

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**MEDNARODNA TRGOVINA V OBDOBJU GLOBALNE FINANČNE
KRIZE 2007–2009**

Ljubljana, april 2013

JURE LAŠIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Jure Lašič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Mednarodna trgovina v obdobju globalne finančne krize 2007–2009, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Markom Jakličem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 22. 4. 2013

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORIJA FINANČNIH KRIZ	5
1.1 Bančne krize	6
1.2 Valutne krize	7
1.3 Dolžniške krize	9
1.4 Teoretični vplivi finančnih kriz na mednarodno trgovino	11
2 TEORIJE MEDNARODNE MENJAVE	13
2.1 Tradicionalne teorije mednarodne menjave	13
2.2 Omejitve tradicionalnih teorij mednarodne menjave	17
2.3 Nove teorije mednarodne menjave	19
2.3.1 Teorije glede na sestavo proizvodnje	19
2.3.2 Teorije posebnih proizvodov	20
2.3.3 Teorije o učinkih mednarodne menjave	21
2.4 Relevantne nove teorije mednarodne menjave in pojasnjevanje dinamike mednarodne trgovine v obdobju globalne finančne krize	22
2.4.1 Melitzev model	22
2.4.2 Chaneyjev model	24
3 GLOBALNA FINANČNA KRIZA	26
3.1 Ekonomska in družbena podstat globalne finančne krize	26
3.1.1 Globalna neravnotežja	26
3.1.2 Problem delitve bogastva	27
3.1.3 Globalna tveganja	29
3.1.4 Globalne eksternalije	30
3.1.5 Zmanjšana tržna konkurenca oziroma globalne koncentracije	30
3.2 Očrt globalne finančne krize v obdobju 2007–2009	31
3.2.1 Prva faza (2007–september 2008)	31
3.2.2 Druga faza (september 2008–2009)	33
3.3 Analiza mednarodne trgovine v obdobju 2001–2009	35
3.3.1 Mednarodna trgovina v letu 2006: nadaljevanje nadpovprečne rasti	37
3.3.2 Mednarodna trgovina v letu 2007: prvi znaki ohlajanja trgovinskih tokov	38
3.3.3 Mednarodna trgovina v letu 2008: naglo slabšanje razmer na finančnih trgih	40
3.3.4 Mednarodna trgovina v letu 2009: kriza trgovinskih tokov doseže vrh	41
3.3.5 Obdobje okrevanja: leti 2010 in 2011	43
4 MEDNARODNA TRGOVINA V OBDOBJU FINANČNE KRIZE	43
4.1 Protekcionizem	44
4.1.1 Klasični protekcionistični ukrepi v obdobju finančne krize	45
4.1.2 Novi protekcionizem v obdobju globalne finančne krize	48
4.2 Dejavniki na strani povpraševanja	52
4.2.1 Pomanjkanje dokazov o šokih na strani ponudbe	53
4.2.2 Cene in količine trgovanega blaga	56

4.2.3	Elastičnost povpraševanja po uvozu	60
4.3	Dejavniki na strani ponudbe.....	61
4.3.1	Vez med finančnim sistemom in mednarodno trgovino	62
4.3.1.1	Financiranje trgovine in zavarovanje pred komercialnim tveganjem	63
4.3.1.2	Zavarovanje pred valutnim, transportnim in političnim tveganjem	65
4.3.2	Finančne omejitve in likvidnost	66
4.3.2.1	Pomen vstopnih stroškov in likvidnosti za dinamiko mednarodne menjave ...	66
4.3.2.2	Finančne omejitve in kreditne linije.....	68
4.3.2.3	Finančne omejitve in investicije.....	70
4.3.2.4	Finančne omejitve in sektorske značilnosti.....	71
4.3.3	Kreditni krč	72
4.3.3.1	Financiranje trgovine.....	73
4.3.3.2	Vpliv kreditnega krča na mednarodno trgovino	74
4.3.3.3	Položaj finančnih institucij v obdobju krize in kreditni krč	78
4.3.3.4	Trgovinski krediti znotraj oskrbne verige v obdobju finančne krize.....	80
SKLEP		86
LITERATURA IN VIRI		91
PRILOGE		

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Neoklasični model mednarodne menjave.....	16
Tabela 2:	Gibanje globalnega BDP in izvoza v obdobju 2001–2011 (realno, v %).....	36
Tabela 3:	Gibanje mednarodne blagovne trgovine in trgovine s storitvami v obdobju 2001–2009 (nominalno, v %, merjeno v USD)	36
Tabela 4:	Izplačilna matrika v primeru protekcionističnih ukrepov.....	47
Tabela 5:	Cene in količine trgovanega blaga v obdobju krize.....	58
Tabela 6:	Hipotetično gibanje uvoza v ZDA v obdobju krize v primeru dveh alternativnih scenarijev	77

KAZALO SLIK

Slika 1:	Finančne krize med letoma 1970 in 2011	5
Slika 2:	Stopnje rasti globalnega BDP in izvoza v obdobju 2001–2011 (realno, v %).....	36
Slika 3:	Gibanje globalnega izvoza blaga in izvoza storitev v obdobju 2001–2009 (nominalno, v %, merjeno v USD)	37
Slika 4:	Število vseh protekcionističnih ukrepov, uvedenih s strani držav G20 po prvem kriznem sestanku skupine novembra 2008	47
Slika 5:	Struktura protekcionističnih ukrepov držav G20 po prvem kriznem sestanku skupine novembra 2008.....	50

UVOD

Problematika in relevantnost magistrskega dela. V zadnjih petindvajsetih letih smo bili priča največji gospodarski rasti, globalizaciji in dvigu življenjskega standarda v zgodovini. Obdobje pred globalno finančno krizo so zaznamovale dobre razmere za rast, zato velja obdobje med letoma 2002 in 2007 za zlato obdobje globalnega gospodarstva. Vendar je bilo to obdobje hitre gospodarske rasti grobo prekinjeno z največjo globalno krizo po veliki depresiji iz tridesetih let prejšnjega stoletja. Kriza, ki je bila sprva omejena na relativno majhen segment drugorazrednih¹ posojil (angl. *subprime loans*) v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), je s propadom banke Lehman Brothers stopila v mnogo bolj turbulentno fazo. Posledično je kriza zajela ves finančni sektor in se kasneje razširila še v realni. Finančne krize povzročajo večje motnje tudi v delovanju mednarodne trgovine. V obdobju zadnje globalne finančne krize smo bili priča prav temu, saj je bil padec mednarodne trgovine občutnejši od padca svetovnega proizvoda. Mednarodna trgovina se je v letu 2009 realno skrčila za več kot 12 %, kar predstavlja petkrat večji padec od padca globalnega bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) (WTO, 2009, str. 23).

Relevantnost in aktualnost teme utemeljujem s širokimi ekonomskimi implikacijami, ki jih je globalna finančna kriza povzročila v svetovnem gospodarstvu. Tako se z vidika znanstvenega področja tema magistrskega dela uvršča na presek področij ekonomike finančnih kriz in področja mednarodne menjave. Znotraj področja mednarodne menjave se naslanja predvsem na t. i. nove teorije mednarodne menjave, saj izhajam iz spoznanja, da tradicionalne teorije mednarodne menjave večinoma niso uspešne pri pojasnjevanju problematike, ki jo obravnava pričujoče delo. Zato se je v analizi vpliva globalne finančne krize na dinamiko mednarodne trgovine treba posluževati novih teorij mednarodne menjave, ki skušajo podati čim bolj celostno razlago dinamike mednarodne trgovine. Vsaka od teorij običajno poda le delni odgovor, sinteza njihovih ugotovitev glede razumevanja vpliva različnih dejavnikov na mednarodno menjavo pa pokaže na pomen heterogenosti podjetij, heterogenost finančnih omejitev in pomen nepovratnih vstopnih stroškov na tujih trgih.

Obravnavo področja mednarodne trgovine v obdobju globalne finančne krize omejujem na obdobje med letoma 2007 in 2009. To je obdobje od začetka globalne finančne krize (2007) pa do konca krize trgovinskih tokov (2009). Mednarodna menjava leta 2010 znova beleži rast in proti koncu leta že doseže predkrizni nivo. Z izbiro omenjenega časovnega intervala pa ne zamejujem trajanja same krize, ki se nadaljuje v globalno recesijo in posledično v evropsko dolžniško krizo, vendar je obravnava tega obdobja za preučevanje značilnosti mednarodne trgovine v obdobju finančne krize manj relevantna.

¹ Izraz 'drugorazredni' izhaja iz dihotomije *prime–subprime*, kjer z izrazom *prime* označujemo ocene AAA do BBB po metodologiji Standart & Poor's oziroma ocene Aaa do Baa3 po metodologiji bonitetne agencije Moody's. To so t. i. investicijske stopnje. Z izrazom *subprime* pa označujemo vse kreditne ocene enake BB in slabše po metodologiji Standart & Poor's oziroma Ba1 in slabše po metodologiji Moody's. V tem primeru pa govorimo o t. i. špekulativnih stopnjah (Standard & Poor's, b. l.; Moody's Investor Services, 2009, str. 8).

Magistrsko delo išče odgovor na vprašanje, kateri so ključni ekonomski dejavniki, ki so imeli v obdobju globalne finančne krize vpliv na nenadni, drastični in sinhronizirani upad mednarodne trgovine. Prepoznam tri temeljne dejavnike. To so ponovni pojav protekcionizma, dejavniki na strani povpraševanja (oziroma vpliv negativnih šokov, ki povzročijo začasno zmanjšanje povpraševanje po uvoženem blagu in storitvah) in dejavniki na strani ponudbe (oziroma vpliv finančnih omejitev).

Proces liberalizacije mednarodne trgovine se v obdobju krize ni samo ustavil, ampak v nekaterih sektorjih in državah celo prelevil v protekcionizem. Protekcionizem se sicer ni pojavil v klasični obliki »trgovinskih vojn«, kot se je zgodilo v obdobju velike depresije, ampak se je kazal v bolj »zamegljeni« podobi. Temeljlil je predvsem na reševalnih načrtih prizadetih finančnih institucij in na fiskalnih stimulacijskih svežnjih, hkrati pa se je okrepila vloga države in vodenje keynesijanskih politik tudi na drugih področjih. Takšni ukrepi vselej predstavljajo grožnjo dinamiki mednarodne trgovine, predvsem zato, ker teh ukrepov novega protekcionizma pravila Svetovne trgovinske organizacije (angl. *World Trade Organization*, v nadaljevanju WTO) ne regulirajo.

Ob negativnih šokih na strani povpraševanja, zaradi spremembe potrošnikovih preferenc, pride do zmanjšane povpraševanja po blagu in storitvah, potrošniki, ki pa ostanejo na trgu, pa zanj plačujejo manj. Šoki povpraševanja vplivajo na raven inflacije in obrestnih mer ter posledično investicij. Zmanjšuje se domači *output*, kar pripelje do povečanja brezposelnosti in zmanjšanja dohodkov. Obstajajo trije temeljni argumenti, s katerimi zagovorniki prevladujočega vpliva šokov povpraševanja na mednarodno trgovino v obdobju krize argumentirajo svoje stališče: finančna kriza je imela negativni vpliv tako na količine kot tudi na cene trgovanega blaga, padec izvoza in uvoza ni sistematično odstopal od padca prometa podjetij in povpraševanja na trgih vmesnega blaga in ni jasnega dokaza, da na gibanje mednarodne trgovine v agregatnem smislu vplivajo kakršni koli ponudbeni šoki.

Vplivi šokov na strani ponudbe so v kontekstu obravnave mednarodne trgovine vezani predvsem na nedostopnost ali podražitev tistih storitev finančnega sektorja, ki so ključni za nemoteno delovanje mednarodne trgovine. Ker so v povezavi s prodorom podjetij na nove trge predpostavljeni določeni nepovratni vstopni stroški, bodo lahko izvažala samo podjetja, ki so dovolj likvidna. Če podjetja ne posedujejo dovolj notranjih likvidnih sredstev, morajo vstopati na finančne trge. Kar 90 % trgovinskih transakcij vsebuje neko obliko kreditiranja, zavarovanja ali garancije, ki jih podjetja pridobijo od bank ali drugih finančnih institucij (Auboin, 2007, str. 1). To nakazuje kompleksni odnos med finančnim sektorjem in mednarodno trgovino, zato obstaja velika verjetnost, da se bodo podjetja, ki zaradi kreditnega krča na mednarodnih trgih ne bodo sposobna pridobiti zadostnih likvidnih sredstev, prisiljena odreči sicer dobičkonosnim izvoznim priložnostim.

Namen magistrskega dela. Namen magistrskega dela je ugotoviti, kateri dejavniki so odločilno vplivali na kolaps mednarodne trgovine v obdobju globalne finančne krize

(2007–2009), ki je močno presegel padec globalnega BDP v tem istem obdobju. Ključni znanstveni prispevek tega dela je celostno razumevanje implikacij krize na mednarodno trgovino. Kljub obstoju znanstvene literature na obravnavano temo sta sinteza in celostni pogled z vidika mednarodne menjave redka, toliko bolj v domači literaturi. To vrzel skuša zapolniti pričujoče magistrsko delo.

Cilj in struktura magistrskega dela. Cilj magistrskega dela je celostno preučiti značilnosti mednarodne trgovine v obdobju globalne finančne krize. V ta namen bom uporabil naslednjo strukturo naloge:

- V prvih dveh poglavjih bom v teoretskem uvodu najprej pojasnil osnovne pojme, povezane s teorijo kriz: kratka teoretična razprava o ekonomskih krizah, njihovih vrstah, vzrokih in posledicah, ter predstavil teorije mednarodne menjave, s poudarkom na tistih novih teorijah, ki predstavljajo teoretično podlago za odgovor na raziskovalno vprašanje.
- V tretjem poglavju bom v očrtu globalne finančne krize predstavil poglavitne vzroke, zaradi katerih je kriza drugorazrednih posojil (angl. *subprime loans*) na ameriškem finančnem trgu prerasla v največjo finančno krizo po drugi svetovni vojni. Analitično in empirično bom analiziral gibanje mednarodne menjave pred krizo in med njo. Namen takšnega empiričnega pregleda je predstavitev razsežnosti vpliva globalne krize na mednarodno trgovino.
- S spoznanji teoretičnih konceptov finančne krize in mednarodne trgovine, v duhu novih teorij mednarodne menjave, bom v četrtem poglavju identificiral temeljne dejavnike, ki predstavljajo potencialne vzroke za, glede na gibanje BDP, nesorazmerno visok upad mednarodne trgovine. Ti dejavniki so pojav novega protekcionizma, dejavniki na strani povpraševanja in dejavniki na strani ponudbe.
 - V prvem delu četrtega poglavja bom pojasnil značilnosti (novega) protekcionizma, naravo ukrepov ter s primerjalno analizo iskal podobnosti in razlike glede na tovrstne ukrepe v obdobju od velike depresije do danes. Z analizo implementacije ukrepov (novega) protekcionizma bom odgovoril na vprašanje, ali lahko dinamiko mednarodne trgovine pojasnimo z negativnimi vplivi teh ukrepov.
 - V drugem delu četrtega poglavja bom predstavil vpliv dejavnikov na strani povpraševanja. Odgovor na vprašanje, ali so pri kolapsu mednarodne trgovine ključni ti dejavniki, bom iskal s pomočjo sekundarnih empiričnih virov, ki zagovarjajo to tezo. Tri argumente, ki v relevantni literaturi prevladujejo, bom podrobno predstavil in jih kritično ovrednotil. Podal bom pomisleke, ki izhajajo iz metodoloških pomanjkljivosti, ter pomanjkljivosti v sami interpretaciji posameznih argumentov.
 - V tretjem delu četrtega poglavja bom kompleksnost vpliva dejavnikov na strani ponudbe predstavil večplastno. V prvem koraku bom pojasnil vez med finančnim sektorjem in mednarodno trgovino, s poudarkom na najpomembnejših storitvah finančnega sektorja, v drugem delu bom iskal odgovor na vprašanje, ali finančne omejitve in likvidnost (v povezavi s fiksnimi vstopnimi stroški) dejansko vplivajo na dinamiko mednarodne menjave ter kvantitativno ovrednotil ta vpliv, v tretjem delu

bom obravnaval vpliv kreditnega krča, ki je ohromil finančne trge in podjetjem onemogočil najemanje zunanjega kapitala, ki je nujno potreben tudi za financiranje trgovine. Poleg težav financiranja s strani finančnih institucij bom v četrtem koraku obravnaval še drugi zelo pomemben segment financiranja trgovine, to so trgovinski krediti znotraj nabavne verige.

- V sklepu bom podal ključne ugotovitve in verificiral hipoteze.

Raziskovalno vprašanje in hipoteze. Iz temeljnega raziskovalnega vprašanja »Kateri so tisti ključni ekonomski dejavniki, ki so imeli odločilni vpliv na to, da je bil padec mednarodne trgovine precej občutnejši od padca svetovnega BDP?« izhajajo tri temeljne hipoteze:

H1: Ukrepe (novega) protekcionizma, kot posledica okrepljene vloge države in keynesijanskega vodenja ekonomskih politik, lahko v zelo omejenem odstotku povežemo z motnjami trgovinskih tokov v obdobju globalne finančne krize.

H2: Številni argumenti odločilnega vpliva dejavnikov na strani povpraševanja vselej ne temeljijo na spoznanjih novih teorij mednarodne menjave, so presplošni, saj ne upoštevajo heterogenosti posameznih podjetij oziroma sektorjev in heterogenosti finančnih omejitev, posledica tega so pomanjkljivosti v interpretaciji in metodoloških pristopih.

H3: Dejavniki na strani ponudbe predstavljajo ključno determinanto pri pojasnjevanju upada mednarodne menjave v obdobju globalne finančne krize, saj predstavljajo likvidna sredstva, bodisi tista ustvarjena z denarnim tokom podjetja bodisi zunanja sredstva, ključni dejavnik pri pričetku izvozne aktivnosti, pri preživetju na tujih trgih ter širitvi na obstoječih trgih (t. i. intensive margin of trade) in širitvi na nove trge (t. i. extensive margin of trade). Podjetja se ob pomanjkanju likvidnosti za financiranje mednarodne trgovine odrekajo sicer profitabilnim izvoznim priložnostim.

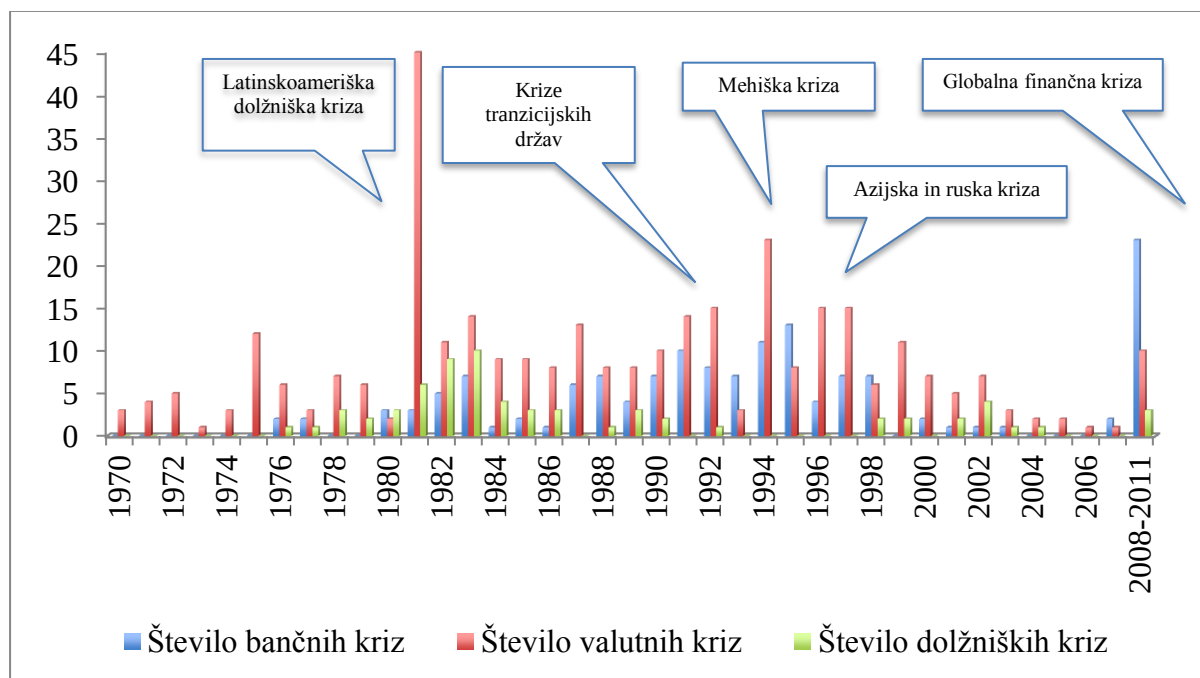
Metode dela. V teoretičnem uvodu, očrtu globalne finančne krize in analizi gibanja mednarodne menjave v obdobju krize, bom uporabil metodi kritične analize in interpretacije sekundarnih virov ter analizo ekonomskih podatkov. Pri raziskovanju vplivov in pomena posameznih prepoznanih skupin dejavnikov na gibanje mednarodne trgovine v obdobju krize bom poleg interpretacije sekundarnih virov uporabil še metodo deskripcije, kompilacije in sinteze. Analiziral in združil bom (teoretična in empirična) spoznanja strokovne literature, znanstvenih raziskav ter člankov predvsem tujih strokovnjakov iz obravnavanega področja. Pri izbiri literature se bom omejil na relevantne, v strokovnih krogih najbolj priznane, strokovne baze in zbornike ter vire najpomembnejših mednarodnih institucij (Svetovna banka, WTO idr.). V nalogi bom vključil tudi lastno poznavanje področja, ki sem ga pridobil v času študija na magistrskem programu Mednarodna ekonomija. Delo bom zaključil z verifikacijo hipotez in predstavitev temeljnih sklepov. Osnovni metodi bosta predvidevanje in abstrakcija. Vsa tuja spoznanja so citirana skladno s tovrstnimi akademskimi standardi in pravili.

1 TEORIJA FINANČNIH KRIZ

Finančna kriza je širok pojem, ki na splošno označuje različne pojave gospodarskih pretresov, ki imajo za posledico velike padce vrednosti premoženja in propade številnih poslovnih subjektov, tako finančnih kot nefinančnih, ter občutno zmanjšanje mednarodnih tokov kapitala, blaga in storitev (Mrak, 2002, str. 573). Finančna kriza se izraža v kopičenju ekonomskih neravnotežij, do katerih prihaja zaradi slabosti finančnega sektorja in strukturnih problemov v državi. Ekonomska politika običajno ni sposobna izvesti korekcij, ki bi gospodarstvo vrnilo v ravnotežje na »mehak« način, finančni sistem pa ni dovolj robusten, da bi si lahko opomogel brez zunanje intervencije (Mrak, 2002, str. 573).

Finančne krize so fenomen, ki so se pojavljale v vsej zgodovini, so omrežene v gene kapitalizma. Krize so bile v zadnjih desetletjih bolj pogoste kot v obdobju zlatega standarda (1880–1913) in brettonwoodskega sistema (1945–1971), njihova frekventnost je bila primerljiva le z obdobjem med obema vojnama (1918–1941) (Bordo, Eichengreen, Klingebiel, Soledad Martinez-Peria & Rose, 2001, str. 55–57, 72).

Slika 1: Finančne krize² med letoma 1970 in 2011



Vir: L. Laeven in F. Valencia, *Systemic Banking Crisis: A New Database*, 2008, str. 56; L. Laeven & F. Valencia, *Systemic Banking Crises Database*, 2012, str. 10–11.

² Statistika zajema samo sistemske bančne krize, torej tiste, ki so imele za posledico težave v realnem in finančnem sektorju. Statistika ne zavzema izoliranih težav bank, ki niso bile sistemske narave. Hkrati pa statistika zajema samo tiste valutne krize, v katerih je prišlo do deprecijacije/devalvacije za najmanj 30 %, pod pogojem, da gre za povečanje stopnje deprecijacije/devalvacije za najmanj 10 odstotnih točk glede na leto prej.

Koncept finančne krize je abstrakten, zato se v analitične namene finančne krize deli po tem, kateri aspekt njihovega negativnega učinkovanja je najbolj izražen (Mrak, 2002, str. 574). Vendar se krize le izjemoma pojavljajo v »čistih« oblikah. Velikokrat se zgodi, da je neki tip krize šele predhodnik nekemu drugemu tipu. A njihovo sosledje nujno ne pomeni tudi vzročno-posledične povezave med njimi. V osnovi delimo tri osnovne tipe: bančne krize, valutne krize in dolžniške krize.

1.1 Bančne krize

Bančno krizo povzročijo dejanski ali potencialni navali na banke in/ali njihova nesposobnost obnavljanja finančnih virov. Posledica je lahko nezmožnost bank poravnati svoje obveznosti ali pa intervencija države, s katero preprečijo nelikvidnost ali celo nesolventnost bank (Mrak, 2002, str. 574). Bančne krize običajno izhajajo iz poslabšanega portfelja bank, torej poslabšanja kvalitete aktivne strani bančne bilance (Mrak, 2002, str. 607). Najpomembnejši indikator je količina slabih kreditov. Iz tega izhaja, da je empirično merjenje bančnih kriz metodološko zelo zapleteno. Podatkov o kvaliteti bančnih portfeljev je malo, zato se v te namene običajno uporabljajo manj primerni »drugorazredni« indikatorji (Mrak, 2002, str. 607). Do pritiskov deponentov oziroma navala na banke običajno pride takrat, ko v javnost pridejo podatki o stanju na aktivni strani bančne bilance ali pa se pričakuje spremembo deviznega tečaja domače valute. Tako je pritisk deponentov na banke bolj posledica težav v bančnem sektorju kot pa njihov vzrok.

Klasični teoretični model, ki je osnova razumevanja navala na banke, sta razvila Diamond in Dybvig (1983). Model Diamonda in Dybviga (v Ma & Cheng, 2005, str. 256–257) temelji na agentih, ki posedujejo neko blago in ga lahko investirajo bodisi v dolgoročne projekte bodisi ga lahko shranijo brez kakršnih koli stroškov. Dolgoročni projekt je profitabilen in nelikviden, toda v primeru unovčitve projekta pred njegovo zapadlostjo agent beleži izgubo. Vsak agent je lahko bodisi vztrajni vlagatelj bodisi ne ob predpostavki dane verjetnosti. Torej je skupno število (ne)vztrajnih agentov dano in znano vsem. Vendar pa vsak agent ve samo zase, če je vztrajen ali ne, torej je vztrajnost zasebna informacija. Agenti v času, ko se odločajo, ali investirati ali ne, še ne vedo, ali so vztrajni ali ne. V primeru, da vztrajni agent ne investira, potem je zamudil profitabilno investicijsko priložnost. Na drugi strani pa nevztrajni agent, ki se je odločil investirati, beleži izgubo, saj je moral investicijo unovčiti pred njeno zapadlostjo. Agenti lahko povečajo svoje zadovoljstvo tako, da razpršijo svoje tveganje. To lahko storijo z ustanovitvijo banke, kamor vsi agenti deponirajo svoja sredstva. Glede na število nevztrajnih agentov banka rezervira določen odstotek sredstev, preostala pa dolgoročno investira. Ko agenti spoznajo, ali so vztrajni vlagatelji ali ne, takrat nevztrajni dvignejo svoje depozite, vztrajni pa počakajo do zapadlosti investicije. Z razpršitvijo tveganja preko banke nevztrajnih agentov ne prizadene izguba zaradi unovčitve investicije pred zapadlostjo, vztrajni agenti pa so deležni dobrobiti zapadle investicije. Vendar pa se tukaj pojavi ključen problem: informacija o tem, ali je nek posameznik vztrajni vlagatelj ali ne, ni javna. Vztrajni vlagatelji se lahko pretvarjajo za nevztrajne in dvignejo svoje depozite iz banke. Vztrajni agenti po

navadi nimajo razloga, da bi to storili, vendar pa to lahko naredijo na primer v primeru panike. V takšni situaciji sredstva, ki jih je banka rezervirala, ne bodo zadoščala za poplačilo vseh zahtev po dvigih depozitov. Banka mora zato unovčiti dolgoročne naložbe pred njihovo zapadlostjo, zaradi česar pa investicija beleži izgubo (izkupiček predčasne unovčitve je nižji od začetne naložbe) in banka ni sposobna poplačati vseh agentov. Rezultat takšnega navala na banke je, da nekateri agenti ostanejo brez vsega.

Banke so najpomembnejši akterji financiranja trgovine in zagotavljanja finančnih instrumentov, ki zmanjšujejo ali odpravljajo tveganja, povezana z mednarodno trgovino, in prav banke so tiste finančne institucije, ki so v obdobju kriz najbolj prizadete (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 17). Slabitev bank povzroči več dejavnikov. Primarni so slabi krediti. Vzrok za pojav takšnih drugorazrednih posojil je asimetrija informacij. Posledice so višje obrestne mere, to lahko pripelje do paradoksalne situacije, kjer naraščajoče obrestne mere zmanjšajo kreditno aktivnost kreditno sposobnih kreditojemalcev, saj so le rizični kreditojemalci pripravljeni plačevati višje obrestne mere. Ker se banke zavedajo nevarnosti tega paradoksa, popolnoma ustavijo kreditno aktivnost. Vendar slabitev bank povzročajo tudi drugi dejavniki: napake pri vodenju bank, notranje goljufije, slab nadzor tveganj in politične odločitve, ki višajo operativne stroške banke. Porušeno nezaupanje v bančni sistem lahko v končni fazi pripelje do navala na banke, tudi zdrave. Kreditni krči, ki so posledica finančnih kriz, vplivajo tako na uvoz kot na izvoz. Uvoz je prizadet zaradi zmanjšanja kreditiranja investicijskih projektov v državi. Zmanjšajo se potrošniški krediti, kar prav tako negativno vpliva na izvoz, predvsem trajnih in luksuznih dobrin. Izvoz in uvoz sta prizadeta zaradi višjih stroškov financiranja trgovine. Rastejo tudi cene finančnih instrumentov, ki odpravljajo ali zmanjšujejo tveganja v mednarodni trgovini (na primer bančne garancije). V primerih večjih kriz se lahko zgodi, da podjetja sploh ne bodo več sposobna financirati svojih izvoznih aktivnosti. Banke zaradi slabe solventnosti ne bodo sposobne kreditirati nakupa uvoženega blaga, ki je nujen za proizvodnjo izvoznega blaga. V takšnem primeru se podjetja v procesu proizvodnje srečujejo tudi s pomanjkanjem obratnega kapitala. Manjše zaupanje bank v kreditno sposobnost takih podjetij njihov položaj še poslabša (Fingerant & Schuknecht, 1999, str. 25). Padeč domače proizvodnje, naraščajoča brezposelnost in skrhano zaupanje potrošnikov dodatno zmanjšuje uvoz. Ker kriza običajno ni omejena na en sam trg oziroma državo, to pomeni izgubo izvoznih priložnosti za podjetja, ki izvažajo.

1.2 Valutne krize

Valutna kriza nastopi, ko špekulativni napad na valuto povzroči njeno deprecijacijo/devalvacijo oziroma prisili državo, da s financiranjem iz deviznih rezerv in/ali s povišanjem obrestne mere brani valuto pred špekulativnimi napadi na stabilnost deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 574). Frankel in Rose (1996, str. 29) opredelita valutno ali devizno krizo kot vsak »zlom« valute, kjer slednja v obdobju enega leta deprecira za vsaj 25 odstotkov, pod pogojem, da gre za povečanje stopnje depreciacije za najmanj 10 odstotnih točk v primerjavi z letom prej.

V zadnjih desetletjih sta se pogostost in ostrina (valutnih) kriz spreminjali. S tem so se spreminjali tudi teoretični modeli, s katerimi je mogoče razložiti dogajanje v praksi. Razlage finančnih kriz so se sčasoma oddaljevale od mnenj, da krize povzročajo poslabšani ekonomski temelji države, in se pomikale proti tistim, ki za krize krivijo spremembe odnosa finančnih trgov do države (Mrak, 2002, str. 608). Prepoznamo lahko tri (oziroma štiri) generacije modelov, ki skušajo razložiti zakonitosti (valutnih) kriz.

Prva generacija modelov valutnih kriz temelji na delih Krugmana (1979) ter Flooda in Garberja (1984). Krivda za špekulativne napade na valuto je pripisana nekonsistentnosti ukrepov ekonomske politike države, in sicer nekonsistentnosti med fiskalno politiko in režimom fiksnega deviznega tečaja (Aziz, Caramazza & Salgado, 2000, str. 8). Težave se pojavljajo zaradi velikega proračunskega deficita, ki se ga financira z ekspanzivno monetarno politiko, pospremljeno z zniževanjem deviznih rezerv. Ko prevlada ocena, da so se državne devizne rezerve spustile na kritično nizko raven, pride do špekulativnega napada na domačo valuto, kar vodi v valutno krizo (Aziz et al., 2000, str. 8). Ključni kazalniki potencialne valutne krize prve generacije so tako naraščajoč proračunski deficit, ekspanzivna monetarna politika, zmanjševanje deviznih rezerv, visoka inflacija, precenjen realni devizni tečaj domače valute, deficit tekočega računa plačilne bilance in rast domačih obrestnih mer (Aziz et al., 2000, str. 8). Metodološko ta generacija modelov temelji na linearnem načinu obnašanja in anticipira predvidljivo – do devalvacije bo prišlo s špekulativnim napadom ali brez njega: vlada avtomatsko financira proračunski primanjkljaj, centralna banka pa avtomatsko vzdržuje režim fiksnega deviznega tečaja tako, da zmanjšuje svoje devizne rezerve (Aziz et al., 2000, str. 9; Mrak, 2002, str. 610). Prva generacija modelov valutnih kriz je bila uspešna pri pojasnjevanju kriz v 80. letih prejšnjega stoletja ter tudi nekaterih iz druge polovice 90. let (ruska kriza, brazilska kriza). Večina kriz 90. let (kriza Evropskega monetarnega sistema 1992–93, mehiška kriza 1993–94) pa je ustreznost tega modela postavila pod vprašaj.

Druga generacija modelov se prične z delom Obstfelda (1994) in je nastala predvsem zaradi dejstva, da krize niso bile več posledica nekonsistentnih ekonomskih politik, saj so številne države, ki so zapadle v valutno krizo, vodile zelo restriktivne ekonomske politike. Druga generacija temelji na spoznanju, da izbruh valutne krize ni nujno posledica nekonsistentnih ekonomskih politik v obdobju pred špekulativnim napadom na valuto (Mrak, 2002, str. 609). Do napada na valuto lahko pride tudi zaradi sprememb v pričakovanjih trga glede vzdržnosti fiksnega deviznega tečaja valute. Če napad na valuto dvigne stroške vzdrževanja deviznega tečaja nad sprejemljivo raven in s tem prekine vezavo deviznega tečaja, potem govorimo o t. i. samoizpolnjujoči se krizi (angl. *self-fulfilling crisis*). Osnovna značilnost te krize je, da se z devalvacijo/depreciacijo valute izpolnijo pričakovanja trga (Mrak, 2002, str. 609). Značilnost tega modela je popolna nepredvidljivost pojavljanja kriz, saj je lahko sprememba pričakovanj tudi posledica »okužbe« oziroma dogodka v neki drugi državi, kar sproži »učinek prelivanja« (Aziz et al., 2000, str. 10). V metodološkem smislu druga generacija modelov temelji na modelih multiplega ravnotežja, to dopušča več možnosti razvoja dogodkov. Do krize ne bo

prišlo avtomatično, ampak samo v primeru špekulativnega napada, ki se bo razvil v samoizpolnjujočo se krizo.

Tretja generacija modelov se prične z delom Krugmana (1996) in postane aktualna z nastopom azijske krize. Predhodne generacije modelov niso bile sposobne pojasniti razlogov za azijsko krizo leta 1997. Ta kriza ni bila zgolj valutna, ampak bolj vseobsegajoča ter je vključevala tudi bančno in dolžniško. Tako je predmet preučevanja tretje generacije modelov finančna kriza kot celota (Mrak, 2002, str. 611). Model se razvije v več različicah, toda Krugmanova razlaga krize kot posledice moralnega hazarda in napihnjenih cen premoženja velja za prevladujočo. Za ta model so značilne t. i. dvojne krize (angl. *twin crisis*), kombinacija bančne in valutne krize, pri čemer je bančna kriza predhodnica valutne (Mrak, 2002, str. 611). Veliki pritoki kapitala v Azijo so povzročili porast slabih kreditov. Z liberalizacijo finančno-kapitalskih režimov plačilnih bilanc so države svojim bankam dale posredne garancije, da jih bodo v primeru težav reševale. To je povzročilo moralni hazard, katerega posledica je bilo hitro zadolževanje bank in še večje število slabih kreditov. Veliko jih je bilo vezanih na nepremičninski sektor, v katerem je pred krizo nastal cenovni balon. S krizo so cene nepremičnin močno padle in izbruhnila je finančna kriza, saj banke niso bile sposobne financirati svojih obveznosti. Države so se zaradi vključevanja v reševanje bank morale odpovedati fiksnim deviznim tečajem. Alternativni model tretje generacije predstavlja delo Radelet, Sachs, Cooper in Bosworth (1998), ki prav tako obravnava pomen moralnega hazarda, večji poudarek pa pripisuje slabostim v ekonomskih politikah držav (Mrak, 2002, str. 610).

Četrta generacija modelov se sicer velikokrat omenja v literaturi, vendar gre bolj za idejo kot pa za dejanski model. Začetnik je znova Krugman (2001), novost pa naj bi bila v zmožnosti te generacije modelov, da krize tudi napoveduje in ne samo teoretično razlaga (Mrak, 2002, str. 608).

1.3 Dolžniške krize

Dolžniške krize (angl. *sovereign debt crisis*) in celo bankroti držav so postali v zadnjem času bolj pogosti (Manasse, Roubini & Schimmelpfennig, 2003, str. 3), vendar so makroekonomski razlogi manj raziskani kot v primeru valutnih, bančnih in dvojnih (valutnih in bančnih) kriz. Dolžniško krizo lahko imenujemo tudi fiskalna kriza in v osnovi predstavlja nesposobnost države, da bi servisirala stare kredite in/ali zagotavljala dotok svežega dolžniškega kapitala. V takšnem primeru je država prisiljena razglasiti moratorij na odplačevanje kreditov tujim upnikom ali pa je prisiljena v koordinirano reševanje problema z njimi, predvsem v obliki prestrukturiranja dolžniških obveznosti (Mrak, 2002, str. 574). Dolžniške krize so običajno dolgotrajnejše od valutnih kriz. Ko država enkrat zapade v krizo, je vrnitev iz nje pogosto težka in »boleča«. Enotna empirična definicija dolžniške krize in bankrota države ne obstaja. Detragiache in Spilimbergo (v Manasse et al., 2003, str. 6) definirata, da država zdrсне v dolžniško krizo takrat, ko zaostala plačila zunanjega dolga do

komercialnih kreditorjev znašajo več kot 5 % celotnega komercialnega dolga države ali pa je država vstopila v reorganizacijo posojila s svojimi kreditorji. Na drugi strani pa bonitetna hiša Standard & Poor's definira bankrot neke države kot stanje, kjer subjekt zamuja s plačili vseh svojih kreditnih obveznosti (Manasse et al., 2003, str. 6).

Težave v servisiranju dolga držav se kažejo v dveh osnovnih oblikah (Manasse et al., 2003, str. 3):

- v obliki nesolventnosti³, ko država ni sposobna poravnati svojih notranjih in zunanjih obveznosti;
- v obliki nelikvidnosti⁴, ko je država sicer solventna, vendar zaradi nelikvidnosti ni sposobna odplačevati svojih kratkoročnih obveznosti, ker investitorji niso pripravljeni na refinanciranje dolga.

Poznavanje makroekonomskih dejavnikov, ki omogočajo zgodnje opozarjanje na možnost dolžniške krize oziroma vrednotenje in napovedovanje dolžniške vzdržnosti, ima pomembne politično-ekonomske implikacije. Ključne determinante dolžniške krize so (Manasse et al., 2003, str. 4–5):

- visoka stopnja zunanjega dolga⁵ (relativno glede na mere zmožnosti njegovega odplačevanja) močno poveča možnost zdrs v dolžniško krizo ali celo bankrot;
- mere nelikvidnosti, predvsem kratkoročni krediti, so pomembna determinanta pri napovedovanju dolžniških kriz, saj lahko v krizo zapadejo tudi države, ki nimajo visokega zunanjega dolga, ampak se samo soočajo z likvidnostnimi težavami, pogosto pospremljenimi z drugimi determinantami, vključno s precenjenim deviznim tečajem;
- nizka stopnja rasti BDP;
- plačilnobilančna neravnotežja;
- trgovinska zaprtost;
- visoka inflacija in njena volatilitnost;
- politične negotovosti, ki vodijo do gospodarskih negotovosti in politična pripravljenost odplačevanja dolga;
- stanja na mednarodnih finančnih trgih;
- fiskalna spremenljivka razmerja med javnim dolgom in prihodki.

³ Ali je neki subjekt solventen ali ne, je odvisno od skupnega dolga relativno glede na njegovo plačilno sposobnost, ki je merjena bodisi z BDP, izvozom ali državnimi prihodki (Manasse et al., 2003, str. 6). Subjekt je solventen takrat, ko je diskontirana vrednost njegovega javnofinančnega presežka v prihodnosti večja ali enaka trenutnemu celotnemu javnemu dolgu. Prav tako je subjekt solventen v primeru, ko je diskontirana vrednost njegovega trgovinskega presežka večja od trenutne količine zunanjega dolga.

⁴ Mere likvidnosti neke države so na primer razmerje med kratkoročnimi krediti in rezervami, razmerje med gotovino in kvazi gotovino (t. i. M2) ter rezervami idr. (Manasse et al., 2003, str. 6).

⁵ Posebno ranljive so države z zunanjim dolgom, višjim od 50 % BDP (Manasse et al., 2003, str. 4).

Moč vpliva posamezne determinante je odvisna od heterogenih gospodarskih značilnosti vsake posamezne države in součinkovanja teh determinant v vsaki od držav.

1.4 Teoretični vplivi finančnih kriz na mednarodno trgovino

Klasični model navala na banke avtorjev Diamond & Dybvig (1983) ne obravnava vpliva bančne krize na izvoz in uvoz države. Ma in Cheng (2005, str. 257) v ta namen modelu dodata še štiri dodatne predpostavke, tako da model obravnava tudi teoretični vpliv bančne krize na mednarodno trgovino. Te štiri predpostavke so (Ma & Cheng, 2005, str. 257–258):

- Agenti so razdeljeni v dve dodatni skupini: domači in tuji agenti. Domači posedujejo lokalne dobrine, tuji pa tuje. Tako domači kot tuji agenti so ob predpostavki enake verjetnosti lahko vztrajni vlagatelji ali pa tudi ne. Domače in tuje dobrine je mogoče prodajati in kupovati na mednarodnem trgu.
- Dolgoročni projekt potrebuje kot *inpute* tako lokalne kot tuje dobrine. Rezultat tega projekta je domača dobrina. S povečanjem agregatnih investicij se povpraševanje po domačih in tujih dobrinah poveča. Vpeljana je tudi predpostavka, da je količina tujih depozitov manjša od investicijskega povpraševanja po tujem blagu. To pomeni, da morajo banke vselej izvoziti nekaj lokalnega blaga, da bi lahko uvozili tujega.
- Tuji agenti konzumirajo samo tuje blago, domači pa tako tuje kot lokalno. Donosi, ki jih agenti dobijo od bank, so v obliki domačega blaga, zato jih na mednarodnih trgih delno ali v celoti menjajo za tuje blago.
- Generacije vlagateljev se prekrivajo. Ob zapadlosti nekega projekta se pojavi nova generacija vlagateljev, ki tako kot prejšnja vložijo svoje dobrine v banko in banka te depozite nato investira v dolgoročne projekte. Število domačih agentov je fiksno, število tujih pa je odvisno od izkušenj prejšnje generacije. Če v času prejšnje generacije ni prišlo do navala na banke, njihovo število ostane enako. V nasprotnem primeru se po navalu na banke njihovo število zmanjša.

Če pride do navala na banke pred dospelostjo projekta, vsi agenti dvignejo svoje depozite. Vendar zaradi nelikvidnosti projekta samo nekateri agenti dobijo poplačan ves vložek. V povprečju torej beležijo izgube. Vsi tuji agenti z dvigom depozitov zapustijo tuje gospodarstvo (v primeru, da do navala ne pride, to storijo samo nevztrajni). Po bančni krizi se tok kapitala zmanjša. To vpliva tudi na mednarodno trgovino, in sicer po treh kanalih (Ma & Cheng, 2005, str. 258):

- Dohodkovni kanal: če se zgodi naval na banke, banka nima dovolj likvidnih sredstev in mora zato unovčiti dolgoročna sredstva pred njihovo zapadlostjo, to pomeni, da bodo vsi depoziti utrpeli določeno izgubo. Zaradi zmanjšanega prihodka domačih potrošnikov se zmanjša njihovo povpraševanje po uvoženem blagu. Ta kanal povzroči zmanjšanje uvoza in izvoza tako med krizo kot po njej.

- Kanal tokov tujega kapitala: naval na banke ne povzroči samo zmanjšane likvidnosti, pač pa se zmanjšajo tudi prihodnji pritoki svežega (tujega) kapitala. To vpliva na upad izvoza, predvsem po krizi.
- Kanal povpraševanja po investicijah: ker se med krizo agregatne investicije zmanjšajo, se zmanjša tudi povpraševanje po tujem blagu. Ker se tuje investicije zmanjšajo, je gospodarstvo primorano izvažati več domačega blaga, da bi lahko uvažalo tuje blago kot investicijski *input*. Tako lahko bančna kriza domači izvoz teoretično tudi stimulira.

