

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**USTREZNOST OBSEGA DEVIZNIH REZERV
LJUDSKE REPUBLIKE KITAJSKE**

Ljubljana, april 2020

ELVIRA NEMANIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Elvira Nemanič, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Ustreznost obsega deviznih rezerv Ljudske republike Kitajske, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Mojmirjem Mrakom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 24. 4. 2020

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 MEDNARODNE REZERVE IN NJIHOVA POVEZANOST S PLAČILNO BILANCO IN DEVIZNIM TEČAJEM	2
1.1 Koncept mednarodnih rezerv	3
1.2 Strukturne karakteristike deviznih rezerv	5
1.2.1 Struktura po valutah	6
1.2.2 Struktura po vrstah naložb	8
1.3 Vloga mednarodnih rezerv	10
1.4 Povezava deviznih rezerv z makroekonomskimi spremenljivkami	12
2 USTREZEN OBSEG IN STRUKTURA DEVIZNIH REZERV: TEORIJA IN ZGODOVINSKI PREGLED	17
2.1 Faktorji vplivanja na obseg deviznih rezerv	17
2.2 Ustrezna raven deviznih rezerv in metode njenega določanja	20
2.3 Pregled literature	24
2.4 Zgodovinski pregled	28
3 OSNOVNE ZNAČILNOSTI KITAJSKEGA GOSPODARSTVA	32
3.1 Zgodovinski razvoj	32
3.2 Politika deviznega tečaja	35
3.3 Plačilna bilanca	43
3.3.1 Tekoči račun	43
3.3.2 Kapitalsko-finančni račun	44
4 DEVIZNE REZERVE KITAJSKE	49
4.1 Rast kitajskih deviznih rezerv	50
4.2 Devizne rezerve Kitajske v luči njenega gospodarskega razvoja in mednarodnih ambicij	54
4.3 Devizne rezerve Kitajske v luči različnih metod določanja ustreznega obsega deviznih rezerv	55
SKLEP	60
LITERATURA IN VIRI	63

KAZALO TABEL

Tabela 1: Centralne banke z največjim obsegom zlata, september 2019.....	4
Tabela 2: Struktura deviznih rezerv v obdobju 1970–2018 (v %).....	7
Tabela 3: Obseg deviznih rezerv v letih 1990, 2000 in 2018, po velikosti glede na leto 2018 (Devizne rezerve v milijardah USD; Rezerve/BDP v %)	30
Tabela 4: Poenostavljena bilanca CB	38
Tabela 5: Poenostavljena bilanca CB po sterilizaciji.....	39

KAZALO SLIK

Slika 1: Delež zlata v svetovnih mednarodnih rezervah v obdobju 1960–2017 (v %).....	4
Slika 2: Obseg deviznih rezerv po regijah v obdobju 1990–2018 (v milijardah USD)	29
Slika 3: Delež deviznih rezerv/BDP v obdobju 1990–2017 po dohodkovnih skupinah ter obseg svetovnih deviznih rezerv (desna os; v milijardah USD).....	30
Slika 4: Ameriški vrednostni papirji v lasti tujih imetnikov v obdobju 2002–2018 (v milijardah USD)	32
Slika 5: Dnevni tečaj CNY/USD v obdobju 1994–2019	36
Slika 6: Devizni tečaj CNY proti USD, EUR in 100JPN v obdobju 2006–2019.....	37
Slika 7: Plačilna bilanca Kitajske v obdobju 1994–2018 (v milijardah USD).....	39
Slika 8: Letna rast BDP Kitajske in sveta v obdobju 1994–2018 (v %).....	40
Slika 9: Stopnja obveznih rezerv za poslovne banke (RRR) v obdobju 1992–2019 (v %) .	40
Slika 10: Aktivna stran bilance PBOC v obdobju 2002–2019 (v 100 milijonih juanov)	41
Slika 11: Pasivna stran bilance PBOC v obdobju 2002–2019 (v 100 milijonih juanov).....	41
Slika 12: Tekoči račun plačilne bilance Kitajske v obdobju 1994–2018 (v milijardah USD)	43
Slika 13: Neposredne investicije v obdobju 1982–2018 (neto, v milijardah USD)	45
Slika 14: Naložbe v vrednostne papirje v obdobju 1982–2018 (neto, v milijardah USD) .	46
Slika 15: Kitajske mednarodne rezerve v obdobju 1980–2018 (v milijardah USD)	49
Slika 16: Kitajske investicije v ameriške vrednostne papirje v obdobju 2005–2018 (v milijardah USD).....	49
Slika 17: Delež kitajskih deviznih rezerv v ameriških vrednostnih papirjih v obdobju 2000–2018 (v milijardah USD)	53
Slika 18: Kazalnik devizne rezerve/meseci uvoza (v %)	56
Slika 19: Kazalnik devizne rezerve/kratkoročni zunanji dolg (v %)	56
Slika 20: Kazalnik devizne rezerve/M2 (v %)	57
Slika 21: Devizne rezerve in denarni agregat M2 v obdobju 1980–2018 (v milijardah USD)	58
Slika 22: Kazalnik devizne rezerve/BDP (v %)	58
Slika 23: Matrika ocenjevanja ustreznosti rezerv (v %)	59

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

AMC – (angl. Asset Management Company); Podjetje za upravljanje sredstev

BDP – Bruto domači proizvod

BIS – (angl. Bank for International Settlements); Banka za mednarodne poravnave

CB – (angl. Central Bank); Centralna banka

CBRC – (angl. China Banking Regulatory Commission); Kitajska komisija za bančni nadzor

CIC – (angl. China Investment Corporation); Kitajska investicijska družba

FDI – (angl. Foreign Direct Investment); Tuje neposredne investicije

LIC – (angl. Local Investment Company); Lokalna investicijska družba

MDS – (angl. International Monetary Fund); Mednarodni denarni sklad oziroma IMF

MF – (angl. Ministry of Finance); Ministrstvo za finance

PBOC – (angl. People's Bank of China); Kitajska centralna banka

RMB – (angl. Renminbi); kitajska valuta, ki v prevodu pomen "ljudski denar", mednarodno se pogosto uporablja tudi izraz juan, ki pa sicer predstavlja osnovno enoto renminbija. Tričrkovna oznaka po standardu ISO 4217 je CNY.

SAFE – (angl. State Administration of Foreign Exchange); Državna uprava za devize

SDR – (angl. Special Drawing Rights); Posebne pravice črpanja

SOE – (angl. State-Owned Enterprise); Državno podjetje

WTO – (angl. World Trade Organization); Svetovna trgovinska organizacija

ZDA – Združene države Amerike

UVOD

Mednarodne rezerve, zlasti zlata, so prvotno služile za kritje domače valute, po razpadu Brettonwoodskega sistema, pa je ta vloga postala manj pomembna. V današnjem času mednarodne rezerve predstavljajo ključno orodje monetarne politike za primer interveniranja na deviznem trgu, služijo za plemenitenje državnega portfelja ali pa jih države držijo za primer samozavarovanja. Čeprav imajo rezerve pomembne pozitivne vplive na nacionalno gospodarstvo, prevelik obseg predstavlja tudi oportunitetni strošek, saj devizne rezerve ponavadi dosegajo nižjo stopnjo donosa, kot bi jo bilo mogoče doseči, če bi se sredstva investiralo v bolj dobičkonosne naložbe. Ti stroški so pomemben dejavnik odločanja države o tem, kakšen naj bi bil njen optimalni obseg rezerv.

V magistrskem delu sem se osredotočila na analizo kitajskih deviznih rezerv. Kitajska je zanimiva predvsem z vidika njenega razvoja. V zadnjih štirih desetletjih jo je zaznamovala zgodovinska transformacija iz agrarne v industrijsko državo in razvoj iz planskega v tržno gospodarstvo. Odkar se je odprla za zunanjo trgovino in naložbe ter izvedla reforme prostega trga leta 1978, je bila Kitajska med najhitreje rastočimi gospodarstvi na svetu, njena povprečna rast bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) je do leta 2018 znašala 9,5 %. Od svojega pristopa k Svetovni trgovinski organizaciji (angl. World Trade Organization, v nadaljevanju WTO) leta 2001 je Kitajska postala pomemben globalni trgovinski partner. Rast blagovnega sektorja je pomembno prispevala k industrializaciji in razvoju Kitajske. Veliki presežki v trgovinski bilanci, visoka stopnja domačega varčevanja ter pritok tujih investicij so botrovali rasti deviznih rezerv. Konec februarja 2006 je Kitajska prehitela Japonsko in postala največja imetnica deviznih rezerv na svetu. Količina se je od tedaj vsako leto povečevala, magično mejo 3.000 milijard ameriških dolarjev pa je Kitajska presegla leta 2011. Soočiti se je morala z izzivom kako učinkovito upravljati z njimi. Čeprav je z akumulacijo deviznih rezerv nakazovala na moč in trdnost države, so se hkrati začeli pojavljati notranji in zunanji pritiski na gospodarstvo in tveganja za finančni sistem (Hu, 2010). Notranji pritiski so se odražali predvsem v javnem dolgu, ki je rasel kot posledica sterilizacije neto kapitalskih pritokov in pritiska na inflacijo. Zunanje pa se je Kitajska soočala s pritiskom na apreciacijo renminbija (v nadaljevanju RMB). Kopičenje deviznih rezerv je Kitajski, kot tranzicijskem gospodarstvu, pomagalo v procesu gospodarskih reform, in služilo kot opora zunanji trgovini in investicijam. Kljub temu pa je hitro povečevanje rezerv poslabšalo bilančno neravnovesje in ustvarilo dodatno tveganje za kitajski finančni sistem.

Po letu 2014, ko so rezerve dosegle skoraj 4.000 milijard ameriških dolarjev, se je trend obrnil in obseg se je začel postopoma zmanjševati. Padec deviznih rezerv je povzročila znižana vrednost pomembnejših valut v razmerju do ameriškega dolarja, ki so sestavljale devizne rezerve Kitajske, ter pričakovanja o deprecijaciji renminbija, kar je med drugim povzročilo, da je kapital začel odtekati iz držav in se je odražalo tudi v plačilni bilanci države, saj se je močno povečala postavka napake in izpustitve. V obdobju intenzivne rasti

deviznih rezerv, se je v strokovnih krogih kot tudi v medijih pojavljalo nemalo nasprotujočih se mnenj o ustreznem obsegu deviznih rezerv in sicer, da je obseg le teh previsok, z vidika obstoječih študij o ustreznem obsegu deviznih rezerv, spet drugi pa so bili mnenja, da je obseg glede na trenutne gospodarske razmere v državi ter nerazvit finančni sistem zgolj ustrezen.

Cilj magistrskega dela je podrobneje spoznati področje mednarodnih rezerv, s poudarkom na deviznih rezervah, preučiti njihovo vlogo v različnih režimih deviznega tečaja, ugotoviti prednosti in tveganja, ki jih kopičenje predstavlja ter teoretični del implicirati v študijo kitajskih deviznih rezerv. Drugi cilj pa je na podlagi dosedanje literature in študij o ustreznem obsegu deviznih rezerv preko finančnih podatkov analizirati kitajske devizne rezerve, najti razloge, ki so botrovali tako velikemu kopičenju v zadnjem času in ugotoviti ustreznost trenutnega obsega deviznih rezerv.

V prvem delu bom predstavila konceptualni okvir mednarodnih rezerv, njihov pomen in vlogo, ki jo imajo v posameznem režimu deviznega tečaja ter poglavje zaključila z umestitvijo deviznih rezerv v plačilno bilanco. V drugem poglavju bo sledila poglobljena analiza deviznih rezerv, njihov razvoj skozi zgodovino ter pregled študij o ustreznem obsegu deviznih rezerv, ki so se ob tem razvijale. Po teoretičnem delu bo sledil primer študije Kitajske in njenih deviznih rezerv, kjer se bom osredotočila na obseg in strukturne značilnosti le teh. V zaključnem delu se bom na podlagi preučenega področja poskušala opredeliti oziroma odgovoriti na zastavljena raziskovalna vprašanja, predvsem ali je trenutna količina kitajskih deviznih rezerv prevelika ali zgolj ustrezna.

1 MEDNARODNE REZERVE IN NJIHOVA POVEZANOST S PLAČILNO BILANCO IN DEVIZNIM TEČAJEM

Potrebe po mednarodnih denarnih ureditvah so se pojavile z razvojem mednarodne trgovine. Tako javno kot zasebno poslovanje z različnimi valutami je v postopku plačila zahtevalo zamenjavo sredstev iz ene valute v drugo. Dogovori med državami so bili zasnovani tako, da so zagotavljali konvertibilnost sredstev, denominiranih v različnih valutah, kar bi se lahko primerjalo z bankami, ki zagotavljajo konvertibilnost depozitov, ki jih izdajo različne banke. Pri zaprtih gospodarstvih ni bilo velike potrebe po zamenjavi domače valute za tujo valuto, saj trgovinski tokovi po obsegu med državami niso bili veliki. Drugače je veljalo za bolj odprta gospodarstva, kjer je zaradi različnih naravnih dobrin posamezne države in panog, v kateri so bile države aktivne, lahko prišlo pri mednarodnem trgovanju do neenakomernega povpraševanja po posamezni valuti. Še dodatno možnost za različno povpraševanje po posamezni valuti je povzročila nadaljnja finančna integracija držav, s tem ko so začele odpirati svoje kapitalsko-finančne račune. Vse valute med sabo niso bile enakovredne po moči in neposredno zamenljive. Pri tem je bilo pomembno predvsem, kakšno moč je imela posamezna valuta v mednarodni menjavi (Roger, 1993). Večja kot je bila gospodarska moč države in vpetost v mednarodno

poslovanje, bolj pomembna je bila njena valuta pri mednarodnih transakcijah, saj je zagotavljala večjo varnost in stabilno vrednost valute. Tako so države, ki so poslovale s tujino za primer nihanja deviznih tečajev, del svojih sredstev hranile v mednarodno uveljavljenih tujih valutah in si s tem zagotovile bolj predvidljivo in zanesljivo poslovanje z drugimi državami.

V današnjem času so mednarodne rezerve (ali rezervna sredstva v plačilni bilanci) pomembno sredstvo predvsem za države v razvoju ter ključno orodje monetarne politike in politike deviznih tečajev (Nugée, 2011, str. 7). Po klasifikaciji Mednarodnega denarnega sklada (angl. International Monetary Fund, v nadaljevanju MDS) se v mednarodne rezerve uvrščajo zlato, posebne pravice črpanja (angl. Special Drawing Rights, v nadaljevanju SDR), tranša pri mednarodnem denarnem skladu in tuje valute (devize) (IMF, 2009, str. 113). Te rezerve se lahko uporabijo za neposredno financiranje neravnotežij v mednarodnih plačilih ali za posredno uravnavanje takšnih neravnovesij z intervencijo na deviznih trgih, s čimer vplivajo na devizni tečaj države. Ožja opredelitev mednarodnih rezerv vključuje le devizne vloge in visoko likvidne vrednostne papirje (lastniške in dolžniške). Ta sredstva so običajno denominirana v različnih rezervnih valutah, večinoma v ameriškem dolarju (USD), evru (EUR), kitajskem renminbiju (CNY), japonskem jenu (JPY) in britanskem funtu sterlingu (GBP). V svojem magistrskem delu se bom osredotočila na slednje, torej na devizne rezerve, saj njihov del predstavlja večinski delež v svetovnih mednarodnih rezervah. Kljub temu pa bom za lažjo umestitev na začetku pojasnila mednarodne rezerve kot celoto in njihov razvoj skozi zgodovino.

1.1 Koncept mednarodnih rezerv

Danes rezerve pri Mednarodnem denarnem skladu skupaj s posebnimi pravicami črpanja predstavljajo manj kot 10 % celotnih mednarodnih rezerv in so določene s strani MDS, medtem ko sta obseg zlata in deviznih rezerv stvar posamezne države.

Zlato

Zlato je plemenita kovina, ki se najpogosteje hrani v obliki zlatih palic ali kovancev s čistostjo najmanj 995 tisočinke čistoče zlata (IMF, 2009, str. 113). Čeprav je zlato podvrženo občutnim nihanjem vrednosti, ki jo določata ponudba in povpraševanje, je drago za shranjevanje in varovanje ter neprimerno za trgovanje, zlasti če transakcije vključujejo spremembo lokacije skladišča, tradicionalni pogled na zlato kot sredstvo v skrajni sili še vedno nosi težo in hkrati zagotavlja razpršitev naložbenih sredstev.

Po razpadu Brettonwoodskega sistema, zlato ni imelo več uradne vloge v mednarodnem denarnem sistemu. S padcem inflacije v naprednih industrijskih državah in z institucionalnimi reformami, kot je krepitev neodvisnosti centralnih bank (v nadaljevanju CB), se je povpraševanje po zlato kot sredstvu za varovanje pred inflacijo, zmanjšalo. V zadnjih desetletjih je tako vse več centralnih bank prodalo velik delež svojega zlata

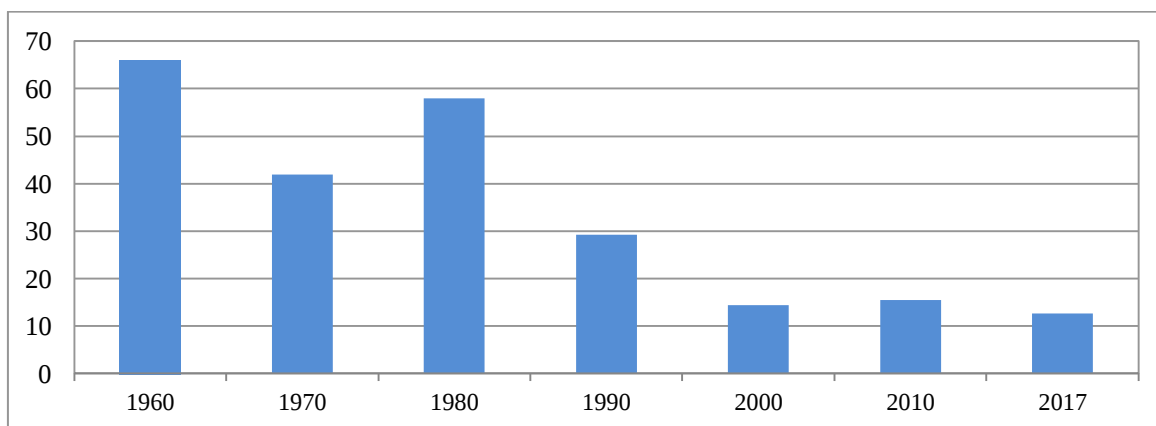
(Eichengreen & Mathieson, 2000, str. 12). Medtem ko je bilo okoli 60 % vseh mednarodnih rezerv leta 1960 vloženih v zlato, jih je danes zgolj okoli 10 %. Kot posledica rasti cene zlata v zadnjem času, se je vrednost rezerv zlata povečala, kar je posledično vodilo v postopno prodajo nadaljnjih rezerv zlata brez zmanjšanja denarne vrednosti le teh (Wooldridge, 2006, str. 31).

Tabela 1: Centralne banke z največjim obsegom zlata, september 2019

DRŽAVA	TON	% CELOTNIH REZERV
ZDA	8.134	76
Nemčija	3.367	72
Italija	2.452	67
Francija	2.436	61
Rusija	2.219	20
Kitajska	1.937	3
Švica	1.040	6
Japonska	765	3
Indija	618	7
Nizozemska	613	68

Vir: World Gold Council, U.S. Global Investors (2020).

Slika 1: Delež zlata v svetovnih mednarodnih rezervah v obdobju 1960–2017 (v %)



Vir: IMF (2020).

Posebne pravice črpanja

Je poseben finančni instrument, ki ga je leta 1969 uveljavil Mednarodni denarni sklad. SDR predstavljajo brezpogojno pravico članic do tuje valute ali druge premoženjske oblike, ki naj bi bila rezervno imetje članic in, ki se lahko uporablja za plačilo obveznosti ali za financiranje. SDR so bile ustvarjene kot dodatno mednarodno rezervno sredstvo v okviru sistema fiksnih deviznih tečajev (Brettonwoodski dogovor). Propad Brettonwoodskega sistema leta 1973 in prehod držav na režime s fleksibilnim tečajem sta zmanjšala vlogo SDR kot globalnega rezervnega sredstva. Kljub temu lahko dodelitve

posebnih pravic črpanja igrajo vlogo pri zagotavljanju likvidnosti in dopolnitvi uradnih rezerv držav članic še danes. V času svetovne finančne krize leta 2009 so bile članicam Mednarodnega denarnega sklada dodeljene posebne pravice črpanja v skupni višini 182,6 milijarde SDR. Sprva je bil SDR ekvivalent 0,888671 grama čistega zlata in je bil v letu 1969 enak vrednosti enega ameriškega dolarja. Kasneje, po razpadu Brettonwoodskega sistema leta 1973, se je zaradi nihanj na trgu SDR preoblikoval v košarico valut v kateri so trenutno ameriški dolar (41,73 %), evro (30,93 %), kitajski renminbi – dodan nazadnje, 1. oktobra 2016 (10,92 %), japonski jen (8,33 %) in angleški funt sterling (8,09 %); ključ razmerij med valutami se določi vsakih pet let. Vrednost SDR, izražena v ameriških dolarjih, se določi dnevno in je objavljena na strani MDS. Doslej je bilo članicam dodeljenih 204,2 milijarde SDR (kar ustreza približno 291 milijardam USD), vključno s 182,6 milijarde SDR, dodeljenih leta 2009 (IMF, 2019).

Tranša pri mednarodnem denarnem skladu

Rezervna tranša pri mednarodnem denarnem skladu je sestavljena iz sredstev, ki jih država lahko v kratkem času črpa iz MDS in so na voljo državi članici na podlagi vplačane kvote v SDR ali v rezervnih valutah (IMF, 2009, str. 114).

Devizne rezerve

Pod devizne rezerve se uvrščajo tuja gotovina, računi v tujini in tuji vrednostni papirji (IMF, 2009, str. 114, 115). Sredstva morajo biti v taki pojavnosti, da jih je v kratkem roku mogoče pretvoriti v denar. Namen deviznih rezerv je zagotoviti zadostno likvidnost pri operacijah na deviznem trgu. Ne glede na to, da imajo države prosto izbiro rezervnih valut, se odločajo za močno uveljavljene mednarodne valute, ki imajo trdno gospodarstvo in dobro razvit finančni trg.

1.2 Strukturne karakteristike deviznih rezerv

Viri sredstev za kreiranje deviznih rezerv se konstituirajo skozi različne kanale. Če se rezerve obravnavajo zgolj kot portfelj sredstev brez posledičnih obveznosti, se dohodek iz rezerv lahko obravnava kot čisti dobiček, v nasprotnem primeru pa je lahko akumulacija posledica zadolževanja in je potrebno upoštevati obresti povezane z odplačevanjem.

V širšem smislu poznamo sledeče vire deviznih sredstev: pri mednarodni trgovini se devizne rezerve lahko povečajo preko presežka izvoza nad uvozom v realnem delu plačilne bilance. Druga oblika je formalno zadolževanje v tuji valuti, ko država pridobi tuja sredstva bodisi z izdajo obveznic v tuji valuti ali preko drugih sredstev (npr. mednarodnega posojila). Zadolževanje v tuji valuti v zameno za domačo valuto na deviznem trgu (valutna zamenjava) služi kot instrument za zmanjšanje likvidnostnih izgub, vendar se ga uporablja bolj za nujne primere, države se ga ne poslužujejo za namen interveniranja na deviznem trgu. Valutna zamenjava ima na deviznem trgu zgolj časovni učinek, saj se bo za prodajo

domače valute in pridobitvijo tuje valute, v prihodnosti zaradi nasprotnega posla za poravnavo, posel izničil (Goldberg, Hull & Stein, 2013, str. 4). Devizne rezerve se lahko povečajo tudi preko dejanskega nakup tuje valute z domačo valuto, pri čemer prodaja domače valute za nakup deviz lahko vpliva na menjalni tečaj, saj se poveča celotna ponudba domače valute na trgu (Nugée, 2011, str. 9, 10). Poleg zgoraj naštetih možnosti, pa na obseg deviznih rezerv vpliva tudi pritok tujega kapitala v državo preko neposrednih investicij.

