reserves – Too Much of a Zipf's Thing. *IMF Working Paper No. 08/11*. Washington, D.C. : IMF.
86. Suranovic, S.M. (2005). What is Money? *International Finance Theory and Policy*, 40-3. Najdeno 25. junija 2008 na spletnem naslovu <http://internationalecon.com/Finance/Fch40/F40-3.php>.
87. Swoboda, A.K. (1968). The Euro-Dollar market: An Interpretation. *Princeton Essays in International Finance No. 64*. B. k. : Princeton University, International Finance Section.
88. Temperton, P. (1998). *The euro*. (2nd ed.) Chichester: John Wiley & Sons.
89. Turner, P. (2006, september). Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications? *BIS Quarterly Review* (str. 39–52). Basle: BIS.
90. Veselinovič, D. (1998). *Uvod v mednarodne finance*. (2nd ed.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
91. Wenhao, L. (2004, junij). Currency competition between Euro and US Dollar. *Business Institute Berlin Working Paper No. 18*. Berlin: Business Institute Berlin.
92. Wiik, H. (2003, 5. november). The international role of the euro. *Fourth quarter 2003 Briefing Paper to the ECON Committee of the European Parliament*.
93. De Beaufort Wijnholds, J.O. & Sondergaard, L. (2007, september). Reserve Accumulation Objective or By-product? *ECB Working Paper No. 694*. Frankfurt: ECB.
94. Wooldridge, P.D. (2006, 11. september). The changing composition of official reserves. *BIS Quarterly Review* (str. 25–38). Basle: BIS.
95. Wyplosz, C. (2001). *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*. Oxford: Oxford University Press.

96. Yang, B.Z. (2007). What is (not) money? Medium of exchange (not equal to) means of payment. *American Economist*. Najdeno 25. junija 2008 na spletnem naslovu http://findarticles.com/p/articles/mi_qa5461/is_200710/ai_n21301935/pg_3.

PRILOGE

Priloga 1: Kratice tujih izrazov

BIS – Banka za mednarodne poravnave (Bank for International Settlements)
EC – Evropska skupnost (European Community)
ECB – Evropska centralna banka (European Central Bank)
ECU – Evropska valutna enota (European Currency Unit)
EEC – Evropska gospodarska skupnost (European Economic Community)
EMCF – Mehanizem kreditov in poravnav (European Monetary Cooperation Fund)
EMI – Evropski denarni inštitut (European Monetary Institute)
EMS – Evropski denarni sistem (European Monetary System)
EMU – Gospodarska in denarna unija (Economic and Monetary Union)
ERM – Mehanizem deviznih tečajev (Exchange Rate Mechanism)
ECSC – Evropska skupnost za premog in jeklo (European Coal and Steel Community)
EU – Evropska unija (European Union)
EURATOM – Evropska skupnost za jedrsko energijo (European Atomic Energy Community)
FED – Ameriški sistem zveznih rezerv (Federal Reserve System)
IMF – Mednarodni denarni sklad (International Monetary Fund)
LDC – najmanj razvite države (least developed countries)
SEA – Enotni evropski akt (Single European Act)
SDR – Posebne pravice črpanja (Special Drawing Rights)
STO – Svetovna trgovinska organizacija (World Trade Organization)

Priloga 2: Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov

common market – skupni trg
developed countries – razvite države
dollar glut – obilje dolarjev
dollar scarcity – pomanjkanje dolarjev
emerging and developing economies – manj razvite države
network externalities – mrežne eksternalije
shock therapy – šok terapije
snake in the tunnel – kača v tunelu
White Paper – Bela knjiga

Priloga 3: Mednarodna akumulacija tujih rezervnih valut

Tabela 1: Mednarodna akumulacija tujih rezervnih valut v letih 1995–2007

Valuta	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ameriški dolar	59	62,1	65,2	69,3	70,9	70,5	70,7	66,5	65,8	65,9	66,4	65,7	63,9
Evro	-	-	-	-	17,9	18,8	19,8	24,2	25,3	24,9	24,3	25,2	26,5
Nemška marka	15,8	14,7	14,5	13,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Angleški funt	2,1	2,7	2,6	2,7	2,9	2,8	2,7	2,9	2,6	3,3	3,6	4,2	4,7
Japonski jen	6,8	6,7	5,8	6,2	6,4	6,3	5,2	4,5	4,1	3,9	3,7	3,2	2,9
Francoski frank	2,4	1,8	1,4	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Švicarski frank	0,3	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Drugo	13,6	11,7	10,2	6,1	1,6	1,4	1,2	1,4	1,9	1,8	1,9	1,5	1,8

Vir: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), IMF, 2008; The accumulation of foreign reserves, ECB, 2006.