Kakšen bo dejanski vpliv bančne krize na mednarodno trgovino, je odvisno od tega, kateri od omenjenih treh kanalov bo v gospodarstvu prevladujoč. Prav tako je lahko v številnih primerih realna slika precej drugačna od ugotovitev teoretičnega modela. Razvite države so v primeru bančne krize običajno sposobne reševati bančni sistem, tako da do neto odliva kapitala ne pride. Na drugi strani so nekatere manj razvite države neuspešne pri pridobivanju tujega kapitala, zato bi bil vpliv kapitalskih tokov v primeru bančne krize nepomemben. Nekatere države v razvoju, predvsem države Latinske Amerike, so v obdobju finančne krize prenehale odplačevati zunanji dolg, zato je bil njihov odtok kapitala manjši, kot to predvideva teoretična analiza (Ma & Cheng, 2005, str. 258).

V obdobju valutne krize so menjalni tečaji nepredvidljivi. Podjetja so tako na mednarodnem trgu bolj izpostavljena valutnemu tveganju, zato se lahko odločijo zmanjšati svojo mednarodno dejavnost in s tem znižati svojo izpostavljenost. Tako ima lahko valutna kriza kratkoročno negativni vpliv na izvoz in uvoz (Ma & Cheng, 2005, str. 259). Na dolgi rok se tržno ravnotežje običajno znova vzpostavi, vendar se trgovane količine kljub temu vselej ne vrnejo na raven pred krizo. Vplivi valutne krize lahko namreč povzročijo trajen vpliv na mednarodno trgovino po treh kanalih (Ma & Cheng, 2005, str. 259–260):

- Dohodkovni kanal: ta kanal se vzpostavi takrat, ko krizo povzročijo zunanji šoki. Povpraševanje po domačem blagu upade, zato se zmanjša tudi dohodek. Posledično se zmanjšata tako izvoz kot uvoz.
- Učinek substitucije: tudi ta kanal se vzpostavi takrat, ko krizo povzročijo zunanji šoki. Ker se relativne cene domačega blaga znižajo, potrošniki povečajo svoje povpraševanje po tem blagu in zmanjšajo povpraševanje po relativno dražjem tujem blagu. S tem se zmanjšata tako uvoz kot izvoz.
- Kanal blaginje: ne glede na to, ali krizo povzročijo zunanji šoki ali notranji fiskalni deficit, potrošniki vselej utrpijo padec blaginje. V tem primeru potrošniki trošijo manj. Povpraševanje po tujem blagu se zmanjšuje, zato se zmanjšuje tudi uvoz. Ta kanal je močnejši takrat, ko so valutne krize nepričakovane. Ker pa se zmanjšuje tudi povpraševanje po domačem blagu, to omogoči gospodarstvu, da izvažata več.

Končni vpliv krize na mednarodno trgovino je tudi v primeru valutne krize, odvisen je od tega, kateri kanal bo prevladal.

Poleg obravnavanega vpliva finančnih kriz na mednarodno trgovino nikakor ne smemo zanemariti obravnave obratnega vpliva: vpliva mednarodne trgovine na finančne krize. Prvič, neuravnotežena trgovinska bilanca oziroma deficit v tekočem računu plačilne bilance lahko povzroči zmanjšanje deviznih rezerv neke države. Valutna kriza bo, skladno s Krugmano prvo generacijo modelov valutnih kriz, bolj verjetno izbruhnila prav v državi, ki ne poseduje dovoljše količine deviznih rezerv (Ma & Cheng, 2005, str. 254). Drugič, finančna kriza v neki državi se lahko po trgovinskih povezavah razširi tudi na države partnerice, čeprav so le-te makroekonomsko stabilne (Ma & Cheng, 2005, str. 254–255). Torej govorimo o mednarodni trgovini kot o kanalu, preko katerega se krize lahko širijo. Če je prva hipoteza med ekonomisti splošno sprejeta, pa je druga predmet številnih razprav in nestrinjanj. Vprašanje trgovine kot kanala, preko katerega se prenašajo krize, ni ključno. Vzročno-posledično soslednje jasno kaže, da so negativne posledice vplivov finančnih kriz predpogoj za to, da lahko mednarodna trgovina sploh postane kanal širjenja kriz.

2 TEORIJE MEDNARODNE MENJAVE

Teorije mednarodne menjave ponujajo teoretično podlago za iskanje odgovora na raziskovalno vprašanje. Skupaj s spreminjanjem svetovnega gospodarstva so se spreminjale tudi same teorije mednarodne menjave. Kakšne so temeljne značilnosti posameznih teorij, in ali te teorije omogočajo preučevanje trgovinske dinamike v obdobju krize, bom sprva predstavil na primeru tradicionalnih teorij, nato na primeru t. i. novih teorij mednarodne menjave ter na koncu poiskal in izpostavil tiste, ki so za obravnavano področje najbolj relevantne.

2.1 Tradicionalne teorije mednarodne menjave

Menjava blaga in storitev med različnimi ekonomskimi prostori poteka na osnovi enakih ekonomskih motivov kot menjava znotraj gospodarstva (Kumar, 2007, str. 45); ekonomski subjekti skušajo s trgovanjem pridobiti ekonomsko korist. Vendar so zaradi razlik v tržnih pogojih, ki so značilni bodisi za trgovino znotraj gospodarstev bodisi za trgovino med njimi, možnosti za doseganje koristi v mednarodni menjavi opredeljene nekoliko drugače kot pri menjavi, ki poteka samo znotraj posameznega gospodarstva (Kumar, 2007, str. 45). Odgovor na vprašanje o koristih mednarodne menjave že več stoletij iščejo različne doktrine in teorije s tega področja.

Po mnenju Gandolfa (1994, str. 5) lahko z določenimi poenostavitvami tradicionalno teorijo mednarodne menjave razdelimo na tri temeljne teorije, ki poskušajo pojasniti determinante mednarodne trgovine in specializacije:

- **klasična teorija oziroma Ricardo-Torrensov model**, ki kot osnovno determinanto mednarodne menjave pojmuje tehnološke razlike v proizvodnji med državami;

- **Heckscher-Ohlinov (HO) teorem**, ki kot osnovno determinanto navaja razlike v relativni faktorski obilnosti med državami;
- **neoklasična teorija**, ki kot determinanto navaja simultani vpliv treh faktorjev: razlike v tehnologiji, razlike v relativni faktorski obilnosti in razlike v potrošniških preferencah med državami. Tretji faktor napeljuje na možnost, da bo prišlo do mednarodne menjave tudi takrat, ko sta tehnologija in relativna faktorska obilnost med državami popolnoma enaki.

Ne glede na specifične razlike med posameznimi teorijami so osnovne predpostavke tradicionalnih teorij mednarodne menjave naslednje (Gandolfo, 1994, str. 272):

- popolna konkurenca in konstantni donosi v proizvodnji;
- proizvodi v mednarodni trgovini so homogeni;
- mednarodna trgovina je izključno medpanožna (menjava proizvoda ene panoge za proizvod druge panoge).

Zgodovina prvih širših teorij o koristih mednarodne menjave seže v 16. stoletje. Te zgodnje teorije mednarodne menjave označujemo z imenom **merkantilizem** (Kumar, 2007, str. 46). Skladno z merkantilistično ekonomsko mislijo je moč države določena z bogastvom. Z izvozom država poveča dotok dragocenih dobrin, predvsem zlata, s čimer povečuje svojo moč v mednarodni skupnosti. Prebivalci nekega gospodarskega prostora maksimizirajo svoje koristi iz mednarodne menjave z večanjem izvoza in omejevanjem količine uvoza. Merkantilizem lahko pojmuje kot obliko ekonomskega nacionalizma, ki vključuje nadzor vlade nad vsemi ekonomskimi aktivnostmi v državi in je igra z ničelno vsoto (angl. *zero-sum game*) (Udovič, 2004, str. 132). (Neo)merkantilizem se v aktualnih ekonomsko-političnih razpravah pojavlja predvsem v povezavi z državami z naraščajočo zunanjo zadolženostjo zaradi konstantnega deficita tekočega računa plačilne bilance.

Merkantilistična načela mednarodne trgovine obveljajo vse do 18. stoletja, ko prevladujoča doktrina postane **zunanjetrgovinski liberalizem** (Kumar, 2007, str. 46). Utemeljitelja ekonomskega liberalizma sta predvsem Hume (1752) in Smith (1776). Koristi mednarodnega gospodarskega sodelovanja so za posamezne subjekte in gospodarske prostore tem večje, čim večja sta izvoz in uvoz, ki se morata razvijati v pogojih splošnega in zunanjeekonomskega liberalizma. Smith velja za začetnika teorije mednarodne menjave. Skladno s Smithom (v Salvatore, 2011, str. 35–36) dve državi prostovoljno vstopata v mednarodno menjavo pod pogojem, da imata od tega koristi obe. Razvije **teorijo absolutnih prednosti**. Državi pridobivata koristi iz mednarodne menjave takrat, kadar se vsaka od njiju specializira v proizvodnjo tistega blaga, v kateri ima absolutne prednosti, in izvozi del *outputa* v zameno za blago, v proizvodnji katerega nima absolutnih prednosti. Proizvodnja obeh dobrin se bo povečala in prav ta rast v obeh državah predstavlja koristi specializacije proizvodnje. Smithova teorija temelji na postavki *laissez-faire*, torej na prostem delovanju trga, brez

vmešavanja države. Teorija se ne izkaže kot ustrezno orodje za pojasnjevanje mednarodne ekonomske dejanskosti, saj so države trgovale, čeprav niso imele absolutnih prednosti.

Ricardo-Torrensov model⁶ oziroma klasični model mednarodne menjave je model, ki pojasnjuje mednarodno trgovino v nasprotju z načeli absolutnih prednosti (Salvatore, 2011, str. 37–38). Namesto absolutnih prednosti Ricardo uvede t. i. **primerjalne prednosti** (Salvatore, 2011, str. 37–38). Skladno s teorijo primerjalnih prednosti obstaja podlaga za medsebojne koristi v mednarodni menjavi tudi takrat, ko je ena država glede na drugo manj učinkovita v proizvodnji obeh dobrin. Tako naj se prva država specializira v proizvodnjo in izvoz dobrine, kjer je njeno absolutno zaostajanje manjše, uvaža pa naj dobrino, kjer je njeno absolutno zaostajanje večje (Salvatore, 2011, str. 37–38). Ključne predpostavke Ricardo-Torrensovega modela so (Kumar, 2007, str. 79):

- popolni gospodarski liberalizem: trg deluje skladno z načeli popolne konkurence;
- popolna negibljivost edinega produkcijskega faktorja (dela) med ekonomskimi prostori in običajna gibljivost dela znotraj ekonomskega prostora;
- delo je vselej enako produktivno;
- konstantni stroški proizvodnje na enoto, transportni stroški so zanemarljivi;
- model temelji na dveh državah in dveh proizvodih.

Ricardo-Torrensov model mednarodne menjave je empirično preverljiv model, ki dobro pojasnjuje vzorce mednarodne trgovine v pogojih različne delovne produktivnosti v različnih industrijah različnih držav (Salvatore, 2011, str. 50). Vendar v spremenjenih gospodarskih razmerah Ricardo-Torrensov model mednarodne menjave ni bil več sposoben celovitejše razlage mednarodne menjave. Tako nastane nova smer, katere utemeljitelja sta Heckscher in Ohlin. Kasnejše različice dopolnita še Stolper in Samuelson (HOS teorem).

Heckscher-Ohlinov teorem kot razlog za mednarodno menjavo navaja razlike v faktorski obilnosti med državami. Vsaka od držav izvažata tisto dobrino, v proizvodnji katere uporablja proizvodne faktorje, ki so v tej državi v izobilju (Gandolfo, 1994, str. 76). In obratno: uvaža tisto dobrino, ki je proizvedena z redko dostopnim proizvodnim faktorjem. Model HO temelji na desetih osnovnih predpostavkah (Salvatore, 2011, str. 120–121):

- model temelji na dveh državah (država 1 in država 2), dveh dobrinah (X in Y) in dveh produkcijskih faktorjih (delo in kapital);
- obe državi v proizvodnji uporabljata enako tehnologijo;
- blago X je delovno intenzivno, blago Y pa kapitalsko;
- konstantni donosi obsega v proizvodnji;
- nepopolna specializacija v proizvodnji;
- enake preference v obeh državah;

⁶ David Ricardo razvije klasični model mednarodne menjave leta 1817, vendar je nekatere nastavke te teorije mogoče najti že v delih Roberta Torrensa.

- pogoji popolne konkurence, tako na trgu blaga kot na trgu produkcijskih faktorjev;
- popolna mobilnost produkcijskih faktorjev med sektorji, a popolna nemobilnost med državama;
- ni transportnih stroškov, carin ali drugih ovir mednarodne trgovine;
- polna zaposlenost proizvodnih dejavnikov;
- trgovina med državama je uravnotežena.

Gandolfo (1994, str. 5) in Pavlič Damijan (1998, str. 1) poudarjata, da je tudi HO teorem po svojem bistvu neoklasičen (v smislu razločevanja klasično – neoklasično), saj sprejema vsa neoklasična logična izhodišča in uporablja neoklasično metodologijo. HO je tako le poseben primer znotraj neoklasičnega teoretskega modela mednarodne menjave, saj ob razlikah v relativni obilnosti proizvodnih dejavnikov predpostavlja mednarodno identične produkcijske funkcije in potrošniške preference. S tem precej izgubi na splošnosti, vendar omogoča definitivne in relativno preproste empirično preverljive sklepe o zunanjetrgovinski specializaciji držav.

Neoklasična teorija mednarodne menjave je model splošnega ravnotežja, v katerem dve državi trgujeta zaradi simetričnega presežka ponudb in povpraševanj (Gandolfo, 2004, str. 157). V zaprtem gospodarstvu se edino mogoče ravnotežje vzpostavi v točki, kjer velja, da je povpraševanje enako ponudbi ($D = S$). Na drugi strani se ravnotežje v odprtem gospodarstvu vzpostavi takrat, ko se pozitivni presežek povpraševanja po proizvodu A v državi 1 ujema z negativnim presežkom povpraševanja (oziroma pozitivnem presežku ponudbe) po istem blagu v državi 2. To pomeni, da bo država 1 uvažala proizvod A, država 2 pa bo ta proizvod izvažala (Gandolfo, 2004, str. 157). Skladno z Walrasovim zakonom⁷ torej izhaja, da se znotraj države hkrati s presežnim povpraševanjem po nekem proizvodu pojavlja presežna ponudba drugega proizvoda. Torej logično sledi, da se v državi 1 pojavlja presežna ponudba po proizvodu B, ki se ujema s presežnim povpraševanjem po proizvodu B v državi 2. Država 1 tako proizvod B izvažata, država 2 ga pa uvažata. Koristi od takšne menjave imata obe državi (Gandolfo, 2004, str. 58).

Tabela 1: Neoklasični model mednarodne menjave

	Država 1	Država 2	Mednarodna menjava
Presežno povpraševanje	Proizvod A	Proizvod B	Uvoz
Presežna ponudba	Proizvod B	Proizvod A	Izvoz

Dane predpostavke modela so:

- model dveh držav, dveh proizvodov in dveh produkcijskih faktorjev;

⁷ Walrasov zakon pravi, da je vsota izdatkov vedno enaka vsoti dohodkov, pri čemer je vsota presežnih povpraševanj vedno enaka nič, ne glede na cene.

- model temelji na pogojih popolne konkurence, tako na trgih proizvodov kot na trgih produkcijskih faktorjev;
- skupna količina obeh produkcijskih faktorjev v gospodarstvu je dana;
- porazdelitev produkcijskih faktorjev med pripadniki gospodarstva je dana;
- preference potrošnika so dane;
- tehnologija je dana;
- produkcijska funkcija izkazuje konstantne donose obsega.

2.2 Omejitve tradicionalnih teorij mednarodne menjave

Po koncu druge svetovne vojne so se razmere v globalnem gospodarstvu močno spremenile. Skupaj s spremembami v svetovni ekonomiji so se s časom spreminjale tudi teoretične predpostavke, na katerih so temeljile klasične in neoklasične teorije mednarodne menjave. Premiki v sodobnem globaliziranem gospodarskem okolju so se zgodili na več ravneh:

- od popolne konkurence k nepopolni (monopolistična konkurenca, oligopoli, monopoli);
- od predpostavke konstantnih donosov obsega k predpostavki naraščajočih donosov obsega (oziroma ekonomije obsega);
- od homogenih proizvodov k diferenciranim proizvodom;
- od medpanožne trgovine k prevladujoči znotrajpanožni trgovini diferenciranih proizvodov;
- od trgovanja s končnimi proizvodi do naraščajočega trgovanja z vmesnimi proizvodi (t. i. B2B trgi);
- pomen države v mednarodnih ekonomskih odnosih se zmanjšuje.

Teh pojavov tradicionalne teorije mednarodne menjave s svojim analitičnim instrumentarijem ne morejo pojasniti, zato je bil za njihovo pojasnitev potreben razvoj alternativnih teorij, katerih predpostavke bistveno odstopajo od tradicionalnih (Pavlič Damijan, 1998, str. 12). Nove (ali alternativne) teorije mednarodne menjave se ne razvijejo kot enotna in celovita teorija, so pa v določeni meri medsebojno povezane, lahko si pa tudi konkurirajo. Najpomembnejši teoretski koncepti, ki jih nove teorije mednarodne menjave vpeljejo v širše pojmovanje sodobne teorije mednarodne menjave, so predvsem ekonomije obsega, nepopolna konkurenca, proizvodna diferenciacija, dohodkovni učinek, potrošniške preference in znotrajpanožna trgovina (Pavlič Damijan, 1998, str. 13).

Ekonomije obsega kot teoretični koncept nadomeščajo predpostavko o konstantnih donosih obsega. Definiramo jih lahko na dva načina: glede na proizvodno opredelitev in glede na stroškovno opredelitev (Pavlič Damijan, 1998, str. 25). Skladno s proizvodno opredelitvijo do ekonomij obsega pride takrat, ko se pri proporcionalnem povečanju zaposlitve vseh proizvodnih dejavnikov za neki faktor λ skupni obseg proizvodnje poveča nadproporcionalno (za več kot λ) (Pavlič Damijan, 1998, str. 25). Skladno s stroškovno opredelitvijo gre pri ekonomijah obsega za znižanje povprečnih stroškov zaradi povečanega obsega proizvodnje

(Pavlič Damijan, 1998, str. 26). S teoretičnega vidika obstaja več vrst ekonomij obsega: interne in eksterne, hkrati pa lahko obe vrsti delimo na nacionalne in mednarodne ekonomije obsega. Interne ekonomije obsega so ekonomije obsega, pri katerih je podjetje deležno znižanja povprečnih stroškov zaradi določenega dovolj velikega obsega svojih obratov. Eksterne ekonomije obsega so ekonomije, kjer je podjetje deležno znižanja povprečnih stroškov zaradi pozitivnih eksternih učinkov, ki jih prinaša geografska koncentracija podjetij neke panoge (Pavlič Damijan, 1998, str. 13).

Nepopolna konkurenca nadomešča predpostavko klasičnih in neoklasičnih teorij mednarodne menjave o popolni konkurenci. Postavka popolne konkurence je nezdružljiva s postavko o internih ekonomijah obsega. Podjetja v pogojih popolne konkurence namreč ne dosegajo profitov, saj se cene oblikujejo v točki, kjer so mejni stroški enaki povprečnim. V novih teorijah mednarodne menjave se tematika nepopolne konkurence obravnava s tremi pristopi: pristop z oligopolno konkurenco, pristop, ki kot osnovo nepopolne konkurence jemlje monopol, in pristop, ki izhaja iz monopolistične konkurence. Nazadnje omenjen je daleč najbolj razširjen. Pri monopolistični konkurenci gre za vmesno stopnjo med popolno konkurenco in monopolom. Bistvo monopolistične konkurence izhaja iz proizvodne diferenciacije. Na podlagi proizvodne diferenciacije in preferenc potrošnikov prihaja do mednarodne **znotrajpanožne trgovine** s podobnimi, vendar diferenciranimi proizvodi (Pavlič Damijan, 1998, str. 16–17). Znotrajpanožna trgovina ni samo teoretični koncept, ampak empirično dejstvo, ki ga je mogoče opazovati v sodobnih zunanjetrgovinskih tokovih.

Proizvodna diferenciacija je koncept, ki predpostavlja, da gre znotraj posamezne panoge za podobne proizvode, ki pa so med seboj glede na posamezne značilnosti razlikujejo dovolj, da jih potrošniki razumejo kot nepopolne substitute (Pavlič Damijan, 1998, str. 17). Proizvodno diferenciacijo delimo na horizontalno in vertikalno. Pri horizontalni diferenciaciji gre za proizvodnjo zelo podobnih izdelkov, ki se med seboj neznatno razlikujejo glede dizajna, preteklih potrošniških izkušenj posameznika ali imaginarnih značilnosti proizvodov (Pavlič Damijan, 1998, str. 17). Gre za kvalitetno in cenovno enake proizvode. Pri vertikalno diferenciranih proizvodih gre za zelo podobne proizvode, ki se med seboj razlikujejo po kvaliteti, kar vodi do razlik v ceni proizvodov.

Dohodkovni učinek je koncept, ki je v popolnem nasprotju s tradicionalnimi teorijami, kjer so eden izmed vzrokov za mednarodno trgovino razlike v preferencah med državami, torej je obseg proizvodnje tem večji, čim bolj se državi razlikujeta glede preferenc (Pavlič Damijan, 1998, str. 19). Skladno z dohodkovnim učinkom neki proizvod predstavlja potencialni izvozni proizvod le, če zanj obstaja domače povpraševanje, iz česar sledi, da čim bolj sta si dve državi glede strukture povpraševanja med seboj podobni, tem večji je obseg njune mednarodne menjave⁸ (Pavlič Damijan, 1998, str. 19). Osnovni pogoj, da do trgovine med državama sploh pride, je proizvodna diferenciacija.

⁸ To teorijo imenujemo tudi Linderjeva teorija.

Potrošniške preference so koncept, ki v mednarodno menjavo vpeljejo vpliv povpraševanja na tokove mednarodne trgovine. To vpeljavo omogoči Kelvin Lancaster, ki razvije teorijo potrošnika. Lancaster (v Pavlič Damijan, 1998, str. 20) predpostavlja, da potrošnik ne povprašuje po proizvodu kot takem, pač pa po njegovih posameznih značilnostih, opredeljenih kot objektivne lastnosti, ki so pomembne za potrošnike. Koncept razvijajo številni avtorji, najbolj znana vpeljava koncepta (Spence-Dixit-Stiglitzeve) strukture preferenc v formalni model mednarodne menjave pa je Krugmanova (Krugman, 1979 in 1980).

2.3 Nove teorije mednarodne menjave

Nove teorije mednarodne menjave predstavljajo vsebinsko alternativo klasičnim in neoklasičnim teorijam mednarodne menjave. Mnoge od njih opuščajo domnevo o popolni konkurenci na trgu in so utemeljene na dejstvu, da se pomemben delež mednarodne menjave odvija na usmerjenih trgih (Kumar, 2007, str. 140). Te teorije običajno ponujajo povsem nove razlage za nastanek primerjalnih prednosti v mednarodni menjavi. Temeljijo na različnih ekonomskih konceptih, ki so jih z drugih področij ekonomske vede (predvsem mikroekonomije in teorije industrijske organizacije) prenesle v zunanjetrgovinsko teorijo (Pavlič Damijan, 1998, str. 13).

Kumar (2007, str. 60–61) nove teorije mednarodne menjave metodološko razdeli v tri sklope: teorije glede na obseg in sestavo proizvodnje, teorije posebnih proizvodov in teorije o učinkih mednarodne menjave.

2.3.1 Teorije glede na sestavo proizvodnje

Krugmanov model (Krugman, 1979 in 1980) mednarodno menjavo med državama pojasnjuje s pomočjo monopolistične konkurence in nacionalnih internih ekonomij obsega, temelji pa na Spence-Dixit-Stiglitzevi strukturi potrošnikovih preferenc⁹. Model predpostavlja povsem identični avtarkični državi, zato so izključene tudi razlike v relativni faktorski obilnosti. Krugman, za razliko od klasičnih teorij, dokaže, da bo med državama potekala mednarodna menjava in da bo le-ta imela koristi za obe državi. Potrošniki povprašujejo po čim večjem številu različic, saj s tem povečujejo svoje zadovoljstvo. Obstoj druge države, ki prav tako proizvaja podobne različice, jim omogoča povečanje svojega zadovoljstva kljub enakemu realnemu dohodku, zato bo med državama prišlo do trgovine tudi, če sta popolnoma enaki. Zaradi internih ekonomij obsega bo proizvodnja vsake različice potekala le v eni državi. Model omogoča določitev obsega trgovine, ne pa tudi trgovinskih tokov. Trgovina je koristna za obe državi. Koristnost je v tem modelu posledica (Udovič, 2004, str. 45): strukture

⁹ Ta struktura potrošnikovih preferenc predpostavlja, da so vsi potrošniki identični in da simetrično, v enakih količinah, trošijo vse različice diferenciranega proizvoda, ki so na voljo (Pavlič Damijan, 1998, str. 42).

povpraševanja (preferiranje raznolikosti) in strukture proizvodnje (ekonomije obsega in posledično večji realni dohodek posameznika).

Odprtina za presežek je teorija, ki zavrača tezo o tem, da se gospodarstvo nahaja na transformacijski krivulji in so vsi produkcijski faktorji polno zaposleni. Skladno s to teorijo so pred mednarodno menjavo določeni produkcijski dejavniki samo deloma izkoriščeni, po uvedbi mednarodne menjave pa se ti faktorji zaposlijo v proizvodnji izvoznih produktov. Obseg proizvodnje drugih proizvodov pri tem ostane nespremenjen. Uporaba prostega produkcijskega faktorja je tista, ki omogoči izvoz.

Razpoložljivost proizvodov na trgu je model, ki ga razvije Kravis (1956) in temelji na ideji, da država uvaža tiste proizvode, ki doma niso dostopni (ključna vloga povpraševanja). Pomanjkanje je lahko absolutno (naravni viri, znanje) ali relativno (previsoki stroški domače proizvodnje) (Kumar, 2007, str. 144). V osnovi gre za nadgradnjo HOS teorema, nadgradnja pa temelji na dveh razlogih za mednarodne razlike v relativni razpoložljivosti proizvodov (Kumar, 2007, str. 144): razliki v tehnološkem napredku in proizvodni diferenciaciji proizvodov, kot gonilu mednarodne menjave. Tehnološke razlike niso namenjene zgolj zniževanju stroškov, ampak je ključen njihov pomen pri razvijanju novih izdelkov ali modifikaciji obstoječih. Do mednarodne menjave prihaja zaradi stalnega povpraševanja po izdelkih iz »države izumiteljice«.

2.3.2 Teorije posebnih proizvodov

Model tehnološke vrzeli (Posner, 1961) skuša razložiti, zakaj prihaja do menjave med državami, ki so na enaki stopnji gospodarskega razvoja. Model predstavlja prve zametke trgovinske politike in temelji na ideji nišne proizvodnje. Ključni razlog najde v vlogi razlik med državami v tehnologiji. Države težijo k razvijanju novega proizvoda, dinamika pa je odvisna od sposobnosti posamezne države. Razvoj neke inovacije daje državi monopolno prednost v proizvodnji tega proizvoda in druga država ga mora zato uvažati vse do trenutka, dokler ga ni sposobna proizvesti tudi sama (angl. *imitation lag*). Posner uvede tudi pojem vrzeli v povpraševanju (angl. *demand lag*), to je čas od inovacije novega proizvoda v državi inovatorke do trenutka, ko po tem proizvodu začnejo povpraševati potrošniki v drugih državah. Mednarodna menjava teče v času med *demand lag* in *imitation lag* (Udovič, 2004, str. 23).

Teorija proizvodnih ciklov predstavlja razširitev in posplošitev modela tehnološke vrzeli. Vernon (1966) je model zasnoval kot teorijo, ki pojasnjuje mednarodno menjavo med razvitimi in nerazvitimi državami ter temelji na mobilnosti produkcijskih faktorjev. Teorija je skladna z Ricardovo teorijo primerjalnih prednosti in hkrati predstavlja razširjen dinamični HOS teorem. Skladno s teorijo proizvodnja poteka v treh fazah (Kumar, 2007, str. 151–152): faza novega proizvoda (pojavi se v razviti državi, proizvodnja za domači trg, kjer je povpraševanje cenovno neelastično), faza dozorevanja proizvoda (vstop na tuje trge) in faza

standardizacije proizvoda (proizvodnja se zaradi ohranitve konkurenčnosti seli iz bogatih držav v države v razvoju).

2.3.3 Teorije o učinkih mednarodne menjave

S **teorijo neekvivalentne menjave** je Emmanuel (1969) skušal pojasniti padajoče trende v pogojih menjave za manj razvite države. Vzrok menjave so razlike v razvitosti med državami. Kapital naj bi bil med državami mobilni, zaradi česar se profitne stopnje izenačujejo, ne pa tudi dohodki, saj je delo relativno nemobilni produkcijski faktor. To pojasnjuje razlike v dohodkih med posameznimi državami. V mednarodni trgovini naj bi tako obstajal prenos vrednosti, ki poteka v smeri od manj razvitih k razvitim državam. Teorija sloni na omejenem liberalizmu in vsebuje nekatere marksistične elemente (menjava kot sredstvo izkoriščanja).

Linderjeva teorija (Linder, 1961) izhaja iz spoznanja, da je HOS teorem sposoben pojasniti mednarodno menjavo na trgih primarnih proizvodov, ni pa primeren za pojasnjevanje vzorcev mednarodne menjave na trgih industrijskega blaga, saj menjava na teh trgih ni pogojena z obilnostjo produkcijskih faktorjev (Udovič, 2004, str. 28). Linder v ospredje postavi povpraševanje po proizvodu in temelji na dohodkovnem učinku. Določen proizvod lahko postane izvozni le, če zanj obstaja domače povpraševanje (potencialni izvoz). Podobno velja tudi za potencialni uvoz, saj mora tudi za uvoz proizvoda obstajati domače povpraševanje po teh proizvodih. Nastanek določenega proizvoda je tako odvisen od povpraševalne strukture izvoznih in uvoznih preferenc. Bolj kot sta si državi podobni, več bosta trgovali.

Skladno z **Barkerjevo hipotezo različnosti** imajo potrošniki radi raznolikost in tako kot Linderjeva teorija temelji na dohodkovnem učinku. Barker (1977) je postavil hipotezo, po kateri se z rastjo realnih dohodkov večja kupna moč potrošnikov, ki so s tem sposobni kupovati in tudi uvažati vse bolj različne proizvode. Z naraščajočim povpraševanjem domači trg ni sposoben zagotavljati takšne količine proizvodov in posledično bo narastel uvoz teh diferenciranih proizvodov (Kumar, 2007, str. 153). Mednarodna menjava bo rasla hitreje od rasti dohodka, hkrati pa bo z rastjo naraščal tudi delež uvoza v agregatnem povpraševanju.

Znotrajpanožna trgovina pooseblja spremembe, ki so se v obdobju po drugi svetovni vojni zgodile na področju mednarodne trgovine. Klasične teorije mednarodne menjave niso sposobne pojasnjevanja znotrajpanožne trgovine, to je trgovine dobrin, ki so proizvedene v isti industrijski panogi in se znotraj nje tudi menjavajo. Poteka večinoma med visoko razvitimi državami s produkti, ki zahtevajo veliko količino kapitala in znanja. Temelji na diferenciaciji proizvodov in ekonomijah obsegov, kar predstavlja glavni vzrok znotrajpanožne menjave.

2.4 Relevantne nove teorije mednarodne menjave in pojasnjevanje dinamike mednarodne trgovine v obdobju globalne finančne krize

Zelo opče naravnane nove teorije mednarodne menjave (obravnavane v poglavju 2.3) odgovora na raziskovalno vprašanje neposredno ne ponudijo, zato se moramo na te odgovore obrniti k bolj »nišnim« novim teorijam mednarodne menjave. Ker so podjetja med seboj močno heterogena, je prav upoštevanje heterogenosti prepoznano kot zelo pomemben element preučevanja njihovih izvoznih značilnosti. Heterogenost je komponenta, po kateri lahko ločimo izvoznike od neizvoznikov. Izvozniki so običajno bolj produktivni, večji in bolj kapitalsko intenzivni. Več izvažajo podjetja, ki so prisotna na številnih trgih, v primerjavi s podjetji, ki so prisotna samo na nekaterih trgih.

2.4.1 Melitzev model

Korelacija med heterogenostjo podjetij in mednarodno menjavo izhaja iz t. i. Melitzevega modela¹⁰ (Melitz, 2003), ki temelji na monopolistični konkurenci in v povezavi z uvozom predpostavi fiksne stroške. V gospodarstvu obstajajo velike in trajne razlike v produktivnosti med podjetji znotraj istih, ozko definiranih panog. Razlike v produktivnosti pa hkrati korelirajo z izvoznim statusom podjetij, torej obstaja večja verjetnost, da bodo bolj produktivna podjetja izvažala. Izvoz na nek način stimulira najbolj produktivna podjetja in hkrati sili manj produktivna k opustitvi izvozne usmerjenosti. Zakaj je tako, skuša razložiti prav ta model.

Melitzev model je dinamični model, ki nadgradi Krugmanov model monopolistične konkurence s produktivno heterogenostjo podjetij in se osredotoča izključno na stanje splošnega ravnotežja v gospodarstvu. Model temelji na predpostavkah simetričnih držav, enega proizvodnega dejavnika (delo) in ene panoge. V vsaki državi je v panogi neko število podjetij, med seboj pa se razlikujejo po različicah produkta, ki ga proizvajajo, in po svoji produktivnosti. Podjetjem informacija glede lastne produktivnosti pred nepovratno investicijo v vstop na domači trg ni poznana. Podjetja po vstopu na domači trg proizvajajo z različno produktivnostjo in se soočajo z naraščajočimi ekonomijami obsegov, saj se srečujejo tudi s fiksnimi proizvodnimi stroški. Producerski stroški prisilijo podjetja, ki ne dosegajo praga produktivnosti, ki bi omogočal pozitivne dobičke v prihodnosti, da izstopijo iz panoge.

Melitz (2003) v teoretični model mednarodne menjave vpelje vstopne stroške na tuje trge, s katerimi se soočajo podjetja, ki vstopajo na nove trge. Odločitve o vstopu bodo odvisne tudi od teh stroškov, sama odločitev o vstopu pa nastopi po tem, ko se podjetje seznani z informacijo o svoji produktivnosti. Obstoj fiksnih in variabilnih stroškov izvoza določa prag produktivnosti, ki ga mora podjetje doseči, da lahko ustvarja dobičke iz svoje izvozne aktivnosti (Damijan, Kostevc & Polanec, 2011, str. 3). Pri zadostno visokih vstopnih in

¹⁰ Izpeljava Melitzevega modela je predstavljena v Prilogi 1.

transportnih stroških ta prag preseže minimalno produktivnost, potrebno za proizvodnjo za domači trg, zato model predvideva neko empirično dokazano izvozno premijo (Damijan, Kostevc & Polanec, 2011, str. 3). S tem je določena minimalna meja produktivnosti, ki je potrebna za proizvodnjo na domačem trgu in za proizvodnjo za izvoz. Običajno kombinacija fiksnih in variabilnih izvoznih stroškov povzroči, da je prag produktivnosti višji pri proizvodnji za izvoz (Zhai, 2008, str. 3). Izpostavljenost mednarodni menjavi bo povzročila, da bodo samo najbolj produktivna podjetja lahko vstopila na izvozne trge in da bodo manj produktivna hkrati iz njih tudi izstopala. Izvozna podjetja nato ponujajo blago tako na domačem kot tujem trgu.

Opazimo lahko tri bistvene značilnosti oziroma ugotovitve modela v stanju vzpostavljenega ravnotežja na trgu dobrin (Zhai, 2008, str. 7):

- Prvič, vključenost v mednarodno trgovino in izpostavljenost njenim vplivom povzroči alokacijo tržnih deležev in profitov med podjetji. Padajoči trgovinski stroški povečujejo dobičke izvoznih podjetij in znižujejo prag minimalne izvozne produktivnosti, potrebne za vstop na tuje trge. Zato na izvozne trge vstopajo nova, manj produktivna podjetja, hkrati pa znižanje stroškov omogoča, da izvozniki večajo svoje dobičke. Večja konkurenca zaradi uvoženih proizvodov na domačem trgu se kaže v zmanjševanju tržnih deležev domačih podjetij. Širjenje obstoječih visoko produktivnih podjetij na izvozne trge pa poveča povpraševanje po produkcijskemu faktorju (delu) in s tem se dvigujejo tudi plače. Zmanjšani tržni deleži in rastoči stroški prisilijo manj produktivna podjetja, da iz panoge izstopijo. Končni rezultat tega procesa je, da bolj produktivna podjetja povečujejo svoje tržne deleže in profite, manj produktivna pa se krčijo ali celo izstopijo iz panoge. Torej, izpostavljenost mednarodni menjavi vodi k večanju razlik med podjetji.
- Drugič, trgovinska liberalizacija zaradi znotrajpanožne realokacije sredstev očitno dvigne agregatno produktivnost¹¹ v vseh trgujočih gospodarstvih. Vzrok je v smeri realokacije, ki poteka od manj produktivnih k bolj produktivnim podjetjem. K dvigu povprečne produktivnosti prispeva tudi vstop novih izvoznikov na tuje trge, in sicer pod pogojem, da so le-ta bolj produktivna od povprečne produktivnosti v panogi. Do dviga produktivnosti pride tudi v uvoznih gospodarstvih, saj so v njih manj produktivni neizvozniki prisiljeni iz panoge izstopati.
- Tretjič, trgovinska liberalizacija v modelu vedno ustvarja porast blaginje. Velikost tega porasta je odvisna od treh faktorjev: zmanjšanega števila domačih podjetij, povečanega števila tujih izvoznikov in povprečnega dviga produktivnosti domačih podjetij. Zmanjšanje števila domačih podjetij, ki so ponudniki na domačem trgu, ima zaradi zmanjšanja števila razpoložljivih različic negativni vpliv na potrošniško zadovoljstvo. Vendar je ta učinek običajno kompenziran s pozitivnim učinkom zaradi povečanega števila tujih izvoznikov, ki ponudijo še večje število različic proizvoda. V primeru, da zaradi izstopa večjega števila domačih podjetij tuji izvozniki niso sposobni popolnoma

¹¹ Bernard in Jansen (v Melitz, 2003, str. 1696) ugotavljata, da je alokacija tržnih deležev v smeri bolj produktivnih podjetij prispevala 20 % k agregatni proizvodni produktivnosti v ZDA.

nadomestiti izpada različic proizvoda, bo pozitivni doprinos povečane produktivnosti več kot samo kompenziral vpliv zmanjšanja števila različic na blaginjo. Neto spremembe blaginje zaradi liberalizacije trgovine so v Melitzevem modelu vedno pozitivne.

2.4.2 Chaneyjev model

Chaneyjev model¹² predstavlja teorijo mednarodne menjave na podlagi likvidnostnih omejitev. Ključne predpostavke Chaneyjevega modela so (Chaney, 2005, str. 2 in 4): likvidnostne omejitve so ključna determinanta pri pojasnjevanju izvoznega vedenja podjetij, fluktuacije deviznih tečajev (oziroma relativnih cen) imajo drugačen vpliv na mednarodno menjavo, kot to predvidevajo tradicionalne teorije, in poglobljanje (lažji dostop do zunanjega financiranja) in širjenje (večanje števila podjetij, ki imajo dostop do poceni kapitala) finančnih trgov povečuje agregatni izvoz, saj so podjetja tako sposobna premagovati ovire, povezane z mednarodno trgovino.

Prvič, če morajo podjetja pri vstopanju na nove trge plačevati določene nepovratne vstopne stroške in če se na drugi strani podjetja srečujejo z določenimi likvidnimi omejitvami, lahko sklepamo, da bodo izvažala samo podjetja, ki so dovolj likvidna. Številna podjetja bi lahko profitabilno izvažala, vendar jim pomanjkanje likvidnosti to onemogoča. Obstaja večja verjetnost, da bodo izvažala tista podjetja, ki so bolj produktivna in s prodajo na domačem trgu ustvarjajo dovolj likvidnih sredstev ter bogatejša podjetja, ki so ta sredstva ustvarila oziroma pridobila v preteklosti. Chaney (2005, str. 3) prav tako dokaže, da so izvozniki običajno večja podjetja, ki so bolj produktivna od neizvoznikov, in kapitalsko intenzivnejša. Produktivnost je podlaga izvozu in ne obratno, torej velja, da podjetja več izvažajo zato, ker so produktivna in ne, da so podjetja bolj produktivna, ker izvažajo. Čim manjša je likvidnost v neki državi in čim bolj je likvidnost med podjetji neenakomerno razporejena, tem manjši je skupni izvoz gospodarstva (Chaney, 2005, str. 1).

Po Chaneyju je dostop do finančnih posrednikov¹³ ključna dimenzija heterogenosti podjetij, po kateri lahko ločimo izvoznike od neizvoznikov. Skladno s to dihotomijo izvoznik – neizvoznik igrajo vstopi in izstopi iz izvoznih trgov (angl. *extensive margin of trade*) ključno vlogo pri določanju obsega trgovinskih tokov (Chaney, 2005, str. 5). Vendar pa količina trgovanih proizvodov podjetij (angl. *intensive margin of trade*), ki presegajo minimalno mejo potrebne likvidnosti in vstopijo na nov tuj trg, ni odvisna od njihove likvidnosti, ampak od produktivnosti (Chaney, 2005, str. 9). Vstop na neki nov trg povzroči pritok likvidnih sredstev in s tem posledično tudi omogoči nadaljnje vstope na nove trge. Šok, ki prizadene izvoz z nekim trgovinskim partnerjem, močno vpliva tudi na obseg izvoza s preostalimi trgovinskimi

¹² Izpeljava Chaneyjevega modela je predstavljena v Prilogi 2.

¹³ Obstajajo razlogi, zakaj je dostop do finančnih posrednikov (oziroma investitorjev) za potencialne izvoznike precej otežen. Prvič, izvoz je bolj tvegan kot proizvodnja za domači trg (na primer tečajna tveganja), informacije pa je težje pridobiti, so dražje in težje preverljive. Drugič, z mednarodnimi pogodbami je težje ali v celoti nemogoče urediti vsa pravna razmerja.

partnerji, čeprav med temi državami ni neposredne povezave (Chaney, 2005, str. 24–25). Torej, pomanjkanje likvidnosti povzroči medsebojno povezanost sicer nepovezanih trgov.

Drugič, teorije mednarodne menjave vidijo vzorce izvoza in uvoza predvsem kot rezultat konkurenčnega boja med proizvajalci v različnih državah (Chaney, 2005, str. 2). Vendar pa, za razliko od ugotovitev tradicionalnih teorij, obstaja relativna neobčutljivost izvoza na gibanje deviznih tečajev¹⁴. Razlog za takšen pojav bi lahko pojasnili s predpostavko o neelastičnosti povpraševanja po tujem blagu, vendar pa so številne empirične študije dokazale zgrešenost takšne predpostavke. Chaneyjev model s heterogenimi podjetji predvideva, da z apreciacijo domače valute sicer res pride do zmanjšanja konkurenčnosti domačih podjetij na tujih trgih, s čimer se njihov izvoz zmanjšuje (tradicionalni učinek konkurence). Hkrati pa se vrednost domačih sredstev, izražena v tuji valuti, potencialnih izvoznikov poveča in nekateri od njih začnejo izvažati. Vstopi novih podjetij (angl. *extensive margin of trade*) ublažijo negativni vpliv apreciacije valute na konkurenčnost podjetij (torej zmanjšanja trgovanih količin (angl. *intensive margin of trade*)) in v nekaterih okoliščinah (ko učinek konkurence ni premočan oziroma ko je blago dovolj diferencirano) lahko izgubo zaradi vpliva manjše konkurenčnosti celo povsem odtehta in agregatni izvoz se poveča. Tako je jasno, da dinamika vstopanja podjetij na nove trge v primeru heterogenosti podjetij in likvidnostnih omejitev reagira na gibanje deviznih tečajev drugače, kot to predvidevajo tradicionalni pristopi (Chaney, 2005, str. 3).

Tretjič, model ima nekatere pomembne implikacije na povezavo med finančno razvitostjo, makroekonomsko stabilnostjo in zunanjetrgovinsko odprtostjo. Večja finančna razvitost vodi do tega, da več podjetij izvažata in da agregatni izvoz narašča (Chaney, 2005, str. 4). Izboljšanje razvitosti finančnega sistema vselej vodi k naraščanju izvoza, vendar pa na drugi strani model ne dokaže, da bolj razviti finančni sistem prispeva k večji ali manjši volatilnosti tekočega računa plačilne bilance. Samo v ekstremnem primeru popolno razvitih finančnih trgov lahko rečemo, da bi bil izvoz bolj volatilen kot v primeru, da finančni trgi niso popolno razviti. Spremembe deviznega tečaja povzročijo večjo volatilnost izvoza v gospodarstvih, v katerih je finančni sistem popolnoma razvit, kot pa v gospodarstvih, v katerih ni. Razlog je v tem, da v gospodarstvih, v katerih finančni sistem ni popolnoma razvit, obstajajo likvidnostno omejena podjetja, ki so potencialni izvozniki. V primeru apreciacije ta podjetja pričnejo izvažati in ublažijo (ali v celoti nadomestijo) agregatni izpad izvoza zaradi zmanjšane prodaje obstoječih izvoznikov na tujih trgih. V primeru popolnoma razvitih finančnih trgov pa v gospodarstvu likvidnostno omejenih podjetij ni, zato tudi ni tega »rezervnega kanala« v obliki potencialnih izvoznikov. Zato bo izvoz v primeru popolno razvitih trgov bolj nihal.