V zadnjih dveh desetletjih je bilo opaziti spremembo virov akumulacije devizni rezerv. V 90. letih prejšnjega stoletja so imele države v razvoju, kot glavne imetnice deviznih rezerv, v pretežnem delu negativno stanje na tekočem računu, medtem ko so bili kapitalski prilivi pozitivni, kar je bil glavni razlog za kopičenje deviznih rezerv. Po azijski finančni krizi 1997/1998 je sledil preobrat, v obdobju po letu 2000 so se devizne rezerve povečevale predvsem na račun presežkov v tekočem delu plačilne bilance zaradi izvozne strategije držav v razvoju.

Rezerve, ustvarjene iz presežkov tekočega računa, so ponavadi manj volatilne od tistih, ki jih ustvarijo bodisi zadolževanje bodisi kratkoročni kapitalski tokovi, kot je bilo to v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, zato so države v razvoju dolgo časa vodile politiko podcenjenih deviznih tečajev in s tem stimulirale izvoz. V zadnjem času je globalizacija ponovno privedla do povečanja kapitalskih tokov preko tujih neposrednih investicij, saj vlagatelji iščejo konkurenčne trge, ki ponujajo višje donose. Za vlagatelje to predstavlja možnost zaslužka in možnost nadaljnjega razvoja za državo v katero vlagajo, hkrati pa predstavlja izziv za državo prejemnico kapitala, kako kasneje preprečiti njegov odliv oziroma obdržati tuj kapital v državi (Williams, 2005, str. 9).

1.2.1 Struktura pa valutah

S širjenjem obsega mednarodne trgovine se je krepila težnja po sorazmerno univerzalni valuti, ki bi jo bili subjekti iz različnih gospodarstev pripravljeni enakovredno prejemati kot plačilo in s katerim bi lahko poenotili izražanje vrednosti blaga v mednarodnih poslih. Med 19. stoletjem in prvo polovico 20. stoletja je glavno vlogo mednarodne valute imel funt sterling, saj je bila Velika Britanija najpomembnejša svetovna trgovinska država tistega časa (Persaud, 2004). Leta 1860 je uvozila več kot 30 odstotkov izvoza preostalega sveta. Bila je vodilni izvoznik izdelkov in storitev ter tudi velik potrošnik uvoženih živil in surovin. Med letoma 1860 in 1914 je bilo približno 60 odstotkov svetovne trgovine fakturirane in poravnane v funtih. V začetku 20. stoletja sta na mednarodnem trgu poleg funta prevladovala še francoski frank ter nemška marka (Eichengreen, 2005, str. 4).

V dvajsetih in tridesetih letih prejšnjega stoletja se je med tri najpomembnejše valute deviznih rezerv uvrstil ameriški dolar, ki je nadomestil nemško marko. Vzpostavitev sistema Zveznih rezerv leta 1914 je povečala likvidnost newyorškega trga in njegovo atraktivnost kot mednarodno finančno središče. Pred I. svetovno vojno je bil namreč dolar

redko uporabljen v mednarodnih transakcijah. Po drugi svetovni vojni je prevladovanje dolarja odražalo izjemno gospodarsko moč Združenih držav Amerike (v nadaljevanju ZDA) v svetovni trgovini in v mednarodnih transakcijah v obdobju, ko se Evropa in Japonska še nista povsem opomogli od vojne in se je sodobna gospodarska rast že začela širiti na nove trge (Eichengreen, 2005, str. 8). Nemčija je internacionalizacijo marke videla kot grožnjo za inflacijo, saj se je bala da bi s tem izgubila nadzor nad denarjem in kapitalskimi tokovi, podobno skrb je imela Francija s frankom (Persaud, 2004). Japonska je internacionalizacijo svoje valute videla kot nezdržljivo z njihovim sistemom usmerjenega kreditiranja/financiranja. Kljub temu, da je državam uspelo ohraniti nadzor nad kapitalskimi tokovi, je po drugi strani nadzor omejeval likvidnost njihovih finančnih trgov z vrednostnimi papirji.

Tabela 2: Struktura deviznih rezerv v obdobju 1970–2018 (v %)

	1970	1972	1980	1984	1995	2000	2005	2010	2015	2018
Delež pojasnenih rezerv	/	/	/	/	74,5	78,4	65,8	55,6	67,8	93,8
Ameriški dolar	77,2	78,6	67,2	65,8	59,0	71,1	66,5	62,2	65,7	61,7
Evro						18,3	23,9	25,8	19,1	20,7
Japonski jen		0,1	4,3	5,4	6,8	6,1	4,0	3,7	3,8	5,2
Funt sterling	10,4	7,1	2,9	2,8	2,1	2,8	3,7	3,9	4,7	4,4
Kitajski renminbi										1,9
Kanadski dolar									1,8	1,8
Avstralski dolar									1,8	1,6
Švicarski frank	0,7	1,0	3,2	2,0	0,3	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1
Nemška marka	1,9	4,6	14,8	12,1	15,8					
ECU					8,5					
Francoski frank	1,1	1,0	1,7	1,0	2,4					
Ostale valute	8,7	7,7	5,9	10,9	4,9	1,5	1,7	4,3	2,9	2,5
Delež nepojasnjenih rezerv					25,5	21,6	34,2	44,4	32,2	6,2

Vir: Horii (1986, str. 12), IMF (2020).¹

Po razpadu Brettonwoodskega sistema se je delež dolarja začel zmanjševati in sicer s 77 % konec leta 1970 na 67 % konec leta 1980 predvsem zaradi vzdrževanja paritet znotraj evropskega monetarnega sistema, kjer je kot glavna evropska valuta nastopala nemška marka (Wooldridge, 2006, str. 35) in zmanjšanja ameriškega deleža v globalni trgovini (Eichengreen & Mathieson, 2000, str. 3). Začela se je večja rast japonskega in nemškega gospodarstva, svetovna ekonomija je postajala bolj policentrična (Horii, 1986, str. 7). Prav tako so po razpadu Brettonwoodskega sistema države začele prehajati iz fiksnih tečajev, ki so vezali svojo valuto na dolar, v bolj ohlapne devizne sisteme, kjer dolar ni več igral tako pomembne vloge. Podoben trend je imel funt, čigar delež se je zmanjšal z 10 % konec leta 1970 na 3 % sredi leta 1984.

Ameriški dolar je v 90. letih prejšnjega stoletja ponovno pridobil izgubljeni delež in leta 2001 dosegel približno 70 % celotnih rezerv, med drugim zaradi hitre rasti rezerv držav v razvoju in posledično povečanega deleža v svetovnih rezervah. V istem obdobju, po letu

¹ Potrebno je omeniti, da podatki, predvsem za prejšnja obdobja, niso v celoti dostopni, zaradi tega določen del deviznih rezerv ostaja nepojasnen, vendar se njegov delež z leti zmanjšuje.

1992, se je Japonska soočala z gospodarsko krizo, zato se je trend rasti deleža japonskega jena v deviznih rezervah začel zmanjševati in sčasoma je funt nadomestil jen kot tretjo največjo rezervno valuto, delež jena pa je še naprej upadal. Zmanjšanje rezerv v japonskem jenu gre pripisati padcu cen japonskih sredstev in poznejšemu dolgemu obdobju relativno nizkih donosov na sredstva denominirana v jenu (Wooldridge, 2006, str. 35, 36). Po Evropski monetarni uniji 1. januarja 1999 so nekatere države v razvoju svoje rezerve preusmerile v evro, zaradi njegove povečane uporabe v mednarodnih transakcijah, kar je povezano s hitro integracijo evrskega denarnega trga, trgov državnih obveznic, delniških trgov in bančništva ter velike izdaje podjetniških obveznic v evrih (Cova, Pagano & Pisani, 2014). Posledično se je delež rezerv, izražen v evrih povečal z 18 % v letu 2000, na skoraj 26 % v letu 2010.

Vrstni red valut v sestavi svetovnih deviznih sredstvih v zadnjih letih ni botroval bistvenim spremembam. Ameriški dolar je sicer beležil manjši upad v svetovnem merilu, vendar še vedno predstavlja večino, poleg tega ostaja prevladujoča valuta v mednarodni trgovini, nafta in druge surovine se še vedno fakturirajo v dolarjih, kar Cova, Pagano in Pisani (2014, str. 1) navajajo kot "brezmejni privilegij" saj status ameriškemu gospodarstvu prinaša koristi v smislu nižjih obresti za zadolževanje v primerjavi s stopnjami drugih držav. Euro je po finančni krizi 2008/2009 zabeležil zmanjšanje svojega deleža. Drugače pa razpršitev tujih valut kljub globalnemu razvoju ostaja šibka, konec leta 2018 so bile devizne rezerve različnih valut poleg največjih dveh, ameriškega dolarja in evra naslednje: 5 % v japonskem jenu (JPY), 4 % v britanskem funtu (GBP), blizu 2 % v kitajskem renminbiju (CNY) in kanadskem dolarju (CAD), 1,6 % v avstralskem dolarju (AUD) in v švicarskem franku (SWI) 0,1 %.

1.2.2 Struktura po vrstah naložb

V preteklosti so bile devizne rezerve investirane v kratkoročne finančne instrumente, zakladne menice in državne obveznice denominirane v dolarjih, saj je bila izbira sredstev in instrumentov močno omejena. Sredi 1970 se je po poročanju McCauley in Fung (2003, str. 41–43) začela prva faza razpršitve, kjer so se naložbe razširile poleg zakladnih menic ZDA, na depozite in finančne instrumente zasebnih trgov zaradi višjih donosov, kar je pomenilo sprejeti večje kreditno tveganje. Kasneje, po letu 1980, se je pojavil drug trend, ko je trg obveznic začel dolgo obdobje rasti. Upravljalci rezerv so ugotovili, da bi lahko povečali donosnost s podaljšanjem ročnosti in to nadaljevali tudi v devetdesetih letih, s čimer se je povečalo tržno tveganje. Konec leta 1990 pa se je začel premik iz ameriških državnih obveznic, v vrednostne papirje z višjim donosom in posledično večjim kreditnim tveganjem, kot so vrednostni papirji izdani s strani vladnih agencij Fannie Mae, Freddie Mac in podjetniške obveznice ter delnice.

Poleg finančnih instrumentov, so začele države v zadnjih letih bolj aktivno upravljati svoje uradne rezerve, prav tako se je povečal nabor alternativ za vlaganje deviznih rezerv. Izbira

finančnih instrumentov je prešla iz najmanj tveganih, visoko likvidnih finančnih instrumentov, v bolj donosne alternative (Schanz, 2019, str. 46). Eden izmed pristopov, ki je bil sprejet za spodbujanje razpršitve vzdolž krivulje donosnosti in po razredih sredstev, je delitev tujih rezerv na likvidnostni portfelj in naložbeni portfelj (International Relations Committee Task Force, 2006, str. 29). Primeri vključujejo države izvoznice nafte, za katere se ocenjuje, da je presežek tekočega računa presegel presežek azijskih gospodarstev že leta 2005. Države izvoznice nafte, kot so Norveška, Rusija, Venezuela, Kuvajt in Oman, so začele ustanavljati naftne sklade, katerih cilj je bodisi stabilizirati naftne prihodke (stabilizacijski skladi) ali jih del prihraniti za prihodnje generacije (varčevalni skladi) (de Beaufort Wijnholds & Søndergaard, 2007, str. 14). Njihov presežek se za razliko od latinskoameriških in azijskih držav s presežkom na tekočem računu ni odrazil v tako velikem povečanju deviznih rezerv, saj se sredstva, vložena v sklade zaradi nižje likvidnosti po kriterijih MDS ne uvrščajo med uradne mednarodne rezerve prav tako pa so ti skladi lahko registrirani v tujini in pogosto niso priznani ali poročani kot del sredstev države.

Poseben upravljavski sklad je leta 1981 ustanovil Singapur, GIC, katerega namen je, da plemeniti portfelj za prihodnje generacije z vlaganjem v razvite države, države v razvoju, v različne vrste delnic, nepremičnin (Hu, 2010, str. 4, 5).

Kot alternativo finančnim instrumentom, so države del deviznih sredstev namenile tudi za pomoč pri uravnavanju notranjega neravnovesja. Med svetovno finančno krizo so nekateri stabilizacijski skladi zagotavljali likvidnost bančnemu sektorju z deponiranjem svojih deviznih sredstev v domače banke (IMF, 2011, str. 11). Kitajska je vložila 60 milijard ameriških dolarjev iz rezervnih sredstev v tri večje poslovne banke v državni lasti in s tem povečala kapitalsko osnovo za njihovo delno privatizacijo. Na začetku januarja 2004 je Kitajska centralna banka vložila 45 milijard ameriških dolarjev iz deviznih rezerv države v Bank of China in v Construction Bank of China, da je povečala kapitalsko osnovo. Leta 2005 je bila podobna injekcija, čeprav za nižji znesek 15 milijard ameriških dolarjev, izvedena za Industrial and Commercial Bank of China (Wang & Wong, 2007, str. 119; Turner, Tan & Sadeghian, 2012). V prvem primeru sta dve državni banki, ki veljata za vodilni v procesu bančnih reform, že leta 2003 začeli višati količnik kapitalske ustreznosti z različnimi izdajami podrejenih obveznic. Pomembno je omeniti, da se prenos deviznih sredstev ni pretvoril v domačo valuto in zato ni bilo pritiska na vrednost renminbija, je bila pa s tem kapitalska osnova bank izpostavljena valutnim tveganjem, saj je bila vložitev kapitala denominirana v ameriških dolarjih (International Relations Committee Task Force, 2006, str. 22).

Kljub razvoju alternativ za vlaganje deviznih rezerv, se zaradi varnostnih in likvidnostnih omejitev večji del rezervnih sredstev še vedno hrani v visoko likvidnih državnih finančnih instrumentih in odstotek deviznih rezerv, vložen v ostale vrste naložb, ostaja zanemarljiv.

1.3 Vloga mednarodnih rezerv

Vloga mednarodnih rezerv se je skozi zgodovino močno spreminjala. Tradicionalno so rezerve, zlasti zlata, služile za kritje domače valute. Ta uporaba rezerv je bila na vrhuncu v času zlatega standarda, njen pomen pa je postal manj pomemben po razpadu Brettonwoodskega sistema (Nugée, 2011, str. 7).

V današnjem času imajo mednarodne rezerve, kjer prevladujejo devizne rezerve, predvsem zaradi globalizacije, bistveno drug pomen:

Orodje monetarne politike za primer interveniranja na deviznem trgu

Države lahko na deviznem trgu intervenirajo posredno preko monetarne in fiskalne politike ali neposredno preko prodaje ali nakupa deviznih rezerv v podporo nacionalni valuti, predvsem države s fiksnim deviznim tečajem.

Roger (1993) navaja dva tipa interveniranja:

- sterilizirana intervencija

Centralna banka intervenira na deviznem trgu tako, da se s sočasno sprejetimi ukrepi ekonomske politike prepreči (sterilizira) vpliv intervencije na spremembo količine denarja v obtoku, kar velja predvsem za primer pozitivnega šoka plačilne bilance, npr. povečanje izvoza ali pritoka kratkoročnega (špekulativnega) denarja v državo.

Kratkoročni pritok špekulativnega denarja v državo lahko povzroči nezaželeno volatilitnost tečaja. S povečanim povpraševanjem po valuti začnejo špekulanti pritiskati na rast valute, kar centralna banka poskuša omejiti z nakupom deviz, pri čemer se ji povečajo devizne rezerve. Z nakupom deviz se poveča obseg domačega denarja in s tem nevarnost za povečanje inflacije, kar poskuša CB nadalje sterilizirati med drugim z operacijami na odprtem trgu, torej izda vrednostne papirje denominirane v domači valuti. Nekateri vidijo tako politiko kot dvorezen meč, saj kopičenje rezerv kot posledica pozitivnega šoka na plačilno bilanco lahko velja za samo-uničujočo politiko, če jo spremlja neustrezna sterilizacija. Z izdajo državnih obveznic se lahko namreč poveča obrestna mera, kar pritegne še več tujega kapitala, s čimer se še bolj poveča obseg deviznih rezerv, za kar je potrebna še večja sterilizacija. Uspešno akumulacijo deviznih rezerv skupaj s sterilizacijo je relativno uspešno vodila npr. Kitajska s sočasnim ustreznim nadzorom kapitala.

Prav tako lahko negativni šok, kot je odliv zasebnega kapitala iz države, oslabi vrednost valute. Takrat centralna banka začne prodajati devizne rezerve in kupovati domačo valuto. Tipičen primer je, da se tuji vlagatelji nenadoma prestrašijo, da je valuta precenjena in želijo domačo valuto zamenjati za dolarje ali drugo rezervno valuto. Poskus zadovoljitve tega povpraševanja lahko močno zmanjša rezerve v centralni banki (dejansko še bolj spodbudi vlagatelje za nakup tujih sredstev, preden domača valuta oslabi). V primeru

negativnega šoka plačilne bilance je država omejena s količino zaloge rezerv za pokritje uvoza, ki ponavadi zadostuje za kritje uvoza za nekaj mesecev, z izjemo držav izvoznih surovin kot sta na primer Alžirija in Rusija (izvoz nafte) (International Relations Committee Task Force, 2006, str. 10).

- *nesterilizirana intervencija*

Država se lahko na pritisk deviznega tečaja odzove tudi z nesterilizirano intervencijo. Nesterilizirana intervencija pomeni, da CB ne reagira na spremembo količine denarja v obtoku, ki jo povzroči njena intervencija na deviznem trgu, torej ne reagira na zvišanje/znižanje inflacije. Neravnovesje v plačilni bilanci uravna avtomatski mehanizem. Če želi CB na primer preprečiti depreciacijo valute, proda devizne rezerve, kar vodi v zmanjšanje denarne ponudbe, zaradi česar se zvišajo obrestne mere in spodbudi priliv kapitala, kar pripelje do apreciacije domače valute.

Plačilna sposobnost države

Država lahko poleg zadolževanja v tujini, spremembe obrestne mere ali pogojnega financiranja s strani MDS, z deviznimi rezervami ohranja mednarodno likvidnost realnega dela plačilne bilance ali pomaga pri servisiranju zunanega dolga. Prav tako se z imetjem deviz lahko zavaruje pred valutnim tveganjem, saj se lahko zgodi, da so devizni trgi v času, ko je potrebna tuja valuta, neugodni (Nugée, 2011, str. 8). Ta vidik v razvitih državah ne igra ključne vloge, zaradi dobrega dostopa do mednarodnih kapitalskih trgov.

Zaupanje države

Država z imetjem deviznih rezerv zagotavlja raven zaupanja tujih trgov, da lahko izpolni svoje sedanje in prihodnje obveznosti do drugih držav in s tem prispeva k boljši bonitetni oceni države (International Relations Committee Task Force, 2006).

Samozavarovanje

Aizenman (2007, str. 3) navaja, da so države v razvoju po azijski finančni krizi 1997/1998 želele kopičiti devizne rezerve kot obliko samozavarovanja zaradi negativnih izkušenj finančne integracije, ki je pripeljala do nenadne zaustavitve kapitalskih tokov, hkrati pa so države v razvoju zaradi negativnih izkušenj postale nenaklonjene zanašanju na centralizirane rešitve, ki jih ponujajo mednarodne finančne institucije. Devizne rezerve kot sredstvo samozavarovanja pred valutno krizo so še posebej pomembne, če je valuta precej precejena.

V osnovi ima samozavarovanje dve dimenziji: predhodno preprečevanje krize in naknadno blaženje posledic šoka. Predhodno samozavarovanje temelji na dejstvu, da se bo s kopičenjem rezerv povečalo zaupanje vlagateljev, kar zmanjšuje verjetnost nastanka krize,

medtem ko naknadno samozavarovanje pomaga ublažiti škodljiv vpliv nastalega šoka na gospodarstvo (Smaghi, 2010).

Plemenitenje portfelja

Devizne rezerve lahko države hranijo tudi v naložbenih skladih. Države se lahko odločijo vložiti del deviznih rezerv v sklad v primeru, ko država ne more trošiti/porabiti več sredstev ne da bi to vodilo v pregrevanje gospodarstva, za primer negotove prihodnosti, če zmanjka naravnih virov ali zgolj kot razpršitev sredstev (Nugée, 2011, str. 8).

Naravne nesreče in drugi primeri

Poleg zgoraj naštetih primerov, pa imajo lahko med drugim države devizne rezerve za primer naravnih nesreč ali za druge nujne primere (IMF, 2001). To velja predvsem za majhne države, ki niso dovolj velike za samozavarovanje. Večje države bodo lažje nadomestile izgubo oškodovanega dela domačega gospodarstva s financiranjem iz drugih delov gospodarstva.

1.4 Povezava deviznih rezerv z makroekonomskimi spremenljivkami

Trg združuje potencialne kupce in prodajalce določenega blaga in hkrati ustvarja ceno, ki uravnoteži ponudbo in povpraševanje. Blago, s katerim se trguje na deviznem trgu, je tuja valuta oziroma tuje valute. Pri tem je devizni tečaj število enot tuje valute izražen z domačo valuto ali drugače, cena tujega denarja, izražena v domači valuti.

Ker vsaka mednarodna transakcija med državami z lastnimi nacionalnimi valutami zahteva nakup in prodajo deviz, je plačilna bilanca hkrati natančen zapis transakcij na deviznem trgu. Plačilna bilanca je torej zrcalna podoba deviznega trga. Pogoji za uravnoteženje plačilne bilance so hkrati pogoji za ravnotežje na deviznem trgu (Gärtner, 2009, str. 103).

Povpraševanje po tuji valuti izvira iz debetnih postavk plačilne bilance, ki predstavljajo obveznosti, ki jih imajo domači rezidenti do tujine (uvoz blaga, tuje transportne storitve, nakupi rezidentov v tujini, investicije rezidentov v tujini), medtem ko ponudba po devizah izvira iz kreditnih postavk plačilne bilance in vključuje prihodke domačih rezidentov iz tujine (izvoz blaga, nakupi tujih rezidentov v državi, tuje investicije v državo). Ker je domačo valuto mogoče kupiti le, če jo je nekdo drug pripravljen prodati, mora biti vsota vseh kreditnih postavk enaka vsoti vseh debetnih postavk. To pomeni, da je povpraševanje po domači valuti vedno enako ponudbi domače valute in da se devizni trg vedno uravna.

Tradicionalno se plačilna bilanca razdeli na tri podračune. Tekoči račun (angl. Current account, v nadaljevanju CA), ki v glavnem beleži čezmejne transakcije blaga in storitev, primarne in sekundarne dohodke; kapitalski račun (angl. Capital account, v nadaljevanju CP), ki beleži pridobitve/odtujitve neproizvedenih nefinančnih imetij in kapitalske transferje ter finančni račun (angl. Financial account, v nadaljevanju FA), ki beleži

finančne transakcije, kamor spadajo neposredne naložbe, naložbe v vrednostne papirje ali portfeljske naložbe, finančni derivati ter ostale naložbe. Finančni račun je lahko klasificiran na več načinov, lahko se ga razvrsti po tipu lastništva (javne/zasebne naložbe) ali po ročnosti (kratkoročne/dolgoročne naložbe). Neposredne naložbe imajo za razliko od naložb v vrednostne papirje, večji nadzor in pomembno stopnjo vpliva v podjetju, prispevajo znanje in tehnologijo ter so ponavadi povezane s trajnimi odnosi. Pri neposrednih investicijah v posamezni državi sta v ospredju dve glavni vprašanji in sicer kakšna je stopnja nadzora nad tujimi investicijami ter kam gredo dobički neposrednih naložb. Nekatere države postavljajo omejitve glede lastništva tujcev v domači državi. To pravilo temelji na predpostavki, da bi morala biti domača zemljišča, sredstva in industrija na splošno v lasti prebivalcev države. Medtem ko ima večina držav odprti finančni račun, se omejitve v večji meri nanašajo zgolj na vprašanja nacionalne varnosti. Drugo vprašanje pri neposrednih tujih naložbah je vprašanje dobička iz tega naslova; ali naj pripada tujim družbam ali pa ostane v državi in se ga reinvestira v podjetje (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2013, str. 113, 114). Na splošno pa velja, da se bo kapital, bodisi kratkoročni ali dolgoročni, stekal tja, kamor vlagatelji verjamejo, da lahko prinese največjo donosnost pri enakem tveganju. Portfeljske naložbe na drugi strani nimajo večjega motiva za nadzor in upravljanje naložb, zagotavljajo večjo likvidnost in fleksibilnost, njihov glavni namen pa je iskati čim višje donose na trgu. Med ostale naložbe pa se uvrščajo ostali lastniški kapital, gotovina in vloge, posojila, komercialni krediti in predujmi ter ostale terjatve. Po stari klasifikaciji je bil podračun rezervnih imetij (angl. Official reserves account, v nadaljevanju OR) samostojen račun, po novi klasifikaciji pa se le ta nahaja znotraj FA, in beleži spremembe deviznih rezerv centralne banke. Tekoči, kapitalski in finančni račun morajo biti uravnoteženi in težiti k nič, saj se vsaka transakcija evidentira na kreditni in debetni strani – dvostavno knjigovodstvo. Vendar pa zaradi nepopolnih ali napačnih podatkov, različnih računovodskih predpisov in nenehno spreminjajočih se tečajev, saldo plačilne bilance nekoliko odstopa od ničle, kar se evidentira v postavki statistične napake in izpustitve (angl. Statistical discrepancy).