Priloga 4: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v razvitih državah

Tabela 2: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v razvitih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	26,8250	6	23,62416	9,64452
delež € leta 2007	36,6633	6	29,39748	12,00147

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 3: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v razvitih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	6	0,940	0,005

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 5: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v razvitih državah

Preizkus dvojic smo izvedli tudi s preizkušanjem domneve o razliki med povprečnima vrednostma deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007. Preverjanje domneve o prevladovanju deleža evrov v obdobju 2002–2007 nad deležem evrov v obdobju 1999–2001 v razvitih državah smo zastavili tako, da smo preizkusili enostransko alternativno domnevo, v kateri smo trdili, da v razvitih državah obstaja pozitivna razlika med povprečnim deležem evrov v obdobju 1999–2001 in povprečnim deležem evrov v obdobju 2002–2007. Pri tem smo uporabili preizkus o razliki med dvema aritmetičnima sredinama za dva odvisna vzorca, saj smo želeli preveriti, ali so razlike med dvema aritmetičnima sredinama dveh trditev statistično značilno različne ali le posledica vzorčne napake. Podobno smo preverjanje domneve zastavili tudi pri vseh nadaljnjih primerih (pri preostalih skupinah držav).

Tabela 4: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v razvitih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	27,2866	6	21,79437	8,89752
delež € v obdobju 2002–2007	33,8994	6	25,99769	10,61351

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 5: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v razvitih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	6	0,959	0,002

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 6: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v razvitih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	-6,61281	8,01520	3,27219	-15,024	1,799	-2,021	5	0,099

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnemo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,049$ sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001.

Priloga 6: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v manj razvitih državah

Tabela 7: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v manj razvitih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	21,7531	16	26,46909	6,61727
delež € leta 2007	28,9969	16	28,23424	7,05856

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 8: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v manj razvitih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	16	0,808	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 7: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v manj razvitih državah

Preverjanje domneve o prevladovanju deleža evrov v obdobju 2002–2007 nad deležem evrov v obdobju 1999–2001 v manj razvitih državah smo zastavili tako, da smo preizkusili enostransko alternativno domnevo, v kateri smo trdili, da obstaja pozitivna razlika med povprečnim deležem evrov v obdobju 1999–2001 in povprečnim deležem evrov v obdobju 2002–2007.

Tabela 9: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v manj razvitih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	23,5524	16	27,44502	6,86126
delež € v obdobju 2002–2007	26,6068	16	28,12643	7,03161

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 10: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v manj razvitih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	16	0,919	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 11: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v manj razvitih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	-3,05443	11,21229	2,80307	-9,029	2,920	-1,090	15	0,293

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrniti ničelne domneve o enakosti med obema aritmetičnima sredinama ($t = -1,090$; $P = 0,147$). Iz tega sledi, da se

delež evrov v manj razvitih državah v obdobju 2002–2007 ni razlikoval od deleža evrov v obdobju 1999–2001.

Priloga 8: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v Evropi

Tabela 12: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v Evropi

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	44,8111	9	25,21100	8,40367
delež € leta 2007	48,6600	9	31,78116	10,59372

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 13: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v Evropi

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	9	0,759	0,018

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 9: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Evropi

Preverjanje domneve o prevladovanju deleža evrov v obdobju 2002–2007 nad deležem evrov v obdobju 1999–2001 v Evropi smo zastavili tako, da smo preizkusili enostransko alternativno domnevo, v kateri smo trdili, da v razvitih državah obstaja pozitivna razlika med povprečnim deležem evrov v obdobju 1999–2001 in povprečnim deležem evrov v obdobju 2002–2007.

Tabela 14: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Evropi

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	46,8200	9	24,88011	8,29337
delež € v obdobju 2002–2007	49,5509	9	27,66284	9,22095

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 15: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Evropi

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	9	0,850	0,004

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 16: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Evropi

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	-2,73093	14,62678	4,87559	-13,974	8,512	-0,560	8	0,591

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrniti ničelne domneve o enakosti med obema aritmetičnima sredinama ($t = -0,560$; $P = 0,296$). Iz tega sledi, da se delež evrov v Evropi v obdobju 2002–2007 ni razlikoval od deleža evrov v obdobju 1999–2001.

Priloga 10: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

Tabela 17: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	5,0909	11	6,98488	2,10602
delež € leta 2007	14,1973	11	14,52625	4,37983

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 18: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	11	0,817	0,002

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 11: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

Tabela 19: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	5,9996	11	7,23959	2,18282
delež € v obdobju 2002–2007	9,3007	11	9,70819	2,92713

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 20: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	11	0,877	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 21: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	–3,30107	4,83089	1,45657	–6,547	–0,056	–2,266	10	0,047

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnamo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,024$ sprejememo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v Afriki, Srednji in Južni Ameriki ter Aziji v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001.