Ključna sinteza ugotovitev relevantnih novih teorij mednarodne menjave glede razumevanja finančnih omejitev kot ovire pri vstopanju na tuje trge tudi v primerih, ko vse druge

¹⁴ Dokaz te neobčutljivosti je ameriški dolar, ki je v zadnjih letih konstantno depreciral, to pa ni pozitivno vplivalo na tekoči račun plačilne bilance ZDA, hkrati pa so deprecirale valute številnih drugih (srednje razvitih) držav, kar pa prav tako ni povzročilo uravnoteženja njihovih plačilnih bilanc (Chaney, 2005, str. 2).

okolščine nakazujejo profitabilnost takšnega vstopa, je **pomen heterogenosti podjetij** ter s tem **heterogenost finančnih omejitev** in **pomen nepovratnih vstopnih stroškov** na tujih trgih (Bellone, Musso, Nesta & Schiavo, 2008, str. 2).

3 GLOBALNA FINANČNA KRIZA

Vzroke za nastanek globalne finančne krize, ki se je začela v letu 2007, bom predstavil v dveh korakih. V prvem delu bom raziskal širši ekonomski in družbeni okvir, v drugem pa vzroke v ožjem smislu. Pri tem se omejim na obdobje med leti 2007 in 2009, ki je relevantno za preučevanje krize trgovinskih tokov.

3.1 Ekonomska in družbena podstat globalne finančne krize

Globalna finančna kriza je znova sprožila potrebo po razmisleku glede sodobnih družbeno-ekonomskih razmer, predvsem delovanju trga v razmerah liberalizacije in globalizacije. Kriza je znova poudarila pomen odpovedi trgov (angl. *market failure*) oziroma dejavnikov, ki lahko vodijo neregulirane trge v neučinkovito in neželeno delovanje. Osredotočil se bom na pomisleke, ki potencialno nedelovanje trga povezuje z sodobnim globaliziranim ekonomskim okoljem in večjo ekonomsko odprtostjo. Prepoznamo lahko sledeče:

- globalna neravnotežja;
- globalno izkoriščanje in zatiranje: problem delitve bogastva;
- globalna tveganja;
- globalne eksternalije;
- globalne koncentracije.

3.1.1 Globalna neravnotežja

Posledice liberalizacije trgov naj bi bile tudi težave v obliki globalnih neravnotežij, predvsem neravnotežij trgovinskih tokov¹⁵ in tokov kapitala (Ghemawat, 2011, str. 155). Neravnotežja povzročajo tako notranji (razkorak med prihranki in investicijami) kot tudi zunanji dejavniki (trgovinski deficit, neskladje deviznih tečajev). Med ekonomisti ne obstaja enotnega mnenja o tem, ali je potrebno te tokove regulirati ali ne. Predvsem v državah, ki beležijo visoke deficite v tekočih računih plačilnih bilanc, se pojavljajo težnje po regulaciji, s katero bi omejili potrebe po zunanjem zadolževanju.

Za reševanje tovrstnih neravnotežij se pojavljata predvsem dve rešitvi (Ghemawat, 2011, str. 167–168). Prvič, potreben je premik k tržnemu določanju deviznih tečajev, saj je splošno sprejeto, da je devizni tečaj kitajske valute yuan močno podcenjen, kar povečuje kitajsko

¹⁵ Problem opazovanja trgovinskih tokov se pojavlja že ob njihovem merjenju, saj vedno več ekonomistov poudarja statistično potrebo in pomen opazovanja dodane vrednosti, za katero velja, da njen center še vedno ostaja na zahodu.

konkurenčnost na mednarodnih trgih. In drugič, pojavlja se ideja o predpisani zgornji meji plačilnobilančnega neravnotežja. Takšni ideji najbolj nasprotujejo države z visokim plačilnobilančnim presežkom, predvsem Kitajska, in male države, ki k agregatnim neravnotežjem prispevajo veliko manj kot velika gospodarstva. Za uvedbo tovrstnih omejitev bi bil potreben multilateralni dogovor in ne enostranski ukrepi. Hkrati pa bo potrebno urediti tudi notranja neravnotežja, predvsem razkorak med prihranki in investicijami.

Druga, bolj zapostavljena, oblika globalnih neravnotežij izhaja iz demografskih razlik (Ghemawat, 2011, str. 170–172). Dvajseto stoletje je bilo stoletje rasti prebivalstva, 21. stoletje pa je stoletje staranja prebivalstva. To velja predvsem za razvite države. Migracijski tokovi so v primerjavi s tokovi blaga in kapitala zanemarljivi. In prav migracije, kot posledica razkoraka med bogatimi in revnimi, predstavljajo tisto področje globalizacije, ki ima velik potencial morebitnih koristi. Bolj kontroveržno je vprašanje glede slabosti migracij oziroma, ali so koristi dejansko večje od teh slabosti. Tako razvite države sprejemnice migrantov iz držav v razvoju, kot tudi globalno gospodarstvo, imajo od migracij več koristi, saj se na tak način povečuje agregatni *output*. Nizko produktivni delavci iz držav v razvoju se v razvitih državah srečajo z naprednejšo tehnologijo, učinkovitejšimi institucijami in managementom, kar močno poveča njihovo produktivnost. Migracije v razvite države tako večinoma ne predstavljajo izvoza revščine, ampak povečano produktivnost (Ghemawat, 2011, str. 176). Na drugi strani pa migracije v razvite države za države v razvoju nujno ne predstavljajo zgolj odтока možganov, pač pa tudi snovanje močne diaspore, kjer države v razvoju črpajo resurse za lastni gospodarski napredek (primer tovrstnih praks je predvsem Indija) (Ghemawat, 2011, str. 178).

3.1.2 Problem delitve bogastva

Učinkovitost je pomembna ekonomska kategorija: maksimizacija *outputa* ob minimalni uporabi resursov je za globalno konkurenčnost podjetij zelo pomembna (Ghemawat, 2011, str. 183). Vendar učinkovitost v sodobni družbi ne predstavlja izključnega cilja. Velik pomen predstavljata tudi poštenost in pravičnost. Globalizacija naj bi na drugi strani težila k izkoriščanju in krivičnosti. Zaradi liberalizacije trgovine naj bi bile v razvitem svetu ogrožene visoke plače, varnost zaposlitve oziroma življenjski standard nasplošno. V državah v razvoju pa naj bi liberalizacija povzročila nezmožnost zmanjševanja relativnega zaostajanja za najbolj razvitimi in nezmožnost zmanjševanja razlik v življenjskem standardu. Ustvarja se mnenje, da je bila globalizacija nižjim družbenim slojem vsiljena s strani lastnikov kapitala, saj je kapital med posameznimi državami mobilan, delovna sila pa precej manj. Pregled dejanskega stanja sicer povsem ne potrjuje trditev protiglobalistov, saj globalizacija ni vselej neločljivo povezana z izkoriščanjem, vendar kljub temu povzroča slabšanje družbenega položaja določenih skupin ljudi. Medtem ko je neenakost med državami v zadnjih desetletjih upadala, pa je neenakost znotraj držav naraščala (Ghemawat, 2011, str. 193).

Dohodkovne razlike znotraj držav so pomembno vplivale na nastanek in potek globalne finančne krize. Izjemen vzpon dohodkov najbogatejših, v primerjavi z dohodki srednjega razreda, postavlja vprašanje, kakšen vpliv ima to na globalno finančno krizo (Krugman, 2012, str. 65). Rastoča neenakost se v razpravah pogosto pojasnjuje kot rezultat višjih nagrad za znanje. Dobro izobražena manjšina naj bi se v družbi, kjer sodobna tehnologija ustvarjala vse večjo potrebo po visoko izobraženih delavcih, medtem ko rutinski niso več potrebni, oddaljila od manj izobražene večine (Krugman, 2012, str. 65). Teza, predvsem za ZDA, ni povsem zgrešena, a bistva ne zajame. Najvišji dobički niso šli visoko izobraženim delavcem, ampak peščici najbogatejših¹⁶ (Krugman, 2012, str. 67).

Na najvišje dohodke managerjev vplivajo socialne norme oziroma t. i. dejavnik ogorčenja, ki ima omejevalni potencial na plače vodilnih (Krugman, 2012, str. 71). Politična klima je v 80. letih utrla pot grobem izkoriščanju moči, usmerjene v zahteve po visokih dohodkih. Takšnemu trendu je koristilo tudi dejstvo, da je v tem obdobju prišlo do močnega upada sindikalnega združevanja. Močni sindikati bi se sicer lahko uprli visokim plačam direktorjev. Prav tako je na rast dohodkov vplivala tudi davčna politika, ki je uvajala visoke reze za najvišje dohodke, kar je managerje še bolj spodbudilo k temu, da so si prizadevali za vedno višje lastne dohodke, pogosto na račun ostalih zaposlenih v podjetjih.

Čeprav naj bi bilo plačilo delavca na konkurenčnem trgu odraz njegovega prispevka k dodani vrednosti, v primeru večine najbogatejših to sploh ne drži (Krugman, 2012, str. 68). Glede na to, kako se dohodki v tem najvišjem razredu določajo, lahko ugotovimo, da imajo malo skupnega s takšno ekonomsko logiko. Del odgovora na to, zakaj so se dohodki najbogatejših slojev povzpeli tako nadpovprečno, se skriva v finančni deregulaciji, ki je po letu 1980 na finančnih trgih vodilnim posameznikom ponujala priložnosti za samobogatenje (Krugman, 2012, str. 70–71). Visoki dohodki so se iz finančnega sektorja nato širili tudi v nefinančni sektor.

Empirični podatki kažejo, da je večja neenakost vodila v preveliko potrošnjo (in ne zmanjšano potrošnjo, kot bi lahko predvidevali), kar je posledično povzročilo zadolževanje tistih, ki so v rasti dohodkov zaostajali (Krugman, 2012, str. 72). Rastoči dohodki na vrhu so povzročili »kaskade izdatkov«, ki na koncu povzročijo zmanjšanje prihrankov in povečanje dolga (Krugman, 2012, str. 72). Bogati so trošili več zaradi večje količine razpoložljivega presežnega denarja. Njihova poraba je premaknila referenčni okvir, ki oblikuje povpraševanje v razredu tik pod njimi. Zato tudi ta druga skupina troši več in posledično premakne referenčni okvir za skupino pod njimi in tako naprej po dohodkovni lestvici navzdol. To je povzročilo, da so družine srednjega sloja svoje osnovne finančne cije dosegale po višji ceni.

¹⁶ Najbogatejših 20 % družin, z izjemo najbogatejšega odstotka, je med leti 1979 in 2007 beležilo 65-odstotno rast dohodka (Krugman, 2012, str. 67). Družine na sredini dohodkovne lestvice so beležile pol nižjo rast, spodnjih 20 % pa je beležilo zgolj 18-odstotno rast. Nesporni zmagovalec tega obdobja rasti je najbogatejši 1 % družin, ki so beležile 278-odstotno rast dohodka. Rast dohodka najbogatejšega 0,1 % ali 0,01 % Američanov je še veliko izrazitejša. Dobički, ustvarjeni iz gospodarske rasti, ki jih je prejel najbogatejši 1 %, so se iz 7,7 % povečali na 17,2 %.

Za številne predstavnike srednjih in nižjih slojev je to pomenilo zadolževanje preko svojih realnih finančnih zmožnosti.

Čeprav neenakost ni bila glavni neposredni vzrok krize, je vseeno ustvarila politično okolje, v katerem je bilo opozorilne znake nemogoče opaziti oziroma kakorkoli ukrepati (Krugman, 2012, str. 76).

Poleg družbenih neenakosti pa globalizacija in večja odprtost sproža veliko vprašanje glede politične prevlade svetovnih hegemonov, povečane vloge multinacionalnih podjetij, večjega števila mednarodnih konfliktov in zmanjšanja stopnje demokracije. Čeprav lahko določene težave politične narave povezujemo z integriranimi trgi, pa glavni razlog zanje prav gotovo niso.

3.1.3 Globalna tveganja

V obdobju globalne finančne krize smo bili priča recesiji, padcem delniških trgov in nezaposlenosti, ki so se virulentno širili preko meja nacionalnih držav. Globalizacija se v razpravah velikokrat pojavlja kot krivec za večjo volatilnost in širjenje težav, ki bi drugače ostale lokalizirane. Z globalizacijo se pojavijo nove oblike tveganj, predvsem t. i. sistemska tveganja, ko se zaradi naraščajoče medsebojne odvisnosti globalnih sistemov tveganja med državami in sektorji prenašajo veliko hitreje (Ghemawat, 2011, str. 133). Na drugi strani pa globalizacija ponuja tudi koristi iz naslova razpršitve tveganj, ki temeljijo na razlikah med državami, vendar koriščenje le-tega v preteklosti ni bila dovolj pogosta praksa (Ghemawat, 2011, str. 134).

Sistemska tveganja izhajajo predvsem iz (Ghemawat, 2011, str. 135):

- asimetrije informacij;
- makroekonomske volatilnosti in posledične prekomejne »okužbe«.

Predvsem finančni trgi so tisti, ki so izpostavljeni ekstremni volatilnosti. Vendar finančna globalizacija ni edini vzrok takšni volatilnosti (Ghemawat 2011, str. 150). Ostali vzroki so še visoki zunanji dolg, fleksibilni devizni tečaji, nepravilnosti na domačem trgu idr. Predvsem delniški trgi so zavoljo liberalizacije beležili hitro rast in ob naraščajoči finančni integraciji tudi zmanjšanje volatilnosti (Ghemawat, 2011, str. 151). Na drugi strani so mednarodni dolžniški portfelji precej bolj problematični, saj obstaja močna korelacija med izpostavljenostjo kratkoročnemu dolgu in verjetnostjo (resnostjo) finančne krize. Tako je za države ključno, da se liberalizirajo postopoma, najprej v trgovini z blagom, šele nato pa liberalizirajo tudi finančne tokove. Liberalizacija tokov tujih neposrednih investicij in tokov lastniškega kapitala je manj problematična in tvegana kot pa liberalizacija dolžniškega kapitala (Ghemawat, 2011, str. 151). Zaradi asimetrije informacij in ostalih tržnih nepravilnosti je nujno, da so ti tokovi primerno regulirani.

3.1.4 Globalne eksternalije

Eksternalije, predvsem okoljske, so oblika odpovedi trga, kjer so podjetja deležna koristi v poslovanju na račun slabšanja stanja okolja (Ghemawat, 2011, str. 111). Tržne transakcije teh škod namreč ne zajemajo. Gre predvsem za onesnaževanje zraka in vode, globalno segrevanje in izčrpavanje vodnih virov. S hitro globalizacijo so se ti vplivi razširili preko meja posameznih držav in v takšnih okvirih niso regulirani.

Za reševanje teh odpovedi trga obstaja kar nekaj metod. Najbolj očitni sta sprememba lastništva nad resursi vključenimi v poslovni proces, s čimer bi eksternalije internalizirali (kar temeljnega ekološkega problema sicer ne rešuje) ali uvedba regulacij bodisi v zakonski obliki bodisi v obliki davkov (Ghemawat, 2011, str. 112). Posledica bi bile višje cene blaga in storitev za končne uporabnike in/ali zmanjšanje količine proizvodnje »prizadetih« podjetij ali potreba po spremembi poslovnega procesa. Globalizacija¹⁷ in čezmejni okoljski vplivi so povzročili, da državam ni v neposrednem interesu, da bi podjetja, ki povzročajo čezmejne vplive, pri tem omejevali, saj ima nacionalno gospodarstvo iz poslovanja podjetja skoraj izključno ekonomske koristi, »stroške« okoljskih vplivov pa si delijo vsaj s sosednjimi državami. Ključno pri preprečevanju tovrstnih odpovedi trga je koordinirano delovanje držav v njihovem preprečevanju. Takšna koordinacija je zaradi različnih interesov držav zelo otežena.

Podatki sicer kažejo, da so neposredni vplivi eksternalij zaradi globalizacije sicer prisotni in nezanemarljivi, vendar kljub temu manjši, kot to predstavljajo naravovarstveniki, saj je vpliv eksternalij, ki izhajajo iz domačega poslovanja (na primer transport znotraj države in na krajše razdalje) večji kot tisti, ki izhaja iz mednarodnega poslovanja (na primer mednarodni transport oziroma transport na daljše razdalje) (Ghemawat, 2011, str. 113). Vendar se poleg neposrednih vplivov pojavljajo tudi posredni vplivi globalizacije preko eksternalij. Ti neposredni vplivi so (Ghemawat, 2011, str. 113): t. i. učinki obsega, kjer globalizacija povečuje *output*, hkrati pa se povečujejo tudi okoljski vplivi, t. i. tehnični učinki oziroma različna uporaba tehnologije pri upravljanju z izpusti in odpadki, ki izhajajo iz proizvodnje in t. i. učinek premeščanja oziroma seljenje okoljsko spornih proizvodenj v države z ohlapnejšo okoljsko zakonodajo (običajno revnejše države v razvoju).

3.1.5 Zmanjšana tržna konkurenca oziroma globalne koncentracije

Z večjo integracijo trgov naj bi znotraj posameznih panog prihajalo do zmanjševanja števila konkurentov in s tem tržne koncentracije na globalnih trgih (Ghemawat, 2011, str. 89–90). Takšna koncentracija lahko povzroči številne težave. V primeru popolne konkurence na trgu, z velikim številom učinkovitih podjetij, ponudniki ne morejo dvigovati cen nad proizvodne stroške. To omogoča, da potrošniki dobijo blago in storitve po najnižji možni ceni, ki

¹⁷ Ključni »prispevek« globalizacije k okoljskim eksternalijam predstavlja predvsem transport blaga in storitev med državami.

ponudnikom še omogoča ekonomsko upravičeno poslovanje. To lahko razumemo kot Smithovo nevidno roko.

Na drugi strani pa nekaj ponudnikov na koncentriranih trgih posedujejo dovolj tržne moči, da dvigujejo cene in dobičke na raven, ki prizadene potrošnike in vpliva na blaginjo (Ghamawat, 2011, str. 90). Visoka koncentracija prav tako vpliva na podjetniško iniciativo, saj nova podjetja niso pripravljena vstopati na takšne trge, kjer so že ob vstopu v inferiorni poziciji. Tržno močna podjetja imajo tudi možnost vplivanja na politično odločanje v državi. Predvsem so za tržno koncentracijo dovzetne močno diferencirane panoge.

Ghemawat (2011, str. 98–105) ugotavlja, da globalna koncentracija znotraj panog ni imela močnejšega vpliv na delovanje trga od konca 80. let do začetka krize, saj se koncentracija v tem obdobju povečevala predvsem v panogah, kjer je bila koncentracija že pred tem zelo močna. V ostalih panogah porasta koncentracije ni bilo. Hkrati pa se je koncentracija v večini panog med obdobjem po drugi svetovni vojni do začetka 80. let zniževala. Za popolno sliko je potrebno poleg koncentracije opazovati tudi t. i. občutljivost na razdaljo¹⁸ (angl. *distance sensitivity*), saj problemi nastajajo tedaj, ko je koncentracija visoka, občutljivost na razdaljo pa nizka. Nizka občutljivost na razdaljo pomeni, da proizvod dejansko vstopa na globalno tržišče z enotnimi tržnimi zakonitostmi. Visoka občutljivost na razdaljo pa pomeni, da proizvod ne vstopa na globalno tržišče ampak na množico nacionalnih/regionalnih trgov, kjer so prodajne zakonitosti na vsakem posameznem trgu različne. V slednjem primeru globalne koncentracije niso nevarne, saj imamo še vedno opravka s številnimi nacionalnimi/regionalnimi trgi in ne z enim globalnim.

3.2 Očrt globalne finančne krize v obdobju 2007–2009

Mishkin (2010, str. 1) razdeli finančno krizo na dve fazi. Prva faza je trajala od avgusta 2007 do avgusta 2008 in je bila omejena na izgube v relativno majhnem segmentu finančnega sistema ZDA – v segmentu drugorazrednih hipotekarnih posojil. BDP je v ZDA v drugem kvartalu leta 2008 še vedno rasel, zato se je predvidevala le manjša recesija. Vendar pa je sredi septembra 2008 kriza vstopila v precej bolj nemirno fazo, ko je banka Lehman Brothers razglasila bankrot.

3.2.1 Prva faza (2007–september 2008)

Za celostno razumevanje krize je nujen pogled v leto 2003, ko je ameriški Sistem zveznih rezerv v želji po ponovnem zagonu investicijske aktivnosti in dvigu gospodarstva iz recesije znižal obrestno mero na 1 %. Agresivno zmanjšanje obrestne mere je bila posledica manjšega zaupanja vlagateljev in potrošnikov. K nestabilnosti ameriškega gospodarstva so svoje

¹⁸ Bolj je nek proizvod diferenciran, večja je njegova občutljivost na razdaljo, bolj je trg nediferenciran, manjša je njegova občutljivost na razdaljo.

prispevali še korporacijski škandali (Enron, WorldCom) in izbruh bolezni sars. Sledila je predimenzionirana napoved Zveznih rezerv glede hitrega padca inflacije. Nastal je strah pred t. i. deflacijskim scenarijem, kar se je pred tem že zgodilo na Japonskem (Zakrajšek, 2011). Poteza je imela tudi negativne učinke, saj so ljudje postali nezadovoljni z donosi netveganih in manj tveganih finančnih instrumentov in so pričeli posegati po naložbah z visokim tveganjem (na primer t. i. *junk bonds*). Upravljanje s tveganji je povsem zatajilo, saj se posojila, vključno z drugorazrednimi, v tem obdobju niso obravnavala kot tvegana. Izpolnjeni so bili pogoji za nastajanje t. i. balona. Ostalo je le vprašanje, kje in kdaj bo ta balon počil. Prve sistemske težave je na finančnih trgih sprožil propad dveh *hedge* skladov investicijske banke Bear Stearns ter odložen nakup deležev iz nekaterih skladov banke BNP Paribas leta 2007 (Mishkin, 2010, str. 2).

Vendar trg vrednostnih papirjev ni bil edini, v katerem so se po letu 2003 pričele kopičiti težave. Zaradi dostopnosti kreditov in nizke obrestne mere postane lastništvo nepremičnin v ZDA splošna obsesija, ki jo je močno podkrepila miselnost, da bodo cene nepremičnin rasle v neskončnost. Zmožnost odplačevanja hipotekarnih kreditov je temeljila na rastočih cenah nepremičnin in posledično logiki refinanciranja posojil. Leta 2004 je celo prišlo do situacije, ko so bile kratkoročne obrestne mere skoraj višje od dolgoročnih, prav dolgoročne pa so tiste, ki vplivajo na cene hipotekarnih posojil (Zakrajšek, 2011). Institucije, ki so izdajale hipotekarna posojila (tako bančne kot nebančne), so bile neregulirane, saj regulacija na zvezni ravni zakonsko ni bila mogoča. Prenizki standardi za ocenjevanje kreditne sposobnosti kreditorejmalcev so pripeljali posojilno aktivnost do skrajnosti, ki jo predstavljajo t. i. *NINJA* posojila (angl. *no income, no job or assets*). Odpovedali so tako bančni regulatorji kot tudi sistem zaščite potrošnikov. Naslednji korak v verigi je bilo listinjenje ali sekuritizacija. Gre za postopek, s pomočjo katerega se individualni krediti, ki jih kot takšne ni mogoče prodati na mednarodnem finančnem trgu, preuredijo v posebne, običajno nestandardizirane izvedene finančne instrumente (vrednostne papirje, podprte s hipotekami oziroma angl. *mortgage-backed securities*), s čimer se na kupce prenese znaten del tveganj (Mrak, 2009). Veliko teh izvedenih finančnih instrumentov so pokupile velike finančne institucije, katerih upravljanje s tveganji je povsem odpovedalo. Prav tako so odpovedale rating agencije, pomembne reference na področju ocenjevanja tveganj, kar še bolj poudarja pomen notranjega upravljanja s tveganji v finančnih institucijah.

Leta 2005 so cene nepremičnin v ZDA dosegle vrh in potem začele upadati. Vrednostni papirji, podprti s hipotekami, so pričeli beležiti velike izgube. Zgodil se je naval na nedepozitarne banke oziroma t. i. banke v senci. Zaradi padajočih cen nepremičnin in naraščajočega tveganja neplačil hipotekarnih posojil je prišlo do spiralnega efekta, v katerem so bile te institucije prisiljene prodajati vedno večje količine zaseženih nepremičnin, to je njihovo ceno še dodatno znižalo. Vrednost zasežene nepremičnine iz naslova sekundarnih zavarovanj hipotekarnih posojil zato ni pokrivala vsote prvotnega hipotekarnega posojila kreditorejmalca. Chevallier (2012, str. 956–957) z obstojem statistično značilnega vpliva spremenljivk, ki izhajajo neposredno iz kategorije globalnega neravnotežja in

nepremičninskega trga, dokaže, da je bil ameriški trg nepremičnin epicenter finančne krize. Naraščajoča globalna neravnotežja in nenadzorovana rast nepremičninskega in hipotekarnega trga so povzročili močno destabilizacijo gospodarstva in to se je izrazito kazalo v negativnih gibanjih borznih indeksov.

Prvi znaki težav na kreditnih trgih so se kazali v naraščajoči razliki med obrestnimi merami netveganih in tveganih finančnih instrumentov (Mishkin, 2010, str. 2–3). T. i. *TED-spread*, ki meri razliko med LIBOR obrestno mero na trimesečne evrodolarske depozite in obrestno mero na trimesečne ameriške državne obveznice (angl. *T-bills*), je naglo rasel in je iz 40 bazičnih točk (ali 0,4 odstotne točke) pred 7. avgustom 2007 poskočil na 240 bazičnih točk 20. avgusta 2007 ter nato na rekordnih 465 oktobra 2008 (Mishkin, 2010, str. 3). Naraščajoč indeks je bil znak hitrega slabšanja likvidnosti na finančnih trgih. Dinamične vezi med trgi in prenosi tveganj, ki so omogočili visoke stopnje rasti, so na drugi strani omogočili hitro širjenje krize v trenutkih, ko so se makroekonomski kazalci obrnili navzdol. Marca 2008 je sledil kolaps prve večje finančne institucije, banke Bear Stearns. Kratkoročnih finančnih virov je zmanjkalo, dolgoročnih pa po ustrezni ceni ni bilo mogoče pretopiti v likvidna sredstva. Sistem zveznih rezerv je z banko JP Morgan/Chase sklenil dogovor o prevzemu Bear Stearnsa, pri čemer so Zvezne rezerve nase prevzele 30 milijard slabih terjatev. Tak ukrep je v ZDA predstavljal precedens. Kljub temu ukrepu so se razmere na finančnih trgih slabšale. Kreditno tveganje je naraščalo, kar kaže naraščajoča razlika med obrestno mero na ameriške državne obveznice in obveznice z bonitetno oceno BBB, znova je naraščal tudi *TED-spread*. Kljub vsemu je še vedno prevladovalo mnenje, da kriza ne bo pustila globljih posledic, saj naj bi trg drugorazrednih hipotekarnih posojil predstavljal relativno majhen delež celotnega finančnega trga, izgube izpeljanih vrednostnih papirjev, podprtih s hipoteko, naj bi bile sicer velike, a obvladljive (Mishkin, 2010, str. 3).

3.2.2 Druga faza (september 2008–2009)

Dogodki v jeseni leta 2008 so dotedanje predstave o krizi povsem spremenili. Banka Lehman Brothers, četrta največja investicijska banka, razglasi bankrot, to predstavlja največji bankrot v zgodovini ZDA¹⁹. Čeprav ta bankrot predstavlja ključni dogodek, ki je povzročil, da je kriza na trgu drugorazrednih posojil postala virulentna globalna kriza, pa so za razmah globalne krize poleg bankrota banke Lehman Brothers krivi še vsaj trije dogodki (Mishkin, 2010, str. 4): kolaps zavarovalniškega giganta AIG, propad najstarejšega denarnega sklada Reserve Primaty Fund in težave pri sprejemanju zakonsko organiziranega reševalnega načrta (angl. *Troubled Asset Relief Program* – TARP).

Po mnenju mnogih je bila poteza ameriških oblasti, da pusti Lehman Brothers propasti, napačna in bi reševanje banke zmanjšalo trenja na finančnih trgih ter posledično omililo

¹⁹ Višina osnovnih sredstev podjetja Lehman Brothers Holdings Inc. je bila pred bankrotom ocenjena na nekaj manj kot 640 milijard dolarjev, to je približno osemkrat več kot v primeru General Motorsa in desetkrat več kot v primeru Enrona.

finančno krizo. Razlogi za neukrepanje so večplastni. Prvi vzrok je politični oziroma ideološki. Banke Lehman Brothers niso prištevali med institucije, ki bi veljale za »*too big to fail*«, saj je med poznavalci neuradno prevladovalo razmišljanje, da bo ob morebitnih trenjih na finančnih trgih prav Lehman Brothers tista finančna ustanova, ki bo imela največje težave. Prav tako so oblasti v strahu pred povečanjem moralnega hazarda želele poslati jasno sporočilo drugim finančnim institucijam, da vlada ne bo reševala njihovih težav. Na drugi strani pa so bili vzroki tudi pravni, saj vlada oziroma vladni regulatorji niso imeli pristojnosti, da bi banko postavili pod državno zaščito, kot so to storili s paradržavnima nepremičninskima skladoma Fannie mae in Freddie mac. Edina rešitev bi bila prevzem banke s strani druge finančne institucije. Oblasti so bile v pogovoru z angleško banko Barclays, vendar so bili britanski regulatorni organi skeptični, ameriške oblasti pa niso bile več pripravljene nase sprejemati novih slabih terjatev. Vendar pa Mishkin (2010, str. 6) ugotavlja, da je bil sredi septembra 2008 finančni sistem tako ranljiv, da bi prišlo do velike finančne krize tudi v primeru, če bi bil reševalni program za Lehman Brothers sprejet.

S propadom banke Lehman Brothers je bilo močno povezano tudi nadaljnje poslovanje zavarovalne družbe AIG, saj je imela zavarovalnica izdanih za več kot 400 milijard dolarjev finančnih instrumentov za zavarovanje pred kreditnimi tveganji (angl. *credit default swaps*) (Mishkin, 2010, str. 6). AIG pred krizo ni veljala za institucijo, nad katero bi bil potreben večji nadzor regulatorjev. Po propadu Lehman Brothersa je bilo pričakovati enormne zahtevke po izplačilih iz naslova pogodb o zavarovanju pred kreditnimi tveganji. Kratkoročna sredstva so presahnila in intervenirala je država, sprva v višini 85 milijard in nato skupno v višini 170 milijard dolarjev posojila. Izkazalo se je, da bo sistemsko tveganje v celotnem finančnem sistemu močno prizadelo in ogrozilo obstoj številnih finančnih institucij (Mishkin, 2010, str. 6)

Na isti dan kot kolaps AIG je sledil tudi propad najstarejšega denarnega sklada Reserve Primary Fund. Sklad je posedoval za 785 milijonov dolarjev vrednostnih papirjev banke Lehman (Mishkin, 2010, str. 7). Sklad po propadu Lehmana ni bil več sposoben odkupovati svojih vrednostnih papirjev in sledil je naval na sklad, ki je ostal brez 90 % svojih sredstev. Sledil je naval tudi na preostale denarne sklade, ki so v obdobju enega meseca ostali brez več sto milijard sredstev. Posledica je bil še večji pritiska na banke, saj so le-te pridobivale svoja sredstva tudi iz depozitov denarnih vzajemnih skladov (Mishkin, 2010, str. 7). Takšen tok dogodkov je izpostavil današnji problem finančnega sektorja, ki ni v tem, da imajo določene institucije previsoke tržne deleže in s tem možnost vplivanja na tržne cene, pač pa dejstvo, da lahko propad enega finančnega podjetja vodi v kolaps celotnega finančnega sistema in posledično do velikih negativnih vplivov na realni sektor (Shahroki, 2011, str. 195).

Dogodki septembra 2008 so pokazali, da (Mishkin, 2010, str. 8–9):

- je bilo sprejemanje tveganj mnogo bolj razširjeno, krhkost finančnega trga pa je bila mnogo večja, kot so poznavalci in akterji predvidevali;

- obstajajo utemeljeni dvomi (nezmožnost preprečitve propada Lehman Brothersa in zavrnitev prvotnega predloga TARP-a), da vlada ZDA ni sposobna obvladovati krize.

Po septembru 2008 so se povečali navali na nedepozitarne banke in položaj v bančnem sistemu se je slabšal. Kljub ukrepom Evropske centralne banke, Sistema zveznih rezerv in Angleške centralne banke za izboljšanje likvidnosti banke niso bile pripravljene posojati denarja na medbančnih trgih. Tako je kriza drugorazrednih vrednostnih papirjev postala globalna finančna kriza (Mishkin, 2010, str. 8–9). Borzni indeksi so pričeli strmo padati, gospodarska rast, merjena z gibanjem BDP, je postala negativna, razlika med obrestno mero na netvegane in tvegane finančne instrumente je močno narasla.

Obstajajo trije medsebojno povezani elementi, s katerimi lahko pojasnimo, zakaj je finančna kriza vodila v splošno gospodarsko recesijo (Mishkin, 2010, str. 10–11):

- Kljub padcu obrestnih mer na netvegane finančne instrumente zaradi ohlajanja gospodarstva pa so se obrestne mere, ki so dejansko relevantne za gospodinjstva in gospodarstvo, zvišale, kar je znižalo agregatno povpraševanje.
- Ker so se cene osnovnih sredstev znižale, so se zmanjšale tudi možnosti nefinančnih institucij za sekundarno zavarovanje posojil in s tem samo najemanje posojil. Posledično se je zmanjšala poraba.
- Splošno naraščanje negotovosti je sprožilo naraščajočo asimetrijo informacij, ki je finančnemu trgu onemogočila alocirati sredstva v gospodinjstva in podjetja s produktivnimi investicijskimi priložnostmi.

3.3 Analiza mednarodne trgovine v obdobju 2001–2009

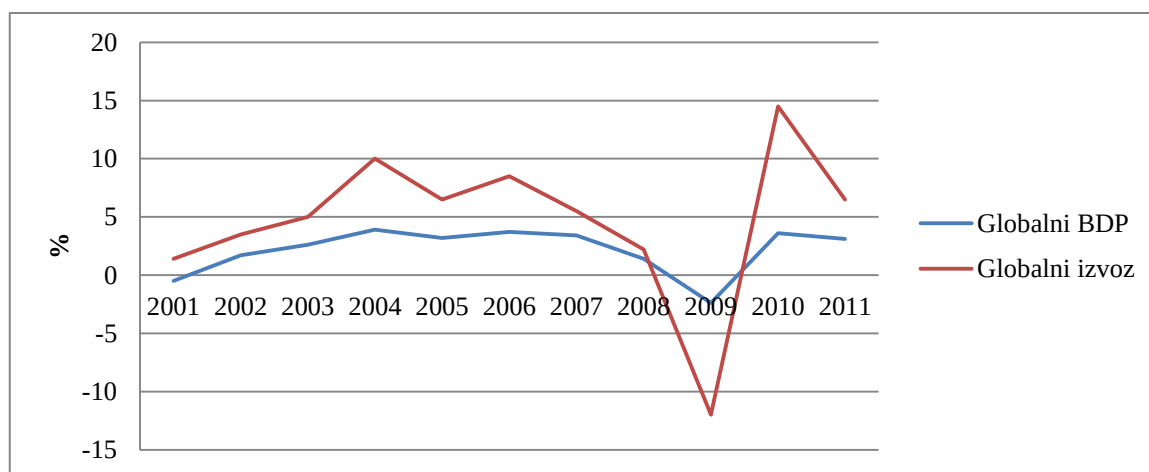
V prvem desetletju drugega tisočletja smo bili priča gospodarski krizi na začetku desetletja in največji gospodarski recesiji po drugi svetovni vojni ob koncu. Vmes je bilo obdobje visoke konjunktore. Skladno z gibanjem gospodarske dinamike se je gibala tudi mednarodna trgovina. Zadnja globalna finančna kriza je dosegla svoj vrh leta 2009, ko se je mednarodna trgovina realno skrčila za 12 %, kar je precej večji padec, kot ga je v tem istem letu zabeležil globalni BDP. Gre za največji padec po veliki gospodarski krizi v 30. letih prejšnjega stoletja. Nominalno gibanje mednarodne trgovine v obdobju med letoma 2001 in 2009 je precej skladno z realnim. Blagovna trgovina se je v najbolj kriznem letu 2009 zmanjšala za 23 %, trgovina s storitvami pa za 13 %.

Tabela 2: Gibanje globalnega BDP in izvoza v obdobju 2001–2011 (realno, v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BDP	-0,5	1,7	2,6	3,9	3,2	3,7	3,4	1,4	-2,4	3,6	2,4
Izvoz	1,4	3,5	5	10	6,5	8,5	5,5	2,2	-12	14,5	5

Vir: WTO, World Trade Report 2003, 2003; WTO, World Trade Report 2005, 2005; WTO, World Trade Report 2007, 2007; WTO, World Trade Report 2008, 2008; WTO, World Trade Report 2009, 2009; WTO, World Trade Report 2010, 2010; WTO, World Trade Report 2012, 2012; WTO, Trade growth to ease in 2011 but despite 2010 record surge, crisis hangover persists, 2011.

Slika 2: Stopnje rasti globalnega BDP in izvoza v obdobju 2001–2011 (realno, v %)



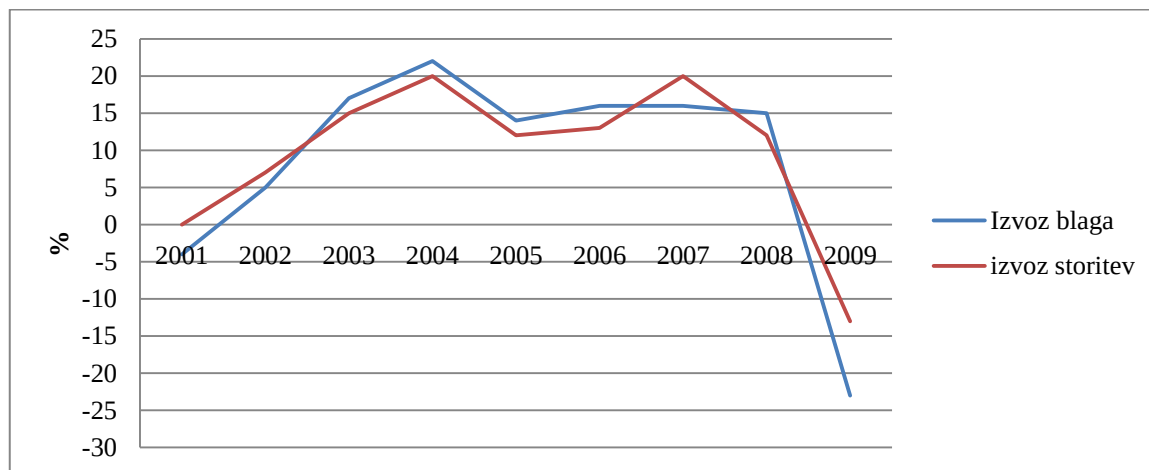
Vir: WTO, World Trade Report 2003, 2003; WTO, World Trade Report 2005, 2005; WTO, World Trade Report 2007, 2007; WTO, World Trade Report 2008, 2008; WTO, World Trade Report 2009, 2009; WTO World Trade Report 2010, 2010; WTO, Trade growth to ease in 2011 but despite 2010 record surge, crisis hangover persists, 2011.

Tabela 3: Gibanje mednarodne blagovne trgovine in trgovine s storitvami v obdobju 2001–2009 (nominalno, v %, merjeno v USD)

	2001	2002	2003	2004	2007	2006	2007	2008	2009
Blagovna trgovina	-4	5	17	22	14	16	16	15	-23
Trgovina s storitvami	0	7	15	20	12	13	20	12	-13

Vir: WTO, World Trade Report 2003, 2003; WTO, World Trade Report 2005, 2005; WTO, World Trade Report 2007, 2007; WTO, World Trade Report 2008, 2008; WTO, World Trade Report 2008, 2008; WTO, World Trade Report 2009, 2009; WTO, World Trade Report 2010, 2010.

Slika 3: Gibanje globalnega izvoza blaga in izvoza storitev v obdobju 2001–2009 (nominalno, v %, merjeno v USD)



Vir: WTO, World Trade Report 2003, 2003; WTO, World Trade Report 2005, 2005; WTO, World Trade Report 2007, 2007; WTO, World Trade Report 2008, 2008; WTO, World Trade Report 2009; WTO, World Trade Report 2010.

3.3.1 Mednarodna trgovina v letu 2006: nadaljevanje nadpovprečne rasti

Leta 2006, zadnje leto pred prvimi znaki krize, je bil svet še vedno priča močni konjunkturi in rasti mednarodne trgovine (WTO, 2007, str. 1). Globalni BDP se je povečal za 3,7 %, kar predstavlja drugo največjo rast po leta 2000. Vzrok je bil predvsem v boljših rezultatih evropskih držav. Nadpovprečno rast so beležile države v razvoju, predvsem Indija in Kitajska. Manjša domača poraba v ZDA je omogočila večji izvoz in s tem znižanje deficita tekočega računa plačilne bilance.

Močni gospodarski temelji v številnih ključnih gospodarstvih sveta so pripeljali do večjega zaupanja vlagateljev po vsem svetu. Visoka likvidnost in nizke obrestne mere so vodile k rasti trgov vrednostnih papirjev. Nadpovprečno rast so znova beležile države v razvoju. Vzrok zaupanja vlagateljev v hitro rastoče trge je tudi zmanjšanje razlike med obrestnimi merami za obveznice na teh trgih in obrestnimi merami na ameriške državne obveznice. Tuje neposredne investicije (v nadaljevanju TNI) so se povečale za tretjino, na 1,23 trilijona ameriškega dolarja (v nadaljevanju USD), kar leto 2006 uvršča na drugo mesto v zgodovini (WTO, 2007, str. 1). Znak visoke likvidnosti so bile naraščajoče devizne rezerve in hitro odplačevanje zunanjega dolga držav v razvoju. Realni menjalni tečaj USD je depreciral, tečaji valut hitro rastočih azijskih držav (Kitajska, Singapur, Južna Koreja) pa so večinoma aprecirali. Visoka globalna likvidnost ni ustvarjala pretiranih inflatornih pritiskov, izjema je le nepremičninski trg, kjer se je rast cen nadaljevala (WTO, 2007, str. 1).

Ugodna gospodarska klima je ustvarila dobre pogoje za rast svetovne trgovine. Svetovni izvoz blaga se je leta 2006 realno povečal za 8,5 % (leto poprej za 6,5 %), s čimer je trgovina rasla hitreje od svetovnega BDP za kar 4 odstotne točke (WTO, 2007, str. 2). Izvoz blaga, izražen nominalno, je zrasel za 16 %, izvoz storitev, ki so predstavljale 18,7 % svetovne trgovine, pa za 13 % (WTO, 2007, str. 2). Visoki rasti je prispevala predvsem hitrejša rast mednarodne trgovine v Evropi.

3.3.2 Mednarodna trgovina v letu 2007: prvi znaki ohlajanja trgovinskih tokov

Položaj svetovnega gospodarstva v letu 2007: globalna gospodarska rast se je v letu 2007 upočasnila, to je predvsem posledica ohlajanja gospodarstev razvitih držav. Iz 3,7 % leta 2006, se je zmanjšala na 3,4 %, kar predstavlja povprečje preteklega desetletja (WTO, 2008, str. 1). Rast v državah v razvoju je bila približno trikrat hitrejša kot v razvitih državah. ZDA so beležile najnižjo rast po kriznem letu 2002 – 2,2 %. Podobno rast je beležila tudi Japonska (2,1 %). Evropsko gospodarstvo je raslo hitreje od obeh omenjenih (2,8 %). Rusija je beležila najvišjo gospodarsko rast po letu 2000, kar je bilo primarno posledica rasti prihodkov iz naslova izvoza in višjih investicij. Rast se ni zniževala v Centralni in Južni Ameriki, Afriki, Bližnjem vzhodu in v azijskih državah v razvoju. Največji državi v razvoju, Kitajska in Indija, sta še naprej beležili zelo visoko rast.

Države v razvoju, predvsem Skupnost neodvisnih držav (v nadaljevanju SND), so tudi v letu 2007 predstavljale ugodno investicijsko okolje. Globalno rast investicij niso ustavili niti turbulentni pretresi na ameriškem trgu drugorazrednih posojil v drugi polovici leta 2007. Globalne TNI so še naprej rasle, in sicer za 18 % in so leta 2007 znašale 1,54 trilijona USD (WTO, 2008, str. 1). Največjo rast TNI so beležile države Latinske Amerike in Rusija. TNI v novih državah članicah Evropske unije (v nadaljevanju EU) in azijskih državah v razvoju so rasle počasneje kot v preteklosti. Ameriški dolar je še naprej depreciiral. Realni efektivni devizni tečaj kitajske in singapurske valute je apreciiral, vendar to ni poslabšalo trgovinskega položaja obeh držav. Na drugi strani pa je imela realna apreciacija evra močan negativni vpliv na izvozno aktivnost evroobmočja. V letu 2007 je narasla tudi inflacija. Naraščajoče cene nafte so k inflaciji prispevale 1 do 2 odstotni točki.