Tuje valute vstopajo in izstopajo iz države preko avtonomnega dela plačilne bilance (CA): uvoz in izvoz blaga in storitev, dohodkovni prenos (dohodki rezidentov, dividende, dobički, najemnine od premoženja v tujini, ipd.) ter preko kapitalsko-finančnega računa: nakup in prodaja sredstev (nepremičnine, delnice, obveznice, ipd.), posojila, investicije (kratkoročne portfeljske naložbe, dolgoročne neposredne tuje investicije). Razlika med celotnim vstopom in izstopom je sprememba uradnih deviznih rezerv centralne banke.

Mednarodne rezerve se v plačilni bilanci nahajajo znotraj finančnega računa. Upravlja jih centralna banka in so namenjene uravnavanju plačilnobilančnih neravnovesij. Države so zavezane mesečno poročati podatke o mednarodnih rezervah, vendar ne zagotavljajo informacij o tem, ali so spremembe rezerv iz prejšnjega meseca posledica pasivnih sprememb vrednotenja svojih osnovnih sredstev ali aktivno vodenih nakupov in prodaj rezerv, saj se lahko vrednost rezerv spreminja ne samo z nakupom ali prodajo rezerv,

temveč tudi zaradi obresti na obstoječa devizna sredstva ali zaradi prevrednotenja obstoječih sredstev. Sama sprememba mednarodnih rezerv v bilanci tako ne pove, kaj se je dogajalo z rezervami, zato je potrebno upoštevati tudi druge vire, ki natančneje opisujejo posamezne postavke mednarodnih rezerv.

Na splošno tekoči račun evidentira vse dejavnosti, povezane s trgovino, medtem ko finančni račun odraža, kako se trgovinski presežek (ali primanjkljaj) investira (ali financira). Če država beleži primanjkljaj na tekočem računu pomeni, da uvozi v državo več kot izvozi, in si mora sredstva za pokritje uvoza sposoditi na tujih trgih, prodati presežna kapitalska/finančna sredstva ali pa neravnovesje uravnati s prodajo deviznih rezerv. V primeru presežka pa je slika ravno obratna, presežek predstavlja terjatve do drugih držav. Država skupaj z rezidenti več privarčuje kot potrebuje za pokritje uvoza (fiskalni presežek > trošenja države ali/in prihranki > investicij) in ima presežek tuje valute, ki jo lahko med drugim posodi drugim državam, kar se bo odrazilo kot presežek odtoka kapitala nad pritokom (primanjkljaj na finančnem delu).

V teoriji Samuelson meni, da imajo industrijske države pogosto podobne življenjske cikle, ki jih lahko razdelimo v štiri faze in sicer: 1. faza – nova država dolžnica, kjer se država začne razvijati, je v zaostanku z gospodarskim razvojem in ima primanjkljaj tekočega računa zaradi večjega uvoza kot izvoza ($CA < 0$) ter presežek na kapitalskem in finančnem računu ($CP, FA > 0$), zaradi tujih posojil in tujih naložb, ki jih država potrebuje za svoj nadaljnji razvoj; 2. faza – zrela država dolžnica, država se začne razvijati predvsem v avtonomnem delu plačilne bilance, kjer začne beležiti presežek ($CA > 0$), medtem ko primanjkljaj na kapitalskem in finančnem računu ostaja ($CP, FA < 0$), tuja posojila se začnejo zmanjševati oziroma se začne povečevati financiranje in naložbe v tujino, vendar je država še vedno dolžnica, ker dolgovi iz prejšnjih let še niso poplačani v celoti, čeprav država že beleži večje prihodke od izvoza; 3. faza – nova država upnica, izvozni presežek in naložbe države v tujino naraščajo tako, da tekoči račun ohranja presežek ($CA > 0$), kapitalski in finančni račun pa primanjkljaj ($CP, FA < 0$); 4. faza – država postane zrela država upnica z ustrezno strukturo naložb, kjer se podjetja in gospodarska struktura države preoblikujejo in nadgrajujejo, proizvodna industrija se zaradi onesnaževanja seli iz države, medtem ko se v državi razvija visokotehnološka industrija, tako da tekoči, kapitalski ter finančni račun ohranjajo razmeroma nizek primanjkljaj (Samuelson & Nordhaus, 2002).

Plačilna bilanca države in posledično njene devizne rezerve so močno povezane z delovanjem makroekonomskega okolja posamezne države in njegovimi ključnimi spremenljivkami kot so BDP, devizni tečaj, obrestna mera in inflacija.

BDP

Bruto domači proizvod se lahko zapiše s sledečo enačbo:

$$BDP = C + I + G + X - M,$$

C – domača potrošnja
I – investicije
G – vladna potrošnja
X – izvoz
M – uvoz

Pri čemer velja, da je izvoz (X) – uvoz (M) = Bilanca tekočega računa (CA) (če vključuje primarni dohodek in transferje), kar pomeni, da pozitivni tekoči račun neposredno prispeva k povečanju BDP in obratno. Prav tako pa je vzročnost lahko obrnjena in sicer, da povečanje ali zmanjšanje BDP prispeva k primanjkljaju ali presežku tekočega računa. Z rastjo BDP raste tudi razpoložljivi dohodek in kapitalske naložbe. Povečan razpoložljivi dohodek vodi do večje porabe, katere del zagotavlja tudi povečan uvoz, ta pa sčasoma prispeva tudi k povečanju kapitalskih naložb (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2013, str. 121).

Devizni tečaj

Plačilna bilanca države lahko pomembno vpliva na raven tečaja in obratno, odvisno od režima deviznega tečaja.

Stopnja vključenosti države na deviznem trgu govori o tem, v kolikšni meri je devizni tečaj prepuščen tržnim silam ali drugače, v kolikšni meri centralna banka posreduje na deviznem trgu, da uravna presežno ponudbo oziroma primanjkljaj domače valute, pri čemer govorimo o različnih režimih deviznega tečaja.

Režim deviznega tečaja je sistem, ki ga monetarne oblasti države, običajno centralna banka, sprejmejo za določitev menjalnega tečaja svoje valute glede na druge valute. Vsaka država ima prosto izbiro sistema, za katerega meni da je optimalen, ki ga vodi predvsem s pomočjo monetarne politike, včasih celo s fiskalno politiko. Idealni sistem deviznega tečaja je sistem, ki omogoča visoko raven predvidljivosti relativnih cen, hkrati pa zagotavlja gladko prilagajanje ekonomskim šokom.

Pri sistemu fiksnega deviznega tečaja, država določi tečaj oziroma pas, znotraj katerega se bo menjala domača valuta v druge valute, centralna banka pa je obvezana tečaj vzdrževati (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 680). Plačilna bilanca ne vpliva na devizni tečaj, saj centralna banka izravna mednarodni tok sredstev s prilagoditvijo obsega domače valute. Saldo celotne bilance zgolj narekuje, kaj morajo narediti monetarne oblasti, da spravijo bilanco v ravnotežje – devalvirajo oziroma revalvirajo vrednost domače valute. Država je pripravljena kupiti ali prodati kakršen koli znesek tuje valute po tečajni ceni. V primeru, da se devizni tečaj spusti pod dovoljeno mejo, centralna banka s svojo intervencijo na deviznem trgu kupi tujo valuto v tolikšnem obsegu, da ubrani spodnjo dovoljeno mejo gibanja tečaja. V tem primeru se povečajo devizne rezerve centralne banke. V kolikor pa devizni tečaj naraste nad dovoljeno mejo, centralna banka s prodajo deviznih rezerv zniža vrednost domače valute (Mrak, 2002, str. 67). CB je kot "buyer of the last resort" oziroma

posojilodajalec v skrajni sili, saj devizni tečaj ne more odreagirati na spremembo ponudbe domače valute.

Pri čistem fleksibilnem deviznem režimu, devizni tečaj določa zasebni sektor izključno na podlagi ponudbe in povpraševanja, brez državne intervencije, medtem ko pri upravljanem sistemu deviznega tečaja, centralna banka intervenira diskrecijsko, kar ji daje večjo fleksibilnost pri vodenju monetarne politike (Samuelson & Nordhaus, 2002, str. 679). Monetarne oblasti na osnovi svojih lastnih analiz in ocen opredelijo devizni tečaj, ki je po njihovi oceni za državo primeren in h kateremu se z intervencijo na deviznem trgu želijo čim bolj približati. Večina današnjih držav uporablja režim uravnavanega drsenja, kjer velja večja neodvisnost CB pri vodenju monetarne politike, intervencije CB so kratkotrajne, niso namenjene oblikovanju tečajne valute, temveč preprečitvi njenih velikih oscilacij. Če država vodi politiko fleksibilnega deviznega tečaja, saldo celotne bilance tendira k 0. Če realni sektor presega s povpraševanjem ponudbo, bo prišlo do depreciacije domače valute in obratno. Države v razvoju kljub prehodu na bolj fleksibilni devizni tečaj še vedno držijo velik obseg mednarodnih rezerv za omejitev volatilnosti deviznega tečaja, še posebej, kadar imajo veliko tujih obveznosti denominiranih v tuji valuti (Hausmann, Panizza & Stein, 2001).

Obrestna mera

Moč spremembe obrestnih mer pri mednarodnem gibanju kapitala in deviznih tečajev je lahko velika. Država z upravljanim deviznim tečajem, ki želi ohraniti vrednost svoje valute, lahko z zvišano domačo obrestno mero poskuša pritegniti dodaten kapital iz tujine, vendar se lahko hkrati sooči s povečanimi stroški domačega zadolževanja za podjetja.

Poleg uporabe obrestnih mer za posredovanje na deviznem trgu deviz pa ima splošna raven obrestnih mer države vpliv tudi na finančni račun plačilne bilance. Relativno nizke realne obrestne mere ponavadi povzročijo odliv kapitala, ki išče višje obrestne mere v tujih valutah (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2013, str. 123, 124).

Inflacija

Razmerje med stopnjo inflacije in plačilno bilanco je lahko obojestransko, saj obe strani vplivata druga na drugo. Mednarodna trgovina vključuje izvoz in uvoz blaga in storitev, pri čemer je obseg uvoza in izvoza med drugim odvisen od ravni in nihanja domačih cen, torej stopnje inflacije. Visoka stopnja inflacije na domačem trgu naredi domače blago na mednarodnem trgu drago in nekonkurenčno, zato se zmanjšuje povpraševanje po izvozu. Zaradi visokih domačih cen, prebivalci raje kupujejo tuje blago, kar prispeva k povečanemu uvozu. Rezultat padca izvoza in povečanja uvoza zaradi visoke domače inflacije lahko neugodno vplivata na ravnovesje v plačilni bilanci. Po drugi strani pa lahko rast cen uvoznih surovin povzroči dvig stroškov proizvodnje v tistih sektorjih, kjer se surovina uporablja, kar v končni fazi pripelje v dvig cen končnih izdelkov na domačem trgu.

2 USTREZEN OBSEG IN STRUKTURA DEVIZNIH REZERV: TEORIJA IN ZGODOVINSKI PREGLED

Države se pri upravljanju deviznih rezerv soočajo z dvema glavnima vprašanjema in sicer kakšen je ustrezen obseg in kakšna naj bo struktura deviznih rezerv po valutah in po vrstah naložb. Zaradi omejenega dostopa do podatkov, se bom osredotočila predvsem na prvo vprašanje in sicer, kakšna je ustrezna količina deviznih rezerv, ki naj bi jo zasledovala posamezna država. Seveda pa je pomembno upoštevati, ko govorimo o ustreznem obsegu deviznih rezerv, da se to nanaša na srednjeročno oziroma dolgoročno želeno raven, saj lahko na kratki rok dejanska količina deviznih rezerv bistveno odstopa od ustrezne (Roger, 1993, str. 14). Nadalje je pri ugotavljanju ustrezne velikosti rezerv potrebno upoštevati dva elementa. Prvi je pravilna identifikacija namena rezerv in s tem minimalna količina, ki je potrebna za izpolnjevanje opredeljenih potreb, drugi pa je pravilna analiza stroškov financiranja rezerv.

2.1 Faktorji vplivanja na obseg deviznih rezerv

Nivo deviznih rezerv posamezne države je odvisen od režima deviznega tečaja, odprtosti gospodarstva, nihanja neravnovesja v plačilni bilanci in stroška držanja rezerv. Vsakega od teh faktorjev je mogoče izmeriti oziroma ovrednotiti, kar služi v pomoč državnim organom pri določanju ustrezne politike deviznih rezerv.

Režim deviznega tečaja

Devizne rezerve služijo kot instrument za zmanjšanje volatilnosti deviznega tečaja. V prilagodljivem sistemu deviznih tečajev imajo devizne rezerve manj pomembno vlogo, država jih lahko uporabi za uravnavanje vrednosti domače valute na mednarodnih trgih. V skladu s sistemom fiksnega deviznega tečaja pa so rezerve pomembnejše, saj poleg interveniranja na deviznem trgu, pomagajo ščititi domačo valuto pred špekulativnimi napadi (Romero, 2005, str. 12).

Odprtost gospodarstva

V zaprtem gospodarstvu so naložbe v vsakem obdobju enake varčevanju, medtem ko imajo odprta gospodarstva v času globalizacije več možnosti za tekočo potrošnjo ali tuje financiranje domačih naložb ob pomanjkanju domačih prihrankov, zaradi česar se lahko zgodi, da domače naložbe in domače varčevanje države v vsakem obdobju niso izenačeni (International Relations Committee Task Force, 2006). Zato v teoriji velja, da bolj ko je država odprta, večje je tveganje za bilančno neravnovesje in s tem večja potreba po mednarodnih rezervah. Pri tem je potrebno upoštevati tudi devizni režim, ki ga zasleduje posamezna država. Država z bolj ohlapnim deviznim sistemom, bo kljub večji izpostavljenosti do tujine lahko držala manjšo količino deviznih rezerv.

Volatilnost plačilne bilance

Volatilnost mednarodnih transakcij je pogosto razlog za nastanek avtonomnih neravnovesij v plačilni bilanci, zato bi morale države, ki imajo bolj nestanovitne prihodke in odhodke z naslova mednarodnih trgovinskih transakcij, držati večje količine deviznih rezerv. Nestanovitnost mednarodnih dohodkov se lahko meri kot povprečno letno odstotno spremembo ali kot odstopanje od trenda (Roger, 1993, str. 22).

Prilagodljivost države

Na količino deviznih rezerv vpliva tudi odzivnost države in njene plačilne bilance na zunanje dejavnike in politiko države, kot je intervencija na deviznem trgu (Roger, 1993, str. 27). Nagnjenost k uvozu naj bi bil eden glavnih dejavnikov, ki vplivajo na stopnjo intervencije in potrebo po rezervah. Teorije se med seboj razlikujejo, nekateri zagovarjajo dejstvo, da države, ki imajo večjo nagnjenost k uvozu, želijo držati večje količine rezerv za primer valutnih nihanj (Iyoha, 1976), (Frenkel, 1978), medtem ko so drugi mnenja (Heller, 1966), da večja ko je nagnjenost k uvozu, manjša je potreba po deviznih rezervah, saj ima država več načinov za interveniranje v primeru plačilnobilančnega primanjkljaja. Le tega lahko financira preko zunanjega zasebnega zadolževanja ali z zmanjšanjem neto uvoza preko deprecijacije valute ali z omejitvijo uvoza. Seveda ima posamezen vzvod tudi slabosti – pri zunanjem zadolževanju se lahko pojavijo omejitve pri obsegu sposojanja in s tem povečanjem tveganju za poplačilo dolga. Prav tako je pri deprecijaciji valute potrebno upoštevati elastičnost deviznega tečaja na neto izvoz, saj bo pri večji elastičnosti izvoza imela deprecijacija tečaja na izvoz manjši vpliv. Na splošno bodo države težile k uporabi politik in režimov deviznih tečajev, ki najučinkoviteje stabilizirajo domače izdatke in odpravijo zunanja neravnovesja.

Razvitost gospodarstva

Prost pretok kapitala in visoka mobilnost kapitala vplivata na zmanjšanje deviznih rezerv za financiranje neravnovesij na tekočem računu. Pomembna omejitev pri tem pa je kreditna sposobnost posojilojemalcev/države. Čeprav se načeloma vsak posojilojemalec potencialno lahko sooči z omejitvijo kreditne sposobnosti, so lahko gospodarstva v razvoju zaradi več razlogov bolj občutljiva na zunanje zadolževanje kot razvitejša gospodarstva. Eden izmed takih razlogov je narava njihovih potreb po zadolževanju. Države v razvoju imajo ponavadi potrebe za razvoj osnovne infrastrukture kot so ceste, vodna infrastruktura, šole itd. Take naložbe so načeloma dolgoročne in ne tako dobičkonosne, kar povečuje možnosti težav s servisiranjem dolga. V večini primerov jih prevzame javni sektor, kar ponavadi povečuje komponento državnega dolga v zunanjem zadolževanju, zato se postavlja vprašanje sposobnosti vlade, da servisira tak dolg, prav tako so vlade veliko bolj omejene glede možnosti domačega financiranja preko obdavčitev kot razvita gospodarstva, kar še dodatno omejuje njihovo zunanjo kreditno sposobnost za poplačilo dolga. Z večjim obsegom deviznih rezerv država lahko zmanjša možnost kratkoročne nelikvidnosti in

poveča kredibilnost države s tem, da ima nižjo premijo za tveganje ter višji limit za zadolževanje v tujini.

Status valute na mednarodnem trgu

Ameriški dolar je glavna mednarodna valuta in jo je mogoče uporabiti pri večjem delu mednarodnih transakcij, zato ZDA nima potreb po držanju večje količine tujih valut (Forrest, 2014, str. 358). V primeru trdnih valut, kot je ameriški dolar, je vrednost valute manj odvisna od obsega deviznih rezerv in bolj od moči in trdnosti gospodarstva, ki se meri v ekonomskih kazalnikih in gibanju kapitalskega trga (Williams, 2005). Na drugi strani pa imajo države s šibko in nestabilno valuto večjo težnjo po kopičenju deviznih rezerv v uveljavljenih mednarodnih valutah.

Strošek držanja rezerv

Akumulacija rezerv ne prinaša samo koristi, ampak tudi stroške, kjer je potrebno upoštevati namen držanja rezerv. Če so rezerve namenjene za intervencijo na deviznem trgu, mora biti stopnja likvidnosti višja. Bolj je sredstvo likvidno, nižji je njegov donos, saj so imetniki pripravljeni plačati premijo za likvidnost. V tem primeru so druge značilnosti deviznih rezerv kot je donosnost portfelja manj pomembne. Če pa bo primarni namen deviznih rezerv srednjeročna oziroma dolgoročna investicija, bo donosnost igrala bistveno večjo vlogo (Roger, 1993, str. 32).

Poznamo več vrst stroškov akumulacije rezerv:

- oportunitetni stroški

Oportunitetni stroški merijo razliko med donosnostjo alternativnih oblik mednarodnih rezervnih sredstev in stopnjo donosa na kapital (Heller, 1966). Večja kot je razlika med potencialnim donosom na investicije in obrestno mero na devizne rezerve, večji so oportunitetni stroški. Green in Torgerson (2007, str. 8) sta mnenja, da bi vlada lahko namesto kopičenja deviznih rezerv zmanjšala svoj državni kratkoročni zunanji dolg, saj so stroški obresti kratkoročnega zunanjega dolga lahko večji od donosa na enakovreden obseg rezerv. Presežek deviznih rezerv bi država lahko vložila v razvoj proizvodnje z uvozom (nakupom) tujega znanja in tehnologije.

- stroški sterilizacije

Izdaja domače valute s strani centralne banke za nakup tuje valute povečuje ponudbo denarja, kar posledično vodi v inflacijo. Da bi država sterilizirala inflacijski vpliv kopičenja rezerv, centralna banka običajno v zameno za domačo valuto v obtoku izda obveznice, pri čemer zmanjša domačo likvidnost. Vendar pa lahko sterilizacija prinese fiskalno breme, če obresti, ki jih centralna banka plačuje za izdane obveznice, presegajo donosnost deviznih sredstev (U.S. Treasury, brez datuma).

- *lažen občutek varnost*

Green in Torgerson (2007, str. 10) navajata tudi, da lahko akumulacija rezerv povzroči lažni občutek varnosti in s tem država odlaša potrebne reforme. Rezerve lahko nudijo določeno zaščito pred zunanjimi krizami, vendar hkrati lahko nevzdržne politike povzročajo nezaželeno izkrivljanje znotraj države. Na primer, velik javnofinančni primanjkljaj bi lahko izpodrinil naložbe zasebnega sektorja in, če ti faktorji postanejo preveliki, presežejo varnostni učinek rezerv in presenetijo državo, ki je veljala za stabilno.

- *drugi stroški*

Država lahko beleži bilančno izgubo ali izgubo zaradi prevrednotenja valute zaradi depreciacije rezervnih sredstev (Park & Estrada, 2009).

2.2 Ustrezna raven deviznih rezerv in metode njenega določanja

Glede na širši pogled je zanesljiva in preudarna makroekonomska politika verjetno pomembnejša od kopičenja rezerv za zmanjševanje izpostavljenosti države zunanjim tveganjem. Marsikateri dejavniki, kot so nizka in vzdržna raven javnega dolga, monetarna politika in politika deviznega tečaja, ki ohranjata tako nizko inflacijo kot devizni tečaj blizu ravnovesja in učinkovit finančni nadzor bi lahko znatno prispevali k zmanjšanju verjetnosti nastanka krize. Zaradi globalne vpetosti večine držav in nepredvidljivosti razvoja gospodarstva, je vse parametre težko nadzirati, zato se države odločajo držati del sredstev v deviznih rezervah za zmanjševanje morebitnih tveganj.

Določitev ustreznega obsega vključuje oceno verjetnosti prihodnjega posredovanja, pri čemer lahko preteklost predstavlja neko vodilo za njegovo prihodnost. Dejstvo pa je, da so stroški zaradi premajhnega obsega deviznih rezerv, kadar je to potrebno, veliko večji kot stroški prevelikega kopičenja.

Študije o ustreznem obsegu deviznih rezerv so se začele uveljavljati v 60. letih prejšnjega stoletja, večje razprave pa so bile deležne ob nastanku oziroma po vsakokratni finančni/gospodarski krizi, saj so države želele preučiti ali bi bilo moč krizo preprečiti ali vsaj ublažiti, pri čemer svojo vlogo igrajo tudi devizne rezerve. Raziskave o optimalnem obsegu deviznih rezerv so zajemale tako kvalitativne kot kvantitativne metode.

Kvalitativna analiza

Kvalitativna analiza vsebinsko opiše spremenljivke, ki vplivajo na obseg deviznih rezerv in preučuje dejanski obseg deviznih rezerv v državi glede na spremembe makroekonomskih spremenljivk v državi in stopnjo vpliva makroekonomskih politik na makroekonomske spremenljivke (Zhou, Yan & Luo, 2018). Carbaugh in Fan (1976) sta menila, da bi morali biti v okvir kvalitativne analize vključeni: kakovost deviznih rezerv, stopnja povezanosti deviznih rezerv z zunanjo gospodarsko politiko, učinkovitost uravnavanja

plačilnobilančnih neravnovesij, državna politika, mednarodna plačilna sposobnosti, spremembe smeri plačilne bilance in gospodarski pogoji države. Prednost kvalitativne analize je, da ustreza dejanskemu stanju zunanje gospodarske pozicije države. Ima vodilni pomen pri predhodni presoji makroekonomske politike, vendar je njena slabost v tem, da je težko izmeriti te spremenljivke.