Priloga 12: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

Tabela 22: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	14,6900	7	12,97168	4,90283
delež € leta 2007	26,5900	7	19,98505	7,55364

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 23: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	7	0,872	0,011

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 13: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

Tabela 24: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	16,5887	7	15,02249	5,67797
delež € v obdobju 2002–2007	22,2726	7	19,59805	7,40737

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 25: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	7	0,941	0,002

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 26: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s presežkom v plačilni bilanci

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	-5,68391	7,45588	2,81806	-12,579	1,212	-2,017	6	0,090

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnilo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,045$ sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v državah s presežkom v plačilni bilanci v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001.

Priloga 14: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

Tabela 27: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	27,0780	15	28,87154	7,45460
delež € leta 2007	33,1867	15	31,54476	8,14482

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 28: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	15	0,843	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 15: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

Tabela 29: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	28,2958	15	28,94092	7,47251
delež € v obdobju 2002–2007	31,5465	15	30,19334	7,79589

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 30: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	15	0,923	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 31: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	–3,25069	11,65089	3,00825	–9,703	3,201	–1,081	14	0,298

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrniti ničelne domneve o enakosti med obema aritmetičnima sredinama ($t = -1,081$; $P = 0,149$). Iz tega sledi, da se delež evrov v državah s primanjkljajem v plačilni bilanci v obdobju 2002–2007 ni razlikoval od deleža evrov v obdobju 1999–2001.

Priloga 16: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v majhnih državah

Tabela 32: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v majhnih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	19,6125	12	26,62730	7,68664
delež € leta 2007	30,2983	12	32,28529	9,31996

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 33: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v majhnih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	12	0,916	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 17: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v majhnih državah

Tabela 34: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v majhnih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	21,6998	12	27,62340	7,97419
delež € v obdobju 2002–2007	27,3199	12	31,75745	9,16759

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 35: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v majhnih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	12	0,968	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 36: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v majhnih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	–5,62011	8,55014	2,46821	–11,053	–0,188	–2,277	11	0,044

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v

obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnamo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,022$ sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v majhnih državah v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001.

Priloga 18: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v velikih državah

Tabela 37: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v velikih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	27,3650	10	24,23262	7,66303
delež € leta 2007	32,0350	10	23,69462	7,49290

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 38: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v velikih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	10	0,727	0,017

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 19: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v velikih državah

Tabela 39: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v velikih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	28,0161	10	23,85855	7,54474
delež € v obdobju 2002–2007	30,1267	10	21,96219	6,94506

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 40: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v velikih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	10	0,856	0,002

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 41: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v velikih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	-2,11064	12,43145	3,93117	-11,004	6,782	-0,537	9	0,604

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov ne moremo zavrniti ničelne domneve o enakosti med obema aritmetičnima sredinama ($t = -0,537$; $P = 0,302$). Iz tega sledi, da se delež evrov v velikih državah v obdobju 2002–2007 ni razlikoval od deleža evrov v obdobju 1999–2001.

Priloga 20: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v letih 1999 in 2007 v vseh preučevanih državah

Tabela 42: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v vseh preučevanih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € leta 1999	23,1364	22	25,27180	5,38797
delež € leta 2007	31,0877	22	28,06040	5,98250

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 43: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v letih 1999 in 2007 v vseh preučevanih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € leta 1999 & delež € leta 2007	22	0,839	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Priloga 21: Preizkus domneve o razliki med povprečnim deležem evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v vseh preučevanih državah

Tabela 44: Statistika parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v vseh preučevanih državah

	Aritmetična sredina	N	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001	24,5708	22	25,57367	5,45232
delež € v obdobju 2002–2007	28,5957	22	27,14854	5,78809

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 45: Korelacije parnih vzorcev za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v vseh preučevanih državah

	N	Korelacija	Stopnja značilnosti
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 & delež € v obdobju 2002–2007	22	0,924	0,000

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

Tabela 46: Preizkus dvojic za delež evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 v vseh preučevanih državah

	Parne razlike					t	Stopnja prostosti	Stopnja značilnosti (dvostransko)
	Aritmetična sredina	Standardni odklon	Standardna napaka aritmetične sredine	95% interval zaupanja za razliko				
				Spodnja meja	Zgornja meja			
Par 1 delež € v obdobju 1999–2001 – delež € v obdobju 2002–2007	–4,02490	10,37901	2,21281	–8,627	0,577	–1,819	21	0,083

Vir: Lastni izračun, izpis SPSS.

V ničelni domnevi predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobjih 1999–2001 in 2002–2007 enaka. V alternativni domnevi pa predpostavljamo, da je aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001. Na podlagi vzorčnih podatkov zavrnemo ničelno domnevo in s stopnjo značilnosti $P = 0,042$ sprejmemo alternativno domnevo, da je aritmetična sredina deleža evrov v vseh preučevanih državah v obdobju 2002–2007 večja kot aritmetična sredina deleža evrov v obdobju 1999–2001.