Manjša poraba v razvitih državah je ustvarila manj ugodno okolje za rast mednarodne trgovine, kot je to bilo v preteklih letih. Izvoz blaga se je realno povečal za 5,5 % (leto poprej za 8,5 %) (WTO, 2008, str. 1–2). To je posledica manjšega povpraševanja v Severni Ameriki, Evropi, na Japonskem in v azijskih državah v razvoju, ki so neto uvoznice nafte. Države v razvoju so prispevale več kot polovico rasti mednarodne trgovine v letu 2007. Rezultati kažejo, da se globalna trgovina močno odziva na gibanje globalne gospodarske rasti. Dohodkovna elastičnost v zadnjem desetletju namreč znaša med 1,5 in 2.

Gibanje mednarodne blagovne menjave v letu 2007: svetovni izvoz blaga, izražen nominalno v USD, je v letu 2007 zrasel za 15 % in dosegel 13,6 trilijona USD (WTO, 2008,

str. 7). Skoraj dve tretjini te rasti lahko pripišemo inflaciji. Blagovni izvoz je bil glede na posamezne regije odvisen predvsem od kombinacije faktorjev, ki vključuje povpraševanje, cene, devizne tečaje in količino kapitalskih tokov.

Regija z najvišjo rastjo blagovne menjave je bila regija SND. Razlog za to je bilo veliko domače povpraševanje, ugodno gibanje relativnih cen ter vhodne TNI. Prav tako je narasla tudi blagovna menjava Srednje in Južne Amerike, predvsem zaradi rasti cen osnovnih surovin. Čeprav je bila rast uvoza višja od rasti izvoza, je regija še vedno beležila trgovinski suficit. Evropa je edina regija, ki je v letu 2007 (16 %) beležila višji v dolarjih izražen izvoz kot leta 2006 (13 %) (WTO, 2008, 7–8). Rast uvoza je bila rahlo višja od rasti izvoza. Nominalna rast mednarodne trgovine je predvsem posledica apreciacije evra v primerjavi z USD. Med posameznimi evropskimi državami pa so obstajale občutne razlike: nekatere države so stagnirale (na primer Velika Britanija), druge, predvsem nove članice EU, pa so beležile več kot 20-odstotno nominalno rast mednarodne blagovne menjave. Razlog slednjega je razcvet držav SND in vhodne TNI. Rast uvoza v ZDA je bila med vsemi regijami najnižja (6-odstotna), rast izvoza pa je bila dvakrat višja od rasti uvoza (torej 12-odstotna). Kitajska je nadomestila Kanado, kot največjega izvoznika v ZDA. Uvoz iz Kitajske v ZDA se je povečal za 12 %, dvakrat hitreje kot skupni uvoz, in to kljub dejstvu, da je sektor elektronskih naprav beležil padec uvoza za 4 %, sektor tekstila pa zgolj 3 odstotna rast. Ameriški uvoz iz Japonske in drugih azijskih držav se je zmanjšal. Največjo rast izvoza so ZDA beležile v Evropo (16 %) in na Kitajsko (18 %). Izvoz v države NAFTA in na Japonsko se je zmanjšal. Prvič po letu 2002 je afriški izvoz rasel počasneje kot njen uvoz. Azijski uvoz je bil v letu 2007 nekoliko nad svetovnim povprečjem in tudi nekoliko nad njenim uvozom, kar je še povečevalo trgovinski suficit regije. Tako kot v Evropi so tudi v Aziji razlike med posameznimi državami velike. V rasti so prevladovala Kitajska, Indija in Vietnam.

Velik delež k ekspanziji mednarodne trgovine so prispevale države v razvoju (WTO, 2008, str. 8). Njihov izvoz je zrasel za 16 %, uvoz pa za 18 %, kar je še vedno ustvarilo precejšen trgovinski suficit. Delež držav v razvoju v svetovni trgovini je leta 2007 znašal 34 %.

Gibanje mednarodne trgovine s storitvami v letu 2007: globalni izvoz storitev se je leta 2007 nominalno povečal za 20 % na 3,3 trilijone USD (WTO, 2008, str. 8). Rast izvoza storitev so beležile vse svetovne regije in vsi trije sektorji (transport, potovanja in »druge storitve«). Rast je posledica gibanja deviznih tečajev in ponekod tudi povečanih stroškov transporta zaradi cen pogonskih goriv. Evropa je z 19-odstotno rastjo izvoza in 17-odstotno rastjo uvoza utrdila svoj položaj vodilne regije v mednarodni trgovini storitev. Največjo rast so sicer zabeležile države SND, a kljub temu ostajajo regija z najmanjšim svetovnim deležem mednarodne trgovine s storitvami. Azijska trgovina s storitvami se je povečala za nekaj več, kot je bilo svetovno povprečje. Največjo, več kot 20-odstotno rast so beležile Kitajska, Malezija in Avstralija. Severna Amerika je beležila najmanjšo rast med vsemi regijami. V ZDA se je uvoz povečal za 9 %, izvoz pa za 14 %.

3.3.3 Mednarodna trgovina v letu 2008: naglo slabšanje razmer na finančnih trgih

Položaj svetovnega gospodarstva v letu 2008: gospodarska rast, merjena kot realno gibanje BDP, se je v letu 2008 več kot prepolovila. Iz 3,5 % leta 2007 je padla na 1,4 % (WTO, 2009, str. 3). Gospodarska rast in mednarodna trgovina razvitih držav sta se v prvih treh kvartalih leta 2008 že ohlajali, v četrtem kvartalu pa je gospodarsko situacijo močno zaostriło naglo slabšanje stanja na finančnih trgih. V zadnjem kvartalu leta 2008 in v začetku leta 2009 je prišlo do naglega padca svetovne proizvodnje in trgovine, sprva v razvitih državah, nato pa še v državah v razvoju. Manjše povpraševanje v razvitih državah, kot posledica padca cen premoženja in naraščanja vsesplošne negotovosti, je pripeljalo do strmega padca svetovnega *outputa*. Rast je bila z 1,4 % krepko pod desetletnim povprečjem, ki je znašalo 2,9 %. Razvite države so rasle po 0,8-odstotni stopnji, države v razvoju pa s 5,6-odstotno stopnjo, s čimer so slednje dosegle desetletno povprečje.

Evropa in Severna Amerika sta beležila le 1%-rast, medtem ko so države Srednje in Južne Amerike, SND, Afrike in Bližnjega vzhoda beležile rast v višini 5 % (WTO, 2009, str. 3). Vzrok za višjo rast teh regij je v gospodarski rasti držav izvoznic nafte, ki so beležile dobičke zaradi visokih cen surove nafte in plina. Azijsko gospodarstvo je beležilo nizko rast v višini 2 %, predvsem zaradi negativne rasti na Japonskem (-0,7 %). Najvišjo rast v regiji je beležila Kitajska, in sicer 9 %.

Realno gibanje mednarodne blagovne menjave v letu 2008: realna rast mednarodne trgovine je v letu 2008 močno upadla, na samo 2,2 % (WTO, 2009, str. 4–5). Kljub temu pa je trgovina rasla hitreje kot svetovni *output*, to je tudi običajno v situaciji, ko je gospodarska rast pozitivna (poznamo tudi obdobja ko to ne drži, npr. nekatera leta med obema vojnoma). Pomembni indikator velikega upada trgovinske aktivnosti je upad ladijskega in letalskega transporta. Slednji se je v letu 2008 zmanjšal za 23 %.

Največjo rast izvoza in drugo najvišjo rast uvoza je beležila SND (6 % oziroma 12 %) (WTO, 2009, str. 7). Srednja in Južna Amerika je beležila najvišjo rast uvoza, 15,5 %, medtem ko je rast izvoza znašala le 1,5 %. Prav tako se je močno skrčila mednarodna trgovina v Aziji. Rast uvoza je znašala 4 %, izvoza pa 4,5 %. Evropa je beležila najnižjo rast izvoza med vsemi regijami. Le-ta je znašala 0,5 %. Rast uvoza pa je bila celo negativna, -1 %. Izvoz Severne Amerike se je povečal za 1,5 %, uvoz pa skrčil za kar 2,5 %.

Nominalno gibanje mednarodne blagovne menjave v letu 2008: mednarodna trgovina z blagom, izražena v dolarjih, torej nominalno, je v letu 2008 narasla za 15 % na 15,8 trilijona USD (WTO, 2009, str. 4–5). Delež držav v razvoju v globalnem izvozu se je povečal na 38 %, uvoz pa na 34 %. Nemčija je ostala vodilni svetovni izvoznik blaga. Velik vpliv na podatke o mednarodni trgovini, izražene nominalno, so imele cene nafte, plina in deviznih tečajev v letu 2008. Čeprav so cene nafte v letu 2008 padle na nivo, ki je bil nižji od minimuma v letu 2007, pa je bila povprečna cena nafte v letu 2008 za 40 % višja kot leta

2007. Ameriški dolar je v letu 2008 apreciiral, predvsem v primerjavi z evrom (pa tudi britanskim funtom, kanadskim dolarjem in korejskim wonom) (WTO, 2009, str. 5, 7). Vzroki apreciacije so množične prodaje finančnega premoženja, denominiranega v drugih valutah, in zamenjava le-teh za »varni« dolar. Posledica je višji nominalni, v USD izražen izvoz večine držav.

Najvišjo nominalno rast izvoza in uvoza sta beležili regiji Srednje in Južne Amerike (30 % oziroma 21 %) ter SND (31 % oziroma 35 %), medtem ko sta pa velik padec glede na leto 2007 doživeli regiji Severne Amerike in Evrope (WTO, 2009, str. 9). Azijski izvoz je nominalno zrasel za 15 %, uvoz pa za 20 %. V krizi je bil eden najbolj prizadetih sektor avtomobilske industrije. Japonski izvoz se je v avtomobilskem sektorju zmanjšal za 18 %, uvoz v ZDA pa za kar 30 %. Avtomobilska industrija prispeva 12 % k celotnemu svetovnemu izvozu (WTO, 2009, str. 4).

Nominalno gibanje mednarodne trgovine s storitvami v letu 2008: Izvoz storitev se je v letu 2008 nominalno povečal za 12 % na 3,7 trilijona USD (WTO, 2009, str. 9–10). Najhitreje rastoč storitveni sektor predstavlja transport. Izvoz storitev je v Severni Ameriki zrasel za 9 %, uvoz pa za 6 %. Razlika je predvsem med posameznimi četrletji. Medtem ko je izvoz močno rasel v prvih treh četrletjih, pa je bil v zadnjem četrletju negativen. Še večji padec v zadnjem četrletju beleži Evropa (11 %). Razlog za tako izrazit nominalni padec verjetno tiči v gibanju deviznih tečajev. Na letnem nivoju je Evropa sicer dosegla rast izvoza storitev za 11 % in uvoza za 10 %. Azijski uvoz in izvoz sta se povečala za 12 %. Najvišjo rast storitev sta sicer beležili regiji Srednje in Južne Amerike ter SND.

3.3.4 Mednarodna trgovina v letu 2009: kriza trgovinskih tokov doseže vrh

Položaj svetovnega gospodarstva v letu 2009: Svetovni BDP se je v letu 2009 znižal za 2,4 %, kar je največji padec po veliki gospodarski krizi v 30. letih prejšnjega stoletja (WTO, 2010, str. 22). Izrazit padec rasti BDP se je začel v razvitih državah v zadnjem četrletju leta 2008 in se nato stopnjeval v prvi polovici leta 2009 ter naposled prizadel vse regije in države. Vendar negativne rasti niso beležile vse države. Številne države v razvoju so sicer doživele občutne padce rasti BDP, vendar pa je le-ta ostala pozitivna. BDP razvitih držav se je zmanjšal za 3,5 %. Med pomembnejšimi državami je največji padec prizadel Japonsko (-5 %), EU (-4,2 %) in ZDA (-2,4 %). Na drugi strani so države v razvoju beležile rast v višini 2,6 %, kar je občutno manj kot leta 2008. Rast držav v razvoju je glede na razmere predvsem posledica precej visoke rasti Kitajske in Indije (8,5 % oziroma 5,4 %). Največji padec BDP pa je beležila SND (-7 %).

Cene osnovnih surovin so v prvi polovici leta 2009 strmo padle, nato pa se stabilizirale in pričele v drugi polovici leta znova naraščati (WTO, 2010, str. 22–23). Vse večje valute so v času krize doživele precejšnje fluktuacije v primerjavi z USD (izjema je kitajski yuan, zaradi svoje delne vezave na USD). Večina jih je sprva deprecirala, nato pa znova apreciirala. Tako

je na primer evro v obdobju od julija do novembra 2008 depreciral za 20 %, v obdobju od februarja do novembra pa za 17 %.

Realno gibanje mednarodne blagovne menjave v letu 2009: mednarodna blagovna menjava se je v letu 2009 skrčila za 12,2 % (WTO, 2010, str. 24). Svetovna trgovina je na letni ravni v obdobju od leta 1965 doživela tri padce (leta 1975 se je skrčila za 7 %, leta 1982 za 2 % in leta 2001 za 1 %), a nikoli tako drastičnega kot leta 2009. Padec je bil večji, kot ga je predvidevala večina ekonometričnih modelov, in večji, kot ga je predvidela WTO ob izbruhu krize. Prav tako je obseg negativne rasti mednarodne trgovine presegel negativno rast BDP, to pa ni presenetljivo, saj je znano, da v primeru pozitivne gospodarske rasti mednarodna trgovina raste hitreje, v primeru negativne rasti BDP pa hitreje pada.

Realni padec so beležile vse regije in države. Severna Amerika in Evropa za 14,4 %, Srednja in Južna Amerika za 5,7 %, Azija za 11,1 %, Afrika za 5,6 % in SND za 9,5 % (WTO, 2010, str. 24). Med najpomembnejšimi državami je največji padec doživela Japonska (-24,9 %), ZDA (-13,9 %) ter države EU (-14,8 %). Manjši padec sta doživeli Kitajska (-10,5 %) in Indija (-6,2 %) ter države izvoznice nafte. Na uvozni strani je bila slika obratna, saj so največji padec uvoza beležile države izvoznice nafte, kar je posledica manjših prihodkov zaradi padca cen surove nafte na svetovnih trgih.

Nominalno gibanje mednarodne blagovne menjave v letu 2009: nominalno je svetovna trgovina blaga upadla za 23 % na 12,1 trilijona USD (WTO, 2010, str. 26). Del tega padca predstavlja dejanski padec količine trgovanega blaga, del pa padec cene osnovnih surovin, predvsem nafte. Zato lahko podatki za posamezne države močno variirajo, odvisno od tega, ali so navedeni nominalno ali realno. To predvsem velja za države izvoznice nafte na strani izvoza in za države uvoznice nafte na strani uvoza.

Evropa, Severna Amerika ter Srednja in Južna Amerika so beležile približno enako negativno gibanje uvoza in izvoza (-25 % oziroma -20 %) (WTO, 2010, str. 26). Največji padec beležijo države izvoznice nafte, vključno s SND. Najmanjši padec med vsemi regijami je beležila Azija, predvsem po zaslugi Kitajske, ki je uspela minimizirati vpliv finančne krize na trgovinske tokove. Kitajska je pričakovano prehitela Nemčijo in z 9,6-odstotnim deležem v svetovni trgovini postala največja izvoznica blaga na svetu. Sledijo ji Nemčija, ZDA, Japonska in Nizozemska. ZDA ostajajo največji uvoznik (12,7 % svetovne trgovine), sledijo ji Kitajska, Nemčija, Francija in Japonska.

Nominalno gibanje mednarodne trgovine s storitvami v letu 2009: mednarodna trgovina s storitvami se je nominalno zmanjšala za 13 %, to je sicer manj od padca blagovne menjave, a kljub temu predstavlja največji padec, odkar se vodi statistika mednarodne trgovine s storitvami (WTO, 2010, str. 26–27). Največji padec v storitvenem sektorju je beležil transport, ki je tudi najbolj povezan z blagovno menjavo. Njegov padec je približno enak

padcu blagovne menjave. Z izjemo dveh držav (Kitajske in Maroka) vse države beležijo negativno rast trgovine s storitvami. ZDA ostajajo največji izvoznik in uvoznik storitev.

3.3.5 Obdobje okrevanja: leti 2010 in 2011

Leta 2010 se je izvoz blaga realno povečal za 14,5 % (WTO, 2011a, str. 21). Takšno povečanje predstavlja največjo letno rast od začetka natančnega statističnega spremljanja mednarodne trgovine leta 1950. Pomembno vlogo pri okrevanju svetovne trgovine predstavlja povečano povpraševanje po blagu iz držav v razvoju in povpraševanje držav v razvoju po osnovnih surovinah (Berensmann & Brandi, 2011, str. 1, 3). BDP se je v tem istem letu povečal za 3,6 %. Tako mednarodna trgovina kot letni *output* sta rasla hitreje v državah v razvoju. Realni izvoz se je v razvitih državah povečal za 13 %, v državah v razvoju pa za 17 %. Na uvozni strani je bila razlika v korist držav v razvoju še večja. Čeprav se je mednarodna trgovina vrnila na nivo pred krizo, pa je bila rast kljub temu premajhna, da bi se trgovina vrnila v predkrizne trende. Torej, rast trgovine je pomenila vrnitev na raven iz leta 2008, ni pa bila dovolj močna, da bi lahko kompenzirala izgubljeno rast v obdobju krize. Svetovna banka predvideva, da bi bila mednarodna trgovina v primeru, če do globalne finančne krize ne bi prišlo, konec leta 2010 višja za 13,6 % (World Bank, 2011, str. 50). Temeljni vzroki za počasnejšo rast glede na teoretični potencial so trije (WTO, 2011a, str. 21–22):

- zmanjšanje fiskalnih stimulacij, predvsem v Evropi, zaradi naraščajočega javnofinančnega primanjkljaja;
- ponovna hitra rast cen energentov;
- visoka brezposelnost je onemogočila hitrejšo rast domače potrošnje, predvsem v državah v razvoju.

Leta 2011 je predvidena realna rast mednarodnega izvoza pod 6 %, ob rasti BDP okoli 2,5 % (WTO, 2011b).

4 MEDNARODNA TRGOVINA V OBDOBJU FINANČNE KRIZE

Finančne krize povzročajo večje motnje v delovanju mednarodne trgovine. V obdobju zadnje globalne finančne krize smo bili tako priča največji gospodarski recesiji po drugi svetovni vojni, padec mednarodne trgovine pa je bil precej občutnejši od padca svetovnega proizvoda. Ključno vprašanje je, kateri dejavniki so imeli odločilen vpliv na drastičen padec mednarodne trgovine. V magistrskem delu prepoznam tri temeljne dejavnike, ki so vplivali na trgovinsko dinamiko v obdobju krize. To so:

- Ponovni pojav **protekcionalizma**.
- **Dejavniki na strani povpraševanja** oziroma vpliv negativnih šokov, ki povzročijo začasno zmanjšanje povpraševanja po uvoženem blagu in storitvah. Finančne krize

vplivajo na gospodarsko rast države in posledično, preko manjšega agregatnega povpraševanja, tudi na mednarodno trgovino.

- **Dejavniki na strani ponudbe** oziroma vpliv finančnih omejitev. Posledica finančne krize je kreditni krč in zmanjšanje medsebojnega zaupanja, kar močno oteži financiranje trgovine, v skrajnih primerih jo pa lahko povsem ustavi.

V nadaljevanju bom vsakega od prepoznanih dejavnikov obravnaval posebej.

4.1 Protekcionizem

Protekcionizem se kot prevladujoča doktrina, posebej usmerjena v mednarodno menjavo, pojavi ob koncu 19. stoletja in traja do začetka velike depresije leta 1929. Zagovorniki protekcionizma izhajajo iz ideje, da prosta proizvodna specializacija med ekonomskimi prostori omogoča ugodne rezultate v obliki večje blaginje posameznika in države samo takrat, ko so ekonomski prostori med seboj enako razviti (Kumar, 2007, str. 53). In v situaciji, ko ekonomski prostori niso enako razviti, naj bi bila takšna protekcionistična zaščita koristna in nujna. Vendar naj bi bilo to odstopanje od načel liberalizma za zaščito domačega gospodarstva samo začasno, dokler domače gospodarstvo ne bo enako konkurenčno, kot so tuja gospodarstva. Začasnost temelji na dejstvu, da protekcionizem kot doktrina ne zavrača teoretskih spoznanj o koristnosti mednarodne menjave, kot jo je razvil liberalizem. Poleg začasnosti naj bi protekcionistični ukrepi veljali le za tiste panoge, ki imajo znotraj ekonomskega prostora potencial, da v razvoju dosežejo mednarodni nivo konkurenčnosti. V praksi se je protekcionizem velikokrat nenadzorovano razraščal in imel samo negativne posledice – prehajanje držav v neke vrste avtarkijo, manjšanje konkurenčnosti zaščiteneh panog in povečanje stroškov tudi v nezaščiteneh panogah (Kumar, 2007, str. 53).

Najpogostejše utemeljitve za zaščito gospodarstva so (Kumar, 2007, str. 201):

- zaščita nove, razvijajoče se industrije;
- potrebe javnih financ po dodatnih virih;
- ohranjanje zaposlenosti v domačem gospodarstvu;
- prerazporeditev dohodka med različnimi družbenimi skupinami;
- težave na tekočem računu plačilne bilance države.

Obstaja množica ukrepov, ki jih neka država lahko uveljavi z namenom zaščite določene panoge. Te ukrepe običajno označujemo s pojmom zunanjetrgovinska oziroma zunanjeekonomska politika države. Država ima za zaščito domačega gospodarstva na voljo širok spekter zaščitnih ukrepov.

Skladno s pravili GATT (Splošni sporazum o carinah in trgovini) oziroma današnje WTO lahko ukrepe za usmerjanje trgovine delimo na (Kumar, Bovha & Aristotnik, 2000, str. 101):

- carinski ukrepi,
- necarinski ukrepi,
- ukrepi na področju mednarodne menjave storitev.

Če pa ukrepe opazujemo in razvrstimo glede na usmeritev nacionalne ekonomske politike, jih lahko delimo na (Kumar, 2007, str. 201):

- aktivne ukrepe usmerjanja (zajemajo vrsto instrumentov, ki vplivajo na spodbujanje izvoza in s tem na zaščito domačega gospodarstva na tujih trgih: izvozne subvencije, proizvodne subvencije, devalvacije, tehnična pomoč, damping idr.);
- pasivne ukrepe usmerjanja (zajemajo vrsto instrumentov, ki vplivajo na zaščito domačega gospodarstva pred izvozom iz tujine: carine, kvote, uvozni davki in depoziti, javni nakupi, različni predpisi idr.).

Protekcioniistični ukrepi niso stvar preteklosti, ampak se v različnih oblikah pojavljajo tudi danes. Frekvenca njihovega pojavljanja je večja v obdobju kriz. Poleg ukrepov klasičnega protekcionizma pa vedno bolj prevladujejo tudi ukrepi t. i. novega protekcionizma, to so ukrepi, ki jih pravila WTO ne zajemajo.

4.1.1 Klasični protekcioniistični ukrepi v obdobju finančne krize

Obdobje pred globalno finančno krizo so zaznamovale dobre razmere za rast, zato obdobje od leta 2002 do 2007 velja za zlato obdobje globalnega gospodarstva. V zadnjih petindvajsetih letih smo bili priča največji gospodarski rasti, globalizaciji in dvigu življenjskega standarda v zgodovini. Mednarodna trgovina se je v obdobju od leta 1980 do leta 2008 povečala za sedemkrat in je prehitela rast svetovnega BDP v istem obdobju (Sally, 2010, str. 1). Količina tujih neposrednih investicij se je v enakem obdobju povečala kar za tridesetkrat. Hitra globalizacija je imela dve gonilni sili: tehnologijo ter politično in ekonomsko liberalizacijo. Na zahodu je liberalizacijo sprožil vzpon konzervativnih politik Reagana in Thatcherjeve ter ustanovitev skupnega evropskega trga. Države v razvoju so se temu toku pridružile v 80. in 90. letih. Povprečna carinska stopnja je iz 30 % leta 1985, padla na 10 % leta 2005 (Sally, 2010, str. 1). Zaradi močnega padca mednarodne trgovine, ki se je zgodil v senci največje globalne finančne krize po drugi svetovni vojni, so mnogi pričakovali, da se bodo vlade odzvale z višanjem carin in drugih protekcioniističnih ukrepov, s katerimi bi skušali zaščitili domače gospodarstvo, a bi hkrati tudi podaljšale gospodarsko recesijo oziroma okrevanje po njej.

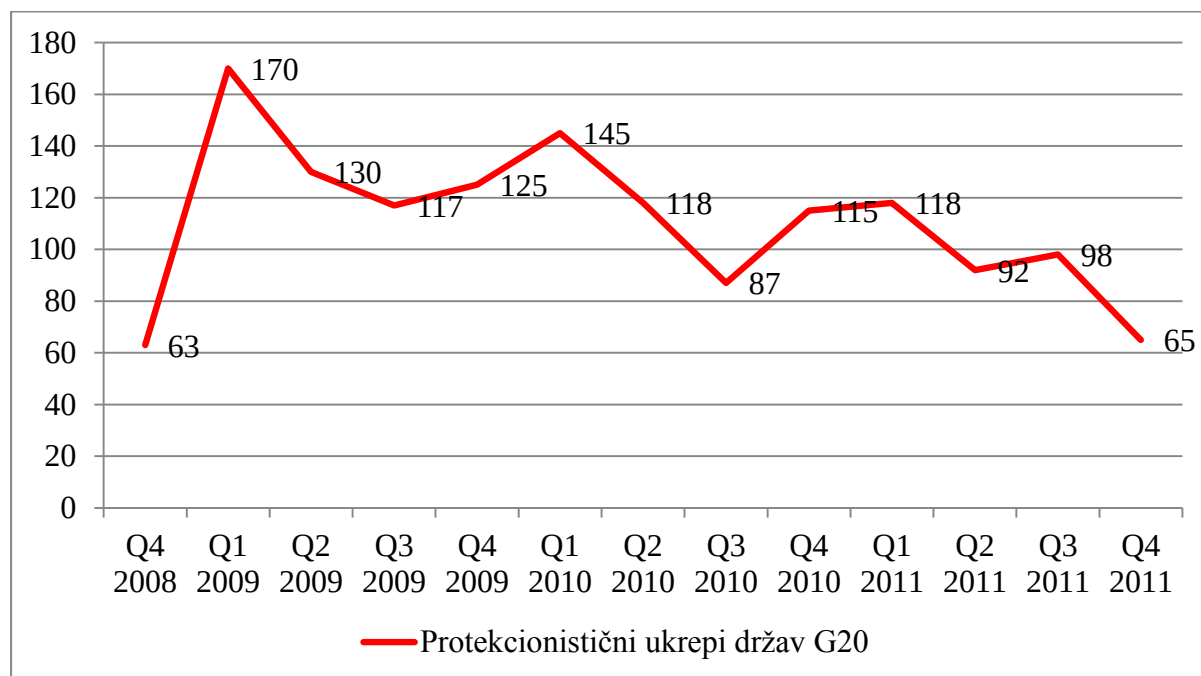
Gospodarska kriza je okrepila vlogo močne prisotnosti države in keynesijansko vodenje gospodarskih politik. Kee, Neagu in Nicita (2010, str. 3–5 in 9–11) z analizo OTRI²⁰ indeksa za veliko skupino držav ugotavljajo, da v obdobju globalne finančne krize do velikega porasta carin in protidampinskih ukrepov vendarle ni prišlo. Številne države so z liberalizacijo trgovine nadaljevale. Vendar obstajajo nekatere izjeme. Države, v katerih opazimo znaten dvig carin in njihov znatnejši vpliv na mednarodno trgovino, so Rusija (OTRI se je povečal za 1,2 odstotne točke), Argentina (0,3), Turčija (0,7), Indija, Kitajska (0,3), Kanada (0,3) in Brazilija (0,2). Dvig indeksa OTRI so generirali predvsem dvigi carin v kmetijskem sektorju (Turčija (10,2), Indija (8,3), Kanada) in proizvodni dejavnosti (predvsem carine na avtomobile in tekstil: Rusija, Argentina, Kitajska). Carinske stopnje v ZDA in EU so v obdobju krize ostale praktično nespremenjene. Kljub temu da so nekatere države vendarle povišale carinske stopnje, to ni imelo občutnejšega vpliva na trgovinske tokove. Vpliv antidampinskih ukrepov na indeks OTRI je bistveno manjši. Največje spremembe OTRI beležijo EU (0,1), ZDA (0,5) in Indija (0,1). Čeprav antidampinski ukrepi skupne ravni protekcionizma niso občutno dvignili, pa so bili ti ukrepi glavni klasični instrument, ki so ga uporabile ZDA in EU.

Države so pogosteje uvajale protekcionistične ukrepe zoper tiste države partnerice, ki so po velikosti podobne, na katere neposredno mejijo, ki predstavljajo pomemben odstotek njihove mednarodne menjave in ki niso izvajale ukrepov za liberalizacijo trgovine (Boffa & Olarreaga, 2012, str. 4).

Po najslabšem scenariju lahko vplivu klasičnih protekcionističnih ukrepov pripišemo odgovornost za padec mednarodne trgovine za največ 43 milijard dolarjev, kar je približno 0,4 % svetovnega uvoza v letu 2008 (Kee et al., 2010, str. 4). To pomeni, da lahko z negativnimi vplivi protekcionističnih ukrepov pojasnimo največ 2 % nominalnega padca mednarodne trgovine v obdobju globalne krize (Kee et al., 2010, str. 4). Sklepamo lahko, da klasični protekcionistični ukrepi niso igrali ključne vloge v globalnem kolapsu mednarodne trgovine, niti kot vzrok niti kot posledica (Kee et al., 2010, str. 2). To oceno potrjuje tudi mnenje WTO, ki ocenjuje vpliv tradicionalnih protekcionističnih ukrepov kot omejen (Kee et al., 2010, str. 2). Razlog tiči v dejstvu, da so bili protekcionistični ukrepi uvedeni v tistih sektorjih, ki so bili že prej zaščiteni (tekstilna industrija, industrija oblačil in obutve, železarska industrija, kmetijstvo ...).

²⁰ Splošni indeks omejevanja trgovine (angl. *Overall Trade Restrictiveness Indices* – OTRI) je indeks, ki povzema trgovinsko držo posameznih držav tako, da izračuna enotno carinsko stopnjo, ki agregatni uvoz ohranja na trenutnem nivoju, čeprav ima različno blago različne carinske stopnje. Za razliko od tehtanega povprečja carin OTRI jemlje v obzir tudi pomen vsake dobrine v skupnem uvozu države kot tudi odzivnost izvoza vsake od dobrin na uvedeno carino, kar daje večjo težo dobrinam z visoko elastičnostjo povpraševanja (Kee et al., 2010, str. 1).

Slika 4: Število vseh protekcionističnih ukrepov, uvedenih s strani držav G20 po prvem kriznem sestanku skupine novembra 2008



Vir: S. J. Evenett, *Executive Summary*, 2012, str. 3.

Raziskava protekcionističnih ukrepov v obdobju globalne finančne krize prav tako pokaže, da do povračilnih protekcionističnih ukrepov ni prihajalo (Boffa & Olarreaga, 2012, str. 4). Prav obratno, če je bil s strani trgovinskega partnerja uveden nek protekcionistični ukrep, to zmanjša možnost povračilnih ukrepov opazovane države na partnerjev izvozni sveženj za 40 do 70 % (Boffa & Olarreaga, 2012, str. 4). Takšno ravnanje lahko pojasnimo z Rapoportovo (1966) »igro bojazljivcev« (angl. *chicken-game*). Koncept se razlikuje od klasične zapornikove dileme, saj najslabši možni izid dane situacije ni takrat, ko eden od partnerjev odstopa od strategije sodelovanja, ampak takrat, ko to storita oba. Lahko ga impliciramo na primer mednarodne trgovine in to prikažemo v izplačilni matriki (Tabela 4), v kateri se partnerja simultano odločata med dvema slabima scenarijema: status *quo* in uvedbo trgovinskih ovir.

Tabela 4: Izplačilna matrika v primeru protekcionističnih ukrepov

	Status quo	Trgovinske ovire
Status quo	0; 0	-2; 1
Trgovinske ovire	1; -2	-3; -3

Vir: M. Boffa & M. Olarreaga, *Protectionism during the crises: Tic-for-tac or chicken-game*, 2012, str. 1.

Ključna ugotovitev takšne sheme je, da je rezultat trgovinske vojne (torej situacija, kjer država na uvedbo protekcionističnih ukrepov svojega trgovinskega partnerja odgovori s povračilnim ukrepom) slabši za oba trgovinska partnerja, kot bi bil rezultat v primeru statusa

quo (protekcioniističnih ukrepov ne uvaja nihče) ali v primeru, ko ukrepe uvede le eden od obeh partnerjev. Razlog za takšno izplačilno matriko lahko najdemo v dveh temeljnih razlogih sklepanja trgovinskih sporazumov: izboljšanje pogojev menjave in moč mednarodnih obvez *vis-à-vis* moči nacionalnih lobijev (Boffa & Olarreaga, 2012, str. 4).

Vzrokov, zakaj so države v obdobju krize še naprej liberalizirale trgovino oziroma zakaj so bile tako zadržane pri uvajanju novih carin in antidampinških ukrepov, je več. Prvič, večina držav je del bilateralnih, regionalnih ali multilateralnih trgovinskih sporazumov, kar jim v veliki meri onemogoči zviševanje protekcioniističnih ukrepov v obdobju kriz (Kee et al., 2010, str. 4). Malo manevrskega prostora pri oblikovanju tovrstnih trgovinskih politik zaradi multilateralnih obveznosti imajo predvsem razvite države, kot so ZDA in države EU. Medtem pa so države v razvoju bolj zavezane različnim regionalnim in preferenčnim trgovinskim sporazumom. Drugič, države v kontekstu globalizacije sveta vse bolj prepoznavajo negativne vplive protekcioniističnih ukrepov na daljši rok (Kee et al., 2010, str. 4). To velja predvsem za države, ki so močno odvisne od uvoženih inputov (predvsem osnovnih surovin), saj bi carine močno prizadele njihov izvoz in zamaknile gospodarsko okrevanje po krizi (Kee et al., 2010, str. 4). Prav tako so tuje neposredne investicije in globalne proizvodne verige onemogočile jasno razlikovanje med domačim in tujim. Tako številna multinacionalna podjetja ugotavljajo, da so klasični protekcioniistični ukrepi v nasprotju z njihovimi poslovnimi interesi.

4.1.2 Novi protekcionizem v obdobju globalne finančne krize

Po skoraj treh desetletjih trenda trgovinske liberalizacije se z nastopom krize protekcionizem tako vrača na politično agendo. Vendar ne v prevladujoči tradicionalni obliki »trgovinskih vojn«, pač pa v novi preobleki, kot novi protekcionizem.

Vladni ukrepi ob globalni finančni krizi niso sprožili močnejšega plazu klasičnega protekcionizma, kot ga poznamo iz časa krize v 30. letih prejšnjega stoletja. Kljub vsemu pa to ne pomeni, da države niso implementirale drugih gospodarskih politik, ki bodo v prihodnje zavirale rast in globalizacijo (Erixon & Sally, 2010, str. 1). Globalna finančna kriza je sprožila velik premik od idej in politik prostega trga k politikam vladnega intervencionizma. Vladne intervencije so potekale v dveh smereh (Sally, 2010, str. 2–3). Prvič, v smeri reševalnih načrtov prizadetih finančnih institucij, in drugič, v smeri fiskalnih stimulacijskih svežnjev, pospremljenih z nevsakdanjimi ukrepi monetarne politike. Takšni obsežni keynesijanski ukrepi naj bi uspešno delovali v okolju, kjer bi veljalo »Keynes doma in Smith onstran meja«. Vendar pa je v realnosti težko pričakovati, da bodo druge države tolerirale takšno intervencijo v svobodo trgov neke države in nadaljevale lastno politiko svobodnih trgov. Torej takšni ukrepi slej kot prej pomenijo prehod v protekcionizem.

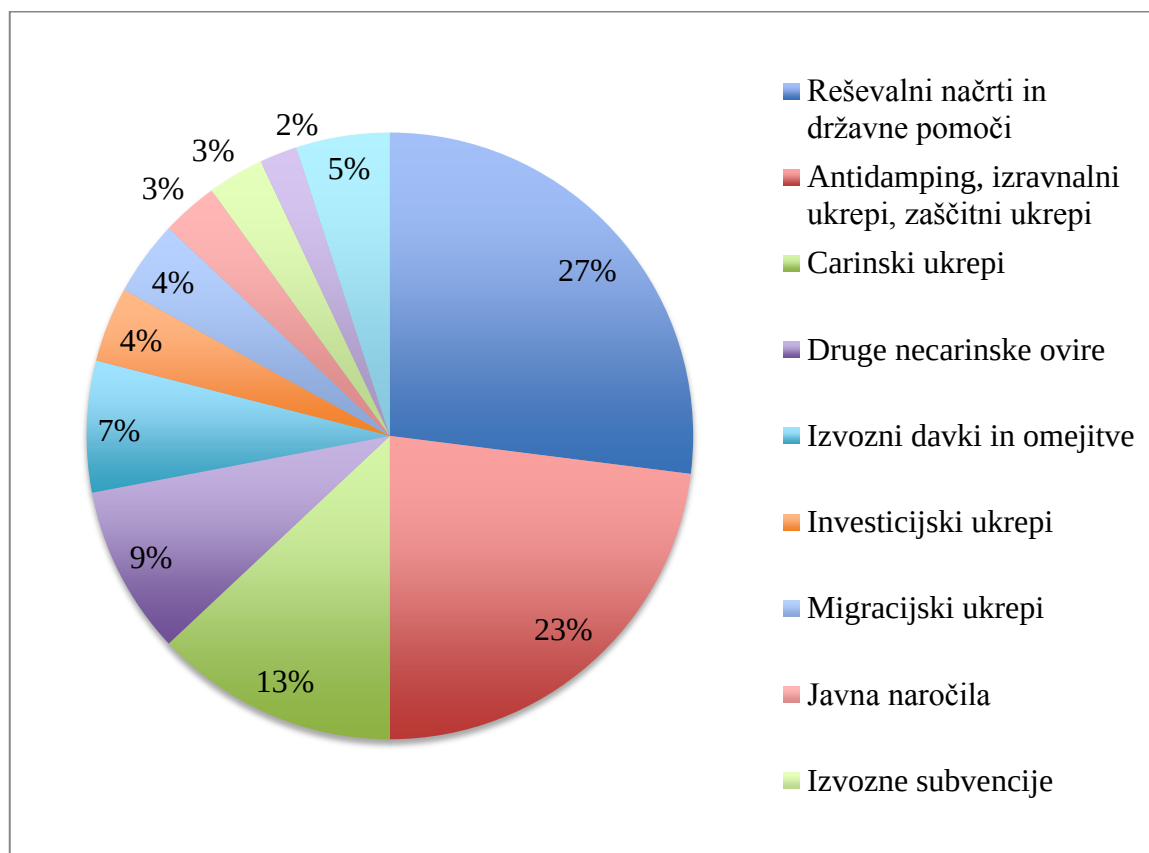
S krizo je svet doživel največjo »deglobalizacijo« po drugi svetovni vojni. Najbolj dramatična je bila v finančnem sektorju, saj so se mednarodni kapitalski tokovi v letu 2008 skrčili za 82 % (Boffa & Olarreaga, 2012, str. 1). Prizadeta je bila tudi mednarodna trgovina z blagom

in storitvami. Primerjava globalne finančne krize s krizo iz 30. letih prejšnjega stoletja je iz stališča obravnave protekcionizma neustrezna. Obstajala je namreč bistvena razlika. Po zlomu newyorške borze so bili takoj uvedeni strogi protekcionistični ukrepi. ZDA so leta 1929 sprejele Smooth-Hawleyjev carinski zakon, s katerim so uvedli 60-odstotne carine na več kot 3000 proizvodov, hkrati pa je vsaj 60 držav odgovorilo s povračilnimi ukrepi (Boffa & Olarreaga, 2012, str. 1). Povprečna svetovna carinska stopnja se je s tem podvojila, s čimer lahko vsaj deloma pojasnimo kar 70-odstotni padec svetovne trgovine do leta 1933.

Leta 2008 se to ni zgodilo. Zato je ustrežnejša primerjava s krizo v 70. letih, ko so gospodarski šoki prisili vlade v intervencijo. Uvedene so bile nove regulative finančnih trgov in trga dela, dodeljene so bile subvencije, sprejeti so bili fiskalni stimulacijski ukrepi in nadzor razmerja med cenami in plačami. Posledica je bil protekcionizem, ki naj bi domača podjetja ščitil pred tujo konkurenco. Novi protekcionizem in uravnavana trgovina sta zaznamovali 70. in 80. leta in upočasnili okrevanje po krizi. Za razliko od protekcionizma v 30. letih se novi protekcionizem ni izvajal kot trgovinska vojna vzajemnega višanja carinskih stopenj, postavljanja kvot in vodenja strogih politik menjalnega tečaja, pač pa se je kazal v bolj prefinjenih oblikah, ki ne vsebujejo višanja carin (Sally, 2010, str. 3). Protekcionizem se je pojavil v bolj »motni« obliki in takšne ukrepe je veliko težje opazovati.

Čeprav so bile posledice tradicionalnih protekcionističnih ukrepov mile, je porast novega protekcionizma bolj zaskrbljujoč. Med najpomembnejše ukrepe novega protekcionizma spadajo (Sally, 2010, str. 4): pritiski na banke, ki so bile deležne državne pomoči, da izvajajo svojo kreditno aktivnost doma, pritiski vlad in domačih regulatorjev, da se finančno trgovanje koncentrira doma, razglasitev nekaterih velikih finančnih ustanov za *»too big to fail«*, kar lahko deluje omejujoče na konkurenco in sproži pojav moralnega hazarda ter vladne subvencije, predvsem avtomobilski industriji. Drugi netradicionalni protekcionistični ukrepi so še (Sally, 2010, str. 4): omejitve na javnih razpisih, propagiranje kupovanja domačega blaga, omejitve delavskih migracij, omejitve na področju tujih neposrednih investicij oziroma t. i. investicijski nacionalizem in protekcionizem preko dviga standardov za uvozno blago. Standardi za tehnično blago in prehrano so se v obdobju krize zaostрили. Takšno zaostrovanje standardov se uvaja tudi pod pretvezo varovanja pred klimatskimi spremembami in se izvaja v obliki carin na izpuste toplogrednih plinov. Nevarnost, da se ukrepi novega protekcionizma razširijo na vso mednarodno trgovino, je večja tudi zato, ker teh ukrepov pravila WTO ne zajemajo in jih zato tudi ne regulirajo.

Slika 5: Struktura protekcionističnih ukrepov držav G20 po prvem kriznem sestanku skupine novembra 2008



Vir: S.J. Evenett, The Landscape of crisis-era protectionism, 2012, str. 37.

Implementacija ukrepov novega protekcionizma v obdobju finančne krize se običajno opravičuje iz naslednjih vzrokov (Gregory, Henn, McDonald & Saito, 2010, str. 16):

- Zaščita pred rastjo uvoza; v obdobju krize se države poslužujejo tudi dampinga. Države uvoznice se zato srečujejo z nevarnostjo hitrorastočih tržnih deležev uvoženega blaga. Posledica je rast brezposelnosti, zato javno mnenje od politike običajno zahteva (proti)ukrepe, ki bi zaščitili oziroma stimulirali domačo proizvodnjo.
- Rast brezposelnosti²¹; odločevalci se srečujejo s političnimi pritiski, ki so povezani z ohranjanjem delovnih mest. Protekcionistični ukrepi, ki naj bi ublažili domačo brezposelnost, se običajno izvajajo najdlje, saj je tudi po okrevanju gospodarstva, ko to že dosega rast, trg delovne sile še vedno v krizi in njegovo okrevanje je zamaknjeno v prihodnost.

²¹ Ekonometrične študije so pokazale močno statistično povezanost med naraščajočo brezposelnostjo in protekcionističnimi ukrepi. Analiza podatkov na primeru ZDA med letoma 1980 in 1995 je pokazala, da rast brezposelnosti za 1 odstotno točko povzroči pričakovan pojav 54 novih protekcionističnih obtožb zoper gospodarske subjekte v državi (Erixon et al., 2010, str. 17).

- Visoke cene (osnovnega) blaga; države obdavčijo ali omejijo izvoz tega blaga, da bi s tem povečali domačo ponudbo in znižali cene na domačem trgu.
- Hitra apreciacija valute; z apreciacijo se srečujejo predvsem nekatera gospodarstva v razvoju oziroma hitrorastoči trgi. Države zato posegajo v politiko proste trgovine, da bi preprečile padec konkurenčnosti domačega gospodarstva.
- Povečevanje globalnega neravnotežja; država skuša zmanjšati deficit tekočega računa plačilne bilance. Dokazov, da bi protekcionistični ukrepi dejansko odpravljali takšna neravnotežja, ni. Posledica je le počasnejša rast.
- Povračilni ukrepi; gre za najnevarnejši vzrok za protekcionistične ukrepe, saj le-ti povzročijo »domino efekt«.

Za kvantitativno oceno novega protekcionizma na mednarodno trgovino je nujna vpeljava nove mere, ki bo omogočala izločitev vplivov preostalih šokov, ki so nastali kot posledica globalne finančne krize (Gregory et al., 2010, str. 13). Henn in McDonald (v Gregory et al., 2010, str. 13–14) preučujejo gibanje trgovane količine vsakega od proizvodov v vsakem od časovnih obdobj posebej, da bi ločili negativne vplive protekcionizma od negativnih vplivov preostalih šokov, in pri tem primerjajo, kako se je gibala raven mednarodne trgovine v tistih bilateralnih trgovinskih odnosih, v katerih so bili uvedeni protekcionistični ukrepi relativno glede na tiste bilateralne trgovinske odnose, ki teh ukrepov niso bili deležni. Model²² z vpeljavo fiksnih učinkov upošteva druge determinante, ki bi lahko vplivale na trgovinske tokove poleg protekcionističnih ukrepov. Te determinante so (Gregory et al., 2010, str. 15): spremembe v povpraševanju po nekaterih proizvodih, spremembe dohodkov posameznih držav in determinante, kot so spremembe bilateralnih deviznih tečajev, razlike v stopnjah inflacije in razlike v stroških transporta med posameznimi državami.