Kvantitativne metode določanja ustreznega nivoja deviznih rezerv pa je mogoče razdeliti v naslednje štiri skupine: analiza razmerij, analiza scenarijev, analiza stroškov in koristi ter regresijska analiza. Vsaka od štirih skupin bo predstavljena v nadaljevanju.

Analiza razmerij

Prva metoda je analiza razmerij, ki se nanaša na vzpostavitev modela za izračun ustreznega obsega deviznih rezerv preko enega od pomembnih indeksov odprtosti gospodarstva, kot je obseg uvoza in izvoza, zunanji dolg ali BDP države. Prednost teh kazalnikov je enostavnost njihovega izračuna, največja slabost pa je v tem, da se v analizo zaobjame samo en parameter, ki vpliva na obseg deviznih rezerv (Zhou, Yan & Luo, 2018, str. 3). Analize razmerij se pogosto poslužujejo tudi centralne banke, vendar je potrebno poleg kazalnikov upoštevati in oceniti specifične faktorje posamezne države, kot so režim deviznega tečaja, odprtost kapitalskega računa ter likvidnost in finančna globina trga.

- "*TRIFFIN RATIO*" *Devizne rezerve/uvoz* ~ 30 %

Ta pristop je predstavil Triffin (1960) na podlagi analize podatkov mednarodnih rezerv več deset držav v obdobju med obema svetovnjima vojnoma in v obdobju 1950–1957. Menil je, da je treba mednarodne rezerve države ohraniti v določenem deležu glede na njen uvoz. Prišel je do zaključka, da je za večino držav optimalno razmerje med rezervami in uvozom blaga (izraženo v mesecih uvoza) med 20–40 %. Kritike Machlupa (1966) so bile, da ni zadostne teoretične in praktične podlage za ta kazalnik, ker ostaja konstanten ne glede na državo in njen razvoj skozi čas.

Kljub vsemu, pa se je kot merilo minimalnega obsega deviznih rezerv še danes ohranilo v veljavi razmerje med mednarodnimi rezervami in uvozom približno 30 %; to pomeni, da bi morala država hraniti devizne rezerve v takšnem obsegu, da bi pokrile uvozno povpraševanje države za tri do štiri mesece, če bi vsi prilivi prenehali (npr. prihodki od izvoza in zunanje financiranje) (International Relations Committee Task Force, 2006, str. 31).

Kazalnik naj bi prišel v poštev predvsem za države, ki imajo pretežni del transakcij na tekočem računu in malo transakcij na kapitalsko-finančnem računu (IMF, 2011, str. 12). Slabost tega kazalnika je, da je splošen za vse države in ne upošteva specifikacij posamezne države. Prav tako je uvoz le eden izmed mnogih dejavnikov, ki vplivajo na mednarodne rezerve, devizne rezerve pa imajo še številne druge naloge kot zgolj odpravljanje primanjkljaja v plačilni bilanci.

- *"GUIDOTTI-GREENSPAN RULE"* Devizne rezerve/zunanji dolg, ki zapade v plačilo v roku enega leta = 1

Razmerje rezerv in kratkoročnega salda zunanjega dolga je pomembno razmerje, ki meri sposobnost države, da poplača svoj kratkoročni zunanji dolg. Guidotti-Greenspanovo merilo določa, da naj bi imela država devizne rezerve v obsegu kratkoročnega zunanjega dolga in dolgoročnega zunanjega dolga, ki zapade v plačilo v roku enega leta, torej da je kazalnik devizne rezerve/kratkoročni zunanji dolg večji ali vsaj enak 1 (Obstfeld, Shambaugh & Taylor, 2008). Pri tej vrednosti je določena minimalna potrebna raven deviznih rezerv, ki zadošča za poplačilo vseh obveznosti do zunanjih upnikov v naslednjem letu, brez vmesnih prilivov v državo.

Kazalnik ima tudi največjo empirično podporo (Mulder & Bussiere, 1999; Rodrik & Velasco, 1999; García & Soto, 2004; Jeanne & Rancière, 2006), čeprav nekateri vidijo slabost kazalnika v tem, da merilo enega leta ne igra bistvene vloge za primer krize, saj so lahko te daljše ali krajše.

- *"LIQUIDITY AT RISK"* Likvidnostno tveganje

Greenspan (1999) je v svojem govoru leta 1999 predlagal metodo, ki bi določala ustrezen obseg deviznih rezerv na podlagi likvidnostne pozicije države. Likvidnostna pozicija države bi se izračunala na podlagi celotnih zunanjih sredstev in obveznosti za več možnih scenarijev z upoštevanjem ključnih finančnih spremenljivk (menjalnega tečaja, cen surovin, kreditnega razpona ipd.). Obseg deviznih rezerv bi moral zagotavljati, da bo izračunana likvidnostna pozicija države poplačana z visoko verjetnostjo (~ 95 %) in hkrati ne bo potrebovala zunanjega zadolževanja za eno leto. Ta metoda je podobna VAR metodologiji, ki jo danes uporabljajo komercialne banke.

- *Devizne rezerve/denarni agregat M2 ~ 5–20 %*

Razmerje med deviznimi rezervami in ponudbo denarja M2 predstavlja kazalnik zaupanja v državo in merilo zmožnosti bančnega sistema, da vzdrži valutne pritiske in prepreči beg domačega kapitala v tujino. Razmerje kaže, v kolikšni meri devizne rezerve pokrivajo domače obveznosti bančnega sistema (Sachs, Tornell & Velasco, 1996). Čeprav je težko meriti stopnjo odliva kapitala iz države, se predlagane vrednosti gibljejo med 5 in 20 % (Wijnholds & Kapteyn, 2001).

Osnovna intuicija je sledeča: višje ko je razmerje, večje je zaupanje javnosti v vrednost domače valute in s tem manjša verjetnost odliva kapitala iz države in zamenjave domače valute v tujo, kar izzove krizo. Wijnholds in Kapteyn (2001) ugotavljata, da bo tveganje, da bodo prebivalci želeli domačo valuto pretvoriti v tujo, večje za države, ki imajo fiksni režim deviznega tečaja, kot za države s prilagodljivim tečajem.

- *Devizne rezerve/BDP ~ 10 %*

Jeanne in Rancière (2006) sta v svoji študiji razvila model za optimalni obseg deviznih rezerv, ki predpostavlja, da bi morale države v razvoju imeti devizne rezerve v višini najmanj 10 % BDP, vendar kazalnik nima širše teoretične in empirične podpore.

- *Assessing Reserve Adequacy oziroma ARA matrika ~ 100–150 %*

MDS je za izračun deviznih rezerv predlagal matriko, ki bi določala ustreznost mednarodnih rezerv glede na tveganje za poplačilo obveznosti. Matrika zajema vse potencialne potrebe po rezervah, tehtane po verjetnosti njihovega nastanka potrebe, ki izhajajo iz analize škodnih dogodkov preteklih obdobj. Potencialna potreba deviznih rezerv naj bi bila odvisna od zunanjega kratkoročnega dolga, M2, izvoza in drugih zunanjih obveznosti, ki so opredeljene kot portfeljne zunanje obveznosti. Za režime s fleksibilnim in fiksnim tečajem se uporabljajo različne uteži, kar kaže na povečano ranljivost špekulativnih napadov slednjih. Predlagana pokritost za merjenje tveganja za poplačilo obveznosti z mednarodnimi rezervami je med 100 % in 150 %, z ustreznimi prilagoditvami, ki odražajo razmere v državi (IMF, 2011, str. 24).

Analiza scenarijev

Pri analizi negativnih scenarijev, se šoki uporabljajo za različne sestavne dele kapitalskih in tekočih računov v določenem obdobju. Višine šokov običajno določajo pretekle izkušnje, projekcije in značilnosti države. Nastala finančna vrzel v primerjavi z izhodiščno projekcijo se nato pretvori v potencialno porabo rezerv, torej potreben obseg rezerv. Vendar pa še vedno obstajajo pomisleki glede izključne uporabe tega pristopa, vključno s težavo določanja ustrezne stopnje stresa/šoka, odsotnostjo eksplicitne določitve stroškov držanja rezerv in težavami pri zagotavljanju doslednosti med državami (IMF, 2011, str. 16).

Analiza stroškov in koristi

Heller (1966) je v analizo povpraševanja po mednarodnih rezervah prvi vpeljal metodo stroškov in koristi držanja deviznih rezerv. Njegov pristop ni temeljil na ugotavljanju minimalnega obsega deviznih rezerv, temveč je želel ugotoviti optimalni obseg deviznih rezerv, s tem da je primerjal mejne prihodke in mejne stroške držanja deviznih rezerv. Kadar so mejni stroški držanja rezerv enaki mejnemu prihodku držanja le teh, so mednarodne rezerve na optimalni ravni. Bil je mnenja, da presežno držanje deviznih rezerv predstavlja strošek za državo, saj bi sredstva lahko vložila v bolj dobičkonosne alternative.

- *Hellerjev model (1966)*

Njegov model je meril oportunitetne stroške držanja likvidnih mednarodnih rezerv kot razliko med socialno stopnjo donosa na kapital in donosnostjo likvidnih mednarodnih

rezerv (Heller, 1966, str. 296–311) . V svojem modelu upošteva tri spremenljivke: strošek držanja deviznih rezerv (izmerjen kot razlika med donosnostjo rezerv glede na referenčni donos domačih obveznic), strošek uravnavanja plačilnobilančnega neravnovesja (merjen kot mejna nagnjenost k uvozu) in verjetnost nastanke dejanskih potreb po deviznih rezervah (glede na historične podatke). Pomanjkljivost Hellerjevega modela je v tem, da predpostavlja, da se stroški čez čas in med državami ne razlikujejo.

- *Agarwalov model (1971)*

Dopolnil je nekatere pomanjkljivosti Hellerjevega modela in upošteval ekonomske in institucionalne razlike v sistemih med državami v razvoju in razvitimi državami. Agarwal je vzpostavil model za optimalni obseg deviznih rezerv, kjer bi moral optimalen obseg rezerv zagotavljati plačilnobilančno ravnovesje in zadostovati za nakup uvoznih surovin, v primeru plačilnobilančnega primanjkljaja. Poleg tega je obseg rezerv optimalen, ko so stroški držanja enaki dohodku iz istega naslova (Zhou, Yan & Luo, 2018).

Slabost metode stroškov in koristi je v tem, da se stroški in koristi vedno merijo samo za eno obdobje. Stroški se običajno merijo z izgubo tekočega dohodka, stroški prilagoditve zaradi hipotetične nedostopnosti do zunanjih virov pa z njegovo spremenljivostjo. Kombinacija izgube dohodka in njegove variabilnosti, ki prinaša najvišjo raven uporabnosti, je izbrana kot optimalna. Prav tako se lahko mejna nagnjenost k uvozu skozi čas spreminja, saj lahko pride do substitucije virov, ki jih država uvaža za domačo proizvodnjo.

Regresijska analiza

Z metodo analize faktorjev se ugotavlja, kako kombinacija več dejavnikov (variabilnost plačilne bilance, mejna nagnjenost k uvozu, zunanji dolg, donos na neposredne investicije, oportunitetni stroški) vpliva na povpraševanje po deviznih rezervah v državi. Podatki se obdelajo z uporabo regresijske analize in korelacijske analize, da se vzpostavi funkcija povpraševanja po rezervah. Tovrstna metoda upošteva več dejavnikov, ki vplivajo na povpraševanje po mednarodnih rezervah kot analiza razmerij, in daje natančnejšo oceno, vendar ima tudi svoje omejitve. Natančnost rezultatov funkcije povpraševanja je namreč močno odvisna od izbire vzorca in reprezentativnosti izbranih spremenljivk. Obseg deviznih rezerv z regresijsko analizo je bil v literaturi široko obravnavan (Edwards, 1984; Wijnholds & Kapteyn, 2001; Aizenman & Marion, 2002; Jeanne & Rancière, 2006).

2.3 Pregled literature

Študije o ustrezni količini deviznih rezerv so se začele razvijati v 60. in 70. letih prejšnjega stoletja, v času Brettonwoodskega sistema, ko so bili globalni finančni tokovi še relativno majhni in je bil poudarek na tekočem delu plačilne bilance (Zhou, Yan & Luo, 2018, str. 3). Študije so se osredotočale tako na kvalitativne kot na kvantitativne metode. Nekatere

študije so se osredotočale zgolj na analizo glavnih faktorjev, ki vplivajo na povpraševanje po deviznih rezervah, druge pa so z empiričnimi analizami ugotavljale ustreznost deviznih rezerv. Kenen (1960) in Makin (1971) sta obravnavala izbiro med zlatom in dolarji v okviru portfelja Tobin-Markowitz, pri čemer sta ugotovila, da so relativne stopnje donosa dejansko pomembne za centralne banke. Študije so preučevale predvsem učinke Brettonwoodskega sistema in njegov razpad v povezavi z deviznimi rezervami.

Glavno empirično vprašanje osemdesetih let prejšnjega stoletja (konec Brettonwoodskega sistema) je bilo vprašanje vpliva režima deviznega tečaja na obseg rezerv. Po eni strani so predpostavljali da fleksibilni režim ne potrebuje deviznih rezerv in da odprti finančni račun zmanjšuje potrebo po rezervah, saj lahko absorbira določen šok plačilne bilance. Po drugi strani pa države še zdaleč niso imele uravnanih deviznih tečajev in bi nenadzorovan finančni račun sam po sebi lahko ustvaril še več nestabilnosti v plačilni bilanci in s tem težnjo po večjem obsegu rezerv (Obstfeld, Shambaugh & Taylor, 2008).

Heller in Khan (1978) sta analizirala skupino držav v obdobju 1964–1976. Rezultat je pokazal premik v funkciji povpraševanja po deviznih rezervah leta 1973 in sicer se je v razvitih državah pojavila težnja po zmanjšanju deviznih rezerv, čeprav ni bila zelo izrazita, medtem ko se je povpraševanje po deviznih rezervah v državah v razvoju začelo povečevati, kar je bilo skladno z dejstvom, da imajo industrializirane države večje nagnjenje k fleksibilnemu deviznemu režimu, medtem ko države v razvoju običajno vežejo svojo valuto na močno tujo valuto, kar je večina tudi ohranila po razpadu Brettonwoodskega sistema. Frenkel (1978) je v svoji raziskavi preučeval dve skupini, 22 razvitih in 32 držav v razvoju od leta 1963 do 1975, v katerih je prav tako prišel do spoznanja, da je konec leta 1972 oziroma v začetku leta 1973 prišlo do strukturnih sprememb, pri čemer sta si obe skupini držav postajali bolj podobni, poleg tega je zaznal, da so države po razpadu Brettonwoodskega sistema raje obdržale določen nadzor nad deviznim tečajem, kot da bi prešle na sistem čistega variabilnega deviznega tečaja. Batten (1982) je želel preučiti vedenjski vzorec centralnih bank pred in po prehodu na variabilni devizni tečaj s pomočjo intervencijskega modela, ki je predpostavljal, da se rezerve hranijo samo za primer interveniranja ter modela izbire sredstev, ki je predpostavljal, da so rezerve kot vsako drugo sredstvo v bančni bilanci. Prvi model ni prinesel ustreznih pojasnil, saj je bil napačno zasnovan, medtem ko je z drugim modelom ugotovil, da ne glede na režim, rezerve v banki služijo različnim namenom in se ne hranijo zgolj za namen interveniranja na deviznih trgih. Romero (2005) je prav tako preučevala učinke akumulacije deviznih rezerv v povezavi z režimi deviznih tečajev. Kot primer fiksne deviznega tečaja je vzela Kitajsko ter Indijo kot primer države z variabilnim deviznim tečajem. Pri Kitajski ni prišla do jasnih zaključkov, medtem ko je za Indijo ugotovila, da večja fleksibilnost tečaja ne igra bistvene vloge pri obsegu deviznih rezerv. Calvo in Reinhart (2000) sta v svoji raziskavi prišla do ugotovitve, da je bilo v obdobju 1970–1999 veliko držav, ki so razglasile, da bodo prešle na bolj ohlapen režim, a tega dejansko niso naredile, temveč so ohranile strog nadzor nad deviznim tečajem.

Sprva so se pri analiziranju obsega deviznih rezerv strokovnjaki osredotočali zgolj na razliko med obsegom rezerv razvitih držav in držav v razvoju, kamor so se uvrščale tako nerazvite države kot države v razvoju, ki so dejansko začele s finančno integracijo in so se začele odpirati svetu. V času raziskav so prišli do spoznanja, da je potrebno ločeno preučevati devizne rezerve med slednjima skupinama. Večji poudarek je bil seveda na državah v razvoju Latinske Amerike, vzhodne Azije ter vzhodnoevropskih državah, saj so zaradi odpiranja trgov začele beležiti pritok tujega kapitala v državo in so bile neto dolžnice MDS, hkrati pa se je njihov delež deviznih rezerv v svetovnem merilu začel najhitreje povečevati (Wijnholds & Kapteyn, 2001).

V času po azijski finančni krizi se je izkazalo, da finančna integracija, odprtost kapitalskega računa, prav tako pomembno vpliva na določanje ustreznega obsega deviznih rezerv, predvsem v državah v razvoju (Calvo & Reinhart, 2000). Aizenman in Marion (2002) sta kot vzrok naraščajočih mednarodnih rezerv v državah v razvoju zagovarjala motiv previdnostnega povpraševanja po rezervah.

Previdnostni motiv je prvič poimenoval Heller (1966). Motiv pojasnjuje, da naj bi države kopičile devizne rezerve za primer samozavarovanja, če bi prišlo do nenadne zaustavitve pritoka kapitala, bega kapitala ali kakršnekoli volatilnosti na mednarodnem trgu, kar je v preteklosti v obliki krize prizadelo nemalo držav: Latinsko Ameriko v 80. letih prejšnjega stoletja, leta 1995 Mehiko, 1997 Azijo, 1998 Rusijo in leta 1999 Brazilijo (Arslan & Cantu, 2019). Predvsem velja, da bolj ko države poslujejo s tujino in izvajajo manjši nadzor na kapitalsko finančnim računom, večja verjetnost obstaja za beg kapitala v tujino ali nenadne zaustavitve pritoka kapitala v državo ob nastanku krize. Kot glavni faktorji, s katerimi se meri previdnostni motiv so: $M2/BDP$, odprtost kapitalskega računa in režim deviznega tečaja, razvitost države, razmerje zunanje trgovine/ BDP (Obstfeld, Shambaugh & Taylor, 2008). Previdnostni motiv so med drugimi preučevali tudi (Wijnholds & Kapteyn, 2001; Jeanne, 2007).

Kot pomoč pri nadaljnjem napovedovanju valutnih kriz v državah v razvoju je pomembno prispeval že omenjeni kazalnik Guidotti-Greenspan rule. Vendar je študija Jeanne in Rancière (2006) pokazala, da imajo države večji obseg deviznih rezerv, kot ga predpisuje to pravilo. Tudi druge študije so začele ugotavljati, da so devizne rezerve v začetku 21. stoletja začele presegati tradicionalne kazalnike ustreznega obsega deviznih rezerv v večini držav v razvoju.

Rodrik (2006) je v svoji raziskavi iskal razloge, zakaj je večina držav zaradi finančne globalizacije raje zgolj povečevala kopičenje mednarodnih rezerv in hkrati ni zmanjševala kratkoročne zadolženosti do tujine. Možna razlaga teh trendov je bila, da je globlje finančno povezovanje neizogiben rezultat hitre trgovinske integracije, hkrati pa države v razvoju niso imele dobro razvitih finančnih trgov in so slabo oziroma niso znale ustrezno upravljati s finančnimi tveganji.

Nadalje sta se z analizo deviznih rezerv v državah v razvoju ukvarjala Aizenman in Hutchison (2010). S svojo študijo sta želela ugotoviti, kako so države v razvoju reagirale na globalno finančno krizo leta 2008/2009. Najprej sta potrdila, da so bile države z višjimi zunanjimi obveznostmi, večjim kratkoročnim zunanjim dolgom in večjim obsegom tujih neposrednih investicij (angl. foreign direct investments, v nadaljevanju FDI) bolj izpostavljene finančnim krizam. Prav tako sta prišla do zanimivega spoznanja, da so države v razvoju v času krize, ki so imele večje razmerje kratkoročnega zunanjega dolga/rezerve, raje razvrednotile svoje valute kot da bi za blaženje krize uporabile devizne rezerve. Ena izmed razlag je bila, da naj bi države s tem ohranile svojo konkurenčnost na mednarodnem trgu, hkrati pa so imele strah pred izgubo deviznih rezerv. Medtem ko so se države, ki so bogate izvoznice surovin, raje odločile za zmanjšanje deviznih rezerv, saj niso želele škoditi svojemu izvozu.

Alternativno stališče do kopičenja rezerv so zagovarjali merkantilisti in sicer, da naj bi bile devizne rezerve stranski produkt državne strategije ohranjanja domače valute podcenjene, s čimer bi država spodbujala rast izvoza. S povečanjem izvoza bi prišlo do ustvarjanja novih delovnih mest, kar bi pripomoglo k razvoju gospodarstva. Kopičenje deviznih rezerv naj ne bi bila posledica zavarovanja pred morebitnimi nihanjem v plačilni bilanci, temveč posledica steriliziranih posegov na deviznem trgu (Dooley, Folkerts-Landau & Garber, 2003). Faktorji, ki pojasnjujejo merkantilistični motiv, so rast izvoza, odprtost gospodarstva, volatilitet deviznega tečaja, BDP p.c. Z merkantilističnim motivom so se ukvarjali tudi (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2007).

Če se primerja merkantilistični in previdnostni motiv, bi morali pričakovati, da bo država, ki zagovarja merkantilistični motiv dajala prednost deprecijaciji valute pred izčrpavanjem deviznih rezerv, saj je dejanski motiv za kopičenje rezerv, ko se pričakuje pritok kapitala v državo, preprečevanje apreciacije. Obenem pa bi morala taka država odtok kapitala iz države videti kot prednost, saj bi tečaj tako težil k deprecijaciji valute. Po drugi strani pa bi morala država, ki zasleduje previdnostni motiv ob odlivu kapitala raje izčrpavati devizne rezerve, da bi ohranila stabilnost deviznega tečaja. Pri previdnostnem motivu naj bi tako države kopičile rezerve v času prilivov kapitala, da bi bile na voljo za uporabo v času odliva kapitala.

Drugače pa številne študije najdejo dokaze za podporo obema motivoma. Aizenman in Lee (2005) sta preučevala merkantilistični in previdnostni motiv za kopičenje deviznih rezerv. Opravila sta študijo za obdobje 1980–2000 in ugotovila, da tako spremenljivke, ki so povezane z odprtostjo gospodarstva in tiste, ki preučujejo izpostavljenost finančnim krizam pojasnjujejo devizne rezerve, hkrati pa ugotavljajo, da noben motiv ne pojasnjuje v celoti naraščanja rezerv v državah v razvoju od leta 2000 (Jeanne, 2007; Jeanne & Rancière, 2006).

Dominguez, Fatum in Vacek (2010) so preučevali drug aspekt deviznih rezerv in sicer, kaj se zgodi pri zmanjšanju rezerv. Na primeru Češke so ugotovili, da je domača valuta pri

prodaji deviznih rezerv apreciirala hkrati pa so prišli do spoznanja, da na prevrednotenje vpliva že sam način prodaje.

Pri kopičenju deviznih rezerv se lahko države soočajo tudi s stroški držanja le teh. V kolikor devizne rezerve niso ustrezno upravljane oziroma so preobsežne glede na obseg potreben za zavarovanje države za primer nastanka krize, lahko država na ta račun utрпи oportunitetne stroške. Prve analize stroškov in koristi optimalne ravni rezerv so bile razvite v šestdesetih in sedemdesetih letih prejšnjega stoletja, ko je bil poudarek predvsem na tekočem računu (Heller, 1966). Glavna spoznanja iz te literature so bila, da se zaloge deviznih rezerv izčrpajo zaradi stohastičnega primanjkljaja tekočega računa (Frenkel & Jovanovic, 1981).