Ekonometrična analiza z visoko stopnjo statistične značilnosti kaže, da imajo ukrepi novega protekcionizma negativne vplive na analizirane trgovinske tokove. Analize predvidevajo, da so ukrepi novega protekcionizma v približno 8,5 % primerov povezani z motnjami trgovinskih tokov, vendar je del teh 8,5 % treba pripisati tudi drugim trgovinskim determinantam. Če v analizi upoštevamo še te druge determinante, lahko z ukrepi novega protekcionizma pojasnimo okoli 3 % motenj trgovinskih tokov (Gregory et al., 2010, str. 15). Podatki še kažejo, da je omejevanje uvoza povezano z 2,5 odstotnim padcem uvoza, izvozne spodbude so povečale izvoz za 9,5 %, izvoznim omejitvam pa lahko pripišemo 2,5 % padca izvoza (Gregory et al., 2010, str. 21–22). Rezultati se nanašajo na agregatne tokove, trgovina z nekaterimi specifičnimi proizvodi je bila prizadeta občutno bolj.

²² Henn in McDonald (v Gregory et al., 2010, str. 21) izhajajo iz sledeče enačbe:

$$\Delta \ln(Imports_{ijpt}) = TVFE + \Delta(ProtDummy_{ijpt}) + \varepsilon_{ijpt},$$

pri čemer je $\Delta \ln(Imports_{ijpt})$ 12-mesečna sprememba logaritma izvoza, TVFE predstavlja enega ali več fiksnih učinkov, $\Delta(ProtDummy_{ijpt})$ je indikator (med 0 in 1) za opazovanje protekcionističnih ukrepov (spremenljivka ima vrednost -1 v primeru, če določen ukrep podpira trgovino, na primer izvozne subvencije), ε_{ijpt} predstavlja popravek napake.

Ekonomski strokovnjaki so si večinoma enotni, da protekcionizem ni rešitev, ki bo države popeljala iz krize. Prav nasprotno. Rešitve lahko države iščejo predvsem v protikriznem izvajanju makroekonomskih, finančnih in socialnih politik, ki lahko uspešneje rešujejo vprašanja recesije, kreditnih krčev in brezposelnosti. Dosledna implementacija teh politik bo zmanjšala politični pritisk po izvajanju protekcionističnih ukrepov. Najuspešnejše orodje zoper naraščajoči novi protekcionizem bi bilo oblikovanje okvirja, ki bi omogočil dokončanje Doha runde o liberalizaciji svetovne trgovine. Potrebna bi bila predvsem pobuda voditeljev držav skupine G20 in APEC-a. Prav tako bo potreben medvladni dogovor o vzpostavitvi nadzornega mehanizma, ki bo sposoben odkrivanja ukrepov novega protekcionizma ter bo deloval pod okriljem WTO in v sodelovanju z IMF. Zavest o tem, da bodo trgovinski partnerji neke države nemudoma seznanjeni z njenimi eventualnimi protekcionističnimi ukrepi, bo prisilila državni vrh v tehten premislek, ali se sprejetje takih ukrepov dejansko izplača (Baldwin & Evenett, 2008, str. 2).

Sklenem lahko z ugotovitvijo, da do velikega porasta klasičnih protekcionističnih ukrepov, kot smo jim bili priča v obdobju velike depresije v 30. letih prejšnjega stoletja, ni prišlo. Učinek teh ukrepov je toliko manjši zato, ker so bili uvedeni predvsem v sektorjih, ki so bili zaščiteni že prej (kmetijstvo, tekstilna industrija, železarstvo). Glavno orodje klasičnega protekcionizma, ki so se ga posluževale zahodne države (predvsem EU in ZDA), je bil antidamping, ki pa skupne ravni protekcionizma občutno ni dvignil. Ekonometrične analize kažejo, da lahko z ukrepi klasičnega protekcionizma pojasnimo okoli 2 % skupnega padca mednarodne trgovine v obdobju globalne krize (Kee et al., 2010, str. 4). Nevarnejšo obliko protekcionizma v obdobju krize pa so predstavljali ukrepi t. i. novega protekcionizma, ki so se kazali predvsem v obliki reševalnih načrtov prizadetih finančnih institucij in v fiskalnih stimulacijskih svežnjih. Teh ukrepov vladnega intervencionizma pravila WTO ne zajemajo in zato ne regulirajo. Kljub temu pa lahko z ukrepi novega protekcionizma pojasnimo med 3 in 8 % skupnega upada mednarodne menjave v obdobju krize (Gregory et al., 2010, str. 15).

Če prevladuje enotno mnenje o omejenem negativnem učinku ukrepov t. i. novega protekcionizma, pa so mnenja o vplivih faktorjev na strani povpraševanja oziroma faktorjev na strani ponudbe bolj deljena.

4.2 Dejavniki na strani povpraševanja

Šok na strani povpraševanja predstavlja neki nenadni dogodek, ki povzroči začasno povečanje ali zmanjšanje povpraševanja po blagu in storitvah. Pojavljajo se zaradi sprememb v preferencah potrošnikov, povezani pa so tudi z drugimi dejavniki povpraševanja, kot je cena komplementarnega blaga in substitutov. Ločimo pozitivne in negativne ter notranje in zunanje šoke povpraševanja. Negativni šoki povpraševanja zmanjšajo porabo blaga, potrošniki, ki pa še vedno ostajajo na trgu, pa za blago plačujejo manj. Na drugi strani pa pozitivni šoki povzročijo, da potrošniki trošijo več, cene blaga pa rastejo. V primeru finančne krize imamo opravka z negativnimi šoki povpraševanja. Zunanji šoki povpraševanja nastajajo zunaj

gospodarstva neke države. Tipičen primer je recesija najpomembnejšega trgovinskega partnerja. Takšen šok bo povzročil padec agregatnega povpraševanja po blagu in storitvah države izvoznice ter posledično zmanjšal izvoz. Šoke povpraševanja lahko povzročijo tudi domači šoki. Vzroki za domače šoke povpraševanja so bodisi zmanjšano domače povpraševanje po domačem blagu zaradi padca blaginje bodisi slaba makroekonomska politika države, kar se kaže v spremembi inflacije in obrestnih mer ter posledično zmanjšani investicijski aktivnosti. Padec *outputa* ima dve pomembni družbeni posledici: naraščajočo brezposelnost in padec prihodkov.

Številni dejavniki v gospodarstvu lahko neposredno vplivajo na načrtovane izdatke, tudi izdatke za uvoženo blago, to pa kot šok na strani ponudbe posredno vpliva tudi na mednarodno trgovino:

- šoki, kot so brezposelnost, varčevanje, nezaupanje, spremembe v plačah in profitih prizadenejo izdatke gospodinjstev in podjetij;
- količina likvidnih sredstev in dostop do zunanjih virov financiranja;
- spremembe cen nepremičnin, delnic in obveznic;
- količina investicijskega kapitala;
- spremembe količine javnih izdatkov in političnega okolja;
- težave najpomembnejših trgovinskih partnerjev;
- številni posredni dejavniki, kot so obrestne mere, davčne stopnje in devizni tečaji.

Obstajajo trije temeljni argumenti, s katerimi zagovorniki prevladujočega vpliva šokov povpraševanja na mednarodno trgovino v obdobju finančne krize argumentirajo svoje stališče:

- jasni dokazi, da na gibanje mednarodne trgovine v agregatnem smislu vplivajo kakršni koli ponudbeni šoki, ne obstajajo;
- finančna kriza je imela negativni vpliv tako na količine kot tudi na cene trgovanega blaga;
- padec izvoza in uvoza ni sistematično odstopal od padca prometa podjetij in povpraševanja na trgih vmesnega blaga.

4.2.1 Pomanjkanje dokazov o šokih na strani ponudbe

Nekatere analize dokazujejo pomanjkanje jasnih dokazov, da na gibanje mednarodne trgovine vplivajo šoki na strani ponudbe ter poudarjajo izključni pomen šokov na strani povpraševanja. Med najbolj razširjenimi je študija Levchenko, Lewis in Tesar (2010b, str. 1–2), ki na vzorcu neagregiranih podatkov uvoza in izvoza ZDA ugotavlja, da je zelo malo dokazov, da bi finančni dejavniki dejansko vplivali na dinamiko mednarodne menjave v obdobju krize. Metodološki argument temelji na spoznanju, da je empirično skoraj nemogoče izolirati vplive finančnih omejitev na upad trgovine. Temu naj bi botrovali trije vzroki (Levchenko et al., 2010b, str. 1–2). Prvič, težko je ugotoviti, ali je upad kreditne aktivnosti posledica omejitev na strani ponudbe (banke ne izdajajo kreditov ali pa so ti zelo dragi) ali omejitev na strani

povpraševanja (število izdanih kreditov je manjše, ker podjetja zaradi padca povpraševanja po njihovem blagu na tujih trgih potrebujejo manj zunanega kapitala). Drugič, čeprav lahko opazujemo stopnjo odvisnosti podjetij od zunanega kapitala, pa je na drugi strani skoraj nemogoče pridobiti natančne podatke o stroških kreditov, ki so povezani z mednarodnim trgovanjem. Tretjič, upoštevajoč velik pomen multinacionalnih podjetij v mednarodni menjavi, se postavlja vprašanje, ali ta podjetja najemajo kredite tudi za trgovanje z blagom iz svojih podružnic ter za trgovanje z dolgoročnimi partnerji in v kolikšni meri se ti finančni tokovi izkazujejo na bilancah stanja.

Levchenko et al. (2010b, str. 2–3) izhajajo iz delovne hipoteze, da če finančni faktorji vplivajo na upad mednarodne trgovine ZDA, potem morajo imeti finančne omejitve v določenih sektorjih večji vpliv. Ugotavljajo, da obstajajo samo zelo šibki in posredni dokazi o tem, da naj bi imeli finančni dejavniki (financiranje trgovine) vpliv na mednarodno trgovino. Bistveni pri tem naj bi bili štirje argumenti, ki temeljijo na tem, da mednarodna trgovina ni bila relativno bolj prizadeta v naslednjih sektorjih:

- V sektorjih, ki so bolj odvisni od trgovinskih kreditov.

Izhodiščne hipoteze, da zaradi kreditnega krča podjetja svojim dobaviteljem niso bila več pripravljena ali sposobna zagotavljati trgovinskih kreditov, ni bilo mogoče potrditi (Levchenko et al., 2010b, str. 4). Za testiranje te hipoteze sta bila izpeljana dva koeficienta intenzivnosti mednarodne trgovine: razmerje med obveznostmi do dobaviteljev in proizvodnimi stroški proizvedenih proizvodov ter razmerje med terjatvami do kupcev in prodajo. Če bi bila uvoz in izvoz odvisna od trgovinskih kreditov, potem bi pričakovali negativna koeficienta. Ekonometrična analiza pokaže, da ni dokaza, da bi v sektorjih, ki so bolj odvisni od financiranja trgovine, beležili bolj občuten padec trgovinskih tokov (Levchenko et al., 2010a, str. 17). Pri uvozu v ZDA ni statistične značilnosti, medtem ko na izvozni strani prav tako ni statistične značilnosti za spremenljivko »obveznosti do dobaviteljev«, medtem ko je spremenljivka »terjatve do kupcev« statistično značilna, a z »napačnim« predznakom (torej so sektorji, ki so močno odvisni od trgovinskih kreditov, beležili manjši padec izvoza) (Levchenko et al., 2010b, str. 7).

- V sektorjih, ki so bolj odvisni od zunanega financiranja in posedujejo manj opredmetenih sredstev za sekundarno zavarovanje.

Odvisnost od zunanega financiranja lahko definiramo kot delež investicij, ki niso financirane iz trenutnega denarnega toka. Če zunanje financiranje predstavlja pomemben faktor pri padcu mednarodne trgovine v obdobju finančne krize, potem je trgovina v sektorjih, ki so bolj odvisni od zunanega financiranja, beležila večji upad. Podobna mera odvisnosti od zunanega financiranja je tudi količina opredmetenih sredstev kot delež celotnih sredstev. Podjetja z več opredmetenimi sredstvi naj bi lažje dostopala do finančnih trgov. Vendar analiza ne pokaže statistično značilnih vplivov zunanega financiranja na izvoz ali uvoz (Levchenko et al.,

2010b, str. 7). Na drugi strani je količina opredmetenih sredstev statistično značilna, vendar z »napačnim« predznakom. Sektorji z več opredmetenimi sredstvi so beležili večji upad mednarodne trgovine.

- V sektorjih, v katerih prevladujejo trgovinske partnerice, ki jih je kriza močneje prizadela.

Skladno s hipotezo naj bi bil padec mednarodne trgovine nadpovprečen s tistimi državami, ki so imele bolj izrazite finančne težave. Količina bilateralne menjave je ovrednotena s koeficientom, ki temelji na medbančnih obrestnih merah. Pričakujemo negativni koeficient, saj naj bi slabše kreditne razmere v državi partnerici pomenile večji padec bilateralne mednarodne menjave. Analiza ne pokaže statistične značilnosti za uvoz, pokaže pa statistično značilnost za izvoz, vendar v nasprotju s hipotezo, saj se je izvoz v države z večjimi kreditnimi omejitvami celo povečal (Levchenko et al., 2010b, str. 7).

- V sektorjih z nižjo znotrajpodjetniško trgovino.

Financiranje trgovine kot metoda za zavarovanje pred neizpolnjevanjem obveznosti naj bi izgubilo na pomembnosti, če je trgovina znotrajpodjetniška. Takšno hipotezo lahko preverimo v regresiji trgovine v posameznem sektorju in deleža znotrajpodjetniške trgovine v tem sektorju. Sektorji z višjim deležem znotrajpodjetniške trgovine naj bi v obdobju krize beležili manjši padec mednarodne trgovine, zato pričakujemo pozitivni koeficient, vendar pa analiza ne pokaže statistične značilnosti (Levchenko et al., 2010b, str. 7–8).

Klub temu pa obstajajo določeni dokazi, da je bila mednarodna trgovina bolj prizadeta v sektorjih, v katerih transport traja dlje časa (Levchenko et al., 2010b, str. 3), to nakazuje določen pomen financiranja trgovine. Če čas, ki je potreben, da je neko blago dostavljeno, pozitivno korelira s financiranjem trgovine, potem pričakujemo, da se bo financiranje trgovine povečalo z večanjem razdalje in trajanjem transporta (Levchenko et al., 2010b, str. 5). Trajanje transporta ni statistično značilno za izvoz, medtem ko za uvoz obstaja šibka korelacija. Sektorji, v katerih transport traja dlje časa, beležijo večji upad uvoza. Povprečna razdalja ni statistično značilna, zato pa je statistično značilen način transporta²³. Sektorji, ki se poslužujejo bodisi ladijskega bodisi cestnega transporta ali transporta po cevovodih, so beležili močnejši upad od tistih, ki so se posluževali zračnega transporta (Levchenko et al., 2010b, str. 8).

Študija avtorjev Levchenko et al. (2010a in 2010b) je naletela na kritike zaradi treh ključnih pomanjkljivosti.

²³ Pri tem obstaja problem interpretacije, saj lahko na podlagi dveh dejstev sklepamo, da je transport mednarodni trgovini endogena spremenljivka. Prvič, izvozniki prilagajajo metode transporta gibanjem povpraševanja in, drugič, metode transporta močno korelirajo z vrsto blaga (na primer avtomobilska industrija, ki je prispevala znaten delež k upadu mednarodne trgovine v obdobju krize, se vselej poslužuje »počasnejših« vrst transporta in nikoli zračnega transporta).

Prva pomanjkljivost je v interpretaciji in se tiče korelacije med odvisnostjo od zunanjega financiranja in dinamiko mednarodne trgovine v obdobju krize. Levchenko et al. (2010a in 2010b) ne najdejo povezave med zunanjim financiranjem in gibanjem uvoza v ZDA. Za to obstaja preprosta razlaga. Razlog, zakaj vrednost uvoženega blaga ni upadla relativno bolj v sektorjih, ki so bolj odvisni od zunanjega financiranja, tiči v dejstvu, da so se cene v sektorjih, ki so bolj odvisni od zunanjega financiranja, zvišale precej bolj kot v drugih sektorjih (Ahn, Amiti & Weinstein, 2011, str. 299). Višje uvozne cene so kompenzirale količinski upad in povzročile rast skupne vrednosti uvoza, kar daje vtis, da vpliva zunanjega financiranja ni bilo.

Druga se nanaša na neustrezno interpretacijo financiranja trgovine znotraj nabavne verige, saj so raziskave pokazale, da bančni krediti in trgovinski krediti v obdobju krize niso substituti (glej poglavje 4.3.3.4).

Tretja pomanjkljivost pa je metodološke narave in se nanaša na korelacijo med financiranjem trgovine in gibanjem mednarodne trgovine (Ahn et al., 2011, str. 299). Levchenko et al. (2010a in 2010b) ocenijo odvisnost mednarodne trgovine od financiranja trgovine. Za ta namen skušajo ugotoviti, ali so bili sektorji z višjim koeficientom med terjatvami do kupcev in prodajo prizadeti relativno bolj. Težava takšnega metodološkega pristopa je v tem, da ima financiranje trgovine dvoumni učinek na omenjeni koeficient. Več financiranja trgovine omogoči podjetjem, da financirajo svoje terjatve do kupcev, hkrati pa številni instrumenti financiranja trgovine (kot so akreditivi) omogočajo izvoznikom, da umaknejo trgovinske kredite iz bilanc stanja v zameno za diskontirana predplačila (Ahn et al., 2011, str. 299–300).

4.2.2 Cene in količine trgovanega blaga

Odgovor na vprašanje, ali je padec mednarodne trgovine primarno posledica padca cen ali zmanjšanja količin, ni ključen samo za razumevanje gibanja ravni mednarodne menjave, pač pa tudi in predvsem za razumevanje vzrokov recesije. Tako cene kot količine trgovanega blaga so se, gledano agregatno, v ZDA in EU občutno znižale (Haddad, Harrison & Hausman, 2010, str. 4). To kaže na pravilnost tistih, ki trdijo, da so vzroki za negativno gibanje rasti mednarodne trgovine v obdobju krize krivi predvsem sinhronizirani šoki na strani povpraševanja.

Vendar so takšne ugotovitve, da pri vplivu finančne krize na mednarodno trgovino prevladujejo predvsem šoki na strani povpraševanja, precej nepremišljene in enostranske, saj ne upoštevajo pomembnih razlik med samim blagom. Če postavimo ločnico med proizvedenim blagom in osnovnimi surovinami, se slika spremeni. Medtem ko so osnovne surovine beležile občuten padec cen, potem ko je počil cenovni balon, ki je nastal pred krizo, pa se je izvoz proizvedenega blaga sicer zmanjšal, ni se pa zmanjšala tudi njegova cena (Haddad et al., 2010, str. 4). Prav nasprotno, cene so v večini celo narasle, predvsem v tistih proizvodnih sektorjih, ki so močno odvisni od zunanjega financiranja. Rast cen velja predvsem za blago, uvoženo iz držav v razvoju. Torej opazimo, da v sektorju proizvedenega

blaga obstajajo številni dokazi, da imajo pomemben vpliv na gibanje mednarodne trgovine tudi šoki na strani ponudbe, predvsem omejitve v kreditiranju zaradi težav finančnega sektorja.

Z analizo uvoza v ZDA, države EU, Indonezijo in Brazilijo vseh njihovih trgovinskih partnerjev (v obdobju prve polovice leta 2008 in prve polovice leta 2009; druga polovica leta 2008 je izpuščena zaradi odprave vpliva sezonskih gibanj) lahko ugotavljamo vpliv šokov na strani ponudbe in povpraševanja na padec mednarodne trgovine (Haddad et al., 2010, str. 3). V ta namen je na nivoju proizvoda treba »razbiti« padec trgovine na spremembe v cenah in količinah ter na vstopne na tržišče in izstopne z njega. Agregatni podatki kažejo na padec števila novih proizvodov v mednarodni trgovini, na povečano izstopanje iz mednarodnih trgov in predvsem zmanjšanje količine blaga, s katerimi se je še naprej trgovalo. Cenovni učinek je bil v ZDA, EU in Indoneziji negativen, v Braziliji pa pozitiven. Negativni cenovni učinki se pojavljajo pri trgovinskih partnerjih z visokimi in srednjimi prihodki, trgovina s partnerji z nizkimi dohodki pa skoraj ni bila prizadeta. Največ vrednosti je bilo izgubljeno zaradi padca količine že trgovanega blaga (angl. *intensive margin of trade*), manjši padec vrednosti pa je posledica izstopanja produktov in izvoznikov z mednarodnega trga (angl. *extensive margin of trade*). Upad števila bilateralno trgovanih produktov v začetku oktobra 2008 beležimo v ZDA, Indoneziji in Braziliji, medtem ko EU padca ni beležila. Padec je večji v Indoneziji in Braziliji (10 %) in pol manjši v ZDA. Vsi opazovani subjekti so beležili občuten padec vrednosti uvoza, ki je znašal med eno četrtno in eno tretjino (Haddad et al., 2010, str. 10).

Če te agregirane podatke razbijemo na vstopne in izstopne (angl. *extensive margin of trade*) in na cene ter količine (angl. *intensive margin of trade*) ter ZDA in EU združimo v eno skupino držav, Brazilijo in Indonezijo pa v drugo, ugotovimo, da se je vrednost uvoza v ZDA in EU skupno zmanjšala za 1 bilijon dolarjev ali 25,2 % (Haddad et al. 2010, str. 11). Iz tabele 5 lahko razberemo, da so učinki zmanjšanja količine trgovanega blaga (angl. *intensive margin of trade*) precej močnejši od učinkov, ki so posledica izstopov produktov ali izvoznikov z mednarodnega trga (angl. *extensive margin of trade*). Količinski padec je bil najmočnejši in je znašal 63 % skupnega upada vrednosti uvoza v ZDA in EU. Padec cen je prispeval približno 22 %. Neto vstopi na mednarodni trg pa so imeli negativen učinek le v višini 2,4 % skupnega upada vrednosti uvoza v obravnavane države. Na drugi strani je v opazovanem obdobju uvoz v Brazilijo in Indonezijo upadel za 25 milijard dolarjev ali 18,9 %. Znova so prevladovali negativni učinki, ki so posledica zmanjšanja količin trgovanega blaga. Cenovni učinek je bil celo pozitiven in je nekoliko ublažil močan padec zaradi količinskega učinka. Izstopi z mednarodnega trga so prispevali 5,3 % skupnega upada trgovine (Haddad et al., 2010, str. 12). Rezultati na obeh skupinah držav jasno kažejo, da je imel ključno vlogo pri upadu svetovne trgovine v obdobju krize močan upad količine že trgovanega blaga. Izstopi produktov ali izvoznikov s svetovnega trga so imeli precej manjši vpliv.

Tabela 5: Cene in količine trgovanega blaga v obdobju krize

ZDA in EU	Število trgovanih produktov	Povprečna sprememba vrednosti, milijoni dolarjev	Celotna sprememba vrednosti, milijarde dolarjev	Sprememba vrednosti v letu 2008 v %	Sprememba vrednosti v celotnem opazovanem obdobju v %
Novi produkti	383975	0,17	65,77	1,6	-6,5
Izstopi produktov	434448	-0,21	-90	-2,2	8,9
Cenovni učinek	881780	-0,25	-219,79	-5,5	21,6
Količinski učinek	881780	-0,73	-642,43	-15,9	63,3
Blago, ki se še naprej trguje, a cen ali količin ni mogoče opazovati	538289	-0,24	-128,8	-3,2	12,7
Skupaj			-1015,25	-25,2	100
Brazilija in Indonezija	Število trgovanih produktov	Povprečna sprememba vrednosti, milijoni dolarjev	Celotna sprememba vrednosti, milijarde dolarjev	Sprememba vrednosti v letu 2008 v %	Sprememba vrednosti v celotnem opazovanem obdobju v %
Novi produkti	22626	0,21	4,75	3,5	-18,7
Izstopi produktov	27219	-0,22	-6,09	-4,5	-24
Cenovni učinek	59253	0,06	3,33	2,5	-13,1
Količinski učinek	59253	-0,42	-24,95	-18,5	98,4
Blago, ki se še naprej trguje, a cen ali količin ni mogoče opazovati	18126	-0,13	-2,41	-1,8	9,5
Skupaj			-25,36	-18,9	100

Vir: M. Haddad et al., *Decomposing the Great Trade Collapse: Products, Prices, and Quantities in the 2008–2009 crisis*, 2010, str. 36.

Sprememba vrednosti celotnega uvoza je seštevek sprememb štirih spremenljivk: cene, količine, vstopov in izstopov. Enako velja za vsakega posameznega trgovinskega partnerja. Haddad et al. (2010, str. 13) v regresijski analizi ugotavljajo vpliv vsake od omenjenih spremenljivk na dinamiko trgovine, pri čemer trgovano blago razdelijo na surovine in proizvedeno blago. Celotna sprememba vrednosti uvoza je negativna za vse države, razen za Brazilijo v kategoriji uvoza proizvedenega blaga (uvoz je zrasel za 4 %). Gledano ves uvoz agregatno, so rezultati regresije kvantitativno podobni rezultatom v tabeli 5, vendar določene razlike so. Izhajajo iz dejstva, da regresija zajame povprečje vseh trgovinskih partnerjev. Rezultati kažejo, da je cenovni učinek vplival na 36 % skupnega zmanjšanja mednarodne trgovine ZDA, količinski učinek 57 %, učinek vstopov oziroma izstopov s trga pa zgolj 1 %. V primeru EU in Indonezije je prav tako ključen količinski učinek, v primeru Brazilijske pa cenovni. Znova se na primeru agregatnih podatkov potrdi hipoteza zagovornikov odločilnega vpliva šokov na strani povpraševanja na upad mednarodne trgovine v času globalne krize, saj

analiza zazna tako negativna gibanja količin trgovanega blaga kot negativno gibanje cen. Z upoštevanjem heterogenosti sektorjev pa lahko obravnavan problem vidimo v drugačni luči. Ob razdelitvi mednarodne trgovine na surovine in proizvedeno blago vidimo, da so se tudi v sektorju proizvedenega blaga trgovane količine močno zmanjšale. Ključnega pomena je ugotovitev, da so se v vseh štirih opazovanih državah cene tega blaga zvišale²⁴ (izjema so cene blaga, ki je bilo v ZDA in EU uvoženo iz držav podsaharske Afrike). V ZDA, EU in Indoneziji je bilo to zvišanje premalo izrazito, da bi uspelo nevtralizirati vplive padca količine trgovanega blaga. V Braziliji se je vrednost uvoza proizvedenega blaga celo povečala, čeprav so se količine zmanjšale, to kaže na znatno povečanje cen tega blaga. Dokazi, ob predpostavki heterogenosti trgovanega blaga, so skladni s hipotezo o močnem vplivu šokov na strani ponudbe. Do podobnih ugotovitev pridejo tudi Levchenko et al. (2010, str. 7–9), ki dokažejo, da upad trgovine dejansko reflektira upad količine (torej govorimo o realnem upadu). Izjema so proizvodi, vezani neposredno na osnovne surovine (predvsem na nafto in premog), katerih cena je močno padla zaradi upada svetovnega povpraševanja.

Preučevanje razlik med diferenciranim in nediferenciranim blagom (na primeru ZDA) je mogoče v primeru opazovanja mikropodatkov gibanja cen ameriškega izvoza in uvoza. Iz analize teh podatkov lahko izluščimo tri temeljne ugotovitve (Gopinath, Itskhoki & Neiman, 2011, str. 1–2, 18). Prvič, medtem ko so v dolarjih izražene cene nediferenciranega blaga, tako uvoznega kot izvoznega, padle za 17 %, pa so se cene diferenciranega blaga v povprečju znižale za manj kot 1 % (Gopinath et al., 2011, str. 1–2, 18). Močan upad mednarodne trgovine z diferenciranim blagom je tako povsem kvantitativen fenomen. Drugič, mednarodna trgovina s trajnimi diferenciranimi proizvodi je beležila večji padec kot z netrajnimi, vendar pa so cene tako trajnih kot netrajnih diferenciranih proizvodov beležile enak minimalni padec, 1 % ali manj. Občuten padec so beležili le trgovina s surovinami in sektorji v katerih so surovine ključni input (predvsem cene na vmesnih trgih) (Gopinath et al., 2011, str. 1–2, 18). In tretjič, spremembe v pogostosti in kvantiteti spreminjanja cen, tudi diferenciranja blaga, sovpadajo z začetkom krize. Velikost prilagajanj cen in delež blaga, katerega cene so se spreminjale, sta v obdobju močnega upada mednarodne trgovine naraščala. Delež blaga, katerega cena se je znižala, je naraščal, delež blaga, katerega cena se je povišala, pa se je zniževal (Gopinath et al., 2011, str. 1–2, 18). Vendar pa so bile te spremembe kvantitativno premajhne, da bi se izražale v znatnem agregatnem padcu cen diferenciranega blaga.

Izvozne cene nekmetijskega blaga so v ZDA v prvih nekaj kvartalih po propadu banke Lehman Brothers beležile največjo relativno rast v zadnjih desetih letih. Tudi v Evropi so cene izvoznega blaga glede na blago na domačem trgu relativno naraščale. Japonska, ki je z 20-odstotnim upadom mednarodne trgovine beležila največji padec izmed vseh držav OECD, je prav tako beležila rast cen izvoznega blaga relativno glede na cene proizvajalcev, ki nastopajo samo na domačem trgu (Ahn et al., 2011, str. 300). Dejstvo, da so se v ZDA, EU in na Japonskem, ki predstavljajo 51 % vsega svetovnega izvoza, cene izvoznega blaga relativno

²⁴ Levchenko et al. (v Ahn et al., 2011, str. 300) ugotavljajo, da je uvoz avtomobilov beležil rast cen, čeprav je bila avtomobilska industrija v času krize ena najbolj prizadetih.

povišale, kaže na to, da so se izvozniki soočali z večjimi šoki na strani ponudbe kot proizvajalci na domačem trgu. Behrens, Corcos in Mion (2010, str. 22–23) na podlagi analize mednarodne trgovine Belgije ugotovijo, da je imel cenovni učinek le minimalno vlogo pri kolapsu mednarodne trgovine.

Največje odstopanje od spoznanja, da je za padec mednarodne trgovine ključen količinski učinek, predstavljajo države izvoznice nafte (OPEC). Te države (Saudska Arabija, Venezuela, Irak, Alžirija, Angola in Rusija) beležijo nadpovprečno močan cenovni učinek ter posledično močno podpovprečen količinski učinek (Haddad et al., 2010, str. 14). Pri pomembnih svetovnih izvozniki, za katere je značilen močan industrijski sektor (Nemčija, Japonska, Združeno kraljestvo, Italija, Francija, Južna Koreja, Tajvan, Malezija), nadpovprečno prevladuje količinski učinek (Haddad et al., 2010, str. 14).

4.2.3 Elastičnost povpraševanja po uvozu

Po mnenju Bussiere, Callegari, Ghironi, Sestier in Yamano (2010) igrajo sestavne komponente povpraševanja po uvoznem blagu ključno vlogo pri dinamiki mednarodne trgovine. Alternativno metodologijo za določanje elastičnosti povpraševanja po uvozu predstavljajo izračuni trgovinske intenzivnosti posameznih komponent agregatnega povpraševanja po uvozu. Nova mera agregatnega povpraševanja po uvoženem blagu je tehtano povprečje komponent agregatnega povpraševanja po uvozu. Te komponente so izvoz, investicije ter javna in zasebna potrošnja. Ta mera močno korelira z BDP-jem, a tudi izkazuje večjo volatilnost²⁵. Tako elastičnost agregatnega povpraševanja po uvozu blaga glede na elastičnost agregatnega povpraševanja ni več omejena na 1 (Bussiere et al., 2010, str. 2). Najbolj prociklične komponente povpraševanja po uvoznem blagu imajo močan vpliv na mednarodno trgovino in ti komponenti sta izvoz in investicije. Preostale komponente (javna in zasebna potrošnja) imajo precej manjši vpliv.

Torej naj bi mednarodna trgovina v obdobju globalne finančne krize beležila močan padec zaradi globalnega padca povpraševanja, posebej zaradi padca najpomembnejše trgovinsko intenzivne komponente, investicij. Na drugi strani pa močna povezava med izvozom in uvozom v posameznih državah vodi do povečane internacionalizacije proizvodnje oziroma močne odvisnosti izvoznega sektorja od uvoznih *inputov*, kar je pripeljalo do simultane in nepredstavljivega kolapsa mednarodne menjave. Javna in zasebna potrošnja znatnejšega vpliva na gibanje mednarodne trgovine nista imeli. Prav obratno, javna potrošnja je v opazovanem obdobju finančne krize celo prispevala k povečanju uvoza, predvsem zaradi implementacij vladnih proticikličnih fiskalnih politik. Bussiere et al. (2010, str. 18–21) pridejo do teh ugotovitev z empiričnim preverjanjem možnosti, da z meritvami tehtanih komponent agregatnega povpraševanja po uvozu pojasnijo dinamiko uvoznih tokov. Z uporabo nove metodologije merjenja agregatnega povpraševanja po uvoženem blagu lahko

²⁵ Značilnost najbolj volatilnih komponent je v tem, da beležijo večji padec v obdobju kriz kot rast v obdobju konjunktur.

pojasnimo 67 % (za četrti kvartal leta 2008) oziroma 63 % (za prvi kvartal leta 2009) gibanja agregatnega uvoza v obdobju krize. Z uporabo BDP-ja kot mere so ti odstotki precej nižji, namreč 41 oziroma 23. Čeprav lahko s pomočjo izvoza in investicij pojasnimo večji delež upada uvoza, pa pomen spremenljivk med posameznimi državami niha do te mere, da je nemogoče določiti, katere države so beležile izvozno in katere investicijsko povzročen padec uvoza (Bussiere et al., 2010, str. 22).

Tudi drugačni metodološki pristopi teh ugotovitev ne negirajo. Bems, Johnson in Kim (2010) ter Eaton, Kortum, Neiman in Romalis (2011) dokažejo, da so šoki ključnih komponent agregatnega povpraševanja glavno gibalno dinamiko mednarodne trgovine. Bems et al. (2010, str. 24–25) uporabijo metodologijo dekompozicije BDP-ja na skupine dobrin (trajne in netrajne dobrine ter storitve) in ne na komponente agregatnega povpraševanja. Mednarodna razdrobljenost proizvodnje povečuje učinke šokov na strani povpraševanja, kar pojasnjuje, da je elastičnost povpraševanja glede na proizvodnjo večja od 1 (Bems et al., 2010, str. 24–25).

Tudi tukaj je treba izrecno poudariti, da ugotovitve avtorjev Bussiere et al. (2010) niso neskladne z ugotovitvami zagovornikov pomembnosti faktorjev na strani ponudbe, predvsem vpliva kreditnega krča. Prav obratno. Komponente povpraševanja, ki so najbolj občutljive na kreditne razmere, izkazujejo največji padec v obdobju krize in so po Bussiere et al. (2010) največje gibalno trgovinske dinamike (glej poglavje 4.3.2.3). To velja predvsem za investicije v vmesno blago, kar ima za posledico največji upad mednarodne trgovine prav na trgih vmesnega blaga.

Povzamem lahko, da so šoki na strani ponudbe dejavnik, ki je v obdobju globalne finančne krize prispeval določen delež k drastičnemu upadu mednarodne trgovine. Mere agregatnega povpraševanja po uvoženem blagu pokažejo na dve ključni trgovinsko intenzivni komponenti, ki imata za posledico močan padec mednarodne trgovine – investicije ter povezava med uvozom in izvozom oziroma internacionalizacija proizvodnje. Vendar ob upoštevanju spoznanj novih teorij mednarodne menjave, predvsem heterogenosti sektorjev oziroma njihovi delitvi na proizvedene proizvode in osnovne surovine, ugotovimo, da izključnega ali prevladujočega vpliva dejavnikov na strani ponudbe ni mogoče potrditi. Gibanje cen in količin trgovanega blaga namreč pokaže, da je upad trgovine z diferenciranim blagom kvantitativni fenomen. Odmik od tega spoznanja predstavlja predvsem skupina držav izvoznic nafte, kjer je za padec mednarodne trgovine ključen cenovni faktor.

4.3 Dejavniki na strani ponudbe

Šoki na strani ponudbe so šoki, ki povzročajo ciklično nestabilnost zaradi spremembe kratkoročne agregatne ponudbe. Običajno nimajo vpliva na dolgoročni proizvodni potencial nekega gospodarstva, vzrok za njihov nastanek pa je povečanje variabilnih stroškov tistih *inputov*, ki so ključni v proizvodnem procesu podjetij. V kontekstu mednarodne trgovine to predstavlja nedostopnost ali podražitev storitev finančnega sektorja, ki so nujne za izvajanje

izvozne aktivnosti. Takšni šoki podjetjem onemogočajo izvažati količine, ki bi jih sicer lahko. Proizvajalci lahko vplive šokov na strani ponudbe deloma kompenzirajo s prenosom stroškov na potrošnike, predvsem domače, in posledično ta sredstva namenijo za financiranje izvoza. vendar je uspeh takšne poteze odvisen od elastičnosti povpraševanja. Če je povpraševanje na trgu neelastično, bo uspeh večji, kot če je povpraševanje elastično.

Šoki na strani ponudbe imajo inflatorne učinke na splošno raven cen ter znižujejo raven realnega *outputa*. Različne države so zaradi teh šokov različno prizadete. Gospodarstva, v katerih prevladujejo izvozno naravnana podjetja, so prizadeta bolj kot gospodarstva, v katerih prevladujejo proizvajalci za domači trg.

V nadaljevanju bom najprej predstavil soodvisnost med finančnim sistemom in mednarodno trgovino, v drugem delu bom skušal poiskati odgovor na to, ali finančne omejitve dejansko vplivajo na izvozne odločitve podjetij, v tretjem delu bom raziskal vpliv kreditnega krča na mednarodno menjavo in v četrtem dinamiko kreditov znotraj nabavne verige in njihov vpliv na mednarodno menjavo.

4.3.1 Vez med finančnim sistemom in mednarodno trgovino

Liberalizacija trgovine in finančnih tokov, pospremljena z razvojem tehnologije, je omogočila mednarodni trgovini in razvijajočemu se finančnemu sektorju, da postaneta pomembni vodili razvoja globalnega gospodarstva po drugi svetovni vojni. Tako trgovina kot finančni sektor ostajata pomembna generatorja razvoja tudi danes. Mednarodna trgovina, merjena kot delež svetovnega BDP, je ob ustanovitvi GATT-a leta 1947 znašala 8 %, danes pa znaša približno eno tretjino (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 3). Rast mednarodne trgovine po drugi svetovni vojni je bila občutno hitrejša kot rast svetovnega BDP. Razlogi za to tičijo v znižanju trgovinskih ovir in transakcijskih stroškov. Carinske in necarinske trgovinske ovire so bile znižane v osmih rundah pogajanj v okviru GATT-a. Hitro rast je beležil tudi finančni sektor ter mednarodne finančne transakcije. Rast je povezana z ugodnim političnim okoljem in tehnološkim napredkom. Liberalizacija finančne politike na domačem in mednarodnem nivoju, podprta z razvojem informacijske in telekomunikacijske tehnologije, ter razvoj novih finančnih instrumentov je omogočila veliko širitev finančnih storitev in tokov kapitala znotraj držav in v mednarodnem okvirju.

Prosta trgovina in liberalizacija finančnega sektorja sta veliko prispevali h gospodarski rasti in razvoju, vendar medsebojno nista neodvisni. Sodobna mednarodna trgovina je močno odvisna od kreditiranja in drugih finančnih storitev, s katerimi se financirajo stroški, povezani s trgovino, in s katerimi se akterji zavarujejo pred tveganji, ki izhajajo iz mednarodne trgovine. Mednarodna trgovina ima pomembne koristi od dobro delujočega finančnega sektorja in obratno. Trgovina zahteva številne pomembne storitve s strani finančnega sektorja:

- Prvič, finančni sektor pomaga premostiti obdobje, ko podjetje potrebuje sredstva za proizvodnjo in transport blaga, in obdobje, ko je to blago dejansko poplačano s strani

uvoznika. Finančni sektor torej oskrbuje izvoznike z obratnim kapitalom, v obdobju krize je to zelo pomembno predvsem za sektorje, ki so bolj občutljivi na šoke poslovnih ciklov, in sektorje, ki so močno odvisni od mednarodne trgovine (Classens, Tong & Wei, 2012, str. 6). Spremembe v dobičkih in prodaji v času krize so bile najbolj izrazite prav pri podjetjih iz omenjenih dveh sektorjev.

- Drugič, finančni sektor zagotavlja storitve, ki izvozniku omogočajo, da prejme plačilo za izvoženo blago ali storitev na najcenejši in najmanj tvegan način. Takšne storitve segajo od preprostih finančnih transakcij do sofisticiranih finančnih instrumentov, kot sta lizing in storitve, povezane z menjalnimi tečaji.
- Tretjič, finančne institucije zagotavljajo dragocene informacije za izvoznike in investitorje. Svoje kliente obveščajo o trenutnih in bodočih razmerah na kapitalskih trgih.
- Četrtoč, finančni sektor zagotavlja zavarovanja proti določenim oblikam tveganj, ki so prisotne v procesu mednarodne trgovine (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 3–4).

Povezava med trgovino in financami pa ni samo premočrtna, saj izvozna aktivnost ustvarja povpraševanje po finančnih storitvah in s tem omogoča razvoj finančnega sektorja. Dinamično rast svetovne trgovine v zadnjih desetletjih je močno olajšal razmah financiranja trgovine, predvsem trgovinskih kreditov, ki trgovinskima partnerjema omogoča premostitev obdobja, ko sta blago ali storitev naročena, in obdobja, ko sta plačana (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 5).

4.3.1.1 Financiranje trgovine in zavarovanje pred komercialnim tveganjem

Dostopnost in stroški kreditiranja trgovine so močno odvisni od štirih tipov tveganj: komercialnega tveganja, valutnega tveganja, transportnega tveganja in političnega tveganja. Vsi štirje tipi tveganj so precej bolj izraziti v mednarodni trgovini kot pa v domači. Čim bolj je neki finančni sistem razvit, tem večja je verjetnost, da bodo imeli akterji mednarodne trgovine na voljo najustreznejše instrumente za minimiziranje tveganj, ki izhajajo iz mednarodnega trgovanja.

Financiranje trgovine predstavlja vrsto plačilnih metod za izvoznike in uvoznike, ki uravnavajo čas in tveganje plačil (Amiti & Weinstein, 2009, str. 4–7 in Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 6–7). Akreditiv (angl. *letter of credit*) je najstarejše in najenostavnejše sredstvo, ki ureja vprašanje izvoznikovega obratnega kapitala in zavarovanja pred tveganji neizpolnjevanja obveznosti. Tveganja neizpolnjevanja obveznosti ali komercialna tveganja so prisotna tako v domači kot v mednarodni trgovini. Za izvoznika pomeni takšno tveganje možnost, da uvoznik blaga ne bo sprejel ali pa ga ne bo plačal. Za uvoznika pa to pomeni, da uvoz ne bo dostavljen ob dogovorjenem času ali dogovorjene kvalitete. V obeh primerih gre za tveganje izgube kapitala, ki je bil vložen v projekt trgovanja. Komercialno tveganje je povezano s problemom asimetrije informacij, ki so v mednarodnem kontekstu velik problem. Informacije o položaju tujih podjetij so bolj omejene. Velike banke zato v tujini vzpostavljajo

mreže podružnic ali pisarn, ki se ukvarjajo s pridobivanjem informacij o tujih klientih, pravnih sistemih in potencialnih nevarnostih (Amiti & Weinstein, 2009, str. 4–7).

Vpliv financiranja trgovine na izvoz lahko obravnavamo prav na podlagi akreditivov, najbolj običajne oblike financiranja trgovine. Z akreditivom banka prevzame nase tveganje neizpolnjevanja obveznosti uvoznika. Zmanjšanje tveganja bo privedlo do večje pripravljenosti izvoznikov po sprejemanju novih naročil in sprejemanja kreditov na svoje bilance (Amiti & Weinstein, 2009, str. 4). To ustvarja kanal, preko katerega večja količina ponudbe akreditivov povzroči večje število trgovinskih kreditov (znotraj oskrbne verige). Akreditiv običajno vsebuje tudi posojilo obratnega kapitala, s katerim bo izvoznik poplačan takoj, ko je blago odposlano in ne šele v obdobju 30–90 dni po dostavi blaga. Akreditivi torej omogočajo, da izvozniki trgovinske kredite »umaknejo« iz postavke terjatev do kupcev (Amiti & Weinstein, 2009, str. 4–7). Akreditivi so primernejši za trgovinske transakcije, ki jih izvoznik šteje za bolj tvegane, in je zato zgodnejši prenos komercialnega tveganja priporočljiv. Akreditiv bo izdala uvoznikova banka. Akreditiv je v osnovi zasnovan na način, da uvozniku in izvozniku daje večjo varnost, in to s tem, da poskuša zagotoviti sočasnost plačil in protidobave. Izvoznik ve, da ga bo poplačala uvoznikova banka, uvoznik pa ve, da je blago takšno, kot ga je naročil. Zato je akreditiv najpomembnejši plačilni instrument mednarodne trgovine (Kaiser, 2006, str. 22).