Jeanne in Rancière (2006) ter Jeanne (2007) so ugotavljali, da ni velike teoretične utemeljitve za tako obsežno kopičenje deviznih rezerv predvsem v državah v razvoju ter da so vsi parametri ustreznega obsega deviznih rezerv preseženi, do enakega spoznanja so prišli z ekonometričnimi modeli. Te presežne rezerve so po njihovem oportunitetni strošek in bi jih bilo mogoče uporabiti za druge namene, kot je na primer rast gospodarstva. Devizne rezerve naj bi izrazito odstopale od priporočene vrednosti predvsem v državah, ki so zasledovale strategijo ohranitve nizkih izvoznih cen in so devizne rezerve nastale zgolj kot stranski produkt njihove zunanje politike (Krugman, 2008).

Podobno so ugotavljali Bianchi, Hatchondo in Martinez (2012) ter Park in Estrada (2009) in sicer, da so posledice politike upravljanja deviznih rezerv, ki jih vodi več azijskih gospodarstev ekonomsko drage, zlasti ob predpostavki, da donos na mednarodne rezerve ostaja razmeroma nizek. Države bi morale zato bolj aktivno upravljati devizne rezerve.

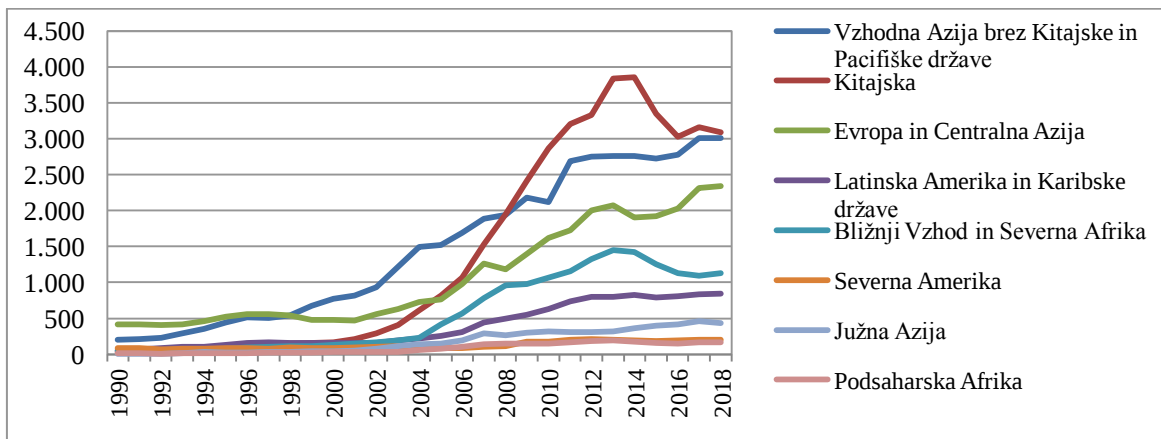
2.4 Zgodovinski pregled

V zadnjih sedemdesetih letih so razvoj gospodarstva zaznamovale spremembe v globalni porazdelitvi gospodarske moči, po drugi svetovni vojni so prevladovala ZDA, vodilne valute so bile vezane na ameriški dolar, ZDA so tako narekovale globalno denarno politiko do konca Brettonwoodskega sistema leta 1973. Po njegovem razpadu je večina držav začela prehajati na bolj ohlapen devizni režim, države v razvoju so se začele odpirati svetu. Delež BDP zahoda (zahodna Evropa, ZDA, Kanada, Avstralija in Nova Zelandija) v svetovnem merilu se je zmanjšal s približno 64 % v 80. letih prejšnjega stoletja na 50 % leta 2018, medtem ko se je delež BDP Azijskih držav, ki jih Svetovna banka uvršča v kategorijo države v razvoju, v istem obdobju povzpел s 7 % na 24 %.

Vzporedno z gospodarskim razvojem je zanimivo opazovati spremembe na področju rezerv. Če pogledamo nazaj, trendi po drugi svetovni vojni nasprotujejo domnevi, da kopičenje rezerv večinoma temelji na fiksnih režimih deviznih tečajev, saj so se takšni režimi znatno zmanjšali od sedemdesetih let prejšnjega stoletja dalje, še bolj pa od druge

polovice devetdesetih let prejšnjega stoletja, medtem ko so mednarodne rezerve vztrajno naraščale, tako po obsegu kot po razmerju mednarodnih rezerv/BDP.

Slika 2: Obseg deviznih rezerv po regijah v obdobju 1990–2018 (v milijardah USD)



Vir: World Bank (2020).

Potrebno je poudariti, da podatki na sliki 2 in sliki 3 ne odražajo natančne slike, saj so določene države šele kasneje postale samostojne in zato podatki teh držav niso zajeti v vseh obdobjih. Kljub vsemu pa lahko vidimo, da se je obseg rezerv skozi desetletja konstantno povečeval. Globalni obseg se je začel bistveno povečevati po letu 1990 in sicer iz 800 milijard ameriških dolarjev na 11.000 milijard ameriških dolarjev konec leta 2017. Konec 70. let so imele pretežni delež v lasti razvite države zahoda, skupaj z Avstralijo in Novo Zelandijo, medtem ko je Azija prispevala zgolj 20 % celotnih rezerv. Nato se je po letu 1990 slika začela spreminjati, saj so azijske države začele povečevati obseg svojih rezerv. Med azijsko krizo 1997/1998 so se rezerve v azijskih državah v povprečju znižale za približno 25 %, vendar je bilo zmanjšanje med državami neenakomerno. Med državami, ki sta beležili večje zmanjšanje sta bili Rusija, ki je zmanjšala devizne rezerve za 37 % glede na obseg pred krizo in Tajski, kjer se je obseg deviznih rezerv zmanjšal za 24 % glede na predkrizno obdobje.

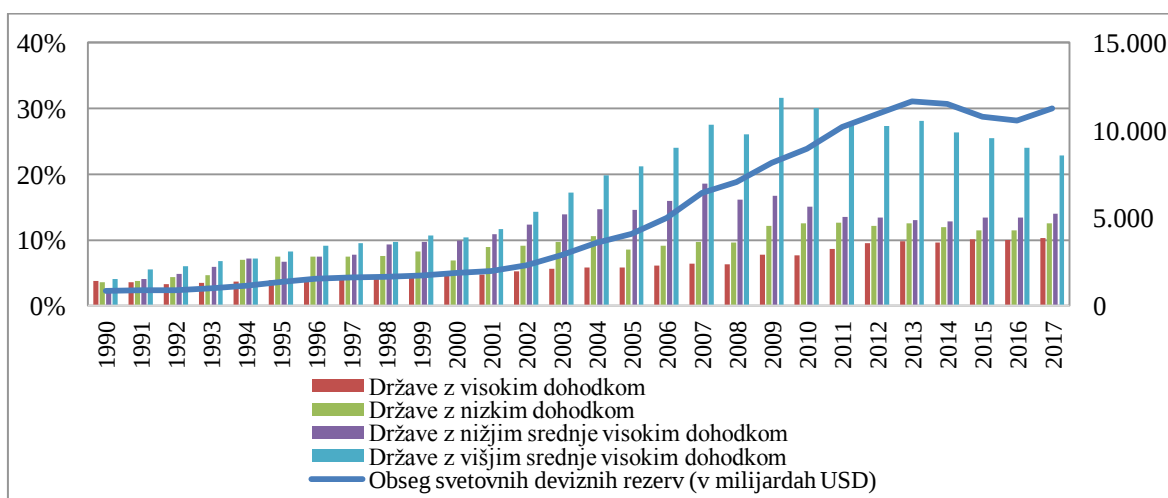
Prav tako je prišlo do padca deviznih rezerv v azijskih državah v času globalne finančne krize 2008/2009, kjer so se rezerve v povprečju znižale le za 14 % v primerjavi z najvišjim obsegom pred krizo. Po besedah člana izvršnega odbora ECB, Lorenza Bini Smaghija je k manjšemu črpanju deviznih rezerv, kot v predhodni krizi, botrovala boljše pripravljenost držav in medsebojna pomoč v obliki razpoložljivih večstranskih, regionalnih in dvostranskih blažilcev kot so posebne pravice črpanja s strani Mednarodnega denarnega sklada, pa tudi njegove nove dostopne kreditne linije, spodbuda Chiang Mai v vzhodni Aziji in valutne zamenjave med glavnimi centralnimi bankami kot so ameriška centralna banka FED, evropska centralna banka ECB, Bank of Japan in People's Bank of China.

Po krajši umiritvi v času globalne finančne krize 2008/2009, so se rezerve ponovno začele pospešeno povečevati. Ker so bili vsi tradicionalni kazalniki ustreznega obsega deviznih

rezerv preseženi, so strokovnjaki začeli ugotavljati, da ne gre več zgolj za kopičenja deviznih rezerv zaradi samozavarovanja (previdnostni motiv) (Smaghi, 2010).

Kopičenje mednarodnih rezerv je bilo med državami nesorazmerno tudi s perspektive razmerja med mednarodnimi rezervami in BDP. Medtem ko je bilo razmerje industrijskih držav na splošno stabilno in je znašalo okoli 8 %, so se rezerve/BDP držav v razvoju močno povečale, s približno 5 % na več kot 20 % leta 2017.

Slika 3: Delež deviznih rezerv/BDP v obdobju 1990–2017 po dohodkovnih skupinah ter obseg svetovnih deviznih rezerv (desna os; v milijardah USD)



Vir: World Bank (2020).

V letu 2018 je bilo po obsegu deviznih rezerv v samem vrhu največ azijskih držav. Med prvih deset se je uvrstilo kar 7 držav. Prvo mesto je zasedla Kitajska s 3.092 milijardami ameriških dolarjev, sledile so Japonska, Hong Kong, Južna Koreja, Rusija, Indija, Singapur in Tajski.

Tabela 3: Obseg deviznih rezerv v letih 1990, 2000 in 2018, po velikosti glede na leto 2018 (Devizne rezerve v milijardah USD; Rezerve/BDP v %)

Ime države	1990		2000		2018	
	Devizne rezerve	Rezerve/BDP	Devizne rezerve	Rezerve/BDP	Devizne rezerve	Rezerve/BDP
Kitajska	29,59	7,42	168,28	13,85	3.091,88	23,13
Japonska	78,50	2,51	354,90	7,26	1.238,94	24,92
Švica	29,22	11,33	32,27	11,86	744,17	105,47
Savdska Arabija	11,67	9,93	19,59	10,33	496,16	63,08
Hong Kong SAR	24,57	31,94	107,54	62,65	424,53	117,04
Republika Koreja	14,79	5,13	96,13	16,68	398,78	23,18
Ruska federacija	-	-	24,26	8,71	381,58	23,02
Indija	1,52	0,47	37,90	7,95	374,43	13,77
Brazilijska	8,24	1,81	32,43	4,95	371,93	19,91
Singapur	27,79	71,45	79,96	83,23	287,47	78,94

Vir: World Bank (2020).

Ekonometrične ocene kažejo na več strukturnih sprememb v vzorcih kopičenja rezerv, predvsem po azijski finančni krizi v državah v razvoju, le to se je spremenilo glede na velikost in hitrost kopičenja, stopnjo koncentracije lastništva in geografsko porazdelitev (International Relations Committee Task Force, 2006). Svetovne rezerve so se povečale za 500 % od leta 2000 do leta 2018 iz približno 2.000 milijard ameriških dolarjev leta 2000 na več kot 11.000 milijard ameriških dolarjev leta 2018. Prav tako se je povečevala stopnja koncentracije. Pet največjih držav imetnic deviznih rezerv je imelo leta 2000 39 % celotnih rezerv, njihov delež se je do leta 2018 povečal na več kot 50 % skupne svetovne akumulacije. Največji dve, Kitajska in Japonska, sta sestavljali približno četrtino celotne svetovne akumulacije v letu 2000, trenutno pa imata približno 37 % celotnih svetovnih rezerv. Kar zadeva geografsko porazdelitev, azijska gospodarstva zdaj predstavljajo večino akumulacije rezerv in od tega je 7 azijskih držav trenutno med desetimi največjimi imetniki rezerv. Delež svetovnih deviznih rezerv azijskih gospodarstev se je povečal z 52 % leta 2000 na 68 % leta 2018.

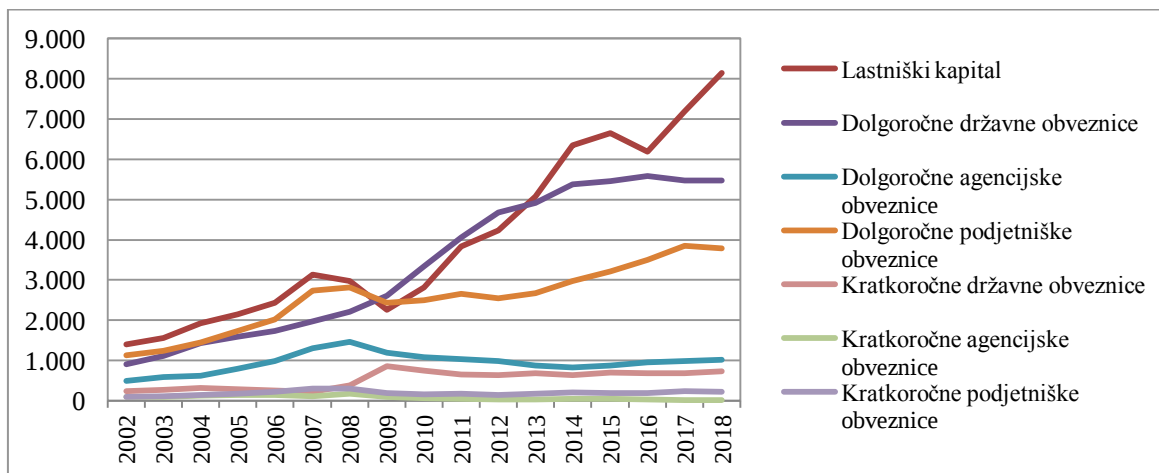
Takšno kopičenje uradnega tujega premoženja je mogoče razumeti kot rezultat treh glavnih dejavnikov (International Relations Committee Task Force, 2006).

- V obdobju po finančnih krizah, ki so se zgodile v devetdesetih in zgodnjih 2000-ih, so številna gospodarstva v razvoju čutila potrebo po samozavarovanju pred prihodnjimi krizami.
- V času okrevanja in po močni deprecijaciji svojih valut, so azijska gospodarstva, ki so bila prizadeta zaradi krize, zasledovala politiko rasti izvoza, podprto z deviznimi režimi, ki so svojo državno valuto ohranjali vezano na ameriški dolar.
- H kopičenju deviznih rezerv, zlasti v azijskih državah v razvoju, so prispevali nerazviti finančni sistemi, ki povzročajo težave pri pravilnem usmerjanju domačih zasebnih prihrankov v naložbe in investicije, pa tudi neučinkovito in drago zavarovanje trgov, zaradi česar se je pojavila težnja po dolarski uporabi uradnih in zasebnih čezmejnih sredstev nekaterih upnikov držav v razvoju.

Po besedah Jonesa (2018) je več sprememb v strukturi zaznati tudi po globalni finančni krizi 2008/2009:

- Izpostavljenost nezavarovanih vlog pri tujih komercialnih bankah se je bistveno zmanjšala in sicer iz 13 % leta 2006, na manj kot 3 % leta 2017.
- Spremenila se je tudi struktura po vrstah naložb in sicer so se naložbe v ameriške agencijske vrednostne papirje bistveno zmanjšale, medtem ko so ponovno rast zabeležili ameriški zakladniški vrednostni papirji.

Slika 4: Ameriški vrednostni papirji v lasti tujih imetnikov v obdobju 2002–2018
(v milijardah USD)



Vir: U.S. Treasury (2020).

- Začasne dvostranske valutne zamenjave so bile v zadnjem času spremenjene v večjo, trajnejšo mrežo stalnih dogovorov med šestimi centralnimi bankami v večjih finančnih središčih (Bank of Canada, Bank of England, Bank of Japan, ECB, FED in Swiss National Bank), vzpostavljena pa je bila tudi vrsta odprtih pogodb o zamenjavi med drugimi centralnimi bankami. Prednost uporabe teh derivatov je, da ne vplivajo na ponudbo denarja, prav tako si lahko država z njimi podaljša čas za gospodarsko prestrukturiranje. Poleg tega, ko se gospodarstvo opomore in se pritiski na apreciacijo zmanjšajo, centralne banke zaprejo svojo pozicijo (Patel & Cavallino, 2019).

3 OSNOVNE ZNAČILNOSTI KITAJSKEGA GOSPODARSTVA

3.1 Zgodovinski razvoj

Kitajska je imela pod vodstvom Mao Zedonga (1949–1976) plansko upravljanje. Velik delež gospodarske proizvodnje v državi je usmerjala in nadzirala država, ki je postavila proizvodne cilje, nadzorovala cene in razporejala sredstva v večjem delu gospodarstva. Skoraj tri četrtine celotne proizvodnje so zagotavljala državna podjetja (angl. State-owned enterprises, v nadaljevanju SOE) (Congressional Research Service, 2019, str. 2). Prav tako država finančnim institucijam ni dajala večjega pomena, saj je bila skoraj vsa gospodarska dejavnost v državni lasti, ki jo je tudi financirala. V dveh letih po ustanovitvi Ljudske republike Kitajske leta 1949, so obstoječe banke, ki so bile ustanovljene v prejšnjih obdobjih, prenehale delovati, ostala je zgolj ena finančna institucija – kitajska centralna banka (angl. People's Bank of China, v nadaljevanju PBOC), ki je služila zgolj kot upravitelj državnih finančnih sredstev in ni imela neodvisne vloge v državi. Leta 1978 je Deng Xiaoping sprožil reformo “Reform and Opening Up”, ki je poskušala Kitajsko

odpreti zahodu v iskanju kapitala, tehnologije, idej in institucij, potrebnih za izhod iz revščine, zato je tudi večina podatkov za Kitajsko na voljo od leta 1978 dalje. Kmalu po uvedbi reform so iz PBOC in Ministrstva za finance (angl. Ministry of Finance, v nadaljevanju MF) nastale 4 namenske državne banke: Bank of China (BOC), China Construction Bank (CCB), Agricultural Bank of China (ABC) in Industrial and Commercial Bank of China (ICBC). Poleg tega je bilo v osemdesetih letih ustanovljenih več delniških bank, ki so bile prav tako večinoma v državni lasti. Kljub reformam pa so glavne banke še naprej ostale pod državnim vodenjem, financiranja niso odobrile na podlagi kreditnih analiz ali učinkovite dodelitve kapitala, temveč na podlagi vladnega načrta, ki je predvideval posojila za državna podjetja, ki so bila nemalokrat neučinkovita in so prinašala izgubo. Marca 1979 je bila ustanovljena Državna uprava za devize (angl. State Administration of Foreign Exchange, v nadaljevanju SAFE), da prevzame funkcijo deviznega upravljanja in nadzora.

Sredi devetdesetih let prejšnjega stoletja je kitajski zasebni sektor doživel razcvet, vendar Kitajska še ni imela razvitega sodobnega bančnega sistema za podporo podjetjem. Državne banke so v večji meri odobravale kredite državnim podjetjem, poleg tega pa niso razumele, kako upravljati kreditna tveganja. Državna podjetja pa na drugi strani niso razumela, kako upravljati svoje dolgove. Transformacija se je začela leta 1992, bistvene spremembe pa so nastale po letu 1998, potem ko so dvojni pretresi: azijska finančna kriza in propad dveh velikih kitajskih kreditnih skladov in več sto lokalnih kreditnih zadrug dali zagon za usklajeno in temeljito prenovo bančnega sektorja. Glavni elementi so bili: ukiniti plansko mentaliteto vodenja bank, odstraniti slaba posojila iz bančnih knjig in jih prenesti v posebna podjetja za upravljanje sredstev (angl. Asset management companies, v nadaljevanju AMC)² ter dokapitalizirati banke in jih uvrstiti na mednarodne borze ter s tem doseči njihovo tržno disciplino. Zadnja izmed 4 državnih bank, Agriculture Bank of China, je začela kotirati na Hongkonški borzi leta 2010. Poleg tega je leta 2003 nadzorno funkcijo od PBOC banke prevzela novo ustanovljena Kitajska komisija za bančni nadzor (angl. China Banking Regulatory Commission, v nadaljevanju CBRC). Leta 2007 je Ministrstvo za finance ustanovilo Kitajsko investicijsko družbo (angl. China Investment Corporation, v nadaljevanju CIC) kot nacionalni državni sklad za upravljanje dela kitajskih rastočih deviznih rezerv z namenom investiranja v bolj dobičkonosne naložbe. Kitajska je učinkovito spodbujala delovanje bank preko določitve nizkih obrestnih mer (politika države je bila držati obrestne mere pod tržnimi, s tem zavirati varčevanje in spodbujati posojilojemalce in investitorje) (Stent, 2017).

² Kitajsko Ministrstvo za finance je leta 1999 ustanovilo 4 podjetja za upravljanje sredstev, za vsako državno banko enega. V sklopu očiščenja bančnih bilanc so banke od AMC odkupile 10-letne obveznice v višini 1.000 milijard RMB (~121 milijard USD), s prejetim denarjem, pa so nato AMC kupila slaba posojila od dotičnih bank. Banke so tako zamenjale slaba posojila za obveznice s kritjem v posojilih "novih lastnikov". Ministrstvo za finance pa je nato pred zapadlostjo plačila leta 2010 podaljšalo rok dospelja za 10 let, do leta 2020. Leta 2004-2005 je bilo v AMC prenesenih še za dodatnih 1.600 milijard RMB slabih posojil (Martin, 2012).

Danes so torej glavne institucije, preko katerih se izvajajo operacije in nadzor nad finančnim poslovanjem države PBOC, SAFE, CBRC, CIC in MF. Poleg tega sta samo še dve banki ostali v popolni državni lasti (Horn, Reinhart & Trebesch, 2019), večino bank je prešlo na mešano lastništvo, kjer je država ohranila delno lastništvo. Kljub vsemu pa država ohranja nadzor nad finančnimi operacijami bank. V skladu s tem je pomemben (in nesorazmeren) delež bančnih posojil na Kitajskem razširjen na državna podjetja in vladne infrastrukturne projekte. Odločitve o posojilih bank na Kitajskem lahko zato včasih odražajo prednostne naloge vladne politike, ne pa zgolj komercialne vidike. Poleg tega se zaradi preteklega načina vodenja finančnih institucij pojavlja nemalo dvomov o trdnosti kitajskega bančnega sistema, zaradi česar se v javnosti med drugim pojavljajo mnenja, da naj bi del deviznih rezerv služil tudi za kritje slabih posojil. Globalna finančna kriza je močno zaznamovala tudi Kitajsko. Rast BDP se je zmanjšala iz 15 % leta 2007 na 10 % leta 2008 in nato 8 % leta 2009. Novembra 2008 je država zaradi posledice globalne krize uvedla spodbujevalni program za pospešitev gospodarske rasti, izboljšanje infrastrukture in povečanje domačega povpraševanja v višini 629 milijard ameriških dolarjev, sredstva naj bi zagotovili centralna vlada skupaj z lokalnimi samoupravami. Ker lokalne uprave niso mogle neposredno izdati obveznic, so ustanovile posebna podjetja, tako imenovana angl. Local Investment Companies (v nadaljevanju LIC), platforme za lokalno financiranje, ki so nato zbrala sredstva za financiranje projektov z izdajo obveznic ali z odobrenimi bančnimi posojili v sklopu spodbud. Kitajski kreditni trg zaradi slabega načrta in nadzora ni mogel učinkovito absorbirati sredstev iz nacionalnega programa spodbud. Medtem ko je bila večina sredstev namenjena gradnji infrastrukture in drugim uporabnim razvojnim projektom, so velik del sredstev lokalna podjetja porabila za nakup delnic na kitajski borzi in za investicije v nepremičninske projekte. Posledično so se vrednosti nepremičnin v mnogih kitajskih mestih močno povečale, kar je posledično privedlo do napihnjenih cen nepremičnin in s tem povečalo obseg kreditov, ki so jih banke lahko odobrile platformam za lokalno financiranje (Martin, 2012). Ko se je program za gospodarske spodbude leta 2010 končal, so lokalne samouprave kljub opozorilu centralne vlade, naj zmanjšajo financiranje tveganih projektov, le te še naprej financirale. Zaradi omejenega dostopa do posojil so se začele lokalne samouprave posluževati bolj tveganega financiranja, tako imenovanega vzporednega bančnega sistema oziroma bančništva v senci (angl. shadow banking) (Song & Xiong, 2018). Konec leta 2011 je v mestu Wenzhou zaradi tega izbruhnila finančna kriza. Zasebne finančne institucije so podjetjem in posameznikom zagotavljala posojila, ki jim jih navadne banke niso odobrile, vendar na račun višjih obrestnih mer, ki jih večina podjetij in posameznikov sčasoma ni bila več sposobna odplačati. Kriza v Wenzhou je še potrdila trhlkost bančnega sistema (Martin, 2012).

Leta 2015 je Kitajsko zaznamoval največji borzni zlom v zgodovini, ki je dosegel takšne razsežnosti, da je intervenirala celo država. Ko se devizne rezerve leta 2014 dosegle najvišjo vrednost, je v naslednjih dveh letih beg kapitala iz države predstavljal veliko nevarnost, devizne rezerve so se v tem času zmanjšale za 1.000 milijard ameriških dolarjev. Renminbi je leta 2016 depreciiral na proti dolarju za 10 %, proti košarici valut pa

za 15 %, zaradi česar je morala Kitajska uvesti strožji nadzor nad kapitalom (Song & Xiong, 2018).

Kljub vsemu pa Song in Xiong (2018) menita, da Kitajska uspešno premaguje turbulentna obdobja, predvsem zaradi nadzora, ki ga država ohranja preko lokalnih uprav, bančnega sistema in državnih podjetij (SOE). Čeprav se državnih podjetij drži sloves, da so manj uspešna od zasebnih podjetij, nekatera s svojo monopolno pozicijo v strateških industrijah dosegajo visoko dobičkonosnost. Poleg tega imajo kitajska gospodinjstva visoko stopnjo varčevanja. V finančnem sektorju prevladujejo državne komercialne banke, preko kateri lahko država posreduje v kriznih obdobjih, saj v veliki meri nadzira odobravanje kreditov in posojanje državnim podjetjem.

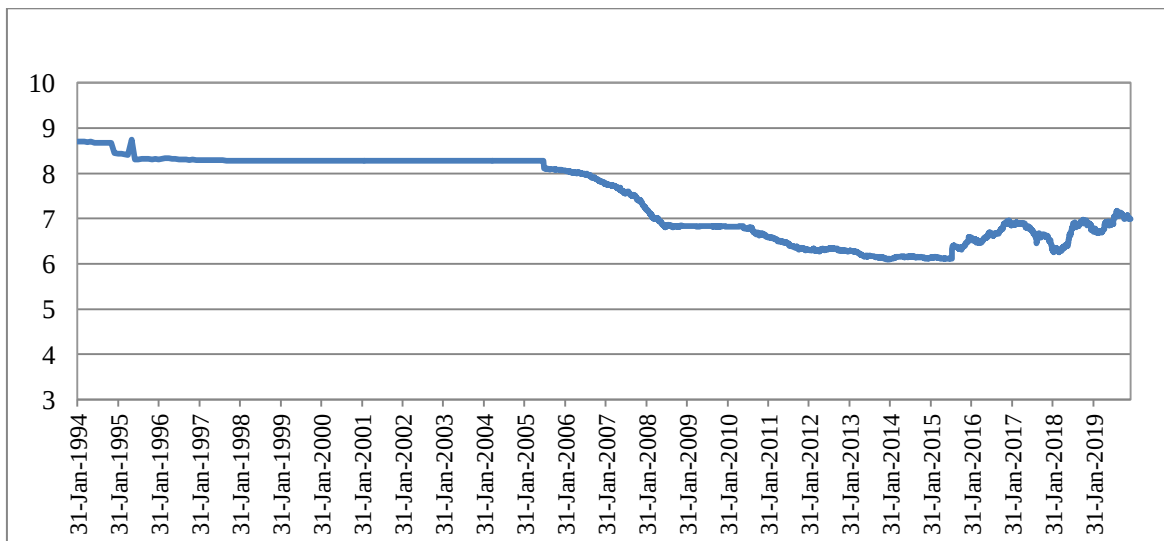
3.2 Politika deviznega tečaja

Devizni tečaj je pomembno orodje monetarne politike, poslužujejo se ga predvsem režimi fiksnega deviznega tečaja in upravljanega deviznega tečaja (IMF, 2009). Monetarne oblasti z nakupom in prodajo deviznih rezerv vzdržujejo tečaj glede na vnaprej določeno raven ali pas. Kadar monetarni organ zavira prekomerno naraščanje tečaja, ima njegova intervencijska politika učinek na plačilno bilanco države. Če se pritisk za prevrednotenje domače valute poveča zaradi, na primer, velikega presežka v plačilni bilanci, bo CB posredovala z nakupom tuje valute in prodajo domače valute in s tem zmanjšala pritisk. Obratno pa, ko pride do primanjkljaja v plačilni bilanci, se devalvacijski pritisk domače valute poveča, CB pa običajno intervenira na deviznem trgu in prodaja tujo valuto ter kupuje domačo valuto.

Kitajska je imela tradicionalno zelo močno reguliran finančni sistem, oblasti pa so izvajale širok nadzor nad kapitalom in devizami, da so ohranile vrednost kitajskega renminbija v določenem pasu in zmanjšale volatilnost tokov, hkrati pa so načrtno usmerjale tok tujih naložb, ki so Kitajski omogočale prenos znanja in tehnologije. Za ohranitev stabilnega mednarodnega finančnega sektorja je Kitajska nadzirala tako kapitalske odlive kot prilive. Večji poudarek je bil nad odlivi kapitala, saj so s tem preprečili preveliko prodajo renminbija, kar bi lahko povzročilo njegovo deprecijacijo. Pomemben pa je bil tudi nadzor nad prilivi, ker reguliranje prilivov zmanjšuje pritok špekulativnega denarja, ki v času krize povzroči največ opustošenja (Marston, 1995).

Pred letom 1994 je bilo na Kitajskem hkrati več različnih menjalnih tečajev. Uradni menjalni tečaj CNY/USD je bil v razmerju okoli 5:1, na odprtem trgu pa je znašal približno 8:1. Leta 1994 je Kitajska poenotila dvojni menjalni tečaj renminbija in sicer na 8,7 CNY/USD.

Slika 5: Dnevni tečaj CNY/USD v obdobju 1994–2019

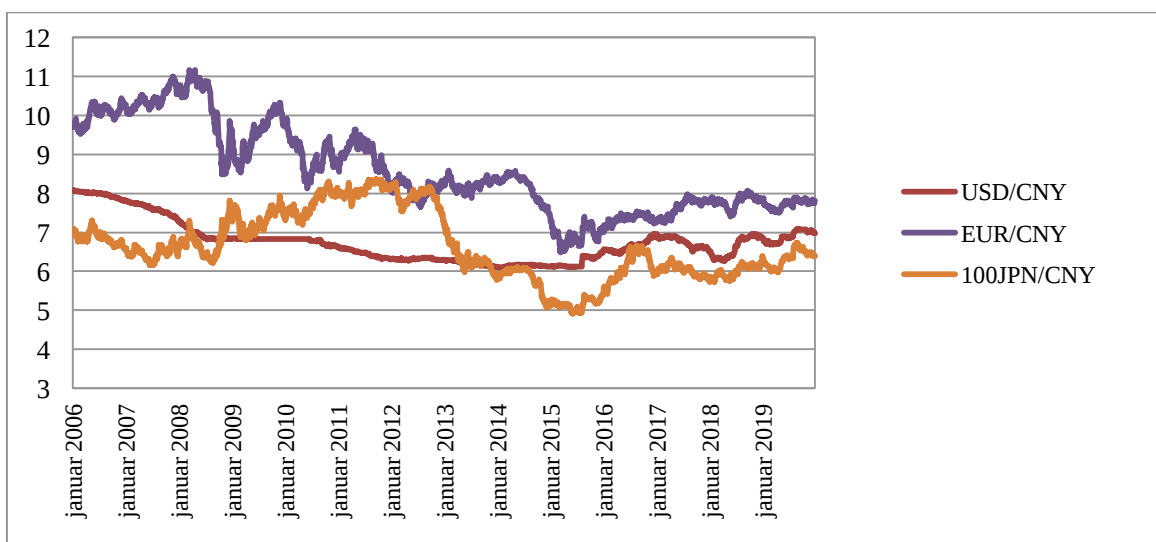


Vir: IMF (2020).

1995–2005: Med letoma 1995–2005 je Kitajska vodila fiksni devizni tečaj, vezan na ameriški dolar zaradi pomena ZDA kot glavne izvozne destinacije in vloge dolarja v mednarodnih financah (Neely, 2017). Glavni motiv fiksne deviznega tečaja je bil ohraniti stabilno stopnjo gospodarske rasti in stabilizirati raven domačih cen. Širina pasu za trgovanje je do 21. julija 2005 znašala $\pm 0,01$ % okoli centralne paritete CNY/USD 8,277.

2005–2008: Že leta 2003 je tuja javnost zahtevala apreciacijo renminbija, saj naj bi Kitajska umetno ohranjala deviznih tečaj podcenjen, zato je kot odgovor 21. julija 2005 oznanila reformo deviznega režima in sicer prehod na bolj fleksibilen, vendar upravljan sistem deviznega tečaja, v katerem bi bila centralna pariteta vezana ne le na ameriški dolar, temveč na indeks košarice valut (Das, 2019, str. 5). Vključevala je takojšnjo apreciacijo v višini 2,1 % na 8,11 CNY/USD. Pri upravljanem fleksibilnem deviznem tečaju je kitajski monetarni organ objavil centralni paritetni tečaj RMB glede na ameriški dolar vsak delovni dan pred začetkom trgovanja in omejil nihanje valute v določenem območju okoli njega. Gibljiv razpon tečaja RMB v primerjavi z ameriškim dolarjem je bil sprva določen $\pm 0,3$ % glede na centralni paritetni tečaj, vendar se je od 21. maja 2007 dvignil na $\pm 0,5$ %. Kljub prehodu na režim upravljanega spremenljivega deviznega tečaja je PBOC vsakodnevno intervenirala na deviznem trgu z odkupovanjem ameriških dolarjev in s tem blažila apreciacijo RMB. Zaradi deviznih intervencij se je povečevala likvidnost na domačem trgu, kar je povzročalo povečanje inflacijskega pritiska (Mu, 2018). Devizne rezerve so se zaradi intervencije močno povečevale, devizni tečaj proti evru in japonskemu jenu pa je bil bistveno bolj volatilen od tečaja CNY/USD (Das, 2019, str. 7).

Slika 6: Devizni tečaj CNY proti USD, EUR in 100JPN v obdobju 2006–2019



Vir: China Foreign Exchange Trade System (2020).

2008–2010: Kitajska je med globalno finančno krizo 2008–2009 neuradno ponovno vezala RMB na ameriški dolar v razponu med 6,81 in 6,85 CNY/USD, da bi zaščitila svoje mednarodno poslovanje (Mu, 2018).

2010–2015: Junija 2010 je Kitajska uvedla nazaj upravljani fleksibilni devizni tečaj. 16. aprila 2012 se je dnevni razpon trgovanja RMB razširil s $\pm 0,5\%$ na $\pm 1\%$. Nato se je 17. marca 2014 še dodatno razširil na $\pm 2\%$. Te deregulacijske poteze so bile del kitajskih prizadevanj za vključitev RMB v košarico SDR.

2015–2018: 11. avgusta 2015 je PBOC spremenila mehanizem za določanje centralne paritetne kotiranja CNY/USD z namenom izboljšanja tržne določitve deviznega tečaja RMB (People's Bank of China, 2015). Tej spremembi je sledilo takojšnje razvrstitev tečaja. Zaradi pričakovanja nadaljnjega padanja tečaja, so kitajska podjetja začela množično odplačevati tuj dolg (McCowage, 2018, str. 11). Novembra 2015 je MDS oznanil vključitev RMB v SDR (Mu, 2018). V naslednjih letih je Kitajska nadaljevala v smeri bolj gibljivega deviznega tečaja. Zaradi močnega dolarja, naraščajočih trgovinskih sporov med Ameriko in Kitajsko ter ohlajanja kitajskega gospodarstva se je nadaljeval pritisk na depreciacijo RMB (Das, 2019, str. 13). Kitajska vlada je zaradi padanja tečaja uvedla strožji nadzor nad kapitalom in obveznimi rezervami na depozite za tuje finančne institucije, s čimer se je tečaj sredi avgust 2018 stabiliziral.

Kitajska vlada je skozi preučevano obdobje tečaj CNY/USD v večji meri prilagajala glede na gospodarske razmere v državi in se torej razmerje tečaja ni določalo samodejno glede na spremembo med ponudbo in povpraševanjem na trgu, kar odraža dejstvo, da je vodila režim fiksne, oziroma strogo upravljanega deviznega tečaja.

Skozi preteklo obdobje je Kitajska vodila politiko podcenjene valute in s tem spodbujala izvozno gospodarstvo, s čimer je želela zaščititi in povečati domačo zaposlenost v delovno intenzivnem proizvodnem sektorju. Povečan pritisk na apreciacijo, predvsem v obdobju 2002–2011, ko je bila rast tekočega računa največja, je povzročal tudi pritok velikega obsega neposrednih tujih naložb in kratkoročnega mednarodnega kapitala. Da je PBOC stabilizirala svoj devizni tečaj, je kupovala presežno ponudbo deviz na deviznem trgu (Riedel, 2018, str. 2).

Sterilizacija

Glavna razdelitev sredstev v poenostavljeni bilanci stanja CB je na tuja sredstva, ki jih pretežno sestavljajo devizne rezerve in domača sredstva za refinanciranje kreditov ter vrednostni papirji. Na pasivni strani pa pretežni del obveznosti predstavlja primarni denar. Da centralna banka ohrani bilanco v ravnovesju ob predpostavki, da se obseg denarja ne spremeni, mora zaradi nakupa deviznih rezerv zmanjšati obseg domačih finančnih sredstev.

Tabela 4: Poenostavljena bilanca CB

Sredstva	Obveznosti
Finančna sredstva v tuji valuti (zlato, SDR, tranša pri MDS, devizne rezerve)	Primarni denar
Finančna sredstva v domači valuti (refinanciranje kreditov, državni vrednostni papirji)	

Vir: Bofinger (2011).

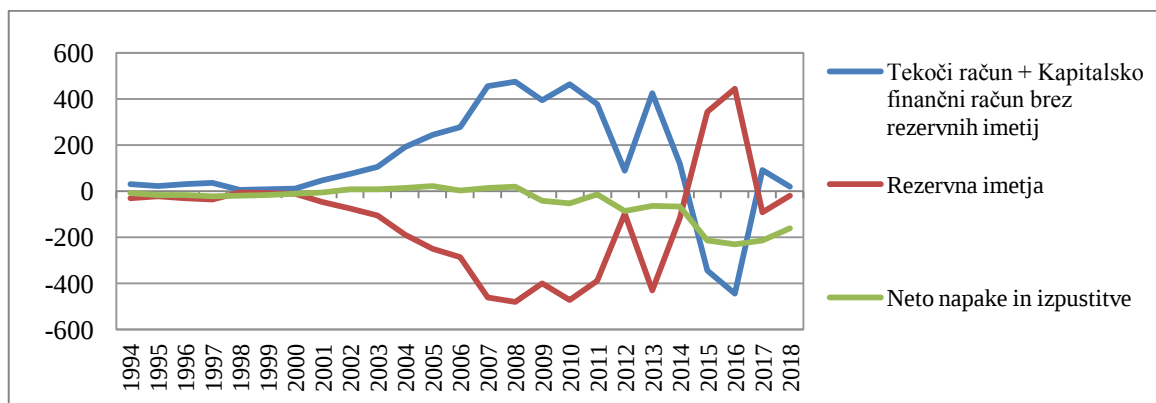
Če CB intervenira na deviznem trgu toliko časa, da zmanjša pretežni del domačih finančnih sredstev na račun deviznih rezerv, ne more več preprečevati presežne likvidnosti z zmanjševanjem domačih finančnih sredstev, lahko pa prepreči presežno likvidnost na pasivni strani bilance, na primer na denarnem trgu z izdajo kratkoročnih vrednostnih papirjev (blagajniških zapisov), s povečano obvezno stopnjo rezerv poslovnih bank ali s povišano obrestno mero za komercialne banke za držanje sredstev v CB (Bofinger, 2011, str. 11, 12).

Tabela 5: Poenostavljena bilanca CB po sterilizaciji

Sredstva	Obveznosti
Finančna sredstva v tuji valuti (zlato, SDR, MDS, devizne rezerve)	Primarni denar
Finančna sredstva v domači valuti (refinanciranje kreditov, državni vrednostni papirji)	Kratkoročni vrednostni papirji (blagajniški zapisi (angl. bank bills))
	Bančne vpogledne in vezane vloge

Vir: Bofinger (2011).

Slika 7: Plačilna bilanca Kitajske v obdobju 1994–2018 (v milijardah USD)



Vir: World Bank (2020).

Od leta 2002 do 2011 je imela Kitajska velike presežke tako na tekočem kot na kapitalno-finančnem računu plačilne bilance, ki jih je PBOC odkupovala in hranila kot uradne rezerve, večinoma v ameriških zakladnih menicah in agencijskih obveznicah, s čimer je preprečevala apreciacijo RMB na deviznem trgu. Ker na strani sredstev ni mogla več zmanjševati domačih finančnih sredstev na račun deviznih rezerv, se je začela pojavljati nevarnost presežne likvidnosti na domačem trgu. Zaradi povečane domače ponudbe denarja, ki jo prinaša akumulacija deviznih rezerv, je intervenirala preko dveh kanalov za sterilizacijo in sicer:

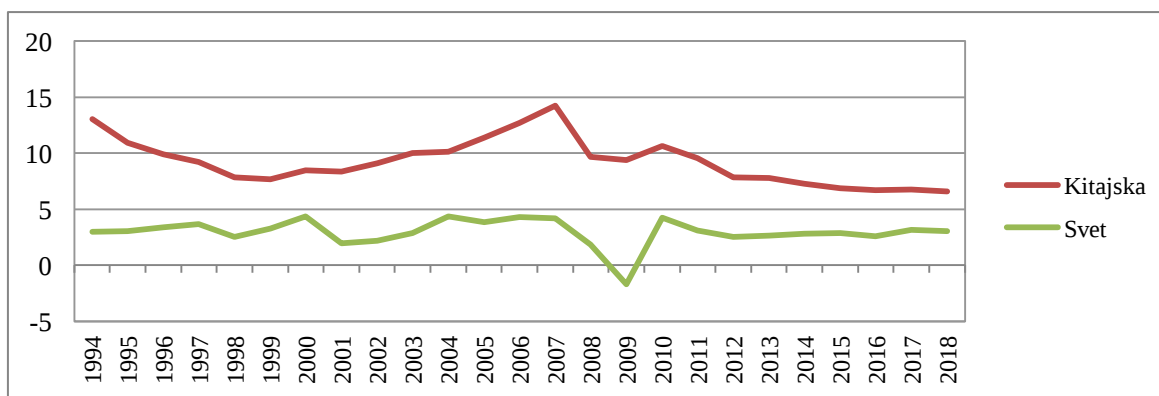
- Povečanje količnika obveznih rezerv poslovnih bank;

PBOC je povečevala količnik obveznih rezerv, da bi absorbirala del presežne likvidnosti na domačem trgu. V začetku leta 2000 je stopnja obveznih rezerv poslovnih bank znašala 6 %, nato se je od leta 2006 začela pospešeno povečevati ter dosegla najvišjo stopnjo leta 2011, ko je znašala 21,5 % za velike finančne institucije in 18 % za druge finančne institucije. Po mnenju nekaterih strokovnjakov naj bi se PBOC do leta 2011 v večji meri

zanašala na povečan količnik zahtevanih rezerv, kot na izdajo obveznic, po drugi strani pa taki ukrepi zmanjšujejo profitne marže poslovnih bank (Chung, Hwang & Wang, 2014).

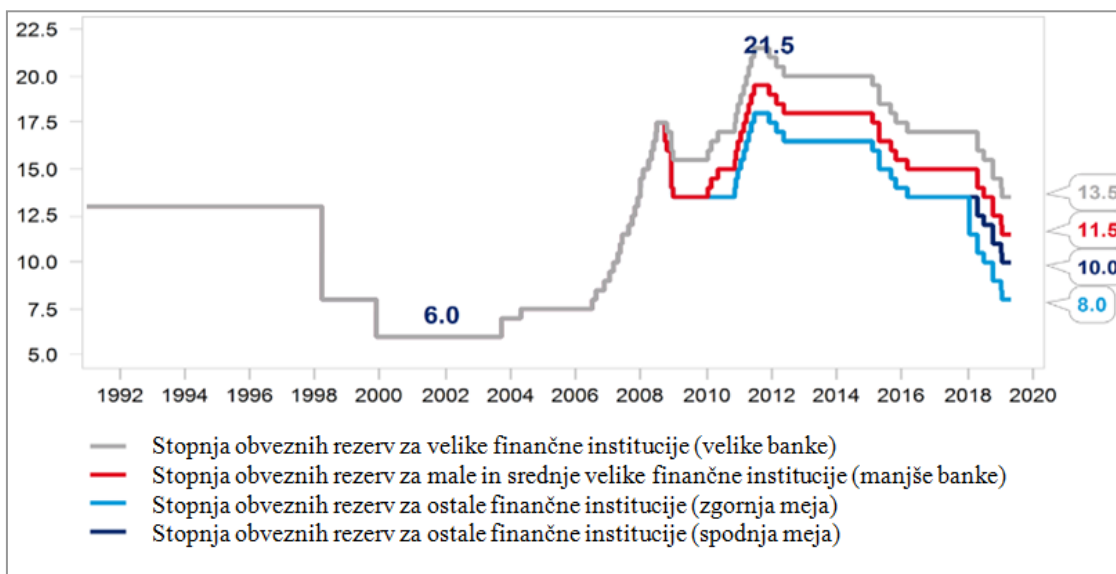
PBOC je od leta 1992 do leta 2011 le redko znižala količnik obveznih rezerv in sicer, ko se je soočila z azijsko finančno krizo leta 1998 in gospodarsko krizo v ZDA leta 2008, nato je od leta 2011 stopnjo obveznih rezerv konstantno zmanjševala zaradi težav z upočasnjeno rastjo gospodarstva. V letu 2018 so stopnje obveznih rezerv znašale 16 % za velike finančne institucije in med 13,5 in 14 % za ostale finančne institucije. S tem je želela Kitajska v zadnjem času pospešiti načrtno vlaganje v infrastrukturne projekte, saj se je poleg znakov ohlajanja gospodarstva, prav tako začela upočasnjevati rast naložb (Saudigazette, 7. oktober 2018).

Slika 8: Letna rast BDP Kitajske in sveta v obdobju 1994–2018 (v %)



Vir: World Bank (2020).

Slika 9: Stopnja obveznih rezerv za poslovne banke (RRR) v obdobju 1992–2019 (v %)



Vir: Macrobond, UOB Global Economics & Markets Research (2020).

- *Izdajanje obveznic PBOC (od leta 2002 dalje)*

Velik del deviznih rezerv, ki jih je kupila PBOC je bilo steriliziranih z izdajo obveznic PBOC prodanih (pretežno) komercialnim bankam v državni lasti (Zheng & Yi, 2007).