Obstaja še več finančnih instrumentov, ki v različnih fazah trgovinskega procesa prenašajo komercialno tveganje od izvoznika k uvozniku. Poleg že omenjenega akreditiva poznamo še: dobava na odprt račun, plačilo v obliki dokumentarnega inkasa, bančna garancija, plačilo, zavarovano z menico, ali vnaprejšnje plačilo (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 6–7).

V primeru, da se želi izvoznik čim kasneje izpostaviti komercialnim tveganjem, potem bo plačal blago po njegovi dostavi. V takšnem primeru se izvoznik poslužuje dobave na odprti račun (angl. *open account*) (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 7). Gre za preprosto metodo mednarodnih plačil in je plačilni dogovor, ko izvoznik izvozi blago brez zavarovanja plačila s strani uvoznika. Uvoznik blago plača ob dobavi (angl. *at sight*) ali celo kasneje (angl. *deferred payment*) (Kaiser, 2006, str. 17). Večino tveganja in bremena v tem primeru nase prevzame izvoznik. Zato je uporabna v primeru trgovina s partnerjem, ki ga izvoznik dobro pozna in ga ima za zanesljivega.

Plačilo v obliki dokumentarnega inkasa (angl. *documentary collection*) se poslužuje izvoznik, ki želi ohraniti blago v posesti tako dolgo, dokler sam ali njegov agent ne prejme plačila (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 7–8). Metoda je priporočljiva v primerih, ko se izvoznik in uvoznik dobro poznata in je komercialno tveganje nizko. Plačilo v obliki dokumentarnega inkasa predstavlja bančno poslovanje s finančnimi oziroma komercialnimi dokumenti z namenom, da se pridobi plačilo ali akcept in da se dokumente, ki dokazujejo, da je bilo blago poslano, izroči proti plačilu ali akceptu oziroma se te dokumente izroči na osnovi drugih določil in pogojev. (Falatov, 1997, str. 19). Uvoznik tako ne bo prišel do blaga, če

dokumentov ne bo odkupil, hkrati pa to izvozniku ne zagotavlja, da bo dokumente uvoznik zares odkupil in bo sam poplačan, saj banke izvozniku tega ne jamčijo.

Menica (angl. *bill of exchange*) je strogo formalni vrednostni papir, je klasičen instrument zavarovanja plačila, ki se uporablja pri kreditnih transakcijah s tujino (Falatov, 1997, str. 41). Menica je kreditno sredstvo, sredstvo jamčenja in tudi plačilno sredstvo, ki vsebuje enostransko obljubo izdajatelja, da bo plačal denarni znesek tistemu, ki je na menici označen kot upnik (Kaiser, 2006, str. 19).

Pri bančni garanciji gre za obliko bančne plačilne obljube. Je instrument zavarovanja obveznosti, pri kateri se poslovna banka zaveže, da bo izplačala določen garancijski znesek, če glavni dolžnik svoje obveznosti ne izpolni v dogovorjenem roku in na dogovorjen način (Falatov, 1996, str. 1).

V primeru zelo tveganih trgovinskih transakcij, ali če je izvoznik zelo nenaklonjen tveganjem, je najbolj priporočena oblika plačila vnaprejšnje plačilo (angl. *cash on order*). Večino tveganja transakcije nase prevzame uvoznik. Takšna oblika plačil je v praksi redko prisotna.

4.3.1.2 Zavarovanje pred valutnim, transportnim in političnim tveganjem

Tako izvoznik kot uvoznik sta podvržena tveganju, da se bo ekonomska situacija v času med naročilom in dostavo nekega blaga spremenila do te mere, da bo profitabilnost trgovinskega posla vsaj za eno od strank ogrožena. Takšno spremembo ekonomske situacije predstavlja sprememba deviznega tečaja. Valutna tveganja oziroma volatilnost deviznega tečaja je odvisna predvsem od režima deviznega tečaja v neki državi. Fleksibilni devizni tečaji predstavljajo znatno tveganje, saj je volatilnost pri njih običajno največja. Obstajajo številni instrumenti, s katerimi se lahko akterji na mednarodnih trgih zaščitijo pred valutnimi tveganji. Za večje transakcije so najprimernejši *forward* trgi, medtem ko pa so za manjše najprimernejše put opcije, ki dajejo kupcu možnost, da v nekem določenem času v prihodnosti proda tujo valuto po določenem deviznem tečaju (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 8–9). Stroški takšne *hedge* operacije so premija in cena same opcije. Za dolgoročnejše transakcije pa je primernejša valutna zamenjava (angl. *currency swaps*). Valutna zamenjava je pogodba med dvema strankama, ki se dogovorita, da bosta zamenjali plačevanje obresti in vračilo glavnice v eni valuti za plačevanje obresti in glavnice v drugi (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 8–9).

Med transportom lahko pride do izgub zaradi poškodb ali uničenja blaga. Zaradi večjih razdalj je tveganje v mednarodni trgovini večje kot v domači. Transportna zavarovanja lahko preprečijo tovrstne izgube. Višina premije je običajno odvisna od tveganosti in destinacije.

Politična tveganja v notranji trgovini praktično ne obstajajo, so pa zato znatna v mednarodni trgovini. Vojni konflikti, embargi, državljski nemiri in druge oblike tveganj lahko zelo

otežijo, da bi blago dejansko prispelo do kupca, v skrajni obliki pa lahko mednarodno trgovino v celoti zaustavijo. Pred političnimi tveganji se podjetja običajno zavarujejo pri izvozu kreditnih agencijah svojih držav (Fingerand & Schuknecht, 1999, str. 8–9).

4.3.2 Finančne omejitve in likvidnost

Z odmikom od klasičnih k relevantnim novim teorijam mednarodne menjave (glej poglavje 2.4) pridemo do spoznanja, da je za razumevanje finančnih omejitev kot ovir pri vstopanju na tuje trge, tudi v primerih, ko vse druge okoliščine nakazujejo profitabilnost takšnega vstopa, ključen pomen heterogenosti podjetij ter heterogenosti finančnih omejitev in pomen nepovratnih vstopnih stroškov na tujih trgih.

4.3.2.1 Pomen vstopnih stroškov in likvidnosti za dinamiko mednarodne menjave

Denarni tok podjetij, razpoložljivost notranjega kapitala in njihov dostop do finančnih trgov so ključni faktorji pri odločanju glede pričetka izvozne aktivnosti, pri preživetju na izvoznih trgih ter širitvi na obstoječih trgih in širitvi na nove trge (Damijan & Kostevc, 2011, str. 3). Ključno vprašanje je, ali finančne omejitve predstavljajo podjetjem oviro pri njihovi sposobnosti soočanja z vstopnimi stroški in posledično pri vstopu na tuje trge tudi takrat, ko vse druge okoliščine nakazujejo, da bi lahko bil tak vstop profitabilen.

Da finančne omejitve predstavljajo oviro pri vstopanju podjetij na tuje trge, lahko pojasnimo z dvema argumentoma.

Prvič, zaradi nepovratnih vstopnih stroškov, ki jih je treba plačati vnaprej. Na podlagi Melitza (2003) jih formalizira Chaney (2005). Omejena likvidnost lahko močno vpliva na vedenje izvoznikov in na vzorce agregatnega izvoza. Čim manj so podjetja likvidna in čim bolj je likvidnost med podjetji neenakomerno razporejena, tem manjši je skupni izvoz države. Vzrok za to so določeni vstopni stroški, ki jih mora podjetje plačati, da lahko pristopi na določeni tuji trg. Ti vstopni stroški so povezani s pridobivanjem informacij o tujih trgih, ustvarjanjem novih tržnih kanalov, izboljševanjem kakovosti produktov, spreminjanjem embalaže ... Številna podjetja bi lahko izvažala in ob tem ustvarjala profite, vendar tega ne zmorejo, saj niso dovolj likvidna. Izvozne prednosti tako izkazujejo predvsem najbolj finančno zdrava podjetja; bolj verjetno je, da bodo med izvozniki večja podjetja, ki so uspela akumulirati dovolj likvidnih sredstev²⁶, dobičkonosna podjetja, ki ustvarijo dovolj denarnega toka iz poslovanja na domačem trgu, in bolj bogata podjetja, ki so si zadostne količine finančnih sredstev pridobila v preteklosti. Velik pomen nepovratnih vstopnih stroškov nakazuje koeficient, ki izhaja iz izvozne aktivnosti v preteklosti. Le-ta pozitivno in statistično značilno vpliva na izvozne odločitve podjetja v sedanjosti. Če se osredotočimo na mejne učinke, lahko

²⁶ Bernard, Jensen in Schott (2005) so na primeru obsežne podatkovne baze ZDA ugotovili, da so multinacionalke pri vstopanjih na nove trge pionirji. Podjetja, ki že izvažajo na številne trge, bodo bolj verjetno vstopala na nove, izolirane trge. Likvidnostne omejitve verjetno igrajo pomembno vlogo pri tej ugotovitvi.

ugotovimo, da obstaja 90-odstotna verjetnost, da bodo podjetja, ki so v preteklosti izvažala, izvažala tudi v sedanjem obdobju (Greenway, Guariglia & Kneller, 2005, str. 16–17). Pozitivni pomen likvidnosti za mednarodno trgovino torej nakazuje, da so bolj likvidna podjetja običajno izvozniki. Mejni učinek te spremenljivke pa pove, da če se likvidnost poveča za eno enoto, se poveča verjetnost, da bo to podjetje izvažalo, za od 0,9 do 2,7 %, odvisno od opazovanega leta (Greenway et al., 2005, str. 14). Prisotnost in pomen vstopnih stroškov ugotavljajo tudi Damijan, Kostevc in Polanec (2011, str. 2), saj na vzorcu slovenskih podjetij dokažejo počasno širitev na nove trge, predvsem za nove izvoznike. Podjetja po večini večajo svoj izvoz z večanjem izvoza na obstoječe trge, precej manj pa z večanjem števila izvoznih trgov.

Ni jasnega dokaza, da imajo podjetja kratkoročno zmeraj koristi od vstopa na izvozni trg. Zato ne moramo trditi, da podjetja izboljšujejo svoj finančni položaj zaradi izvozne aktivnosti. V vzorcu, ki ga sestavlja samo podskupina podjetij, ki so se na novo internacionalizirala, obstaja negativna korelacija med izvozno intenzivnostjo in finančno kondicijo podjetja. Če merimo intenzivnost s številom izvoznih trgov, lahko ugotovimo, da vstop na številne trge hkrati pomeni višje nepovratne vstopne stroške in s tem poslabšanje finančnega položaja (Bellone et al., 2008, str. 2–3). Internacionalizacija kratkoročno torej nima nujno pozitivnih učinkov na poslovanje podjetij, to je dokaz velikega pomena nepovratnih vstopnih stroškov.

Drugič, izvozna aktivnost lahko izboljša dostop podjetja do zunanjih finančnih virov in s tem izvozna podjetja lažje širijo svojo izvozno aktivnost na nove trge. Novi in starejši izvozniki se med seboj močno razlikujejo glede na dostopnost do virov finančnih sredstev, kar se kaže v skupni količini osnovnih sredstev, lastniškega kapitala in dolga. Od dostopnosti do finančnih virov je odvisna tudi verjetnost preživetja na novih trgih, to velja predvsem za nove izvoznike (Damijan, Kostevc & Polanec, 2011, str. 2–3). Dostop do finančnih sredstev poveča število trgovanih produktov in število trgov v trenutku prvega vstopa (Damijan, Kostevc & Polanec, 2011, str. 26). Izvozna podjetja imajo v osnovi bolj stabilen denarni tok, saj uživajo prednosti mednarodno diverzificiranega poslovanja, hkrati pa so tudi investicije manj občutljive na denarni tok pri podjetjih, ki so tradicionalni izvozniki, v primerjavi s podjetji, ki ne izvažajo (Campa & Shaver 2002, str. 11). Če predpostavimo, da mednarodni ekonomski cikli korelirajo nepopolno, potem lahko ugotovimo, da izvoz zmanjšuje ranljivost pred šoki na strani povpraševanja (Bellone et al., 2008, str. 4). Na drugi strani je sodelovanje podjetij na mednarodnih trgih znak, da je podjetje učinkovito in konkurenčno, kar jih postavlja v ospredje pri domačih investitorjih. V kontekstu asimetrije informacij, ki so osnova nepopolnih finančnih trgov, predstavlja izvozna aktivnost jasen signal tudi zunanjim investitorjem. Ker izvažajo samo najbolj zdrava podjetja, je izvoz že sam po sebi znak učinkovitosti in brezplačna informacija, ki jo pridobijo investitorji glede potencialno dobičkonosne investicije. To je pomembno predvsem v državah v razvoju, kjer finančna infrastruktura ni dovolj razvita. Izvoz torej odpira vrata na mednarodne finančne trge.

Finančne spremenljivke so tako pomembna determinanta izvoznih odločitev podjetja, to pomeni, da bodo podjetja, ki se ne srečujejo s finančnimi omejitvami, bolj verjetno tudi izvažala. Z učinkovitostjo lahko neposredno pojasnimo le manjši delež vstopa na tuje trge, najpomembnejša razlaga je dostop do finančnih sredstev (Damijan, Kostevc & Polanec, 2011, str. 26). Poslovni načrti podjetij (gibanje števila zaposlenih, količina investicij, izdatki za marketing, vlaganja v nove trge ...) so v veliki meri odvisni od tega, ali so ta podjetja finančno omejena ali ne. Ta dvojnost postane še bolj statistično značilna v obdobju finančnih kriz.

Podjetja, ki izvažajo, so precej bolj likvidna od tistih, ki ne, medtem ko pa slednja izkazujejo večjo zadolženost, merjeno kot razmerje med kratkoročnim dolgom in kratkoročnimi sredstvi. Te razlike so še bolj občutne, če primerjamo podjetja, ki niso nikoli izvažala, s podjetji, ki so izvažala vselej v nekem opazovanem obdobju (Greenway et al., 2005, str. 8–9). Finančno omejena podjetja tudi pogosteje poročajo o finančnih problemih: 81 % finančno omejenih podjetij v ZDA, Evropi in Aziji je pred letom 2008 že izkusilo racionalizacijo kreditne aktivnosti na kapitalskih trgih, 59 % so doleteli višji stroški kreditiranja in 55 % jih je imelo težave pri vzpostavljanju ali obnavljanju obstoječih kreditnih linij (Campello, Graham & Harvey, 2009, str. 2). Finančne omejitve vplivajo tudi na R & D dejavnost in zaposlovanje. V povezavi z upravljanjem z likvidnostjo, predvsem z upravljanjem z gotovino in politiko kreditnih linij, Campello et al. (2009, str. 3) ugotavljajo, da so v letu 2007 ameriška podjetja posedovala gotovino in visokolikvidne vrednostne papirje v višini 15 % osnovnih sredstev. Medtem ko so finančno neomejena podjetja bila sposobna obdržati ta nivo likvidnih sredstev tudi v letu 2008, so se v finančno omejenih podjetjih zmanjšala za petino. Podatki za Evropo in Azijo kažejo podobno sliko. Finančno omejena podjetja so v ZDA za krizno leto 2009 planirala zmanjšanje zaposlenosti za 11 %, tehnoloških investicij za 22 %, kapitalskih naložb za 9 %, izdatkov za marketing 33 % in 14 % manj izplačanih dividend (Campello et al. 2009, 1–2). Finančno neomejena podjetja so načrtovala občutno nižja zmanjšanja. Podobne trende izkazujejo tudi podjetja v Evropi in Aziji.

4.3.2.2 Finančne omejitve in kreditne linije

Součinkovanje likvidnosti podjetij in njihovih realnih ekonomskih politik je odvisno tako od količine notranjih sredstev kot od razpoložljivosti kreditnih linij (Campello, Giambona, Graham & Harvey, 2010, str. 3). To je še bolj očitno v obdobju finančnih kriz. Kreditne linije so namreč eden ključnih virov financiranja korporativnih izdatkov v obdobju krize. Večja količina denarnega toka v tem obdobju ne pomeni avtomatskega povečanja števila kreditnih linij. V bistvu se pojavi učinek substitucije med zunanjim in notranjim financiranjem. V primeru, da podjetje ne poseduje notranjih prihrankov, potem povečan denarni tok pomeni tudi povečanje števila kreditnih linij. Pozitivna korelacija med številom kreditnih linij in denarnim tokom slabi tem bolj, čim večje prihranke poseduje podjetje. Razlog slednjega so stroški kreditnih linij, ki v obdobju kriz močno narastejo in s tem je zunanje financiranje občutno dražje od notranjega (Campello et al., 2010, str. 2–3). Takšna podjetja v primeru

povečane razpoložljivosti kreditnih linij običajno močno povečajo svoje investicije, generirane iz notranjega kapitala (Campello et al., 2010, str. 4). Podjetja s povprečnimi količinami prihrankov pa se kljub povečanju števila kreditnih linij ne odločajo za spreminjanje svojih investicijskih načrtov. Podjetja z zelo omejenim dostopom do kreditnih linij so se primorana odločati med varčevanjem ali investiranjem. Čim bolj je dostop do kreditnih linij omejen, tem več sredstev namenjajo za varčevanje. Ko se število kreditnih linij znova poveča, takšna podjetja vedno večje količine sredstev znova kanalizirajo v investicije (Campello et al., 2010, str. 4).

Pričakovati je, da podjetja izkoriščajo ugodne razmere na finančnih trgih in da takrat njihova zadolženost raste. Ko se razmere zaostrijo, si podjetja izposojajo manj. Akumulacija notranjega kapitala je namenjena prav za koriščenje v situacijah, ko viri zunanjega kapitala usahnejo. Ne samo pridobivanje dolžniškega, pač pa tudi lastniškega kapitala postane v obdobju krize problematično. Pridobivanje novega lastniškega kapitala je namreč močno povezano s poslovnimi cikli podjetij. Izdajanje novih delnic se v obdobju kriz zmanjšuje, to je konsistentno z dejstvi, da postaja asimetrija informacij pomembnejša v času, ko vrednost podjetij pada oziroma ko se zmanjšuje verjetnost rasti podjetij in da se cena lastniškega kapitala v obdobju krize povečuje, saj se vlagatelji izogibajo tveganjem. Torej, običajno v obdobju krize, ko se povečuje asimetrija informacij, ko je manj priložnosti za rast in ko se premije za prevzemanje tveganj povečujejo, se količina lastniškega kapitala zmanjšuje (Kahle & Stulz, 2010, str. 2). Podatki iz zadnje globalne finančne krize kažejo, da je količina izdanega dolžniškega kapitala v prvih 12 mesecih krize celo večja od količine v zadnjih 12 mesecih konjunktore, količina izdanega lastniškega kapitala pa približno enaka. Vendar ta podatek ne razkriva, ali gre za vzpostavljanje novih kreditnih linij ali samo črpanje sredstev iz že obstoječih. Po bankrotu banke Lehman Brothers so se agregatni tokovi dolžniškega kapitala zmanjšali, vendar ne v takšnem obsegu, kot to velja za lastniški kapital (Kahle & Stulz, 2010, str. 4).

Zmanjšanje dolžniškega in lastniškega kapitala pa ni bil edini vzrok za zmanjšanje investicijske aktivnosti. V dveh kvartalih, ki sta sledila propadu banke Lehman Brothers, se je količina likvidnih sredstev, merjena kot delež osnovnih sredstev, celo povečala za 1,3 odstotne točke²⁷ (Kahle & Stulz, 2010, str. 4). Rezultat takšnega gibanja je odločitev določenega števila podjetij, da vendarle ne bodo vselej nadomeščala zunanjih virov kapitala z notranjimi. Takšna odločitev je bila v trenutku največjega kriznega šoka sprejeta večinoma iz previdnostnih razlogov in je močno vpliva na investicije, vključno z investiranjem v nove trge.

Ameriška podjetja imajo povprečno vzpostavljene kreditne linije v višini 19 % (finančno neomejena) oziroma 26 % (finančno omejena) osnovnih sredstev (Kahle & Stulz, 2010, str. 4). Čeprav večina podjetij uporablja te kreditne linije za vsakodnevno delovanje ali zaradi

²⁷ Obstajajo razlike med velikimi in malimi podjetji. Največjo količino notranjega kapitala so akumulirala velika podjetja, ki so organizirana kot delniške družbe. Velike delniške družbe so prav tako utrpele najmanjši padec priliva zunanjega dolžniškega kapitala (Kahle & Stulz, 2010, str. 5).

potreb po kratkoročnih likvidnih sredstvih, pa 13 % finančno omejenih podjetij uporablja te linije v sedanosti zato, da si zagotovijo morebitne potrebe po likvidnih sredstvih v prihodnosti. Število neomejenih podjetij, ki se tega poslužujejo, je manj kot 6 %. Finančno omejena podjetja so razvila prakso uporabe kreditnih linij po načelu »za vsak slučaj«. To je še bolj očitno v obdobjih krize. Finančno omejena podjetja bodo veliko verjetneje posegala po kreditih, čeprav jih trenutno ne potrebujejo, in si bodo s tem zagotovila zalogo likvidnih sredstev za primer, če bi banke postale nepripravljene ali nezmožne posojati denar (Kahle & Stulz, 2010, str. 4).

Večji dostop do zunanjih finančnih virov pa ne poveča samo možnosti, da bo podjetja pričelo izvažati, ampak hkrati tudi skrajšuje čas, v katerem podjetje prične z izvozno aktivnostjo. Podjetja, ki pričnejo z izvozno aktivnostjo, izkazujejo precejšnje *ex-ante* finančne prednosti v primerjavi s podjetji, ki ne izvažajo (podjetja, ki so šele začela izvažati, namreč izkazujejo boljši finančni položaj od svojih konkurentov, ki ne izvažajo, in to celo preden so sploh pričela delovati v tujini). Ugotovitev je skladna z idejo, da omejen dostop do zunanjih sredstev preprečuje podjetjem, da bi izvažala na tuje trge.

Ob predpostavki nepovratnih vstopnih stroškov na nova tuja tržišča kreditni šoki ne prizadenejo samo upravljanja s fiksnimi vstopnimi stroški, pač pa prizadenejo tudi obvladovanje variabilnih stroškov izvoza. S tem dejstvom je povezana tudi elastičnost izvoza²⁸ v odnosu do kratkoročnih oziroma dolgoročnih fluktuacij kreditnih razmer (Paravisini, Rappoport, Schnabl & Wolfenzon, 2011, str. 5). Kratkoročne oziroma dolgoročne fluktuacije prizadenejo različne kreditne linije podjetij. Elastičnost izvoza glede na dolgoročne razmere variira predvsem glede na tehnološke potrebe podjetij, posebno v sektorjih, kjer so prisotni visoki nepovratni vstopni stroški na nove trge. Glede na kratkoročne razmere pa elastičnost variira skladno s potrebami podjetij po obratnem kapitalu (Paravisini et al., 2011, str. 5).

4.3.2.3 Finančne omejitve in investicije

V poglavju, ki obravnava faktorje na strani povpraševanja, sem z analizo nove mere agregatnega povpraševanja ugotovil (glej poglavje 4.2.3), da so trgovinsko najbolj intenzivna komponenta prav investicije in vzrok padca povpraševanja, predvsem na vmesnih trgih, je upad investicij. Investicije so hkrati izjemno občutljive na finančne omejitve podjetij in na kreditne razmere v gospodarstvu.

Da kreditne razmere v veliki meri vplivajo tudi na investicijske odločitve podjetij, velja še posebno za manjša in mlajša podjetja. Povezavo med finančnimi omejitvami in investicijsko dejavnostjo podjetja, ki se srečuje s finančnimi omejitvami, predstavljajo bodisi omejeni

²⁸ Analiza elastičnosti izvoza glede na pogoje kreditiranja je izvedena na primeru Peruja. Prednost takšne analize je v dejstvu, da banke in podjetja niso bila neposredno prizadeta zaradi padca nepremičninskega balona v ZDA. Banke so bile prizadete zaradi slabitev kapitalskih tokov, najbolj tiste z visokim deležem obveznosti do tujine.

dostopi do finančnih sredstev bodisi morajo ta podjetja plačevati dodatne premije, kar povzroči upad investicij oziroma je količina investicij odvisna od njihove sposobnosti akumulacije notranjega investicijskega kapitala. Šestinosemdeset odstotkov finančno omejenih podjetij iz ZDA, Evrope in Azije poroča, da so se v obdobju finančne krize odrekla obetavnim investicijam zaradi težav s pridobivanjem zunanjega kapitala (Campello et al., 2009, str. 3). Pri finančno neomejenih podjetjih je ta odstotek pol manjši. Močan vpliv globalnih neravnotežij na pojav finančnih kriz in posledično negativni vpliv na investicije zaznava tudi Chavallier (2012, str. 961), ki z *Markov-switching* modelom dokaže beg od investicij v potencialno dobičkonosne projekte realnega sektorja k vlaganju v osnovne surovine²⁹. Vendar globalna neravnotežja ne tvorijo samo podlage za finančne krize, ampak na neravnotežja močno vplivajo tudi razmere na kreditnih trgih in trgih surovin. Torej, ne obstaja samo velik vpliv tržnih neravnotežij na razvoj kreditnih trgov in trgov surovin, pač pa obstajajo tudi močne medtržne povezave med globalnimi neravnotežji in trgi surovin.

V primerih, ko podjetja niso sposobna pridobiti kreditov za financiranje obetavnih investicij, se obračajo k preostalim virom financiranja. Več kot polovica ameriških podjetij se v takšnih pogojih poslužuje notranje generiranega denarnega toka in približno 40 % se jih poslužuje denarnih rezerv (Campello et al., 2009, str. 3–4). Šestinpetdeset odstotkov finančno omejenih podjetij se bo odreklo investicijskemu projektu, če viri zunanjega financiranja ne bodo na voljo. Med finančno neomejenimi podjetji je takšnih le tretjina. Ne samo, da se bodo nekatera finančno omejena podjetja odrekla investiranju, ampak bodo celo prodala del osnovnih sredstev, s čimer bodo vzdrževali količino likvidnih sredstev. Slednje nakazuje na dejstvo, da imajo finančne omejitve tudi precejšen vpliv na trg (opredmetenih) osnovnih sredstev.

4.3.2.4 Finančne omejitve in sektorske značilnosti

Vpliv finančnih omejitev na mednarodno trgovino se razlikuje tako glede na sektor kot tudi glede na druge heterogene značilnosti podjetij (velikost, geografska komponenta ...).

Velikost podjetja je pri izvoznih odločitvah pomembna predvsem zaradi svoje vloge pri akumulaciji kapitala, ki je generiran iz profita podjetja, s katerim izvozno podjetje premaguje nepovratne vstopne stroške (Greenway et al., 2005, str. 16–17). Hkrati pa je velikost pomembna tudi zaradi večje razpoložljivosti osnovnih sredstev, primernih za sekundarno zavarovanje posojil. Velikost, merjena kot logaritem sredstev, ima vedno pozitivne učinke na izvozno aktivnost podjetja. Obstaja neka minimalna velikost, ki je potrebna za vstop na izvozne trge, pri podjetjih nad to minimalno velikostjo pa velikost nima vpliva na zmožnost vstopanja na nove trge. Finančna odvisnost ima močan negativni vpliv na izvozno aktivnost podjetij v obdobju krize, in to ne glede na njihovo velikost. Bricongne, Fontagne, Gaulier, Taglioni in Vicard (2009) na podlagi analize francoskih podjetij ugotavljajo, da je kriza, upoštevajoč sektorske specifičnosti ter geografsko komponento, prizadela podjetja različnih

²⁹ Velike količine vhodnega investicijskega kapitala v ZDA so končale na trgih osnovnih surovin, pri čemer cene zlata in nafte korelirajo negativno (Chavallier, 2012, str. 961).

velikosti enako. Najbolj očitna razlika med velikimi in malimi izvozniki je v času, ko jih je kriza najbolj prizadela. Mali izvozniki so bili prizadeti mnogo prej kot veliki. Med geografskimi determinantami in gibanjem mednarodne trgovine ni korelacije.

Kriza je močnejše prizadela podjetja na vmesnih (B2B) trgih. Produktivnost dela, merjena kot razmerje med skupnimi realnimi prihodki in številom zaposlenih, pa nima vpliva na izvozno naravnost podjetja (Greenway et al., 2005, str. 13). Finančno omejena podjetja so običajno, za razliko od finančno neomejenih, manjša, zasebna, za investitorje bolj tvegana, manj profitabilna, z nižjo pričakovano stopnjo rasti, in manj je verjetno, da bodo plačevala dividende.

Izvozna podjetja v sektorjih, močno odvisnih od zunanjega financiranja, so imela v času pred krizo v razvitih državah strukturne prednosti (Chor & Manova, 2010, str. 3–4). Če upoštevamo ostale determinante kot nespremenjene, je bila njihova rast izvoza nadpovprečna, ne glede na njihovo velikost, vendar se je to v obdobju krize spremenilo. Vsi sektorji niso enako prizadeti zaradi finančnih omejitev. Produktijski faktorji (predvsem tehnologija) znotraj posameznega sektorja določa, kakšne so finančne potrebe podjetja. Nekateri sektorji so zaradi tehnoloških vzrokov bolj odvisni od finančnega sistema kot drugi. Obstaja več dimenzij, s katerimi merimo ranljivost posameznih sektorjev (Chor & Manova, 2010, str. 3–4). Prvič, proizvodnja in izvoz sta v nekaterih panogah povezana z investicijami, ki jih ni mogoče financirati iz notranjih virov. Drugič, sektorji, ki posedujejo več opredmetenih osnovnih sredstev, imajo lažji dostop do zunanjih virov financiranja, saj imajo na voljo dovolj sredstev za sekundarno zavarovanje posojil. In tretjič, v nekaterih sektorjih je medpodjetniško financiranje bolj razširjeno, kar zmanjša odvisnost podjetij od bank. Izvoz v finančno ranljivih sektorjih postane v času finančne krize še posebno občutljiv na stroške kreditiranja.

Pri obravnavi vstopov in izstopov ugotavljamo, da v obdobjih normalnega poslovanja največ k vstopom na tuje trge prispevajo najbolj diverzificirana podjetja (Bricongne et al., 2009, str. 25). V času krize pa najmanj diverzificirana podjetja prispevajo k izstopom iz tujih trgov največ, najbolj diverzificirana pa najmanj.

4.3.3 Kreditni krč

Kar devetdeset odstotkov trgovinskih transakcij vsebuje neko obliko kreditiranja, zavarovanja ali garancije s strani bank ali drugih finančnih institucij (Auboin, 2007, str. 1). Potreba izvoznika po zaščiti pred tveganjem neizpolnjevanja obveznosti in potreba po obratnem kapitalu je vzpostavila sistem mednarodne trgovine, kjer praktično vsak izvoznik potrebuje banko ali drugo finančno ustanovo za kreditiranje ali izdajo izvoznih garancij. Izvozniki se poslužujejo trgovinskega financiranja predvsem zato, ker proces mednarodne menjave traja občutno dlje kot proces domače trgovine (Bekaert & Hodrick, 2008).

4.3.3.1 Financiranje trgovine

Delni razlog za relativno večji upad mednarodne trgovine v primerjavi z upadom BDP-ja lahko iščemo v financiranju trgovine, saj so se pogoji financiranja trgovine v tem obdobju zaostriili (Amiti & Weinstein, 2009, str. 1). Financiranje trgovine predstavlja vrsto plačilnih metod za izvoznike in uvoznike, ki uravnavajo čas in tveganje plačil. Ker je pri obravnavi vpliva trgovinskih kreditov na obseg trgovine težko razločevati med vzroki in posledicami (Dorsey 2009 v Amiti & Weinstein, 2009, str. 1) ter zaradi zmede v literaturi glede razločevanja različnih načinov financiranja (na primer trgovinski krediti, kratkoročni krediti ...), je kakršno koli pavšalno sklepanje glede odnosa med financiranjem trgovine in njenim upadom prenašljivo.

Vpliv financiranja trgovine na izvoz lahko obravnavamo na podlagi najbolj običajne oblike financiranja trgovine, na podlagi akreditivov. Akreditivi omogočajo, da izvozniki trgovinske kredite »umaknejo« iz postavke terjatev do kupcev (Amiti & Weinstein, 2009, str. 4–7). Zaradi visokega odstotka trgovinskih transakcij, ki vsebujejo vsaj eno od storitev finančnih institucij, ni presenetljivo, da so ob bankrotu Lehman Brothers-a 6 od 30 največjih nezavarovanih terjatev do Lehmana predstavljali prav akreditivi. Glede na dejstvo, da je približno 80 % institucij, ki zagotavljajo financiranje trgovine, zasebnih bank (Auboin, 2009, str. 78), je jasno, da obstajajo številni kanali, preko katerih lahko težave bank vplivajo na trgovinske tokove. S slabšanjem »kondicije« bank so le-te vedno težje prihajale do svežega kapitala bodisi preko izposoje na medbančnih trgih bodisi z izdajo novih obveznic ali dokapitalizacij. Ker se je s tem zmanjšala njihova likvidnost, so same zmanjšale svojo kreditno aktivnost. Zmanjšala se je predvsem kreditna aktivnost na področju financiranja trgovine, saj gre za kratkoročna posojila, ki jih je treba redno obnavljati (Amiti & Weinstein, 2009, str. 10). Finančni šoki se prenašajo na izvoznike preko dveh kanalov (Amiti & Weinstein, 2009, str. 10–11):

- finančne institucije, ki imajo težave s pridobivanjem novih sredstev, lahko dvignejo obrestno mero, saj se tudi same na medbančnem trgu lahko zadolžujejo samo po višjih stroških;
- zmanjšana likvidnost bank le-tem onemogoči nadaljnje kreditiranje v dosedanjem obsegu.

Tako kot pri razumevanju finančnih omejitev se tudi pri obravnavi vpliva kreditnih razmer na mednarodno trgovino ne moremo posluževati tradicionalnih teorij, ampak se je treba obrniti na nove teorije mednarodne menjave. Tradicionalni makroekonomski in trgovinski modeli namreč ne znajo razložiti, zakaj med finančnimi krizami izvoz pade hitreje in močneje kot domači proizvod oziroma zakaj izvoz na finančne krize reagira drugače kot domači *output*.

Zgodnje študije se osredotočajo predvsem na korelacijo med TNI in nekaterimi makroekonomskimi kategorijami. Froot in Stein (1991, str. 1191) razvijeta t. i. hipotezo relativne blaginje, ki vzpostavi korelacijo med menjalnim tečajem in TNI v situaciji, kjer se

na kapitalskem trgu pojavljajo nepopolnosti v obliki asimetrije informacij. Zaradi depreciacije domače valute pride do znižanja relativnega bogastva domačih subjektov in povečanja relativnega bogastva tujih ter posledično do prevzemanja domačih podjetij s strani tujih subjektov. Model predpostavlja, da imajo vsa podjetja enake možnosti pri dostopanju do zunanjega zadolževanja. Medtem ko model na primeru izhodnih TNI Japonske korektno pojasni njihovo hitro naraščanje v 80. letih prejšnjega stoletja ter prvi val upadanja izhodnih TNI po kolapsu nepremičninskega balona na Japonskem, pa ne more pojasniti nadaljnjega upadanja japonskih TNI v ZDA in Azijo v 90. letih, ko so le-te upadale kljub stabilizaciji indeksa Nikkei in občutni apreciaciji jena (Klein, Peck & Rosegreen, 2000, str. 1–2). Hipoteza, ki pojasni vsa ta gibanja izhodnih TNI Japonske, se prav tako osredotoči na nepopolni trg kapitala, vendar ne na asimetrijo informacij, pač pa na omejitve podjetij, ki so odvisna od bančnega kreditiranja (predpostavka o enakem dostopu vseh podjetij do zunanjih virov financiranja pri tej hipotezi torej ne velja več). Podjetja se soočajo z zmanjševanjem kreditne aktivnosti bank predvsem zaradi slabšanja njihovega stanja. Hipotezo imenujemo hipoteza relativnega dostopa do kreditiranja (angl. *Relative access to credit hypothesis* – RAC) in doda pomemben delež k razumevanju vzorcev TNI. Temeljno sporočilo hipoteze je, da bodo izhodne TNI podjetij odvisne od njihove sposobnosti pridobivanja zunanjih virov kapitala³⁰ (Klein et al., 2000, str. 2).

4.3.3.2 Vpliv kreditnega krča na mednarodno trgovino

Prav že omenjena japonska finančna kriza iz 90. let prejšnjega stoletja je primerna za razumevanje značilnosti financiranja trgovine, saj ima ta kriza številne podobnosti s svetovno finančno krizo iz leta 2008. Tudi japonska kriza se je pričela z nepremičninskim balonom in se nato širila v bančni sektor (Amiti & Weinstein, 2009, str. 3).

Rezultati analize japonske bančne krize iz let 1997 in 1998³¹ kažejo, da je le-ta močno vplivala tudi na upad japonskega izvoza v letu 1998 (Amiti & Weinstein, 2009, str. 31). S poglobljanjem finančne krize je japonski borzni indeks Nikkei med decembrom 1996 in decembrom 1997 za delnice vseh bank padel za 35 %. Temu padcu je sledil oster padec japonskega izvoza. Realni izvoz se je med koledarskima letoma 1997 in 1998 zmanjšal za 10,5 %. S pomočjo ekonometričnih izračunov pridemo do rezultata, da se je izvoz zaradi vpliva finančnega šoka zmanjšal za 3,3 %, torej za približno eno tretjino agregatnega zmanjšanja. Izvoz je bil prizadet mnogo močneje kot domača prodaja.

Tako lahko sklepamo, da finančni šoki vplivajo različno na izvoz in na raven domače prodaje. Če pride do kreditnega krča in banke zmanjšajo svojo kreditno aktivnost, potem to močneje prizadene izvoznike kot neizvoznike. Ključno vprašanje je, kaj se dogaja z vplivi finančnih

³⁰ Če se bonitetna ocena Moody's japonske banke zniža za eno oceno, potem se TNI podjetja, kateremu je ta banka glavna banka, zmanjšajo za eno tretjino (Klein et al., 2000, str. 3).

³¹ Amiti in Weinstein (2009) z analizo japonske finančne krize v 90. letih prejšnjega stoletja prvič povežeta podjetja in institucije, ki tem podjetjem zagotavljajo trgovinske kredite, ter tako vzpostavita vzročne povezave med »kondicijo« finančnih institucij in gibanjem količine izvoza.

šokov na podjetja, ki že izvažajo. Kreditni krč prizadene izvoznike kar petkrat močnejše kot neizvoznike (Amiti & Weinstein, 2009, str. 2–3). Podobno ugotavlja tudi Manova (2008, str. 2), ki trdi, da finančna trenja ovirajo mednarodne trgovinske tokove preko naslednjih kanalov:

- preko selekcije podjetij, ki so sposobna proizvajati na domačem trgu, oziroma vpliv na domači *output*;
- preko selekcije aktivnih proizvajalcev, ki so sposobni izvozne usmeritve, oziroma t. i. *extensive margin of trade*;
- vpliv na sam izvoz na nivoju podjetij oziroma *intensive margin of trade*.

Samo 20–25 % učinkov kreditnega krča vpliva na količine izvoza preko motenj v skupni domači proizvodnji (Manova 2008, str. 2). Ostalih 75–80 % učinkov tako pade na izvozno aktivnost. Trgovinsko specifični učinki kreditnega krča pa vplivajo tako na širjenje izvoza podjetij na obstoječih trgih kot na širjenje izvoza na zanje novih trgih (Manova, 2008, str. 28). Dve tretjini učinkov, ki pade na izvozno aktivnost, pade na sam izvoz na že obstoječih tujih trgih oziroma *intensive margin of trade*, tretjino pa na vstopanje na nove trge oziroma *extensive margin* (Manova, 2008, str. 28).

Upad »kondicije« bank, ki financirajo izvoz, nima negativnega vpliva na tista podjetja, ki v tujini poslujejo preko podružnic v teh državah (kjer je tveganje neizpolnjevanja obveznosti nizko) ali ki izvažajo po zračnih transportnih poteh (kjer je čas tranzita krajši in je potreba po obratnem kapitalu nižja). Slabšanje »kondicije« bank ni povezano samo z gibanjem izvoza, pač pa ima lahko tudi vpliv na kreditne krče, makroekonomsko politiko države in spremembe v povpraševanju (Amiti & Weinstein, 2009, str. 31).

Kljub nedvomno pomembnemu vplivu kreditnega krča *per se* na finančne politike podjetij pa se poraja vprašanje, kakšen vpliv je na te politike imelo povečanje negotovosti in zmanjšanje števila dobičkonosnih investicijskih priložnosti, oziroma ali si podjetja izposojajo manj zaradi kreditnega krča neposredno ali zaradi manjšega števila atraktivnih investicijskih priložnosti. Resnica je nekje vmes, saj na finančne politike podjetij vplivajo razmere na finančnih trgih in makroekonomske razmere. Zmanjšanja količine kreditov ne gre enačiti s kreditnim krčem, saj kreditni krč predstavlja le situacijo, v kateri so podjetja pripravljena najemati kredite, ampak to zaradi zmanjšane ponudbe posojil ni mogoče ali pa so krediti za podjetja predragi. Obstaja tudi verjetna možnost, da je na zmanjšanje kreditne aktivnosti vplivalo tudi manjše povpraševanje podjetij po kreditih (Hale & Arteta, 2009, str. 758–759). Če prihaja do manjše količine kreditov zaradi previsokih stroškov, govorimo o učinku ponudbe. Če vzroki za manjše povpraševanje podjetij po kreditih niso povezani s stroški najemanja kapitala, potem govorimo o učinkih povpraševanja. Učinki povpraševanja se pojavljajo predvsem zaradi naraščajoče negotovosti in slabših dolgoročnih gospodarskih obetov. Hale in Arteta (2009, str.

759) ugotovijo³², da se upad povpraševanja po kreditih (torej faktorji na strani povpraševanja) pojavlja samo v prvih petih mesecih po krizi. Torej, velik upad kreditne aktivnosti v prvih petih mesecih finančne krize povzročajo tako faktorji na strani povpraševanja kot faktorji na strani ponudbe (v tem obdobju je zmanjšanje števila kreditov največje), medtem ko pa preostalo zmanjšanje lahko pripišemo le faktorjem na strani ponudbe, ki niso prisotni le prvih pet mesecev, ampak celotno obdobje krize in tudi po njej.

Razmerje med zunanjimi in notranjimi viri likvidnosti vpliva na odločitve podjetij glede kapitalskih in tehnoloških investicij ter zaposlenosti. Mala podjetja, manj profitabilna podjetja in tista brez bonitetne ocene imajo odprto večje število kreditnih linij glede na njihova osnovna sredstva kot pa podjetja, ki so velika, javna in profitabilna. To velja tako za obdobje krize kot za obdobje po njej. Obstaja negativna korelacija med kreditnimi linijami in stanjem denarnih sredstev (Campello et al., 2010, str. 2). Podjetja, ki imajo večjo količino notranjih likvidnih sredstev, lažje dostopajo do kreditnih linij, so zanje cenejše, a jih po drugi strani koristijo manj od podjetij, ki nimajo notranjih likvidnih sredstev (Campello et al., 2010, str. 3).

Pogoji kreditiranja imajo velik vpliv na mednarodno menjavo. Avtorja Chor in Manova (2010, str. 2, 26–28) skušajo kvantitativno ovrednotiti pomen kreditnih razmer na mednarodno trgovino. Model temelji na hipotetičnem gibanju uvoza v ZDA v primeru, če bi obveljala dva alternativna scenarija (povzetek v Tabeli 6). Prvič, če bi kreditne razmere v celotnem obdobju krize ostale slabe, z medbančnimi obrestnimi merami kot so bile na vrhuncu krize septembra 2008. Torej scenarij, po katerem monetarne oblasti ne bi posredovali ali pa bi bil njihov poseg neuspešen. In drugič, če bi bile kreditne razmere občutno boljše in bi se medbančne obrestne mere takoj po septembru 2008 znižale na minimalno raven iz avgusta 2009. Torej scenarij, ki predvideva zelo agresivno politično intervencijo.

Konzervativna različica podatkov kaže, da bi se v prvem primeru uvoz za ZDA dodatno zmanjšal za 2,5 %, v drugem primeru bi pa bil padec manjši za 5,5 % (po manj konzervativnih izračunih, ki izpuščajo nekatere omejitve celo do 30,5 %) (Chor & Manova, 2010, str. 2, 26–28). Rezultati kažejo tudi na precejšnjo variacijo v upadu mednarodne menjave glede na različne sektorje.

Razlike nastajajo zaradi tehnoloških razlogov, saj proizvajalci v določenih panogah potrebujejo večje količine zunanjega kapitala, s katerim nato financirajo izvoz. V primeru omenjenih hipotetičnih situacij bi med posameznimi sektorji prišlo do velikih in sistematičnih razlik v gibanju izvozne aktivnosti podjetij. Po prvem scenariju bi bil uvoz v ZDA v sektorju, ki je najbolj odvisen od zunanjega financiranja (kemična industrija), manjši za 13,4 % glede

³² Z ločitvijo faktorjev na strani ponudbe in faktorjev na strani povpraševanja ter uporabo *proxy* spremenljivk za ceno dolžniškega kapitala lahko ločeno identificiramo ponudbo in povpraševanje po kreditih ter tako analiziramo, ali padec prihaja s strani povpraševanja ali ponudbe. Omenjena raziskava (Hale in Arteta, 2009) analizira pojav kreditnega krča po valutni krizi.

na sektor, ki je najmanj odvisen od zunanjega financiranja (usnjarska industrija) (Chor & Manova, 2010, str. 2, 26–28). Po drugem scenariju bi bil padec uvoza v finančno najbolj odvisnih sektorjih v primerjavi s finančno najmanj odvisnimi sektorji manjši za 8,2 %.