Slika 10: Aktivna stran bilance PBOC v obdobju 2002–2019 (v 100 milijonih juanov)

Konec obdobja	Aktiva	Finančna sredstva v tuji valuti				Devizna sredstva		Zlato	Ostala tuja sredstva		Tejave do države		Terjatve do ostalih kreditnih institucij		Terjatve do ostalih finančnih institucij		Druga sredstva	
2002	50.685	22.820	45,0%		22.107	337	375		2.864	5,7%		12.288	24,2%		7.240	14,3%	5.266	10,4%
2003	62.004	31.142	50,2%		29.842	337	963		2.901	4,7%		11.983	19,3%		7.256	11,7%	8.516	13,7%
2004	78.093	46.398	59,4%		45.940	337	683		2.970	3,8%		10.424	13,3%		8.865	11,4%	9.300	11,9%
2005	103.676	63.339	61,1%		62.140	337	862		2.892	2,8%		8.168	7,9%		17.751	17,1%	11.460	11,1%
2006	128.575	85.773	66,7%		84.361	337	1.075		2.856	2,2%		6.517	5,1%		21.950	17,1%	11.413	8,9%
2007	169.140	124.825	73,8%		115.169	337	9.319		16.318	9,6%		7.863	4,6%		12.972	7,7%	7.098	4,2%
2008	207.096	162.544	78,5%		149.624	337	12.582		16.196	7,8%		8.433	4,1%		11.853	5,7%	8.027	3,9%
2009	227.535	185.333	81,5%		175.155	670	9.509		15.662	6,9%		7.162	3,1%		11.530	5,1%	7.804	3,4%
2010	259.275	215.420	83,1%		206.767	670	7.983		15.421	5,9%		9.486	3,7%		11.326	4,4%	7.598	2,9%
2011	280.978	237.898	84,7%		232.389	670	4.839		15.400	5,5%		10.248	3,6%		10.644	3,8%	6.763	2,4%
2012	294.537	241.417	82,0%		236.670	670	4.077		15.314	5,2%		16.701	5,7%		10.039	3,4%	11.042	3,7%
2013	317.279	272.234	85,8%		264.270	670	7.294		15.313	4,8%		13.148	4,1%		8.907	2,8%	7.652	2,4%
2014	338.249	278.623	82,4%		270.681	670	7.272		15.313	4,5%		24.985	7,4%		7.849	2,3%	11.468	3,4%
2015	317.837	253.831	79,9%		248.538	2.330	2.964		15.313	4,8%		26.626	8,4%		6.657	2,1%	15.339	4,8%
2016	343.712	229.796	66,9%		219.425	2.541	7.829		15.274	4,4%		84.739	24,7%		6.324	1,8%	7.497	2,2%
2017	362.932	221.164	60,9%		214.788	2.541	3.834		15.274	4,2%		102.230	28,2%		5.987	1,6%	18.174	5,0%
2018	372.492	217.648	58,4%		212.557	2.570	2.522		15.250	4,1%		111.517	29,9%		4.643	1,2%	23.406	6,3%
2019	371.130	218.639	58,9%		212.317	2.856	3.466		15.250	4,1%		117.749	31,7%		4.623	1,2%	14.869	4,0%

Vir: PBOC (2020).

Slika 11: Pasivna stran bilance PBOC v obdobju 2002–2019 (v 100 milijonih juanov)

Konec obdobja	Pasiva	Primarni denar			Bankovci v obtoku	Vloge zasebnega sektorja	Dolžniški vrednostni papirji		Tuje obveznosti		Vloge države		Druge obveznosti	Kapital	
2002	50.685	45.138	89%		18.589	26.549	1.488	2,9%	0	0,0%	3.085	6,1%	754	220	0,4%
2003	62.004	52.841	85%		21.240	31.601	3.032	4,9%	0	0,0%	4.955	8,0%	957	220	0,4%
2004	78.093	58.856	75%		23.104	35.752	11.079	14,2%	0	0,0%	5.832	7,5%	2.106	220	0,3%
2005	103.676	64.343	62%		25.854	38.489	20.296	19,6%	642	0,6%	7.527	7,3%	10.648	220	0,2%
2006	128.575	77.758	60%		29.139	48.459	29.741	23,1%	926	0,7%	10.211	7,9%	9.720	220	0,2%
2007	169.140	101.545	60%		32.972	68.416	34.469	20,4%	947	0,6%	17.121	10,1%	14.837	220	0,1%
2008	207.096	129.222	62%		37.116	92.107	45.780	22,1%	733	0,4%	16.964	8,2%	13.586	220	0,1%
2009	227.535	143.985	63%		41.556	102.429	42.064	18,5%	762	0,3%	21.226	9,3%	18.653	220	0,1%
2010	259.275	185.311	71%		48.646	136.665	40.497	15,6%	720	0,3%	24.277	9,4%	7.592	220	0,1%
2011	280.978	224.642	80%		55.850	168.792	23.337	8,3%	2.699	1,0%	22.734	8,1%	6.438	220	0,1%
2012	294.537	252.345	86%		60.646	191.699	13.880	4,7%	1.464	0,5%	20.753	7,0%	4.526	220	0,1%
2013	317.279	271.023	85%		64.981	206.042	7.762	2,4%	2.088	0,7%	28.611	9,0%	6.245	220	0,1%
2014	338.249	294.093	87%		67.151	226.942	6.522	1,9%	1.834	0,5%	31.275	9,2%	2.747	220	0,1%
2015	317.837	276.377	87%		69.886	206.492	6.572	2,1%	1.807	0,6%	27.179	8,6%	2.855	220	0,1%
2016	343.712	308.980	90%		74.884	234.095	500	0,1%	3.195	0,9%	25.063	7,3%	-731	220	0,1%
2017	362.932	321.871	89%		77.074	243.802		0,0%	880	0,2%	28.626	7,9%	6.316	220	0,1%
2018	372.492	330.957	89%		79.146	235.511	200	0,1%	1.165	0,3%	28.225	7,6%	7.710	220	0,1%
2019	371.130	324.175	87%		82.859	226.024	1.020	0,3%	842	0,2%	32.415	8,7%	7.884	220	0,1%

Vir: PBOC (2020).

Na Sliki 10 lahko vidimo, kako se je struktura bilance PBOC skozi obdobje največjega interveniranja, med letoma 2002–2011 močno spreminjala.

Leta 2002 je imela Kitajska v svojem portfelju 45 % tujih sredstev, razmerje se je do leta 2011 povečalo na 85 %, od tega je bilo več kot 95 % tujih sredstev v obliki tujih valut, medtem ko so se terjatve do države in ostalih kreditnih institucij zmanjšale iz 55 % na slabih 15 % leta 2011. Od leta 2007 dalje, se je močno povečala postavka državnih obveznic, v višini 1.500 milijard juanov (~200 milijard ameriških dolarjev). Ta vrednost je predstavljala posebne državne obveznice, ki so bile izdane s strani MF za zagotovitev kapitala Kitajsko investicijski družbi (CIC). Kot že omenjeno, je Kitajska leta 2007 ustanovila svoj glavni državni sklad, z namenom izboljšanja dobičkonosnosti deviznih rezerv (Qi, 2012, str. 21). Osnovna vloga upravljanja z deviznimi rezervami je še naprej ostala v rokah SAFE, medtem ko je CIC prevzel upravljanje presežnih deviznih rezerv (Hu, 2010, str. 14).

Na pasivni strani, Slika 11 je denarna baza med letoma 2003–2010 predstavljala med 60–70 % vseh obveznosti, njen delež v celotnih obveznostih pa se je v tem obdobju postopoma zmanjševal, medtem ko se je postavka izdanih obveznic povečevala. Kitajska centralna banka je zaradi majhnega trga obveznic poleg operacij na odprtem trgu, kot sta neposredna prodaja državnih obveznic in pogodb o odkupu iz svojega portfelja, začela izdajati (lastne) dolžniške vrednostne papirje centralne banke za namen sterilizacije. PBOC je poleg obveznic začela z izdajo blagajniških zapisov (angl. central bank bills) prvič aprila 2003 (Qi, 2012, str. 9–11). Dolžniški vrednostni papirji so leta 2002 predstavljali 3 % celotnih bančnih sredstev v vrednosti 303 milijarde juanov, vrh so dosegli leta 2008, ko je njihov delež predstavljal 22,1 % celotnih bančnih sredstev oziroma 4.578 milijarde juanov, nato se je zmanjšal na manj kot 10 % leta 2011 (Chung, Hwang & Wang, 2014). PBOC je izdala 3-mesečne, 6-mesečne, letne in triletno kratkoročne finančne instrumente. Stanje dolžniških vrednostnih papirjev je bilo konec leta 2012 še vedno visoko in je znašalo 1.388 milijard juanov, vendar je Kitajska v večji meri v naslednjih letih opustila izvajanje sterilizirane intervencije oziroma zaščite tečaja (Riedel, 2018) in začela s prodajo deviznih rezerv, da bi zmanjšala depreciacijo RMB, ki je sledila (Das, 2019).

Študija Chung, Hwang in Wang (2014) je pokazala, da je Kitajska sprva uspešno sterilizirala večino vpliva naraščajočih deviznih rezerv na domačo ponudbo denarja, vendar je država zaradi naraščajoče obrestne mere in zmanjšanega nadzora kapitala sčasoma začela privabljati še več tujega kapitala, kar je vodilo v vse večje stroške sterilizacije in oteževalo vzdržnost sterilizacijske politike. Fernald, Spiegel in Swanson (2014) so v svoji študiji potrdili ustrezno izbiro instrumentov za sterilizacijo presežne ponudbe denarja na Kitajskem.

Oportunitetni stroški kitajske sterilizirane intervencijske politike med letoma 2002–2011

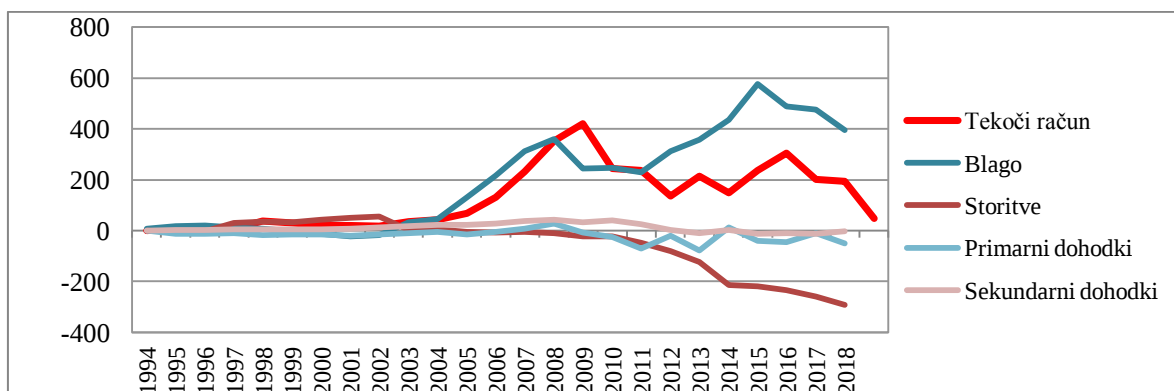
Glavni stroški zaščite deviznih tečajev s steriliziranimi intervencijami so oportunitetni stroški vlaganja domačih prihrankov v devizne rezerve in ne v domače gospodarstvo. Glavna prednost zaščite deviznih tečajev v presežno delovno intenzivnem gospodarstvu pa je večja stopnja absorpcije brezposelnosti v sektorju z izvoznim blagom (Riedel, 2018, str. 7). Nemalo strokovnjakov je poskušalo ugotoviti, kakšni so bili dejanski stroški oziroma koristi kitajske intervencije. Oportunitetne stroške so na poenostavljen način poskušali določiti z oceno količine akumuliranih rezerv, ki je nastala kot posledica sterilizacijske politike. Od celotnega obsega deviznih rezerv se v tem primeru odšteje priporočena vrednost deviznih rezerv, ki jo držijo države zaradi običajnega previdnostnega motiva (npr. devizne rezerve v višini 3–4 mesece uvoza) (IMF, 2011). Ocena finančnih stroškov kitajske sterilizirane intervencijske politike je zmnožek letnega presežka rezerv in razlike donosnosti rezerv glede na domače naložbe. Riedel (2018) je v svoji študiji prišel do zaključka, da se je finančna izguba zaradi sterilizirane intervencije (zmnožek presežnih rezerv in razlike v donosnosti) v obdobju 2002–2010 gibala med 150 in 300 milijardami ameriških dolarjev.

Študijo stroškov intervencije za Kitajsko je med drugim izvedel tudi Qi (2012). Njegov izračun je pokazal, da je Kitajska zaradi intervencije do leta 2011 beležila kumulativne stroške v višini 18,5 % deviznih sredstev (~ 4.303 milijarde juanov), k čemur so največ prispevali nihanje deviznega tečaja in sprememba obrestne mere. Do podobnih zaključkov so prišli tudi Chung, Hwang in Wang (2014), po njihovem naj bi leta 2011 stroški intervencije znašali 14,95 % vrednosti deviznih rezerv.

3.3 Plačilna bilanca

3.3.1 Tekoči račun

Slika 12: Tekoči račun plačilne bilance Kitajske v obdobju 1994–2018 (v milijardah USD)



Vir: IMF (2020).

V makroekonomskem okviru presežek bilance tekočega računa predstavlja povečanje finančnih sredstev oziroma terjatev prebivalstva do tujine in je enak fiskalnemu presežku nad trošenjem države in presežku domačega varčevanja nad investicijami.

Kitajska je po poenotenju deviznega tečaja leta 1994, beležila presežek tekočega računa, ki se je začel močno povečevati po vstopu Kitajske v WTO leta 2001 in leta 2008 presegel 400 milijard ameriških dolarjev. Presežek tekočega računa je bil predvsem posledica povečanega izvoza nad uvozom (Hu, 2010, str. 5). Z nastopom gospodarske reforme leta 1978, je Kitajska začela zasledovati izvozno strategijo, BDP je v večji meri predstavljal blago in storitve primarne in sekundarne industrije. Po letu 2008 se je rast začela upočasnjevati zaradi nastopa svetovne gospodarske krize. Trgovinski presežek se je leta 2009 zmanjšal za več kot 30 % glede na leto prej, hkrati pa se je zgodil premik v modelu rasti. Medtem ko se je obseg primarne in sekundarne industrije zmanjšal, se je po podatkih kitajskega statističnega urada obseg terciarne industrije do leta 2017 močno povečal in je predstavljal več kot 50 % BDP Kitajske.

Povprečni presežek tekočega računa je med letoma 2000–2003 predstavljal 2,13 % BDP, nato je začel postopoma naraščati, dokler se ni z najvišje vrednosti, 10 % BDP v letu 2007, trend obrnil. V letu 2018 je znašal presežek tekočega računa zgolj 0,4 % BDP. To odraža predvsem zmanjševanje trgovinske bilance na račun rasti uvoza in nadaljnje povečanje primanjkljaja v storitvenem sektorju, zaradi večjega trošenja kitajskih turistov v tujini.

V skladu z nadaljnjim uravnoteženjem se pričakuje, da se bo v naslednjih nekaj letih presežek tekočega računa še naprej postopno zmanjševal.

3.3.2 Kapitalsko-finančni račun

- Tuje neposredne investicije

Tuje neposredne investicije so pomembna povezava med realnim in kapitalsko finančnim delom plačilne bilance. Ponavadi so dolgoročne investicije, zato ne prihaja zelo pogosto do njihovih sprememb. Kot smo ugotovili pri predstavitvi plačilne bilance, se lahko presežek tekočega računa plačilne bilance odrazi v odtoku investicij iz države, vendar je Kitajska skozi celotno obdobje 1982–2015 beležila neto pritok tujih neposrednih investicij. Za države v razvoju velja, da ko začnejo odpirati svoj kapitalsko-finančni račun, pride v državo veliko tujih investicij, saj investitorji iščejo zaslužke na račun nadaljnjega razvoja države.

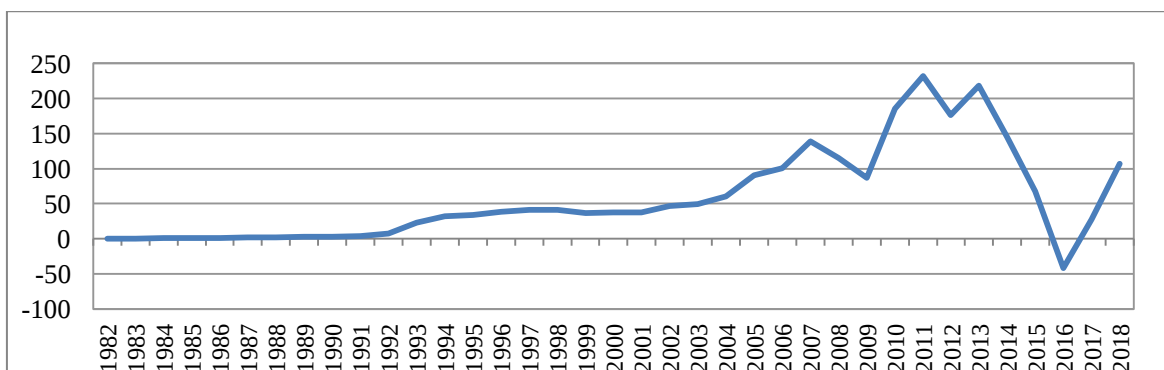
Deregulacija kapitalskih tokov, internacionalizacija renminbija (RMB) in spremembe devizne politike so tako Kitajski pomagale povečati prilive in odlive kapitala, na drugi strani pa je to botrovalo močnemu povečanju volatilnosti kapitalskih tokov.

V prvi fazi je pritok tujih neposrednih investicij na Kitajsko omogočil domači industriji, da je okrepila proizvodne zmogljivosti in nadgradila tehnologijo, s čimer se je pozitiven razvoj razširil na ostale panoge v državi, kar je v končni fazi vodilo v povečanje izvoza in akumulacijo presežka tekočega računa. Sedanja vladna politika pa spodbuja predvsem internacionalizacijo kitajskih podjetij ter njihove investicijske projekte v gradbeništvu in inženiringu, s čimer želi stopiti na nove trge in uravnnavati domače sektorje, ki se spopadajo s presežki zmogljivosti, ko je domača industrija v fazi upočasnitve. Politično naj bi ta strategija pomagala povečati vpliv Kitajske po vsem svetu in tudi spodbujati internacionalizacijo renminbija. To se odraža v odlivu kapitala, ki se je po letu 2005 postopno začel povečevati in leta 2015 presegel kapitalske prilive. Odlivu kapitala je po letu 2015 botrovala tudi deprecijacija RMB. Leta 2016 je odliv kapitala dosegel najvišjo vrednost, vendar se je v letih 2017 in 2018 zaradi uvedbe strožjega nadzora kapitala zmanjšal (Congressional Research Service, 2019, str. 16). Prav tako pa so na odtok kapitala vplivali kitajski investitorji, katerim se je zaradi višjih cen nepremičnin povečalo premoženje in so začeli iskati nove možnosti za razpršitev svojih naložb v tujini (Song & Xiong, 2018). Po podatkih Ameriškega podjetniškega inštituta (AEI), naj bi bila glavne destinacije kitajskih neposrednih naložb med letom 2005–2017 ZDA, Avstralija, Velika Britanija, Brazilija, Rusija, Pakistan in Kanada.

Poleg odliva kapitala, pa je v zadnjih letih opaziti, da so v upadu tudi tuje neposredne investicije na Kitajsko. Zmanjšanju naj bi botrovale nenehne spremembe v kitajski industriji, naraščajoči stroški dela, gospodarska upočasnitev ter pomanjkljivosti kitajskega poslovnega okolja (šibka pravna država, regulativne ovire, onesnaževanje, omejen dostop do interneta ipd.). Stopnja donosa na kapital se je na primer iz 10 % v letu 2008 znižala na 4 % leta 2013 (Song & Xiong, 2018).

Neto prilivi so bili kljub močnim nihanjem v zadnjem obdobju visoki. Neposredne tuje investicije na Kitajsko so v letu 2018 znašale 110 milijard ameriških dolarjev, kar jo po podatkih Svetovne banke uvršča na drugo mesto po prejemu neposrednih tujih naložb na svetu za ZDA.

Slika 13: Neposredne investicije v obdobju 1982–2018 (neto, v milijardah USD)



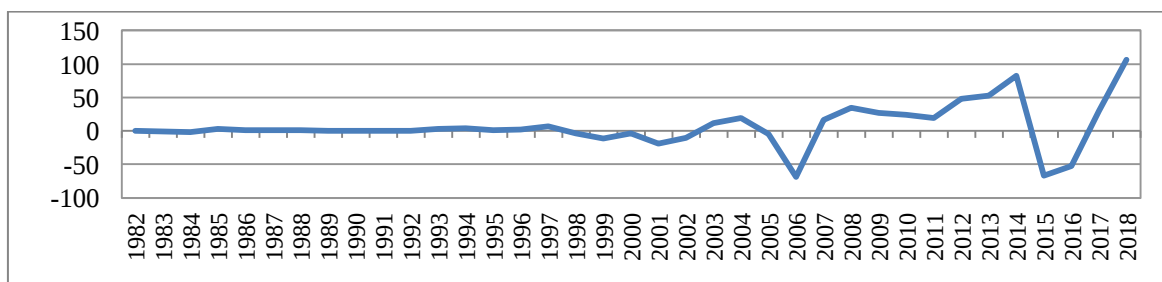
Vir: World Bank (2020).

- Finančne naložbe

Finančne naložbe so v preučevanem obdobju nihale. Kmalu po koncu azijske finančne krize in z vstopom Kitajske v WTO se je začel renminbi glede na ameriški dolar krepiti. Kitajska podjetja so se zaradi tega začela močneje zadolževati v tujini, zaradi razlike v obrestnih merah pa so se povečale tudi portfeljske naložbe v državo. Tok portfeljskih naložb je postal bolj volatilen, prav tako se je v plačilni bilanci močno povečala postavka napake in izpustitve, kjer se je zaradi državnih omejitev kapitala odražal beg kapitala. Kljub temu pa v obdobju 2005–2007 neto primanjkljaj portfeljskih naložb ni bil dovolj obsežen, da bi uravnal presežek tekočega računa in pritok tujih neposrednih investicij v državo. Ta razlika se je pojavila v obliki kopičenja rezerv. Po letu 2012 se je apreciacija RMB začela upočasnjevati, s čimer so investitorji kmalu začeli iskati naložbe denominirane v ameriškem dolarju in ne več v RMB, hkrati pa so se zmanjšale odprte kreditne pozicije Kitajske v tujini (Das, 2019). Z apreciacijo ameriškega dolarja se je po letu 2014 tok neto portfeljskih naložb obrnil ven iz države, čemur je botroval tudi borzni zlom leta 2015.

Čeprav je Kitajska v zadnjih letih postopoma odpravljala nadzor kapitala, so bili tokovi portfeljskih naložb še vedno močno omejeni (tj. kratkoročne naložbe v vrednostne papirje). Kitajska je leta 2002 vpeljala poseben sistem certificiranja, tako imenovan program QFII (angl. Qualified Foreign Institutional Investors), ki je tujim vlagateljem dovoljeval trgovanje z vrednostnimi papirji denominiranimi v RMB na kitajskih borzah v okviru kvot, ki so jih odobrili kitajski uradni organi ter program QDII (angl. Qualified Domestic Institutional Investors), ki je kvalificiranim domačim institucionalnim vlagateljem v okviru kvot dovoljeval trgovanje na tujih trgih (PWC, 2012). Leta 2011 je bil dodatno vpeljan RQFII (angl. Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor) program, ki je spremenjena različica QFII in tujim institucionalnim vlagateljem omogoča investiranje na Kitajsko preko tujih RMB računov. Državni svet je skupaj s komisijo za vrednostne papirje (CSRC), PBOC in SAFE kvote postopoma povečeval, septembra 2019 pa je SAFE objavil da bodo le te postopoma ukinili. Po podatkih SAFE je bilo v začetku leta 2020 za QDII dejansko izkoriščenih 136 milijard ameriških dolarjev, za QFII pa 112 milijard ameriških dolarjev kvot.

Slika 14: Naložbe v vrednostne papirje v obdobju 1982–2018 (neto, v milijardah USD)



Vir: World Bank (2020).

Pri finančnem delu plačilne bilance velja omeniti študijo Horn, Reinhart in Trebesch (2019), kjer so preučevali kitajsko financiranje v tujini. Ugotavljajo da velik delež financiranja, ki ga Kitajska izvaja v tujini, ni zaveden v uradnih poročili mednarodnih institucij (skoraj polovica), kot so MDS, Svetovna banka in Banka za mednarodne poravnave. Razlog naj bi bil v tem, da država financira tuje projekte preko državnih podjetij in bank, ki pa se ne uvrščajo v uradno bilanco države. Prav tako za razliko od mednarodnih posojilodajalcev, ki državam v razvoju odobravajo posojila z dolgimi roki zapadlosti in nižjimi obrestnimi merami od tržnih, so Kitajska posojila pogosto odobrena po tržnih obrestnih merah, s krajšimi roki zapadlosti in deloma zavarovana s poplačilom iz naslova izvoznih prihodkov blaga države posojilojemalke, zlasti nafte. Mednarodni razmah kreditiranja naj bi Kitajsko uvrstil med enega glavnih uradnih upnikov na svetu. Kitajski delež je še posebej velik v državah z nižjim dohodkom, kjer so kitajski tokovi posojil v zadnjih letih presegli skupne tokove kapitala mednarodnih upnikov, kot sta MDS ali Svetovna banka in tokov zasebnih upnikov.