Precejšnja variacija se pojavlja tudi glede na količino opredmetenih sredstev, ki se uporabljajo pri sekundarnem zavarovanju posojil. Po prvem scenariju naj bi bila v sektorju, ki poseduje najmanjšo količino opredmetenih sredstev (usnjarska industrija) glede na sektor z največ opredmetenimi sredstvi (naftna industrija in industrija premoga), mednarodna trgovina manjša za 17 %. V primeru drugega scenarija pa bi bil upad v sektorju z največ opredmetenimi sredstvi manjši za 9,7 % (Chor & Manova, 2010, str. 2, 26–28). Variacije so tudi glede na dostop do medpodjetniškega financiranja. Po prvem scenariju bi bil izvoz manjši za 16,9 % v sektorju z najslabšim dostopom do te vrste kreditiranja (tekstilna industrija) glede na sektor, ki ima najboljši dostop (naftna industrija in industrija premoga) (Chor & Manova, 2010, str. 2, 26–28). V primeru drugega scenarija bi bila mednarodna trgovina v sektorju z najboljšim dostopom višja za 9,7 % glede na sektor z najslabšim dostopom do teh virov financiranja.

Tabela 6: Hipotetično gibanje uvoza v ZDA v obdobju krize v primeru dveh alternativnih scenarijev

	Scenarij 1*	Scenarij 2**
Agregatno gibanje uvoza	dodatno zmanjšanje za 2,5 % (oziroma celo 35,2 % po manj konzervativnih izračunih)	padec bi bil manjši za 5,5 % (oziroma celo do 30,5 % po manj konzervativnih izračunih)
Gibanje uvoza: razlike glede na finančno odvisnost sektorjev	v finančno najbolj odvisnem sektorju bi bil padec glede na najmanj odvisni sektor manjši za 13,4 %	padec uvoza v finančno najbolj odvisnih sektorjih bi bil za 8,2 % manjši kot v finančno najmanj odvisnih
Gibanje uvoza: razlike glede na količino opredmetenih sredstev	v sektorju z najmanj opredmetenimi sredstvi bi bil uvoz glede na sektor z največ opredmetenimi sredstvi manjši za 17 %	upad v sektorju z največ opredmetenimi sredstvi bi bil glede na sektor z najmanj opredmetenimi sredstvi manjši za 9,7 %
Gibanje uvoza: razlike glede na obstoj medpodjetniškega financiranja	v sektorju z najmanj medpodjetniškega financiranja bi bil v primerjavi s sektorjem z največ medpodjetniškega financiranja uvoz manjši za 16,9 %	v sektorju z največ medpodjetniškega financiranja bi bil uvoz večji za 9,7 % glede na sektor z najmanj medpodjetniškega financiranja

Legenda: * medbančne obresti v celotnem obdobju krize ostajajo na maksimalni ravni iz septembra 2008
 ** medbančne obresti v celotnem obdobju krize ostajajo na minimalni ravni iz avgusta 2009

Vir: D. Chor in K. Manova, Off the Cliff and Back? Credit Conditions and International Trade During the Global Financial Crisis, 2010, str. 26–28.

Rezultati kažejo na velik vpliv motenj na finančnih trgih na realno gospodarstvo, predvsem na izvozno aktivnost podjetij, ter kažejo na dejstvo, da bi bil vpliv krize na realno gospodarstvo precej manjši, če bi se kreditne razmere hitreje izboljšale (Chor & Manova, 2010, str. 2, 26–28). Neenakomerni učinek kreditnega krča na posamezne države in na posamezne sektorje lahko pripišemo multiplikativnim učinkom kreditnega krča doma, kreditnega krča in zmanjšanega povpraševanja na izvoznih trgih ter različno stopnjo finančne neodvisnosti posameznih sektorjev (Chor & Manova, 2010, str. 4).

4.3.3.3 Položaj finančnih institucij v obdobju krize in kreditni krč

Da je kreditni krč posledica izgube bank zaradi slabih terjatev, ki vodijo do nenadnega krčenja kreditne aktivnosti bank, je značilnost klasičnega razumevanja kreditnega krča. V globalni finančni krizi so slabe terjatve predstavljala drugorazredna posojila, podprta s hipotekami, ki niso imela neposredne povezave z realnim sektorjem. Zato kreditni krč štejemo za podjetjem eksogeni faktor, ki močno vpliva na njihovo delovanje, saj niso sposobna pridobiti zadostnih finančnih sredstev, zato so prisiljena zmanjševati svoje investicije. Dva aspekta globalne finančne krize sta še posebej vplivala na močan upad mednarodne trgovine (Chor & Manova, 2010, str. 1). Na strani ponudbe je največji problem predstavljal kreditni krč, ki je povzročil pomanjkanje zunanjega kapitala ter posledično krčenje proizvodnje in izvoza. Na strani povpraševanja potrošnikov so splošne pesimistične napovedi gospodarskih razmer povzročile padec svetovnega povpraševanja, predvsem po uvoznih izdelkih.

Pri vplivu finančnih kriz na mednarodno trgovino je pomemben tako dolgoročni institucionalni okvir finančnega sektorja kot tudi kratkoročne fluktuacije cen kapitala, tako Chor & Manova (2010, str. 1–2) na podlagi mednarodne trgovine z ZDA ugotavljajo:

- Države z višjimi medbančnimi obrestmi in s tem bolj omejenim kreditiranjem izvažajo v ZDA manj. Situacija se je v krizi še poslabšala in se posebej močno izraža v sektorjih, ki potrebujejo veliko zunanjega financiranja, imajo malo sredstev za sekundarno zavarovanje in imajo omejen dostop do medpodjetniškega financiranja.
- Dobro razvit finančni sektor pred krizo je ublažil njene vplive in omogočil izvoznikom večjo prožnost pri spopadanju s krizo. Prav domača razvitost finančnih institucij omogoča izvoznikom širitev spektra izvoznih proizvodov, večanje števila izvoznih trgov in zmanjšuje verjetnost umika iz tujih trgov (Manova, 2008, str. 1). To še posebej velja za sektorje, ki so izrazito finančno ranljivi. Poleg razvitosti samih institucij je ključna tudi razvitost celotnega finančnega sistema, saj z indikatorji finančne razvitosti (zasebni krediti, sloves izpolnjevanja pogodbenih obveznosti, računovodski standardi, tveganja pred razlastitvijo ...) in sektorskimi indikatorji (odvisnost od zunanjega financiranja, količina opredmetenih osnovnih sredstev) lahko predvidimo izvozne rezultate podjetij. V državah z urejenim finančnim sistemom so finančno ranljivi izvozniki manj kreditno omejeni kot v državah z manj razvitim finančnim sektorjem.

Raziskava IMF–BAFT (*Bankers' Association for Finance and Trade*) je pokazala močno povišanje cen trgovinskih kreditnih instrumentov med oktobrom 2008 in januarjem 2010. Cene trgovinskih kreditnih instrumentov in zavarovanj so se glede na državo sicer razlikovale, a so bile povprečno tudi dvakrat višje od cene kapitala na medbančnih trgih (Chor & Manova, 2010, str. 7–8).

Kriza bančnega sistema močno vpliva na količino kreditiranja trgovine, vprašanje pa je, koliko so ponudbeni šoki (omejen dostop do finančnih sredstev zaradi kolapsa bančnega sistema) krivi za upad izvoza v odnosu do klasičnih faktorjev na strani povpraševanja.

Iacovone in Zavacka (2009) skušata v analizi 23 bančnih kriz v obdobju med 1980 in 2000 razvozlati različne finančne kanale, skozi katere lahko bančne krize vplivajo na upad izvoza, ter ločiti te šoke na strani ponudbe od sektorsko značilnih zunanjih šokov, ki nastanejo na strani povpraševanja zaradi recesije trgovinskih partnerjev. Analiza vpliva bančnih kriz na gibanje ravni izvoza se empirično razlikuje od obravnavanja gibanja celotne ravni proizvodnje. Vzroka sta vsaj dva (Iacovone & Zavacka, 2009, str. 3). Prvič, raziskave na nivoju podjetij kažejo na pomen fiksnih stroškov pri vstopanju na tuje trge, zato finančne omejitve bolj vplivajo na izvoznike kot na neizvoznike. Tako je lahko vpliv bančne krize bolj negativen na gibanje izvoza kot na gibanje celotne domače proizvodnje. In drugič, ker so izvozniki povprečno bolj produktivni, imajo boljše možnosti, da v časih bančne krize najdejo alternativne vire financiranja, s katerimi bodo skušale preseči finančne omejitve, ki jih je povzročil finančni krč. Rast izvoza je v veliki meri odvisna od razvitosti finančnega sistema, vendar pa se tudi sam finančni sistem razvija glede na izvozne tokove. V luči analize vpliva bančne krize na gibanje ravni izvoza nas zanima predvsem povezava, ki teče v smeri od bančne krize h količini izvoza. Kriza je v tem primeru izvozu eksogena spremenljivka.

Obstaja močno značilen negativni učinek bančnih kriz na nivo izvoza. V sektorjih, ki so močno odvisni od zunanjega financiranja, se finančna kriza občuti močneje. Razlika v rasti izvoza med sektorji, močno odvisnimi od zunanjega financiranja, in med sektorji, ki od zunanjega financiranja niso odvisni, je za 4 odstotne točke (Iacovone & Zavacka, 2009, str. 3, 21–22). Treba je razločevati različne finančne kanale, saj nekateri kanali med krizo ne usahnejo. Za razliko od bančnega financiranja pa medpodjetniško financiranje (situacija, ko uvoznik izvozniku blago plača takoj ob izvozu) v obdobju krize ni tako prizadeto. Sektorje, ki posedujejo večjo količino fizičnega premoženja, kriza prizadene manj, saj lahko z omenjenim premoženjem zavarujejo kredite in si s tem lažje utirajo dostop do finančnih trgov. Ta ugotovitev ima pomembne politične implikacije, saj poudarja pomen garantnih shem kot pomembnega političnega orodja v boju zoper omejeno kreditno aktivnost in omogoča izvoznikom lažji dostop do finančnih trgov. Vplivi ponudbenih šokov zaradi kreditnega krča so neodvisni od šokov na strani povpraševanja. Slednji so pomembni predvsem v sektorjih, ki proizvajajo trajne dobrine. Ti učinki so močnejši pri globljih krizah in v državah z manj razvitim finančnim sistemom. To še dodatno potrdi pomen obravnave različnih kanalov financiranja. Upad izvoza je odvisen tudi od resnosti krize (merjeno z upadom BDP-ja). Ko

bančno krizo spremlja močan upad BDP-ja, potem pesimizem, ki zavlada v celotnem gospodarstvu, negativno vpliva tudi na kreditno aktivnost bank, kar bo prizadelo predvsem tisti del gospodarstva, ki je odvisen od zunanjega financiranja (Iacovone & Zavacka, 2009, str. 13).

Fehlenbrach, Prilmeier in Stulz (2011, str. 3–4) preverjajo dve hipotezi obnašanja bank v času finančnih kriz. Skladno s prvo hipotezo se banke v obdobju finančnih kriz učijo na lastnih napakah. Banke torej iz krize izidejo bogatejše za nova spoznanja, to jim omogoča boljše rezultate v naslednji krizi. Skladno z drugo hipotezo pa so ravnanja bank ukoreninjena v njihov poslovni model, ki ga ne spreminjajo, torej lahko zelo natančno predvidimo, da bodo banke, ki so izkazovale slabe poslovne rezultate v času krize, le-te ponovile tudi v naslednji krizi. Avtorji v primerjavi borznih rezultatov bank v obdobju krize leta 1998 in zadnje globalne finančne krize dokažejo, da borzni rezultati bank v obdobju krize leta 1998 pozitivno korelirajo z rezultati v obdobju zadnje krize. Rezultat je enak, če investicijske banke vključimo v vzorec ali ne. Za vsak odstotek zmanjšanja vrednosti lastniškega kapitala v obdobju krize leta 1998 se je vrednost kapitala v obdobju finančne krize na letni ravni zmanjšala za 66 bazičnih točk. Komercialne banke igrajo veliko vlogo v prenašanju finančnih šokov med gospodarstvi. To kaže tudi na dejstvo, da podjetja na kratek rok zelo težko zamenjajo eno komercialno banko kot svojega kreditorja z drugo (Paravisini et al., 2011, str. 6). Vzroke lahko pripišemo predvsem asimetriji informacij med podjetji in sedanji ter potencialnimi prihodnjimi kreditorji. Drugi razlog pa je, da so nekatere banke posebno specializirane za določene izvozne trge. Banke si utrjujejo položaj na določenih trgih zaradi stalnih interakcij z njimi (Paravisini et al., 2011, str. 6).

Vprašanje je, ali lahko politični odločevalci z določenimi potezami izničijo negativne učinke bančne krize. Iacovone in Zavacka (2009, str. 15) v analizo vključijo 5 ukrepov: državno jamstvo za bančne vloge, v primeru insolventnosti ali nelikvidnosti lahko banke poslujejo še 12 mesecev, banke lahko kršijo nekatere regulative, prestrukturiranje bank in pokritje dolga zasebnikov ali podjetij s strani države. Nobeden od naštetih ukrepov ni imel pomembnejšega pozitivnega vpliva na omejitev krize.

4.3.3.4 Trgovinski krediti znotraj oskrbne verige v obdobju finančne krize

Ko se plačilo blaga ali storitve ne izvede simultano z dostavo, ponudniki stranki zagotavljajo kratkoročno posojilo, ki ga imenujemo trgovinski kredit in predstavlja pomemben vir kratkoročnega financiranja podjetij. Ti krediti so običajno dvosmerne narave, saj večina podjetij, predvsem tistih, ki delujejo na vmesnih trgih, tako najema kredite od svojih dobaviteljev, kot jih tudi daje svojim kupcem. Trgovinski krediti predstavljajo pomembno komponento sredstev in obveznosti podjetij. Za razliko od klasičnih kreditnih linij in posojil obratnega kapitala je financiranje trgovine (bodisi s strani bank bodisi znotraj dobavne verige) relativno nelikvidno, to pomeni, da tem namenskim sredstvom težko spremenimo njihovo namembnost. Prav tako gre za sredstva, ki so zavarovana. Tako lahko sklepamo, da so

tveganja pri financiranju trgovine relativno nizka, izgube v primeru neizpolnjevanja obveznosti pa relativno majhne.

Raznolikost podjetij in sektorjev, ki se poslužujejo te oblike financiranja trgovine, dokazuje, da ne obstaja samo en razlog, zakaj so trgovinski krediti tako razširjeni. Razširjenost posluževanja trgovinskih kreditov skušata pojasniti dve teoriji (Alatalo, 2010, str. 7–8). Ena zagovarja transakcijske motive, druga pa finančne. Transakcijski motivi posluževanja trgovinskih kreditov nakazujejo na njihovo relativno stabilno naravo v različnih poslovnih ciklih in na njihovo različno vlogo glede na sektor in državo. Na drugi strani finančni motivi kažejo na njihovo volatilnost, ki je odvisna od dostopnosti in cene drugih virov financiranja. Teoriji nista medsebojno izključujoči.

Skladno s transakcijskimi motivi se trgovinski krediti uporabljajo takrat, ko obstaja močna asimetrija informacij med ponudniki in povpraševalci, v primeru omejenega povpraševanja in v primerih, ko ima ponudnik dolgoročni interes v obstoju določene stranke (Alatalo, 2010, str. 9). V skupino transakcijskih motivov uvrščamo predvsem želje po zmanjševanju transakcijskih stroškov preko akumuliranja obveznosti. Drugi transakcijski motiv je zniževanje stroškov, ki izhajajo iz asimetrije informacij med ponudnikom in kupcem. Pristop, ki temelji na ugledu oziroma slovesu, obravnava plačilne pogoje kot sredstvo za odpravljanje problemov, ki izhajajo iz asimetrije informacij. Ponudnik, ki na trgu še nima ustvarjenega lastnega ugleda ali pa je potrebno več časa, da kupci ocenijo kvaliteto in ustreznost njegovih proizvodov, lahko s trgovinskimi krediti svojim kupcem omogoči to evalvacijo še pred plačilom blaga ali storitve. V tem primeru trgovinski krediti igrajo vlogo učinkovite garancije. Tretji argument transakcijskih motivov uporabe trgovinskih kreditov je njihova uporaba za diskriminacijo cen. Na trgih z manjšo konkurenco se ponudniki pogosto poslužujejo diskriminacije cen med gotovinskimi plačniki in med uporabniki trgovinskih kreditov. To je mogoče v primerih, ko je elastičnost povpraševanja kreditojemalcev nižja od elastičnosti povpraševanja strank, ki plačujejo v gotovini, ali pa v situaciji, ko se na kreditnih trgih pojavi neustrezna selekcija (angl. *adverse selection*) (Alatalo, 2010, str. 8–9). Ker zakonodaja s področja politike konkurence običajno prepoveduje diskriminacijo cen, se višje cene trgovinskih kreditov uporabljajo kot substitut diskriminacije cen za bolj tvegane stranke. Posledično bodo bolj likvidni ali kreditno sposobni subjekti prepoznali trgovinske kredite kot preценjene in bodo pričeli plačevati blago takoj ob dobavi. To ne bo veljalo za kreditno nesposobne stranke, saj bo za njih trgovinski kredit še vedno cenejši od drugih virov financiranja na finančnih trgih. Četrty argument transakcijskih motivov pa je ta, da ponudniki zagotavljajo trgovinske kredite za podporo tistim podjetjem, katerih preživetje je dolgoročna korist kreditorja. V tem primeru ponudnik ne upošteva samo trenutnih profitov, ampak predvsem profite, ustvarjene iz bodoče prodaje temu povpraševalcu.

Zagovorniki finančnih motivov posluževanja trgovinskih kreditov nasprotujejo ideji, da je obseg trgovinskih kreditov samo posledica nižjih transakcijskih stroškov (Alatalo, 2010, str. 9–10). Če bi bilo tako, potem bi z napredkom tehnologije, ki zmanjšuje transakcijske stroške,

upadlo tudi število trgovinskih kreditov. Finančni motivi namreč temeljijo na asimetriji informacij med bankami in podjetji. To ustvarja pogoje, v katerih lahko ponudniki blaga in storitev s trgovinskimi krediti ustvarjajo svoje finančne prednosti. Zasebne informacije iz odnosa ponudnik–kupec dajejo prednost pred tradicionalnimi posojilodajalci. Te prednosti se kažejo v lažjem določanju kreditne sposobnosti strank, boljšega monitoringa izplačil ter njihove izterjave.

Finančne prednosti trgovinskih posojil lahko strnemo v štirih argumentih (Alatalo, 2010, str. 10–11):

- Prvič, ponudnik ima nižje stroške monitoringa kot banka. Informacije lahko med poslovnim procesom zbira kot stranski produkt, ki izhaja iz medsebojnega trgovinskega razmerja med ponudnikom in kupcem.
- Drugič, v primeru bankrota kupca lahko ponudnik dostavljeno blago zaseže in ga proda drugim povpraševalcem. Banke to težko storijo, saj ne posedujejo tovrstnih znanj ali prodajnih mrež. Stroški zasega in ponovne prodaje so zato v primeru banke precej višji.
- Tretjič, trgovinski krediti ponudniku omogočajo nadzor nad svojimi strankami, predvsem če je kupec močno odvisen od dobavljenega blaga, če ima kupec malo alternativnih virov nabave in če kupec v portfelju ponudnika ne predstavlja velikega deleža.
- Četrto, posedovanje številnih informacij zaradi poslovanja z večjim številom podobnih podjetij omogoča ponudniku, da loči med splošno krizo celotnega trga in finančnimi težavami posameznega trgovinskega partnerja.

Čeprav oba argumenta med seboj nista izključujoča, pa se empirične analize bolj nagibajo v smeri uporabe trgovinskih kreditov iz finančnih vzgibov in ne toliko transakcijskih. Tako opazimo dva fenomena, ki ju lahko opišemo s pomočjo hipoteze substitucije in hipoteze ujemanja (Bastos, 2012, str. 1). Hipoteza substitucije predpostavlja substitucijo med bančnimi in trgovinskimi krediti, hipoteza ujemanja (angl. *matching hypothesis*) pa, da podjetja, ki se srečujejo z zaostalimi plačili svojih kupcev, od svojih dobaviteljev zahtevajo dolgoročneje trgovinske kredite. Čim manjša je dostopnost do drugih virov financiranja, tem večja je verjetnost uporabe trgovinskih kreditov iz finančnih potreb. Tako analiza rasti zasebnih kitajskih podjetij v 90. letih prejšnjega stoletja kaže na trend uporabe trgovinskih kreditov iz finančnih in ne transakcijskih motivov (Ge & Qiu, 2007, str. 529). Omenjena podjetja so se namreč srečevala z močnimi omejitvami kreditiranja kitajskih bank, ki so se osredotočale skoraj izključno na servisiranje državnih podjetij in projektov.

Kaj se dogaja s trgovinskimi krediti v obdobju finančne krize?

Ne samo v kriznih časih, ampak tudi v nekriznih obdobjih imajo trgovinski krediti zelo pomembno kompenzacijsko vlogo, ko bančni krediti podjetju tako ali drugače niso na voljo. Čeprav se trgovinski krediti na kratek rok začasno lahko podaljšujejo, pa to na dolgi rok ne more v popolnosti nadomestiti izpada bančnih kreditov. Torej so trgovinski krediti samo

izhod v sili in ne morejo nadomeščati dobro delujočega finančnega sektorja. Obresti na trgovinske kredite so višje od obresti na kratkoročna bančna posojila za obratni kapital (Alatalo, 2010, str. 11). Vendar so transakcijski stroški pri trgovinskih kreditih nižji. Tako so transakcijski stroški in obresti na trgovinske kredite, predvsem za manjše vsote in manjša podjetja, nižji od transakcijskih stroškov in obresti pri najemanju bančnih posojil (Alatalo, 2010, str. 12). Trgovinski krediti so še cenejši, če pogodba ne zajema penalov zaradi zaostalih plačil. Vendar je zaradi pogostosti (pre)poznih plačil cena penalov že všteta v ceno trgovinskih kreditov. Tudi v okoljih z manj razvitim pravnim sistemom se ponudniki bolj zanašajo na trgovinske kredite, saj imajo tako na voljo alternativne načine izterjave plačil.

S padcem velikih finančnih institucij se je finančna kriza sprva izrazila v obliki likvidnostne krize, vključno s krizo financiranja trgovine. V obdobju pred krizo so bila predvsem podjetja z visokim kratkoročnim dolgom pomemben ponudnik trgovinskih kreditov (Love, Preve & Sarria-Allende, 2007, str. 454, 468). V obdobju krize pa ta podjetja zmanjšujejo količino danih kreditov relativno bolj, kot se zmanjšuje agregatna količina bančnih kreditov. Na drugi strani pa se ta podjetja vse bolj poslužujejo trgovinskih kreditov, danih s strani svojih dobaviteljev. Torej, nekaj kar lahko pred krizo obravnavamo kot ugodno finančno pozicijo, se v obdobju krize sprevrže v skrajno neugoden finančni položaj. Finančne omejitve v obdobju finančne krize povzročajo podjetjem z naraščajočimi terjatvami do kupcev, da odlagajo plačila dobaviteljem. Predvsem podjetja, ki so močno občutljiva na krize, podaljšujejo obdobja odloga plačil, da se izognejo insolventnosti, saj imajo zaradi splošnega kreditnega krča na voljo zelo omejene vire pridobivanja zunanjega kapitala ali pa so ti celo povsem usahnili (Bastos et al., 2012, str. 2, 6). Čeprav količina trgovinskih kreditov neposredno po nastopu krize naraste, pa njihova količina v naslednjih mesecih in letih trajanja krize močno upade. Zmanjša se število danih in pridobljenih trgovinskih kreditov. Podatki kažejo, da v Veliki Britaniji v obdobju krize kanali trgovinskih kreditov sploh niso obstajali (Alatalo, 2010, str. 50–51). Gibanje trgovinskih kreditov v obdobju krize tako ni skladno z Meltzerjevo (1960) teorijo trgovinskih kreditov, ki zagovarja, da se v času zmanjšanega financiranja s strani bank količina trgovinskih kreditov poveča oziroma so bančna posojila in trgovinski krediti substituti (Love et al., 2007, str. 454). Začasno povečanje trgovinskih kreditov ob nastopu finančne krize lahko pripišemo večjim količinam akumuliranih neplačanih kreditov, kar traja, dokler ne pride do odpisa ali nadaljevanja odplačevanja s strani kupcev.

Na drugi strani pa podjetja, ki so v boljšem finančnem položaju in imajo dostop do kapitala na finančnih trgih, le-tega nato redistribuirajo preko trgovinskih kreditov podjetjem s slabšim finančnim položajem. S tem izkoriščajo svojo finančno moč, da podpirajo dobičkonosne poslovne priložnosti (Klapper & Randall, 2011, str. 82). Predpogoj za takšno porazdelitev sredstev znotraj realnega sektorja je, da so vsaj nekatera podjetja sposobna pridobiti kapital na finančnih trgih. Likvidnost podjetij je ključna determinanta pri zagotavljanju trgovinskih kreditov. Podjetja, ki imajo na finančnih trgih vzpostavljene kreditne linije, bodo bolj verjetno zagotavljala trgovinske kredite tudi v obdobju krize. Likvidna podjetja, predvsem tista, ki delujejo na trgih z močno konkurenco, zagotavljajo trgovinske kredite svojim strankam tudi v

obdobju krize in s tem prenašajo še dodatne finančne omejitve. Vzrok za to je v šibki tržni moči teh podjetij ter prizadetosti njihovih kupcev zaradi krize. Torej je odločitev za takšno kreditno aktivnost stvar preživetja (Klapper & Randall, str. 84). Bolj likvidna podjetja ponujajo več trgovinskih kreditov in jih na drugi strani manj tudi najemajo. V obdobju finančnih kriz se situacija zaostri, saj potencialni viri kapitala presahnejo in s tem tudi sredstva, ki so se razporejala skozi trgovinske kredite³³. Tako kreditni krč ne prizadene samo finančnih, ampak tudi nefinančne posojilodajalce. Države, ki beležijo večji upad bančnih kreditov, beležijo tudi večji upad trgovinskih. (Love et al., 2007, str. 468). Tsuruta (2007) empirično dokaže, da ko nefinančna podjetja delujejo kot finančni posredniki, trg izkusi podoben fenomen kot tradicionalni finančni trgi. Če tako podjetje v obdobju finančne krize utrpí nepričakovan likvidnostni šok ali celo propade, se učinek šoka razširi tudi na podjetja, ki imajo do propadlega določene terjatve. Takšno širjenje šoka med podjetji znotraj iste nabavne verige je izrazitejše za podjetja na trgih v razvoju in za podjetja brez alternativnih virov financiranja (Menichini, 2011, str. 70).

Love et al. (2007, str. 453) vidijo največji vzrok za upad agregatnih trgovinskih kreditov v bančnem kreditnem krču. Ker je upad količine trgovinskih kreditov opažen predvsem v podjetjih, ki so bolj ranljiva na finančne krize, lahko sklepamo, da je krčenje tovrstnega kreditiranja predvsem posledica učinkov na strani ponudbe.

Trg zavarovanj trgovinskih kreditov ima pomemben vpliv na dinamiko notranje in mednarodne trgovine. Ko so ponudniki trgovinskih kreditov soočeni z zmanjševanjem razpoložljivosti zavarovanj, lahko reagirajo na tri alternativne načine: skušajo se posluževati drugih razpoložljivih zavarovalniških instrumentov, lahko prevzamejo vse tveganje neizpolnjevanja obveznosti kreditojemalcev nase ali pa ukinejo kreditiranje in zahtevajo takojšnje plačilo (Van der Veer, 2011, str. 199).

Zavarovanja trgovinskih kreditov kupcem povečajo dostopnost ponudnikovih trgovinskih kreditov. Zato lahko ponudnike zavarovanj pojmujeemo kot »nevidne banke«. Zavarovanje trgovinskih kreditov stimulira trgovino tudi s tistimi trgi, na katera podjetja drugače ne bi izvažala. Z zavarovanjem podjetja na zavarovalnico prenesejo tveganje neizplačil, ki izhaja bodisi iz ekonomskih tveganj bodisi iz političnih. Zavarovanje trgovinskih kreditov na zasebnem trgu ponudnikov zavarovanj se ključno razlikuje od garancij, ki jih zagotavljajo javne izvoznokreditne agencije.

Van der Veer (2011) z analizo vodilnih zasebnih ponudnikov zavarovanj trgovinskih kreditov ugotovi, da povprečni kratkoročni multiplikator pri zavarovanju trgovinskih kreditov znaša 2,3. Torej, v povprečju vsak evro zavarovanega izvoza generira 2,3 evra skupnega izvoza.

³³ Kar je skladno s t. i. teorijo kanalov bančnih posojil, ki predvideva, da se v obdobju monetarnih krčenj bank zmanjšujejo količine posojil, predvsem mladim podjetjem, podjetjem z visoko stopnjo nesistemskega tveganja (angl. *indiosyncratic risk*) in podjetjem, ki ne posedujejo zadostnih osnovnih sredstev za sekundarno zavarovanje posojil.

Vpliv spremembe ponudbe zasebnih zavarovanj trgovinskih kreditov ima tako na mednarodno trgovino večji vpliv kot spremembe skupne vrednosti zavarovanega blaga (Van der Veer, 2011, str. 200). Trgovinski multiplikator izhaja iz koristi, ki jih zavarovanje trgovinskih kreditov prinaša predvsem za kupce oziroma prejemnike trgovinskih kreditov kot tudi za ponudnike blaga. Prodaja zavarovanega blaga bo naraščala zaradi večjih razlogov (Van der Veer, 2011, str. 205). Prvič, zavarovalna polica omogoča ponudniku blaga dostop do profesionalnih kreditnih ekspertiz. Drugič, zavarovanje trgovinskih kreditov lahko ponudniku omogoča lažji dostop do finančnih trgov in s tem zunanjega kapitala. Zavarovane terjatve do kupca predstavljajo sredstvo, ki ima pri sekundarnem zavarovanju večjo vrednost. Tretjič, s sklenitvijo zavarovanja trgovinskega kredita se kreditodajalec seznani s kreditno sposobnostjo svojega kreditojemalca. In četrtič, multiplikator izhaja tudi iz informacij o podjetjih in trgih, ki jih pridobijo dobavitelji od zavarovalnice, čeprav samega zavarovanja za ta določen trg ali podjetje ne sklenejo. Zavarovalnice s svojo bazo podatkov lahko služijo tudi kot informacijski servis.

Ker je natančen upad zavarovanj trgovinskih kreditov v obdobju krize neznanka, Van der Veer (2011, str. 207) s predvidevanjem elastičnosti ponudbe teh povpraševanj ter ekstrapolacijo teh rezultatov ugotovi, da s padcem ponudbe zasebnih zavarovanj trgovinskih kreditov v zadnjem kvartalu leta 2008 in v prvi polovici leta 2009 lahko pojasnimo 5 do 9 % kolapsa svetovne trgovine ter med 10 in 20 % padca evropskega izvoza. Čeprav je le 6 % svetovnih in 12 % evropskih trgovinskih kreditov zavarovanih, je sprememba v ponudbi teh zavarovanj kljub temu ekonomsko relevantna.

Če povzamem ugotovitve glede značilnosti šokov na strani ponudbe, lahko zaključim, da finančne omejitve predstavljajo podjetjem oviro pri vstopanju na nove trge tudi v primeru, ko bi bil tak vstop dobičkonosen. Vzrok za to so nepovratni vstopni stroški, ki jih morajo podjetja plačati vnaprej. Finančne omejitve v obliki nelikvidnosti so pomembna determinanta izvoznih odločitev podjetja, to pomeni, da bodo podjetja, ki se ne srečujejo s finančnimi omejitvami, bolj verjetno tudi izvažala. Prisotnost in pomen vstopnih stroškov potrjujejo tudi naslednji argumenti (Greenway et al., 2005, str. 16–17; Bellone et al., 2003, str. 2–3; Damijan, Kostevc & Polanec, 2011, str. 2):

- podjetja, ki so izvažala v preteklosti, bodo na teh trgih bolj verjetno izvažala tudi v prihodnosti;
- podjetja večinoma večajo svoj izvoz z večanjem izvoza na obstoječe trge kot pa z večanjem števila izvoznih trgov;
- podjetja po vstopu na nov trg ne izkazujejo takoj pozitivnih finančnih učinkov, to je neposredna posledica nepovratnih vstopnih stroškov.

Mednarodna trgovina je močno odvisna od mednarodnih finančnih trgov, saj ji ti zagotavljajo zaščito pred tveganjem neizpolnjevanja obveznosti in jo zalagajo z obratnim kapitalom. Tako ima mednarodna menjava od dobro delujočega finančnega sektorja koristi in obratno.

Součinkovanje likvidnosti in realnih ekonomskih politik je odvisno od količine notranje likvidnosti in od razpoložljivosti kreditnih linij (Campello et al., 2010, str. 3). To je bolj izrazito v obdobju finančnih kriz in še bolj v primeru novih izvoznikov. Dostop do finančnih sredstev poveča število trgovanih produktov in število trgov v trenutku prvega vstopa (Damijan, Kostevc & Polanec, 2011, str. 26). Zato kreditni šoki prizadenejo izvoznike kar petkrat močneje kot neizvoznike (Amiti et al., 2009, str. 2–3). Medtem ko je upad financiranja v prvih petih mesecih posledica upada povpraševanja po kreditih zaradi negotovosti in posledica upada ponudbe, pa je po petih mesecih vzrok izključno posledica faktorjev na strani ponudbe (Hale et al., 2009, str. 759).

Podobno kot se v obdobju finančne krize zmanjša število bančnih kreditov, se to zgodi tudi s krediti znotraj nabavne verige, kar je v nasprotju z Melitzevo teorijo trgovinskih kreditov. Financiranje podjetij v nabavni verigi preko trgovinskih kreditov poteka samo do trenutka, ko ima vsaj eno podjetje znotraj verige dostop do finančnih trgov. Likvidnost je ključna determinanta pri zagotavljanju trgovinskih kreditov in posledično je bančni kreditni krč ključni dejavnik za njihov upad.

SKLEP

Globalizacija in liberalizacija sta poleg rasti na integriranih trgih povzročili tudi številne težave. Te so se v obdobju pred globalno finančno krizo kazale v naraščajočih neravnotežjih, naraščajočih razlikah v delitvi bogastva in naraščajočih tveganjih. Naraščanje deficita tekočega računa plačilne bilance je sprožilo številne težnje po regulaciji, kar bi zmanjšalo potrebo najbolj izpostavljenih držav po zunanjem zadolževanju. Na drugi strani je globalizacija vzpostavila ekonomsko okolje, kjer se tveganja hitro in brez večjih ovir prelivajo preko državnih meja. Pojavi se nova oblika tveganj, to so sistemska tveganja, ki so posledica asimetrije informacij in makroekonomske volatilnosti in posledično prekomejne »okužbe«. Globalizacija je povzročila tudi pomembne družbene posledice, ki so vplivale tudi na gospodarstvo in predvsem nastanek in razvoj globalne finančne krize. Medtem ko se je neenakost med posameznimi državami zmanjševala, so se razlike znotraj držav povečevale. Bogatenje najvišjih slojev je povzročilo, da so srednji in nižji sloji svoje ekonomske potrebe zadovoljevali po bistveno višjih cenah. Ker so stroški presegali njihove realne dohodke, so vstopali na neregulirane finančne trge, kjer so se zadolževali preko lastnih finančnih zmožnosti. Čeprav neenakost ni bila glavni neposredni vzrok krize, je vseeno ustvarila politično okolje, v katerem je bilo opozorilne znake nemogoče opaziti oziroma kakorkoli ukrepati.

Finančne krize so fenomen, ki so se pojavljale v vsej zgodovini, so omrežene v gene kapitalizma. Krize so bile v zadnjih desetletjih zelo pogoste, njihovo pogostost lahko primerjamo samo z obdobjem med obema vojnoma. Hitro spreminjanje družbenega in ekonomskega okolje ter visoka frekventnost finančnih kriz predstavljajo izziv tudi za ekonomsko teorijo. Ker tradicionalne teorije mednarodne menjave niso bile sposobne

pojasnjevati dinamike mednarodne trgovine med finančno krizo, se je potrebno posluževati nekaterih novih teorij. Te teorije pa običajno ponujajo povsem nove razlage za nastanek primerjalnih prednosti v mednarodni menjavi. Ključna sinteza njihovih ugotovitev pa nam pove, je pri preučevanju mednarodne trgovine nujno upoštevati: heterogenost podjetij, heterogenost finančnih omejitev in pomen vstopnih stroškov.

V magistrskem delu prepoznam tri ključne ekonomske faktorje, ki so imeli odločilni vpliv na to, da je bil padec mednarodne trgovine precej občutnejši od padca svetovnega BDP. Ugotavljam omejen negativni učinek ukrepov klasičnega in novega protekcionizma. Mnenja o vplivu faktorjev na strani povpraševanja oziroma faktorjev na strani ponudbe pa so bolj deljena. Čeprav se pojavljajo šoki na strani povpraševanja in ponudbe, je vpliv finančnih omejitev zaradi kreditnega krča ekonomsko pomembnejši od zmanjšanja zaupanja in potrošnje. Vse tri v skladu z raziskovalnim vprašanjem postavljene hipoteze lahko potrdim. Temeljne ugotovitve bom povzel v obliki verifikacije vsake od hipotez posebej.

H1: Ukrepe (novega) protekcionizma, kot posledica okrepljene vloge države in keynesijanskega vodenja ekonomskih politik, lahko v zelo omejenem odstotku povežemo z motnjami trgovinskih tokov v obdobju globalne finančne krize.

Čeprav se je v obdobju krize povečala prisotnost države v gospodarstvu, do večjega porasta ukrepov klasičnega protekcionizma ni prišlo, to predstavlja bistveno razliko v primerjavi z veliko depresijo iz obdobja med vojnama. Čeprav so številne države liberalizacijo trgovine nadaljevale, se višanjem carin in protidampinškim ukrepom nismo izognili. Carine so uvajale predvsem države v razvoju, medtem ko so nekatere protidampinške ukrepe sprejele razvite države. Kljub temu ti ukrepi niso imeli občutnejšega vpliva na trgovinske tokove. Razlog je v njihovem omejenem obsegu (države so zavezane bilateralnim, regionalnim in multilateralnim trgovinskim sporazumom), v tem, da so bili ukrepi klasičnega protekcionizma uvedeni predvsem v sektorjih, ki so bili zaščiteni že prej, in da se države v luči globalizacije vse bolj zavedajo škodljivih učinkov omejevanja proste trgovine. V obdobju krize prav tako ni bilo zaslediti povračilnih protekcionističnih ukrepov.

Tako ugotavljam, da so imeli ukrepi klasičnega protekcionizma zelo omejene učinke na dinamiko mednarodne trgovine v obdobju globalne finančne krize. To potrjujejo tako ugotovitve WTO kot tudi ekonomske študije. Z ukrepi klasičnega protekcionizma lahko pojasnimo največ 2 % nominalnega padca mednarodne trgovine v obdobju krize.

Na drugi strani pa so se ukrepi novega protekcionizma nanašali na vladni intervencionizem, predvsem na oblikovanje reševalnih načrtov za prizadete finančne institucije in oblikovanje fiskalnih stimulacijskih svežnjev za gospodarstvo. Takšni protekcionistični ukrepi so precej bolj »motni«, zato jih je težje opazovati, hkrati pa predstavljajo veliko potencialno nevarnost, saj jih določila WTO ne regulirajo. Z vpeljavo nove mere vplivov protekcionizma, ki izloči preostale potencialne vplive, lahko ugotovimo, da so ukrepi novega protekcionizma v največ

8,5 % povezani z motnjami trgovinskih tokov; če izločimo vse druge potencialne vplive, lahko z ukrepi novega protekcionizma pojasnimo okoli 3 % motenj trgovinskih tokov. Največji vpliv so imele izvozne subvencije, manjšega pa ukrepi izvoznih in uvoznih omejitev.

H2: Številni argumenti odločilnega vpliva faktorjev na strani povpraševanja vselej ne temeljijo na spoznanjih novih teorij mednarodne menjave, so presplošni, saj ne upoštevajo heterogenosti posameznih podjetij oziroma sektorjev in heterogenosti finančnih omejitev, posledica česar so pomanjkljivosti v interpretaciji in metodoloških pristopih.

Negativni šoki na strani povpraševanja zaradi sprememb potrošniških preferenc povzročijo padec povpraševanja po nekem blagu, cene blaga za kupce, ki na trgu ostajajo, pa se znižajo. Argumenti v prid prevladujočim šokom na strani povpraševanja temeljijo na preučevanju agregatne slike, kar ni skladno z novimi teorijami mednarodne menjave, ki zagovarjajo heterogenost podjetij kot eno ključnih kategorij pri preučevanju njihove izvozne aktivnosti.

Cene blaga, uvoženega v ZDA in EU, so se agregatno znižale, to naj bi bil dokaz močnih vplivov sinhroniziranih šokov povpraševanja, vendar je takšna obravnava neustrezna. Z vpeljavo ločnice med proizvedenim blagom in osnovnimi surovinami se slika spremeni, saj so se močno znižale le cene osnovnih surovin. Cene blaga so se v številnih sektorjih celo zvišale, najbolj v tistih, ki so močno odvisni od zunanjega financiranja. Tako lahko ugotovimo, da je bil za kolaps mednarodne trgovine (s proizvedenim blagom) ključni količinski učinek. Cenovni učinek je bil celo rahlo pozitiven in je nekoliko ublažil močan upad trgovine zaradi negativnega količinskega učinka. Takšni dokazi, ob predpostavki heterogenosti blaga in podjetij, ne kažejo na odločujoč vpliv faktorjev na strani povpraševanja. Največje odstopanje od teh ugotovitev predstavljajo države izvoznice nafte (OPEC), pri katerih je zmanjšanje mednarodne trgovine večinoma posledica negativnih cenovnih šokov.

Argument, da ni dokazov o vplivih faktorjev na strani ponudbe, ki se ga poslužujejo nekatere vidnejše študije, sem v magistrskem delu argumentirano zavrnil, saj je v interpretaciji rezultatov prihajalo do nedoslednosti, ki izhajajo iz neupoštevanja temeljnih spoznanj novih teorij mednarodne menjave. Študija avtorjev Levchenko et al. (2010b) tako zagovarja neobstoj vpliva faktorjev na strani ponudbe z argumentom, da finančni dejavniki na mednarodno trgovino v obdobju krize niso imeli pomembnega učinka, saj mednarodna trgovina v sektorjih, bolj odvisnih od zunanjega financiranja, primerjalno ni bila prizadeta bolj kot v sektorjih, ki niso odvisni od zunanjega financiranja. V tej luči avtorji ne najdejo povezave med zunanjim financiranjem in gibanjem uvoza v ZDA. Vzrok za to je, da agregatno gibanje cen ne pokaže, da so se cene proizvedenega blaga, predvsem v sektorjih, močno odvisnih od zunanjega financiranja, povečale. Višje uvozne cene (v ZDA) so kompenzirale količinski upad in povzročile rast skupne vrednosti uvoza, to daje vtis, da vpliva zunanjega financiranja v sektorjih, ki so najbolj odvisni od zunanjega financiranja, ni bilo.

Mera agregatnega povpraševanja, v kateri elastičnost agregatnega povpraševanja po uvozu glede na celotno agregatno povpraševanje ni več omejena na 1, pokaže, da so v obdobju krize investicije in izvoz najbolj prociklični komponenti povpraševanja po uvozu. Pri tem ni nobenega neskladja glede pomembnosti faktorjev na strani ponudbe, predvsem vpliva kreditnega krča. Komponente povpraševanja, ki so najbolj občutljive na kreditne razmere, izkazujejo največji padec v obdobju krize in so največje gibalno trgovinske dinamike. To velja predvsem za investicije v vmesno blago, kar ima za posledico največji upad mednarodne trgovine prav na trgih vmesnega blaga.

H3: Faktorji na strani ponudbe predstavljajo ključno determinanto pri pojasnjevanju upada mednarodne menjave v obdobju globalne finančne krize, saj predstavljajo likvidna sredstva, bodisi tista ustvarjena z denarnim tokom podjetja bodisi zunanja sredstva, ključni faktor pri pričetku izvozne aktivnosti, pri preživetju na tujih trgih ter širitvi na obstoječih trgih (t. i. intensive margin of trade) in širitvi na nove trge (t. i. extensive margin of trade). Podjetja se ob pomanjkanju likvidnosti za financiranje mednarodne trgovine odrekajo sicer profitabilnim izvoznim priložnostim.

Med finančnim sektorjem in mednarodno trgovino je vzpostavljena močna in kompleksna povezava. Da bi podjetja lahko nemoteno izvažala maksimalne količine blaga, potrebujejo številne storitve finančnega sektorja. Finančni sektor izvoznike oskrbuje z obratnim kapitalom, omogoča izvoznikom, da prejmejo plačilo za blago in storitve na najcenejši in najmanj tvegan način, zagotavljajo informacije za izvoznike in investitorje, zagotavljajo garancije in zavarovanja ...

Finančne omejitve predstavljajo podjetjem oviro pri njihovi izvozni aktivnosti, saj je pričakovana izvozna aktivnost podjetij odvisna od dostopnosti do likvidnih sredstev, bodisi notranjih bodisi zunanjih. Pomanjkanje likvidnosti (bodisi notranje generirane bodisi zaradi omejenega dostopa do virov kreditiranja) vpliva na investicije, predvsem to velja za mala in nova podjetja, vpliv pa je bolj izrazit v obdobjih finančnih kriz. Zmanjšana likvidnost najbolj prizadene finančno omejena podjetja. Zato finančne omejitve vplivajo tako na izvoz posameznih podjetij kot na agregatni izvoz države, saj je širitev na nove trge povezana z nepovratnimi fiksnimi stroški, ki se kažejo predvsem v težavni širitvi podjetij na nove trge ter kratkoročnem poslabšanju finančnega položaja podjetij po njihovi internacionalizaciji. Tako je finančna kondicija podjetij ključni faktor pri pojasnjevanju gibanja mednarodne trgovine, predvsem v obdobju krize, ko se pogosteje pojavljajo finančne omejitve. Finančno omejena podjetja bodo tako izvažala manj, saj bodo prisiljena izpuščati tudi tiste izvozne priložnosti, ki se kažejo kot dobičkonosne.

Pogoji financiranja trgovine so se v obdobju krize zaradi kreditnega krča močno zaostriili. Financiranje trgovine je bilo še posebej močno prizadeta zaradi narave samih kreditov, ki so kratkoročni in jih je potrebno redno obnavljati. Če pride do krča, banke zmanjšajo svojo kreditno dejavnost, kar prizadene izvoznike petkrat bolj kot neizvoznike. Poleg upada

bančnih kreditov se podjetja soočajo tudi z upadom trgovinskih kreditov znotraj oskrbne verige. Trgovinski in bančni krediti niso substituti, ampak se z upadom kreditiranja s strani bank, zmanjša tudi količina trgovinskih kreditov. Finančno zdrava podjetja v času krize z instrumentom trgovinskega kreditiranja redistribuirajo finančna sredstva k podjetjem s slabšim finančnim položajem. Vendar je to mogoče le do trenutka, dokler imajo vsaj nekatera podjetja dostop do finančnih trgov.

LITERATURA IN VIRI

1. Ahn, J., Amiti, M., & Weinstein, D. E. (2011). Trade Finance and the Great Trade Collapse. *American Economic Review*, 101(3), 298–302.
2. Alatalo, R. (2010). *Trade Credit Use during a Financial Crisis: Evidence from the UK of a Non-existing Trade Credit Channel* (Master's Thesis). Helsinki: Aalto University.
3. Alessandria, G., Kaboski, J. P., & Midrigan, V. (2010). The Great Trade Collapse of 2009–09: An Inventory Adjustment? *NBER Working Paper 16059*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
4. Amiti M., & Weinstein D. E (2009). Exports and financial shocks. *NBER Working paper 15556*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
5. Auboin, M. (2007). Boosting Trade Finance in Developing Countries: What Link with the WTO? *Staff Working Paper ERSD–2007–14*. Geneva: World Trade Organisation.
6. Auboin, M. (2009). Restoring Trade Finance: What the G20 Can Do? V R. Baldwin & S. Evenett (ur.), *The Collapse of Global Trade, Murky Protectionism and the Crisis: Recommendations for the G20* (str. 75–81). London: Centre for Economic Policy Research.
7. Aziz, J., Caramazza, F., & Salgado, R. (2000). Currency Crises: In Search of Common Elements. *IMF Working Paper 00/67*. Washington DC: International Monetary Fund.
8. Baldwin, R., & Evenett, S. (2008). Introduction. V R. Baldwin & S. Evenett (ur.), *What world leaders must do to halt the spread of protectionism* (str. 1–2) . London: Centre for Economic Policy Research.
9. Barker, T. (1977). International Trade and Economic Growth: An Alternative to the Neoclassical Approach. *Cambridge Journal of Economics*, 1(2), 153–172.
10. Bastos, R. & Pindado, J. (2012). Trade Credit During a Financial Crisis: A Panel Data Analysis. *Journal of Economic Research*, 66(5), 1–7.
11. Behrens, Corcos & Miron (2010). Trade Crisis? What Trade Crisis? *Working paper*. Najdeno 23. junija. 2012 na spletnem naslovu <http://www.eiit.org/WorkingPapers/Papers/FirmLevelTrade/FREIT189.pdf>
12. Bellone, F., Musso, P., Nesta, L., & Schiavo, S. (2008). Financial Constraints and Firm Export Behaviour. *Discussion Paper No. 16*. Trento: Università degli studi di Trento.
13. Bems, R., Johnson, R.C. & Yi, K.M. (2010). Demand Spillovers and the Global Collapse of Trade in the Global Recession. *Working Paper 10/142*. Washington DC: International Monetary Fund.
14. Berensmann, K., & Brandi, C. (2011). *The Financial Crisis and International Trade – The Consequences for Developing Countries*. Bonn: Deutsche Institut für Entwicklungspolitik.
15. Bernard, A. B., Bradford Jensen, J. & Schott P. K. (2005). Importers, Exporters and Multinationals: A Portrait of Firms in the U.S. that Trade Goods. *NBER Working Paper 11404*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
16. Boffa, M., & Olarreaga, M. (2012). *Protectionism during the crisis: Tic-for-tac or chicken-games?* Ženeva: Université de Geneve.

17. Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., Soledad Martinez-Peria, M. & Rose, A. K., (2001). Is the Crisis Problem Growing More Severe?. *Economic Policy*, 16(32), 51–82.
18. Bricongne J. C., Fontagne, L., Gaulier, G., Taglioni, D. & Vicard, V., (2009). *Firms and the global crises: French exporters in the turmoil*. Paris: Banque de France, Direction generale des etudes et des relations internationales.
19. Bussiere, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. & Yamano, N. (2011). Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and Trade Collapse of 2008–09. *NBER Working Paper 17712*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
20. Campa, J. M. & Shaver J. M. (2002). Exporting and capital investment: On the strategic behavior of exporters. *IESE Research Paper 469*. Barcelona: IESE Business School.
21. Campello, M, Giambona, E., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis. *NBER Working Paper 16309*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
22. Campello, M., Graham, J. & Harvey C. R., (2009). The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis. *NBER Working Paper 15552*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
23. Chaney, T. (2005). *Liquidity Constrained Exporters*. Chicago: University of Chicago.
24. Chevallerier, J. (2012). Global Imbalances, Cross–market Linkages, and the Financial Crisis: A Multivariate Markov-switching Analysis. *Economic Modeling*, 29(2012), str. 943–973.
25. Chor, D., & Manova, K. (2010). Off the Cliff and Back? Credit Conditions and International Trade During the Global Financial Crisis. *NBER Workin Paper 16174*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
26. Claessens, S., Tong, H., & Wei, S. J. (2012). From the Financial Crisis to the Real Economy: Using Firm-level Data to Identify Transmission Channels. *NBER Working Paper 17360*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
27. Damijan, J. P., Kostevc, Č., & Polanec, S. (2011b). Export Strategies of New Exporters: Why is Export Expansion Along the Extensive Margins so Sluggish. *LICOS Discussion Paper No. 277/2011*. Leuven: LICOS Centre for Institutions and Economic Performance.
28. Damijan, J. P., & Kostevc, Č. (2011a). Firms’ Pattern of Trade and Access to Finance. *LICOS Discussion Paper No. 278/2011*. Leuven: LICOS Centre for Institutions and Economic Performance.
29. Detragiache, E., & Spilimbergo A. (2001). Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation. *IMF Working Paper 01/2*. Washington DC: International Monetary Fund.
30. Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–419.
31. Dorsey, T. (2009). Trade Finance Stumbles. *Finance and Development*, 46(1), 18–19.
32. Eaton, J., Kortum, S., Neiman, B., & Romalis, J. (2011). Trade and the Global Recession, *NBER Working Paper 16666*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

33. Emmanuel, S. B. (1969). *L'échange inégal*. Paris: Francois Maspero.
34. Erixon, F., & Sally R. (2010). Trade, Globalisation and Emerging Protectionism since the Crises. *EPICE Working Paper No. 02/2010*. Brussels: European Centre for International Political Economy.
35. Eurostat. (2011). *Statistic*. Najdeno 10. maja 2011 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>
36. Evenett, S. J. (2012a). Executive Summary. V S. J. Evenett (ur.), *Debate: the 11th GTA Report on Protectionism* (str. 1–19). London: Centre for Economic Policy Research.
37. Evenett, S. J. (2012b). Executive Summary. V S. J. Evenett (ur.), *The Landscape of Crisis-Era Protectionism* (str. 19–41). London: Centre for Economic Policy Research.
38. Fahlenbrach, R., Prilmeier, R., & Stulz, R. M. (2011). This Time is the Same: Using Bank Performance in 1998 to Explain Bank Performance during the Recent Financial Crisis. *NBER Working Paper 17038*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
39. Falatov, P. (1996). *Bančne garancije v mednarodnem poslovanju*. Ljubljana: CISEF.
40. Falatov, P. (1997). *Plačila v mednarodnem poslovanju*. Ljubljana: CISEF.
41. Fingerand, K. M., & Schuknecht L. (1999). *Trade, Finance and Financial Crises*. Geneva: World Trade Organization.
42. Flood, R. P., & Garber, P. M. (1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics*, 17(1–2), 1–13.
43. Frankel, J., & Rose, A. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. *NBER Working Paper 5437*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
44. Froot, K., & Stein, J. (1991). Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Market Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1191–1217.
45. Gandolfo, G. (1994). *International Economics, Vol. 1: The Pure Theory of International Trade*. Berlin: Springer Verlag.
46. Ge, Y., & Qiu, J. (2007). Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit. *Journal of Banking & Finance*, 31(2), 513–530.
47. Ghemawat, P. (2011). *World 3.0: Global Prosperity and how to Achieve it*. Boston: Harvard Business Review Press.
48. Gopinath, G., & Neiman, B. (2011). Trade Adjustment and Productivity in Large Crises. *NBER Working Paper 16958*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
49. Gopinath, G., Itskhoki, O., & Neiman, B. (2011). Trade Prices and the Global Collapse of 2008–2009. *NBER Working paper 17594*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
50. Greenway, D., Guariglia, A., & Kneller, R. (2005). Do financial factors affect exporting decisions. *Research Paper 2005/28*. Nottingham: The University of Nottingham.

51. Gregory, R., Henn C., McDonald, B., & Saito, M. (2010). Trade and the Crisis: Protect or Recovery. *IMF Staff Position Note*. Washington DC: International Monetary Fund.
52. Haddad, M., Harrison, A., & Hausmann, C. (2010). Decomposing the Great Trade Collapse: Products, Price, and Quantities in the 2008–2009 Crisis. *NBER Working Paper 16253*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
53. Hale, G., & Arteta, C. (2009). Currency Crisis and Foreign Credit in Emergin Markets: Credit Crunch or Demand Effect? *European Economic Review*, 53(7), 758–774.
54. Hume, D. (1752). *Political Discourses*. Edinburgh: Kincaid & Donaldson. Najdeno 6. julija 2012 na spletnem naslovu http://books.google.com.au/books?id=m0gVAAAAQAAJ&printsec=frontcover&hl=sl&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
55. Iacovone, L., & Zavacka V. (2009). Banking crises and exports – lessons from the past. *World Bank Policy Research Paper 5016*. Washington DC: The World Bank.
56. Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2010). Financial Policies and the Financial Crisis: How Important was the Systemic Credit Contraction for Industrial Corporations. *NBER Working Paper 16310*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
57. Kaiser, G. (2006). *Zavarovanje in financiranje mednarodne trgovine in vloga Nove Ljubljanske banke* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
58. Kalemli-Ozcan, S., Kamil, H., & Villegas-Sanchez, C. (2010). What Hinders Investment in the Aftermath of Financial Crises: Insolvent Firms or Illiquid Banks? *NBER Working Paper 16528*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
59. Kee, L. K., Neagu, C., & Nicita, A. (2010). Is Protectionism on the Rise? Assessing National Trade Policies during the Crisis of 2008. *Policy Research Working Paper 5274*. Washington DC: The World Bank.
60. Klapper, L., & Randall, D. (2011). Financial Crisis and Supply-Chain Financing. V Chauffour & M. Malouche (ur.), *Trade Finance During the Great Trade Collapse* (str. 73–86). Washington DC: The World Bank.
61. Kravis, I. B. (1956). Avaliability and Other Influences on the Commodity Composition of Trade. *Journal of Political Economy*, 64(2), 143–155.
62. Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311–325.
63. Krugman, P. (1979). Increasing Returns, Monopolistic Competition and International Trade. *Journal of International Economics*, 9(4), 469–480.
64. Krugman, P. (1980). Scale Economies, Production Differentiation and Pattern of Trade. *American Economic Review*, 70(5), 950–959.
65. Krugman, P. (1996). Are Currency Crises Self-Fulfilling? *NBER Macroeconomics Annual 1996*, 11(1996), str. 345–407.
66. Krugman, P. (2011). *Ustavimo to krizo takoj*. Ljubljana: Modrijan.
67. Krugman, P. & Obstfeld, M. (2006). *International economics: theory and policy* (7th International Edition). Boston: Pearson Education: Addison Wesley.
68. Kumar, A. (2007). *Mednarodna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

69. Kumar, A., Bovha, S., & Aristovnik, A. (2000). *Mednarodna ekonomika*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
70. Laeven, L., & Valencia, F. (2008). Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Paper 08/224*. Washington DC: International Monetary Fund.
71. Laeven, L., & Valencia, F. (2012). Systemic Banking Crises Database: An Update. *IMF Working Paper 12/163*. Washington DC: International Monetary Fund.
72. Levchenko, A. A., Lewis, L. T., & Tesar L. L. (2010a). The Collapse of International Trade During the 2008 – 2009 Crisis: In Search of the Smoking Gun. *NBER Working Paper 16006*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
73. Levchenko, A. A., Logan T. L. & Tesar, L. L. (2010b). The role of financial factors in the trade collapse: A skeptic's view. *Working Paper 616*. Ann Arbor: University of Michigan.
74. Linder, S. B. (1961). *An Essay on Trade and Transformation*. Stockholm: Almqvist & Wickell.
75. Love, I., Preve, L. A., & Sarria-Allende, V. (2007). Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises. *Journal of Financial Economics*, 83(2), 453–469.
76. Ma, Z., & Cheng, L. (2005). The Effects of Financial Crises on International Trade. *NBER-East Asia Seminar on Economics*, 14(2005), 253–286.
77. Manasse, P., Roubini, N., & Schimmelpfennig, A. (2003). Predicting Sovereign Debt Crisis. *IMF Working Paper 03/221*. Washington DC: International Monetary Fund.
78. Manova, K. (2008). Credit Constraints, Heterogenous Firms, and International Trade. *NBER Working Paper 14531*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
79. Melitz, M. (2003). The Impact of Trade on Aggregate Industry Productivity and Intraindustry Reallocation. *Econometrica*, 71(6), 1695–1725.
80. Menichini, A. M. C. (2011). Interfirm Trade Finance: Pain or Blessing During Financial Crises? V Chauffour & M. Malouche (ur.), *Trade Finance During the Great Trade Collapse* (str. 59–72). Washington DC: The World Bank.
81. Mishkin, F. S. (2010). Over the Clif: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *NBER Working Paper 16609*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
82. Moody's Investors Service. (2009). *Moody's Rating Symbols & Definitions: Moody's Investors Service*. Washington DC: Moody's. Najdeno 3. januarja 2013 na spletnem naslovu
http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004
83. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.
84. Obstfeld, M. (1994). The Logic of Currency Crises. *Cahiers Economiques et Monetaires*, 43(1994), str. 189–213.
85. Paravisini, D., Rappoport, V., Schnabl, P., & Wolfenzon, D. (2011). Dissecting the Effect of Credit Supply on Trade: Evidence from Matched Credit-Export Data. *NBER Working Paper 16975*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
86. Pavlič Damijan, J. (1998). *Vpliv ekonomij obsega na zunanjetrgovinsko specializacijo* (doktorska disertacija). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

87. Posner, M. U. (1961). International Trade and Technological Change. *Oxford Economic Papers*, 13(3), 323–341.
88. Radelet, S., Sachs, J. D., Cooper, R. N., & Bosworth, B. P. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, 29(1), 1–90.
89. Rapoport, A. (1966). *Two-Person Game Theory: The Essential Ideas*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
90. Reinert, E. S. (2009). The Terrible Simplifiers: Common Origins of Financial Crises and Persistent Poverty in Economic Theory and the new '1848 Moment'. *DESA Working Paper No. 88*. New York: United Nations.
91. Ricardo, D. (1817). *On the Principles of Political Economy and Taxation*. London: John Murray. Najdeno 12. avgusta 2012 na spletnem naslovu http://books.google.si/books?id=CHVbAAAAQAAJ&printsec=frontcover&hl=sl&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
92. Sally, R. (2010). *International Trade and Emerging Protectionism since the Crisis*. Madrid: Real Instituto Elcano.
93. Salvatore, D. (2011). *International Economics: Trade and Finance*. Hoboken: John Wiley & Sons.
94. Shahroki, M. (2011). The Global Financial Crisis of 2007–2010 and the Future of Capitalism. *Global Financial Journal*, 22(3), 193–210.
95. Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: Strahan & Cadell. Najdeno 12. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://metalibri.wikidot.com/title:an-inquiry-into-the-nature-and-causes-of-the-wealth-of>
96. Standard & Poor's. (b. l.). *Creditor Rating Definitions & FAQs*. Najdeno 27. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>
97. The World Bank. (2010). *Global Economic Prospects: Crisis, Finance and Growth*. Najdeno 25. 5. 2011 na spletnem naslovu <http://siteresources.worldbank.org/INTGEP2010/Resources/GEP2010-Full-Report.pdf>
98. The World Bank. (2011). *Data Catalog*. Najdeno 10. maja 2011 na spletnem naslovu <http://data.worldbank.org/data-catalog>
99. The World Bank. (2011). *Global Economic Prospects: Maintaining progress amid turmoil*. Najdeno 25. maja 2011 na spletnem naslovu <http://siteresources.worldbank.org/INTGEP/335315-1307471336123/7983902-1307479336019/Full-Report.pdf>
100. The World Bank. (2011). *Global Economic Prospects: Navigating Strong Currents*. Najdeno 12. decembra 2011 na spletnem naslovu: <http://siteresources.worldbank.org/INTGEP/Resources/335315-1294842452675/GEPJanuary2011FullReport.pdf>

101. Udovič, B. (2004). *Nove teorije mednarodne menjave in majhne države* (diplomsko delo). Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
102. Van der Veer, K. J. M. (2011). Private Trade Credit Insurers During the Crisis: The Invisible Bank. V V. Chauffour & M. Malouche (ur.), *Trade Finance During the Great Trade Collapse* (str. 59–72). Washington DC: The World Bank.
103. Vernon, R. (1966). International Investment and International Trade in the Product Cycle. *Quarterly Journal of Economics*, 80(2), 190–207.
104. World Trade Organization. (2003). *World trade report 2003*. Najdeno 23. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report_2003_e.pdf
105. World Trade Organization. (2005). *World trade report 2005*. Najdeno 23. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report05_e.pdf
106. World Trade Organization. (2007). *World trade report 2007*. Najdeno 23. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report07_e.pdf
107. World Trade Organization. (2008). *World trade report 2008*. Najdeno 23. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report08_e.pdf
108. World Trade Organization. (2009). *World trade report 2009*. Najdeno 23. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report09_e.pdf
109. World Trade Organization. (2010). *World trade report 2010*. Najdeno 23. maja 2011 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report10_e.pdf
110. World Trade Organization (2011a). *World trade report 2011*. Najdeno 4. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report11_e.pdf
111. World Trade Organization (2011b). *WTO scales back its trade forecast to 5,8% as downside risks build*. Najdeno 4. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/news_e/pres11_e/pr641_e.htm
112. World Trade Organization (2012). *World trade report 2012*. Najdeno 31. avgusta 2012 na spletnem naslovu http://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report12_e.pdf
113. Zakrajšek, E. (2011). *Šel sem na kavo. Slišal sem klice in videl Pentagon, dim in ogenj*. Najdeno 6. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/zgodbe/sobotnapriloga/egon-zakrajsek-sel-sem-na-kavo-slisal-sem-klice-in-videl-pentagon-dim-in-ogenj.html>
114. Zhai, F. (2008). Armington Meers Melitz: Introduction Firm Heterogeneity in a Global CGE Model of Trade. *ADB Discussion Paper 108*. Tokyo: Asian Development Bank Institute.

PRILOGE

Priloga 1: Melitzev model – izpeljava

V nadaljevanju nekoliko skrajšano in poenostavljeno predstavljam izpeljavo Melitzevega modela (Melitz, 2003; Zhai, 2008).

1.1 Povpraševanje

Preference reprezentativnega potrošnika so določene s funkcijo koristnosti s konstantno elastičnostjo substitucije (angl. *CES utility function*). Skladno s Spence-Dixit-Stieglitzovo strukturo potrošniških preferenc velja $Q \equiv U$, pri čemer je U koristnost, Q pa agregatni proizvod.

$$U \equiv Q = \left[\int_{\omega \in \Omega} q(\omega)^\rho d\omega \right]^{1/\rho}, \quad (1)$$

kjer je Ω skupna količina proizvodov (ki so med seboj substituti) in je na voljo za potrošnjo, q_ω je količina potrošnje blaga ω , σ pa substitucija med dvema proizvodoma in velja $\sigma = 1/(1-\rho) > 1$; $0 < \rho < 1$. Iz vsega izhaja agregatna cena P , pri čemer cena blaga ω znaša $p(\omega)$.

$$P = \left[\int_{\omega \in \Omega} p(\omega)^{1-\sigma} d\omega \right]^{\frac{1}{1-\sigma}} \quad (2)$$

Povpraševanje oziroma optimalna potrošnja posameznega blaga je:

$$g(\omega) = Q \left[\frac{p(\omega)}{P} \right]^{-\sigma} \quad (3)$$

1.2 Proizvodnja in trgovina

V državi je kontinuum podjetij z različno produktivnostjo ϕ in proizvajajo svojo različico proizvoda ω . Proizvodnja potrebuje en proizvodni dejavnik, delo (L), ki na agregatnem nivoju določa velikost ekonomije. V proizvodnji so tako fiksni kot variabilni stroški. V povezavi s trgovino so predpostavljeni določeni fiksni stroški. Prav tako so z izvozom povezani tudi variabilni stroški v obliki transportnih stroškov in na koncu samo delež blaga, odposlanega iz države i , prispe v državo j (ta delež je definiran kot $1/\tau_{ij}$, pri čemer velja, da je $\tau_{ij} = 1$, če bi veljalo $i = j$). Stroški proizvodnje q enot blaga ω , ki jih podjetje s produktivnostjo ϕ prodaja v državi j , so definirani kot:

$$c(q_{ij}, \phi) = W_i \left[\frac{q_{ij} + \tau_{ij}}{\phi} + f_{ij} \right] \quad (4)$$

pri čemer je W_i nivo plač v državi i , f_{ij} so fiksni stroški, povezani z izvozom in so enaki za vsa podjetja. τ predstavlja vrednost blaga, ki je prispelo iz države i v državo j .

Podjetja so »price-setterji«, optimalna cena pa je nad mejnimi stroški in je definirana kot:

$$p_{ij}(\varphi) = \frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{\tau_{ij} W_i}{\varphi} \quad (5)$$

Podjetje pa s prodajo na tujem trgu dosega naslednje profite:

$$\begin{aligned} \Pi_{ij} &= q_{ij}(\varphi) p_{ij}(\varphi) - c(q_{ij}(\varphi), \varphi) = \\ &= \frac{(P_j Q_j)^{P_j^{\sigma-1}}}{\sigma} \left[\frac{\sigma-1}{\sigma} \frac{\varphi}{\tau_{ij} W_i} \right]^{\sigma-1} - f_{ij} W_i \end{aligned} \quad (6)$$

1.3. Vstopi in izstopi podjetij

Porazdelitev podjetij med različnimi nivoji produktivnosti je posledica vstopov in izstopov podjetij na trg. Pred tem so podjetja med seboj enaka. Za vstop na trg je treba plačati določene vstopne stroške v višini f_e enot dela. Podjetja po vstopu oblikujejo svojo produktivnost, ki je po tem fiksirana. Podjetje ne bo proizvajalo, če profiti ne bodo pozitivni. Tako se bo vsako podjetje, katerega produktivnost je nižja od spodnjega praga potrebne produktivnosti φ_{ii}^* , odločilo za izstop, še preden bo pričelo izvažati. Podobno se bodo podjetja za izvoz na tuje trge odločila takrat, ko bodo dobički iz poslovanja na tujih trgih dovolj visoki za pokrivanje nepovratnih vstopnih stroškov. Pogoj, ki definira spodnji prag produktivnosti (φ_{ij}^*), je pogoj ničelnega profita.

$$\varphi_{ij}^* = \frac{\sigma}{(\sigma-1)} \frac{\tau_{ij}}{P_j} \frac{W_i^{\frac{\sigma}{\sigma-1}}}{\left[\frac{f_{ij} \sigma}{P_j Q_j} \right]^{\frac{1}{\sigma-1}}} \quad (7)$$

Izvozni status hkrati pomeni tudi višjo produktivnost, zato velja $\varphi_{ii}^* < \varphi_{ij}^*$. Podjetja s produktivnostjo med φ_{ii}^* in φ_{ij}^* bodo proizvajala samo za domači trg.

Preživela podjetja se soočajo z eksogeno verjetnostjo propada δ (šoki, ki vodijo do propada so neodvisni od produktivnosti: velike spremembe v preferencah potrošnikov, nove regulative, naravne katastrofe). Vrednost podjetja (v_i) je tako enaka denarnemu toku dobičkov v prihodnosti, diskontirano za verjetnost propada.

$$v_i(\varphi) = \sum_{j \in R} \max\{0, \Pi_{IJ}(\varphi) / \delta\} \quad (8)$$

Število vstopov je v vsakem obdobju odvisno od »pogoja prostega vstopa« in splošnega ravnotežja. »Pogoj prostega vstopa« zahteva, da se pričakovana vrednost vstopa na tuji trg izenači z višino nepovratnih vstopnih stroškov oziroma:

$$\int_{\varphi_*}^{\infty} v(\varphi) g(\varphi) d\varphi = W f_e \quad (9)$$

V ravnotežju je število novih vstopov enako številu propadlih podjetij. Če z M_e označimo nove vstopne in z M količino trenutnih podjetij, potem velja:

$$(1 - G(\varphi^*))M_e = \delta M, \quad (10)$$

pri čemer je $G(\varphi)$ kumulativna funkcija distribucije $g(\varphi)$ in $1 - G(\varphi^*)$ je *ex-ante* verjetnost uspešnega vstopa v industrijo.

1.4 Povprečno podjetje

V ravnotežju je tehtani povprečni nivo produktivnosti v državi i določen z naslednjo funkcijo:

$$\varphi'_{ij}(\varphi^*_{ij}) = \left[\frac{1}{1-G(\varphi^*_{ij})} \int_{\varphi^*_{ij}}^{\infty} \varphi^{\sigma-1} g(\varphi) d\varphi \right]^{\frac{1}{\sigma-1}} \quad (11)$$

Agregatna cena (P_j) in povpraševanje (Q_j) v državi j ter agregatni dobički (Π_i) v državi i prav tako izhajajo iz funkcije povprečne produktivnosti (spremenljivke, ki predstavljajo povprečne vrednosti, so označene z opuščajem ($'$)) (11).

$$P_j = \left[\sum_{i \in R} M_i (1 - G(\varphi'_{ij}) / (1 - G(\varphi'_{ii})(p_{ij}(\varphi'_{ij}))^{1-\sigma}) \right]^{\frac{\sigma}{1-\sigma}} \quad (12)$$

$$Q_j = \left[\sum_{i \in R} M_i (1 - G(\varphi'_{ij})) / (1 - G(\varphi'_{ii})(q_{ij}(\varphi'_{ij}))^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} \right]^{\frac{\sigma}{\sigma-1}} \quad (13)$$

$$\Pi_i = \left[\sum_{j \in R} M_j (1 - G(\varphi'_{ij})) / (1 - G(\varphi'_{ii})) \pi(\varphi'_{ij}) \right] \quad (14)$$

1.5 Ravnotežje

V vsaki državi je reprezentativni potrošnik hkrati tudi ponudnik L enot produkcijskega faktorja dela. Ravnotežje na trgu dela zahteva:

$$\begin{aligned} L_i &= L_{pi} + L_{ei} = \\ &= \sum_j q_{ij}(\varphi'_{ij}) / \varphi'_{ij} + \sum_{i \in R} M_i (1 - G(\varphi'_{ij}) / (1 - G(\varphi'_{ii})) f_{ij} + M_e f_{ei}, \end{aligned} \quad (15)$$

pri čemer je L_p input produkcijskega faktorja dela, L_e pa input produkcijskega faktorja dela, uporabljen s strani podjetij, ki na trg vstopajo na novo.

Reprezentativni potrošnik za svoje delo prejme prihodek in profit ter ga porabi za potrošnjo Q in nepovratne investicije f_e .

Agregatni profiti so obremenjeni z agregatnimi nepovratnimi stroški, ki jih plačujejo podjetja, ki vstopajo na trg:

$$L_{ei} = M_{ei} f_{ei} = \frac{\delta M_i}{(1-G(\phi'_{ii}))} f_{ei} = \Pi_i \quad (16)$$

Proračunska omejitev potrošnika je definirana kot $W L = P Q$. Ta proračunska omejitev prav tako določa ravnotežje na trgu blaga v vsaki državi.

1.6 Značilnosti ravnotežja

Glej poglavje 2.4.1.

Priloga 2: Chaneyjev model – izpeljava

Skladno s Chaneyjevim modelom (Chaney, 2005) se v dveh državah, domači in tuji³⁴, proizvaja blago izključno z uporabo proizvodnega dejavnika dela. Obstajata dva sektorja. Prvi sektor proizvaja homogeno blago, s katerim se prosto trguje. Cena tega blaga je enaka 1 in se proizvaja s konstantnimi donosi obsega. Količina dela, potrebna za proizvodnjo ene enote blaga, je $1/\omega$ doma in $1/\omega^*$ v tuji državi. Plače so enake: $\omega = \omega^*$. Drugi sektor proizvaja kontinuum diferenciranega blaga in vsako podjetje je monopolist za različico blaga, ki ga proizvaja.

2.1 Povpraševanje

Delavci so edini potrošniki in vsak poseduje eno enoto dela. Koristnost potrošnika, ki porabi q_0 enot homogenega blaga in $q(x)$ enot vsakega od različic diferenciranega blaga, za vse različice x iz množice X , je določena kot:

$$U \equiv q_0^{1-\mu} \left[\int_{x \in X} q(x)^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} dx \right]^{\frac{\sigma}{\sigma-1}\mu} \quad (\sigma > 1), \quad (17)$$

pri čemer je σ elastičnost substitucije med dvema različicama diferenciranega blaga.

Če so vse različice iz množice X na voljo na domačem trgu po ceni $p(x)$ za enoto, potem lahko definiramo idealni cenovni indeks za diferencirano blago na domačem trgu:

$$P = \left[\int_{x \in X} p(x)^{1-\sigma} dx \right]^{\frac{1}{1-\sigma}} \quad (18)$$

³⁴ Spremenljivke, ki se nanašajo na tujo državo, so v modelu vselej označene z zvezdico (*).

Reprezentativni potrošnik potroši $r(x)$ za vsako enoto blaga x . Potrošniška funkcija za diferencirano blago tako lahko zapišemo kot:

$$r(x) = \mu \varpi L \left(\frac{p(x)}{P} \right)^{1-\sigma} \quad (19)$$

pri čemer je $\mu \varpi L$ določeno celotna potrošnja diferenciranega blaga.

2.2 Proizvodnja in trgovina

Trgovinske tokove ovirajo fiksni in variabilni stroški. Fiksni uvozni stroški (C_f) so izraženi v obliki enot dela (ωC_f). Iz domače države prispe v tujo državo samo $1/\tau$ delež odposlanega blaga. Večji kot je τ , višji so variabilni stroški.

Vsaka država ima dostop do enake tehnologije. Mejni produkt dela je konstanten. Da bi podjetje lahko pričelo izvažati, mora plačati fiksne vstopne stroške v višini C_d . Za podjetje s produktivnostjo χ so stroški za proizvodnjo q_d enot blaga za domači trg enaki $c_d(q_d)$, stroški za proizvodnjo q_f enot za tuji trg pa enaki $c_f(q_f)$.

$$c_d(q_d) = q_d \frac{\omega}{\chi} + \omega C_d \quad (20)$$

$$c_f(q_f) = q_f \frac{\tau \omega}{\chi} + \omega^* C_f \quad (21)$$

Podjetja so »price-setterji«, zato je optimalna cena s konstantnim pribitkom na strošek enote proizvoda.

$$p_d = \frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{\omega}{\chi} \quad (22)$$

$$p_f = \frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{\tau \omega}{\chi} \quad (23)$$

Bolj produktivna podjetja (z višjim χ) tako lahko ponudijo nižje cene in s tem pridobijo višje tržne deleže in višje profite. Podjetje s produktivnostjo χ ustvarja potencialne profite $\pi_d(\chi)$ na domačem trgu oziroma $\pi_d(\chi)$.

$$\pi_d(\chi) = \frac{r_d(\chi)}{\sigma} - \varpi C_d = \frac{\mu}{\sigma} \varpi L \left(\frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{\varpi}{\chi p} \right)^{1-\sigma} - \varpi C_d \quad (24)$$

$$\pi_f(\chi) = \frac{r_f(\chi)}{\sigma} - \varpi^* C_f = \frac{\mu}{\sigma} \varpi^* L^* \left(\frac{\sigma}{\sigma-1} \frac{\tau \varpi}{\chi p^*} \right)^{1-\sigma} - \varpi^* C_f \quad (25)$$

Samo podjetja, ki lahko profitabilno proizvajajo za domači trg, bodo preživela, in samo podjetja, ki lahko profitabilno proizvajajo za izvoz, bodo izvažala. Minimalni prag produktivnosti je definiran kot:

$$\pi_d(\bar{\chi}_d) = 0 \text{ in } \pi_f(\bar{\chi}_f) = 0 \quad (26)$$

2.3 Likvidnostne omejitve

Ključna predpostavka modela je, da se v povezavi z mednarodno trgovino predpostavljeni določeni znatni fiksni vstopni stroški, ki jih je treba plačati vnaprej. Likvidnostne omejitve so formalizirane tako: domači investitorji nimajo nikakršnih informacij o razmerah na tujih trgih, zato podjetjem, ki bi želela izvažati, niso pripravljeni posojati denarja. Če podjetje želi izvažati, si mora samo zagotoviti dovolj likvidnih sredstev, s katerimi bo financiralo fiksne vstopne stroške (ω^*C_f). Podjetje generira likvidna sredstva iz dobičkov, ustvarjenih na domačem trgu ($\pi_d(\chi)$), in ima dostop do nekaj dodatne eksogeno dane likvidnosti ωA (A predstavlja domači likvidnostni šok, denominiran v enotah domačega dela ω). Tako je izvoz izpostavljen naslednji likvidnostni omejitvi:

$$\pi_d(\chi) + \omega A \geq \omega^*C_f \quad (27)$$

Bolj produktivna podjetja ustvarjajo na domačem trgu večje profite, zato so manj odvisna od zunanjega financiranja. Z $\bar{\chi}(A)$ je definiran prag produktivnosti, pod katerim podjetje z likvidnostjo A ne poseduje dovolj likvidnih sredstev za vstop na tuji trg. $\bar{\chi}(A)$ Zapišemo kot:

$$\pi_d(\bar{\chi}(A)) + \omega A = \omega^*C_f \quad (28)$$

Podjetja s produktivnostjo pod $\bar{\chi}(A)$ ne morejo izvažati zaradi likvidnostnih omejitev, čeprav bi bil njihov izvoz profitabilen.

2.4 Ravnotežje

Predpostavljamo, da se tuja podjetja ne soočajo z likvidnostnimi omejitvami in da imajo cene, ki jih postavljajo tuja podjetja, zanemarljiv vpliv na indeks domačih cen. Indeks cen iz enačbe 2 lahko nadomestimo z naslednjim približkom:

$$P \approx \left[\int_{\chi \geq \bar{\chi}_d} p_d(\chi)^{1-\sigma} L_d F_\chi(\chi) \right]^{\frac{1}{1-\sigma}} \quad (29)$$

Zaradi poenostavitve zapisa uvedemo in definiramo novo funkcijo $g(-)$:

$$g(-) = \bar{\chi}^{\sigma-1} = \left[\frac{\sigma}{\mu} \int_{\chi \geq \bar{\chi}_d} \chi^{\sigma-1} dF_\chi(\chi) \right] \times C \Leftrightarrow \bar{\chi} = g(C) \quad (30)$$

Če priredimo pogoje za prag produktivnosti (enačba 10) in pogoje likvidnostnih omejitev (enačba 11), potem dobimo:

$$\bar{\chi}_d = g(C_d) \quad (31)$$

$$\bar{\chi}_f = \left(\frac{\tau\omega}{\omega^*}\right) \left(\frac{C_f}{C_d^*}\right)^{\frac{1}{\sigma-1}} g(C_d^*) \quad (32)$$

$$\bar{\chi}(A) = \left(\frac{C_d + \frac{\omega^*}{\omega} + C_f - A}{C_d}\right)^{\frac{1}{\sigma-1}} g(C_d) \quad (33)$$

Vsa podjetja s produktivnostjo nad $\bar{\chi}_d$ proizvajajo za domači trg. Samo podjetja s produktivnostjo nad $\max\{\bar{\chi}_f, \bar{\chi}(A)\}$ lahko izvažajo.

Determinante likvidnostnih omejitev $\bar{\chi}(A)$ iz enačbe 17 so naslednje (Chaney, 2005, str. 16–18):

- Podjetja, ki posedujejo manjšo količino eksogenih likvidnih sredstev (nizek A), morajo dosegati visoko stopnjo produktivnosti, da lahko ustvarijo dovolj notranjih likvidnih sredstev, s katerimi financirajo vstop na tuje trge.
- Na drugi strani pa podjetja z večjo količino eksogenih likvidnih sredstev (visok A) za vstop na tuje trge ne potrebujejo dodatne likvidnosti in s tem višje produktivnosti.
- Čim višji so vstopni stroški na tuje trge (C_f), tem višje je krivulja $\bar{\chi}(A)$.
- Fiksni proizvodni stroški (C_d) imajo dvoumen vpliv na krivuljo $\bar{\chi}(A)$. Naraščajoči domači stroški C_d povzročijo upad likvidnosti podjetij in s tem zmanjšujejo zmožnost vstopanja na tuje trge. Vendar na drugi strani naraščajoči C_d povečujejo možnost propada podjetij in nekatera zapustijo panogo. To ublaži konkurenco, poveča tržne deleže podjetjem, ki v panogi ostajajo, veča njihove profite in s tem tudi likvidna sredstva. Kateri učinek je močnejši, je odvisno od razporeditve likvidnostnih sredstev med podjetji znotraj nekega gospodarstva.
- Višji kot je devizni tečaj (torej nižji kot je količnik ω^*/ω), nižja je krivulja $\bar{\chi}(A)$, saj vrednost osnovnih sredstev, izražena v tujih cenah, naraste in s tem je potrebno manj notranje likvidnosti za vstop na tuje trge.
- Več kot ima blago substitutov (višji kot je σ), bolj ravno obliko ima krivulja $\bar{\chi}(A)$. Ko ima blago veliko substitutov, takrat manjše razlike v produktivnosti predstavljajo velike razlike v profitih in posledično v likvidnosti, generirani iz domače prodaje.
- Likvidnostnim omejitvam je podvržena le neka določena podskupina vseh podjetij (označimo z Ω). Podjetja z visoko produktivnostjo so sposobna izvažati ne glede na količino eksogene likvidnosti, ki jo posedujejo (ta minimalni prag produktivnosti označimo $\bar{\chi}(0)$). S tem so neodvisna od finančnih trgov. Na drugi strani pa so podjetja, ki posedujejo zadostno količino eksogene likvidnosti (A) in jim ni treba s poslovanjem na

domačem trgu ustvarjati dodatnih likvidnih sredstev. Če je količina eksogenih likvidnih sredstev zadostna, bodo ta podjetja izvažala, čeprav je prodaja na domačem trgu enaka nič.

- Nobeno podjetje z likvidnostjo pod mejo $\bar{\chi}_f$ ne more izvažati profitabilno, saj na tujem trgu ne ustvarjajo dovolj profitov, da bi pokrili fiksne vstopne stroške. Podjetja s produktivnostjo pod $\bar{\chi}(0)$ izvažajo ne glede na to, kako malo likvidnih sredstev posedujejo, saj so na tujih trgih dovolj konkurenčna, da ustvarjajo pozitivne profite, hkrati pa na domačem trgu ustvarjajo dovolj likvidnosti, da lahko pokrijejo vstopne stroške, ne da bi jim bilo treba pridobiti dodaten zunanji kapital. Podjetja s produktivnostjo med $\bar{\chi}_f \leq \chi < \bar{\chi}(0)$ bi lahko profitabilno izvažala, vendar brez dodatne likvidnosti to ni mogoče, ker na domačem trgu ob dani produktivnosti ne ustvarjajo dovolj likvidnih sredstev. Slednja predstavljajo podskupino likvidno omejenih podjetij Ω . Ta podjetja so voljna izvažati ($\chi \geq \bar{\chi}_f$), a jim likvidnostne omejitve tega ne dopuščajo ($\chi \leq \bar{\chi}(A)$).

2.5 Likvidnostne omejitve in izgubljena trgovina

Skupna vrednost izvoza podjetij s produktivnostjo χ je $r_f(\chi)$. Uporabimo enačbe, ki določajo prag produktivnosti (15, 16 in 17) in enačbo indeksa cen (13) ter jih vstavimo v enačbo prihodkov (3). Dobimo skupno vrednost izvoza:

$$r_f(\chi) = \sigma \omega^* C_d^* \left[\frac{\omega^* \chi}{\tau \omega \bar{\chi}_d^*} \right]^{\sigma-1} \quad (34)$$

Vsa podjetja s produktivnostjo nad $\max\{\bar{\chi}_f, \bar{\chi}(A)\}$ izvažajo. Vsa podjetja iz podskupine Ω niso sposobna izvažati. Skupne količine izgubljene trgovine (T_{missing}) in skupne količine izvoza (T_{total}) so opredeljene kot:

$$T_{\text{missing}} = L \int_{(A, \chi \in \Omega)} r_f(\chi) dF(A, \chi) \quad (35)$$

$$T_{\text{total}} = L \int_{\chi \geq \bar{\chi}_f} r_f(\chi) dF(\chi) - T_{\text{total}} \quad (36)$$

Parameter F določa razporeditev produktivnosti (χ) in/ali eksogene likvidnosti (A) v gospodarstvu. Skupna količina izgubljene trgovine je tako odvisna od razporejenosti produktivnosti znotraj gospodarstva in likvidnostnih šokov. Odvisna je tako od povprečne likvidnosti kot od njene razporeditve med podjetji. Če so likvidnostno omejena samo najbolj produktivna podjetja, potem je izgubljena trgovina enaka nič. Izgubljene trgovine prav tako ni, kadar so likvidnostno omejena manj produktivna podjetja.

2.6 Dvoumen vpliv valutnih šokov na trgovinske tečaje

Če domača valuta *vis-à-vis* tuje aprecira, to simultano povzroči upad konkurenčnosti obstoječih izvoznikov, ki zato izvažajo manj, hkrati pa nova podjetja pričnejo izvažati, saj se

vrednost osnovnih sredstev³⁵, izražena v tuji valuti, poveča. Količina blaga obstoječih izvoznikov (*intensive margin of trade*) je negativno prizadeta, število novih izvoznikov (*extensive margin of trade*) pa pozitivno.

Apresiasija domače valute ima tako 3 učinke:

- (i) Obstoječi izvozniki izgubljajo tržni delež na tujem trgu. Do enačbe pridemo z delnim odvodom (glede na spremenljivko ω) enačbe 10:

$$\frac{dr_f(\chi)}{d\omega} = -(\sigma - 1) \frac{r_f(\chi)}{\omega} < 0 \quad (37)$$

- (ii) Najmanj produktivni likvidnostno neomejeni izvozniki so prisiljeni iz tujega trga izstopiti. Ta učinek je posledica prvega učinka. Izvoznikom se profiti zmanjšajo:

$$\frac{d\pi_f(\chi)}{d\omega} = \frac{\sigma-1}{\sigma} \frac{r_f(\chi)}{\omega} < 0 \quad (38)$$

Minimalni prag produktivnosti se pomakne navzgor. Formalni zapis je delni odvod (glede na spremenljivko ω) enačbe 16:

$$\frac{d\bar{\chi}_f}{d\omega} = \frac{\bar{\chi}_f}{\omega} < 0 \quad (39)$$

- (iii) Zadnji učinek je posledica določene sprostitve likvidnostnih omejitev. Vrednost osnovnih sredstev, izražena v tuji valuti, naraste. Ker so vstopni stroški plačani v tuji valuti, pomeni, da se relativno znižujejo. Do formaliziranja tega učinka pridemo z delnim odvodom (glede na spremenljivko ω) enačbe 17:

$$\frac{d\bar{\chi}(A)}{d\omega} = -\left(\frac{1}{\sigma-1}\right) \frac{\omega^* C_f}{\omega} \left(\frac{C_d}{C_d + \frac{\omega^*}{\omega} + C_f - A}\right)^{\frac{1}{\sigma-1}} \frac{\bar{\chi}(A)}{\omega} < 0 \quad (40)$$

Apresiasija valute povzroči tako vstopne kot izstopne iz tujih trgov. Kateri učinek bo prevladujoč, je odvisno od ostrine likvidnostnih omejitev (oziroma redkosti likvidnostnih sredstev v gospodarstvu) in števila likvidnostno omejenih izvoznikov.

³⁵ Tako vrednost eksogenih likvidnih sredstev kot tudi endogenih profitov na domačem trgu.