Napake in izpustitve

Če je plačilna bilanca države v ravnovesju, bi morala biti teoretično postavka napake in izpustitve enake 0, vendar v resnici postavka napake in izpustitve odraža omejitve finančnega režima, nezakonite dejavnosti vlaganja posameznikov in/ali podjetij ipd. Presežek bilance odraža njeno podcenjenost, primanjkljaj pa na drugi strani poleg precenjenosti bilance, razkriva beg kapitala.

Od leta 2011 dalje se je Kitajski močno povečevala postavka napake in izpustitve, kar nakazuje na resen pojav bega kapitala in izpostavlja slabosti v sedanjem kitajskem finančnem in gospodarskem režimu, zaradi česar bi morala Kitajska izboljšati mehanizem poročanja v plačilni bilanci ter okrepiti nadzor nad trgovino in omejiti nezakonite transakcije deviz.

Dvojni presežek plačilne bilance

Dvojni presežek v mednarodni plačilni bilanci predstavlja sočasni presežek tekočega računa in kapitalsko-finančnega računa. Teoretično se ti dve vrsti računov dopolnjujeta in v istem obdobju nista v sočasnem presežku/primanjkljaju (glej poglavje 1.4. Faze razvoja države). Presežek tekočega računa je ponavadi rezultat večjega izvoza nad uvozom, medtem ko je presežek finančnega računa posledica večjega pritoka FDI v državo kot iz nje. Če absorpcijske sposobnosti države glede na domačo proizvodnjo niso zadostne, se bo presežek odražal v presežnem izvozu iz države, kapital pa bo odtekal iz države in iskal naložbene priložnosti v tujini in obratno. Torej, če bo domači trg s povpraševanjem presegal domačo ponudbo, bo država primanjkljaj nadomestila s povečanim uvozom, hkrati pa bo beležila tudi pritok tujega kapitala, ki bo sofinanciral nadaljnji razvoj države.

Fenomen dvojnega presežka v obdobju 1994–2011 na Kitajskem je bil deležen mnogih razprav. Strokovnjaki so želeli ugotoviti, kaj je botrovalo hkratnemu presežku na tekočem

in na kapitalsko-finančnem računu. Glavni razlog za dvojni presežek so pripisovali posredovanju kitajske vlade na deviznem trgu, pri čemer je podcenjen tečaj RMB služil kot vrsta subvencije za kitajski izvoz. Poleg tega je imela Kitajska višjo stopnjo domačega varčevanja od stopnje investicij, kar prav tako vpliva na presežek tekočega računa. Stopnja investicij na Kitajskem se je med letoma 1990 in 2010 gibala med 35–40 % BDP, medtem ko se je delež domačega dohodka, ki so ga kitajska gospodinjstva in podjetja privarčevali v istem obdobju, povečeval in leta 2008 presegel 50 % BDP. Višjo stopnjo so poskušali pojasniti s slabo socialno politiko. Po reformi pokojninskega, stanovanjskega in zdravstvenega sistema v devetdesetih letih, podjetja niso bila več obvezana zagotavljati socialno varnost za zaposlene. Podjetniški sektor je tako povečal svoje prihranke na račun zmanjšanih prispevkov za socialno varnost zaposlenih, gospodinjstva pa so morala razliko privarčevati sama (Zhou, 2009). Od leta 2011 je Kitajska uvedla reforme v zvezi z zasebno potrošnjo, saj je želela spodbuditi gospodinjstva k večjemu trošenju (Peltier, 2015). To naj bi tudi odražalo spremembo v njihovi strategiji gospodarske rasti, ki je iz prvotno izvozno umerjene države začela večji poudarek dajati notranji rasti. Po letu 2011 je začela stopnja varčevanja padati. Poleg reform pa naj bi na zmanjšanje stopnje varčevanja vplivalo tudi vse bogatejše kitajsko prebivalstvo, ki porabi večji delež svojega dohodka, kar se odraža tudi v odlivu storitev v tekočem delu plačilne bilance na račun turizma, na drugi strani pa se kitajsko prebivalstvo stara. Manj je mladih, ki varčujejo za poznejše dni in več starih ljudi, ki črpajo iz svojih prihrankov (The Economist Newspaper Limited, 2019).

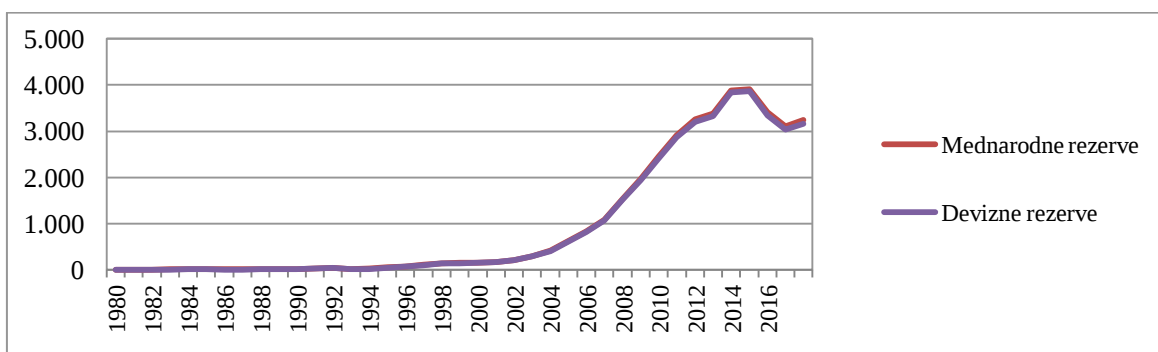
Rast finančnega računa, natančneje vpliv tujih neposrednih investicij na plačilno bilanco pa je med drugim preučeval Zhang (2017). Po njegovem mnenju naj bi ravno pritok tujih neposrednih investicij v državo prispeval k presežku na tekočem računu, torej k večji proizvodnji ter izvozu blaga in storitev. S pritokom tujih investicij, podjetja postanejo bolj produktivna, njihovi proizvodi se po lestvici dodane vrednosti premikajo navzgor, kar zagotavlja večji dobiček pri končni ceni, tuja podjetja pa so pri tem prav tako motivirana, da dodatno investirajo v nadaljnji razvoj in s tem beležijo večji donos na vloženi kapital. Statistični podatki Kitajske so dejansko pokazali, da je velik del dobička, ustvarjenega s tujimi neposrednimi naložbami ostal na Kitajskem kot reinvesticija v podjetja, nekaj naložb pa je ostalo v državi zaradi pričakovane apreciacije kitajskega tečaja.

Reprezentativno stališče kitajskih strokovnjakov je, da je bila struktura dvojnega presežka zelo pomembna za krepitev splošne moči Kitajske in je hkrati zmanjševala vpliv zunanjih negativnih faktorjev na kitajsko gospodarstvo. Trajni dvojni presežek v obdobju 2002–2011 je bistveno prispeval k povečanju kitajskih deviznih rezerv, s katerimi je, kot bomo videli v nadaljevanju, Kitajska več kot zadovoljila mednarodne zahteve. Večje rezerve tudi omogočajo bolj ugodno zadolževanje na tujih trgih ter izboljšujejo nacionalno gospodarsko varnost. Kljub vsemu pa tak presežek ni vzdržen, saj za sabo prinese prekomerno likvidnost na domačem trgu, kar vpliva na rast domačih sredstev, zaradi česar je morala CB intervenirati na deviznem trgu, da je ohranjala stabilnost deviznega tečaja.

4 DEVIZNE REZERVE KITAJSKE

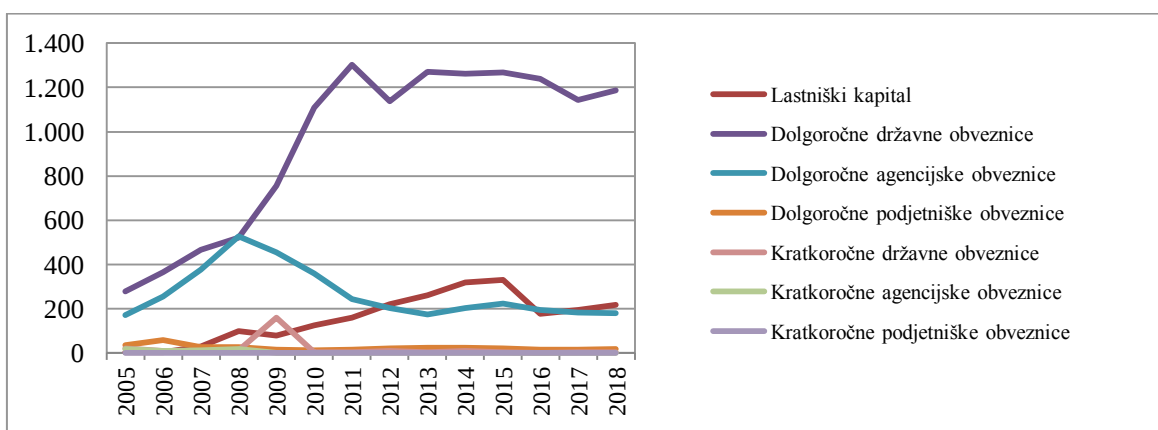
Devizne rezerve Kitajske so preko centralne banke PBOC v lasti države. Hrani jih pretežno v ameriških državnih obveznicah in ostalih visoko likvidnih ameriških vrednostnih papirjih. Po podatkih ameriškega zakladništva (angl. U.S. Treasury) je več kot polovico kitajskih deviznih rezerv vloženi v ameriške vrednostne papirje. Študija Shi in Nei (2017) je pokazala, da je Kitajska v obdobju 2003–2015 ohranjala strukturo deviznih rezerv po valutah relativno stabilno, pri čemer sta v vmesnem času na zmanjšanje deleža ameriškega dolarja, evra in angleškega funta vplivali svetovna kriza 2008/2009 in dolžniška kriza evroobmočja 2010. Poleg glavnih štirih valut (ameriški dolar, evro, funt sterling, japonski jen) naj bi v zadnjem času Kitajska povečevala delež v kanadskem dolarju in avstralskem dolarju, struktura pa naj bi bila zelo podobna svetovni strukturi deviznih rezerv.

Slika 15: Kitajske mednarodne rezerve v obdobju 1980–2018 (v milijardah USD)



Vir: World Bank (2020).

Slika 16: Kitajske investicije v ameriške vrednostne papirje v obdobju 2005–2018 (v milijardah USD)



Vir: U.S. Treasury (2020).

Po svetovni gospodarski krizi leta 2008/2009 so se bistveno zmanjšale kitajske investicije v dolgoročne agencijske obveznice, medtem ko so začeli naraščati dolgoročni zakladniški

vrednostni papirji ter lastniški kapital. SAFE je začel neposredno vlagati tudi v tuja podjetja kot so Barclays, Royal Bank of Scotland, Royal Dutch Shell (Hu, 2010, str. 17).

4.1 Rast kitajskih deviznih rezerv

Akumulacija deviznih rezerv je močno povezana z razvojem države, ki je pričela z reformami odpiranja gospodarstva konec leta 1978. Kopičenje deviznih rezerv se lahko razdeli v 4 faze.

Začetna faza (1978–1994) je bilo obdobje počasnega kopičenja, kar je odražalo začetne korake gospodarske rasti v okviru novih političnih spodbud. Devizne rezerve so zadoščale za pokritje zelo nizkega uvoza. Glavni cilj kitajske strategije za gospodarski razvoj in rast v osemdesetih in devetdesetih letih je bil pritegniti neposredne tuje investicije na Kitajsko, s čimer bi spodbudili razvoj domačih podjetij in povečali njihovo produktivnost, medtem ko so bile investicije kitajskih podjetij v tujino močno omejene (Congressional Research Service, 2019, str. 2). Kitajski renminbi je bil dolgo časa pod strogim nadzorom vlade, med drugim so devizni predpisi omejevali uporabo deviznih prihodkov v podjetjih. Morebitni zaslužek v tujih valutah je moral biti prodan državi. Od leta 1985 so vpeljali kvote, ki so podjetjem omogočile, da obdržijo določen del zaslužka v tuji valuti (Ford & Huang, 1994). Podjetja v panogi lahkih industrijskih izdelkov, tekstilij in oblačil, vojaških izdelkov ter elektronike so imela kvoto nekoliko višjo, saj je vlada želela spodbujati njihov izvoz. Država je vršila strog nadzor nad uporabo teh kvot. Ureditev je preprečevala prosto zamenjavo med domačimi in tujimi denarnimi sredstvi, kar je običajna praksa v tržnem gospodarstvu (Romero, 2005). V začetku leta 1992 je pod vodstvom Deng Xiaopinga vlada izvedla številne nove reforme v smeri socialistično tržnega gospodarstva (Branstetter & Lardy, 2008). V začetku leta 1993 se je makroekonomsko okolje poslabšalo, kar je vodilo v pospešeno depreciacijo valute, trgovinski primanjkljaj je znašal 12 milijard ameriških dolarjev. Kljub temu pa so pospešeni tokovi neposrednih tujih naložb nadomestili primanjkljaj tekočega računa in povečali devizne rezerve. Domača podjetja so zahtevala ukinitvev kvot nad uporabo deviz, saj so morala še naprej odvajati 30 % prihodka v devizah državi, medtem ko so tuja podjetja lahko obdržala celoten prihodek v tuji valuti (Guijun & Schramm, 2003).

Druga faza (1994–2001) Leta 1994 je nastopila reforma režima deviznega tečaja, Kitajska je vezala svojo valuto na ameriški dolar, kar je vodilo v velike presežke na tekočem računu in povečalo pritok tujih neposrednih investicij. Istočasno pa je beležila močan beg kapitala, kar se je odražalo v velikih napakah in izpustitvah, zaradi česar se v tem obdobju devizne rezerve niso bistveno povečale. Kljub visoki inflaciji na domačem trgu, je valuta začela počasi apreciiarati. PBOC je za preprečitev previsoke apreciacije RMB intervenirala na deviznem trgu, s čimer se je povečal obseg deviznih rezerv s 26,4 milijarde ameriških dolarjev začetku januarja 1994 na 77,9 milijarde začetku januarja 1996 (Guijun & Schramm, 2003).

Kitajska je leta 1996 pristopila k MDS in kot narekuje VIII člen pogodbe, je 1. decembra 1996 sprejela konvertibilnost tekočega računa, RMB je postal zamenljiv z drugimi tujimi valutami, da bi zasebnim podjetjem in posameznikom omogočil neposredno poslovanje s tujino (Forrest, 2014). Kljub konvertibilnosti tekočega računa pa je Kitajska še naprej ohranjala strog nadzor nad kapitalsko-finančnim računom, zaradi česar se je nadaljeval beg kapitala (Gunter, 1996).

Med letom 1997–1999 je bilo obdobje stagniranja akumulacije, kar je bilo povezano z gospodarskim okrevanjem po azijski finančni krizi. Trgovinski presežki in pritok neto tujih investicij so ostali stabilni nadaljnja 3 leta, kar je ohranilo devizne rezerve v višini približno 145 milijard ameriških dolarjev. Konec leta 1998 je Kitajska sprejela reformo za spodbudo domačega trošenja ter zmanjšala izvozne dajatve, kar je povečalo prednost izvoznim podjetjem, da konkurirajo tujim konkurentom, s čimer se je povečal obseg izvoza. Zaradi negotovosti RMB je kapital še vedno odtekal iz države, kljub pritoku tujih neposrednih investicij in trgovinskem presežku so se devizne rezerve v letu 1998 povečale zgolj za 6 milijard ameriških dolarjev, za razliko leta 1997, ko so se povečale za 35 milijard ameriških dolarjev.

Kitajska je od leta 1999 zmanjševala nadzor nad deviznim trgom in mednarodno trgovino zaradi pristopa k Svetovni trgovinski organizaciji (WTO) leta 2001 (Stent, 2017, str. 80). Želela je pridobiti dostop do tuje tehnologije in znanja ter povečati konkurenčnost realnega sektorja. Hkrati pa je ohranjala nadzor na odtokom tujih neposrednih investicij, saj se je bala možnega bega kapitala, zavedala se je nerazvite domače finančne infrastrukture, makroekonomske nestabilnosti, ki je izhajala iz nestabilnosti kratkoročnih pretokov kapitala, obenem pa je želela zaščititi domače finančne institucije pred tujo konkurenco in/ali potencialno krizo (Branstetter & Lardy, 2008).³

Tretja faza (2001–2014) V letih 2001–2005 so se devizne rezerve v povprečju povečale za približno 110 milijard ameriških dolarjev na leto in so bile povezane z velikimi presežki na tekočem računu in prilivi kapitala približno 50 milijard ameriških dolarjev na leto, saj so mednarodni vlagatelji pričakovali prevrednotenje kitajske valute. Z naraščajočim pritiskom za njeno apreciacijo, je morala Kitajska intervenirati na deviznem trgu. V letih 2002–2003 je državi skoraj v celoti uspelo sterilizirati povečanje ponudbe denarja na domačem trgu. Leta 2003 je z deviznimi rezervami dokapitalizirala banki Bank of China in China Construction Bank v višini 45 milijard ameriških dolarjev. Takrat je država prvič zabeležila padec deviznih rezerv. Aprila 2005 je z deviznimi rezervami dokapitalizirala Industrial and Commercial Bank v višini 15 milijard ameriških dolarjev. Leta 2005 so kitajske devizne rezerve zrasle za 209 milijard ameriških dolarjev na 821,5 milijard ameriških dolarjev.

³ Maja 2002 je guverner Kitajske centralne banke dejal, da slaba posojila predstavljajo 25–30 % vseh bančnih posojil. (Wall Street Journal, 10. maj 2002.)

Razmerje med rezervami in BDP se je v šestih letih skoraj potrojilo, iz približno 14 % v obdobju 1997–2000 na 41 % v letu 2006.

Leta 2006 so kitajske devizne rezerve narasle na 1.068 milijard ameriških dolarjev, delno so bile še vedno posledica dolgoročnih naložb v kapitalske projekte ter priliva tujega kapitala, ki je računal na apreciacijo RMB. Poleg tega se je kitajski trgovinski presežek povečeval v večji meri zaradi upočasnitve uvoza in ne zaradi povečanja izvoza (Congressional Research Service, 2019).

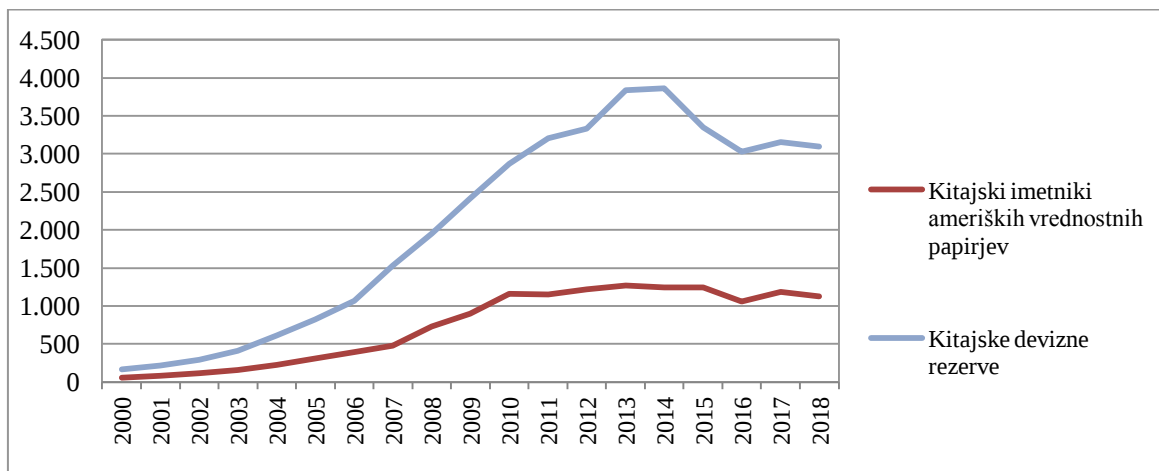
CBRC se je zavedala, da ekspanzija ne bo trajala v nedogled, zato je presežke postopoma namenjala za povečanje kapitalizacije finančnih institucij in za poplačilo slabih posojil. Zaradi svetovne finančne krize so se tuje investicije po letu 2008 zmanjšale. Kitajska je leta 2008 stimulirala gospodarstvo s tem, da je jeseni 2008 sprostila 4 milijarde juanov dodatnih sredstev.

Kljub temu, da so ameriški vrednostni papirji še vedno predstavljali največji delež uradno registriranih deviznih rezerv Kitajske, se je njihov delež glede na celotni obseg ameriških vrednostnih papirjev začel postopoma zmanjševati. Obe vrednosti sta bili v sorazmerju do približno leta 2007, ko so se kitajske naložbe v ameriške vrednostne papirje začele umirjati. Salidjanova (2014) v poročilu navaja, da je lahko možnost za zmanjšanje deleža posredni nakup teh sredstev s strani Kitajske prek bančnih centrov v Londonu in drugje, ki jih ameriško finančno ministrstvo ne evidentira. Karibske davčne oaze, vključno z Bahami, Bermudi in Kajmanski otoki, so bile po uradnih podatkih od leta 2000–2018 med desetimi največjimi imetniki ameriških državnih vrednostnih papirjev. Končni lastniki teh vrednostnih papirjev so neznani, vendar po mnenju strokovnjakov med drugim verjetno vključujejo tudi PBOC in njeno hčerinsko družbo SAFE. Druga možnost za zmanjšanje deleža deviznih rezerv v ameriških vrednostnih papirjih je razpršitev naložb v različne razrede premoženja.

Leta 2007 je bil ustanovljen glavni državni premoženjski sklad CIC, čigar sredstva zaradi statusa premoženjskega sklada, po začetni dodelitvi, ne štejejo več pod uradne rezerve. Navedeni cilj kitajskih državnih investicijskih skladov je razpršitev deviznih rezerv iz državnih vrednostnih papirjev v višje donosna sredstva, kot so naložbe v velike ameriške in druge tuje družbe na področju energetskih in finančnih storitev.

Po razpoložljivi kitajski statistiki so naložbe v tujino v letu 2012 dosegle 65 milijard ameriških dolarjev. Kitajska podjetja so v Avstraliji, Kanadi in delih Afrike kupovala rudnike in druge naravne vire, kitajske blagovne znamke, kot so Haier (gospodinjski aparati), Huawei (telekomunikacije) in Lenovo (osebni računalniki), pa so intenzivno začele vlagati v tujino preko neposrednih naložb (Salidjanova, 2014). Čeprav podatki kažejo, da si Kitajska resnično prizadeva za razpršitev svojih deviznih rezerv z zmanjšanjem investiranja v ameriške obveznice, se ta prehod dogaja zelo počasi.

Slika 17: Delež kitajskih deviznih rezerv v ameriških vrednostnih papirjih v obdobju 2000–2018 (v milijardah USD)



Vir: U.S. Treasury (2020).

Obdobje 2011–2014 je beležilo zmerno rast deviznih rezerv. Junija 2014 so dosegle najvišjo raven v zgodovini in sicer 3.993 milijarde ameriških dolarjev.

Četrta faza (2015–2018) Od leta 2015 so se kitajske rezerve začele zmanjševati, kar pomeni, da je PBOC začela prodajati devizne rezerve in s tem kupovati RMB za ohranjanje vrednosti domače valute. Devizne rezerve so se po letu 2016 stabilizirale pri približno 3.000 milijardah ameriških dolarjev.

Bolj jasno sliko, kaj se je dogajalo z deviznimi rezervami nam pokaže gibanje postavk v plačilni bilanci. Tekoči račun se je v zadnjih letih začel postopoma zmanjševati, tako absolutno, kot glede na BDP, vendar se je od leta 2011 nihanje umirilo, medtem ko se je na finančnem računu bistveno povečala postavka druge investicije, kamor se uvrščajo gotovina in vloge, posojila ter komercialni krediti in predujmi. Po vstopu ZDA v cikel povečanja obrestnih mer, se je dolar glede na RMB okrepil, kar je vplivalo na odtok kapitala iz države. Kitajska podjetja so tako želela odplačati tuj dolg, medtem ko so kitajski rezidenti začeli iskati višje donose v tujini.

Poleg ZDA je imela Kitajska 2017–2018 velik izvozni presežek s Hongkongom, ki pa večino uvoza ponovno izvozi v ZDA, medtem ko je v istem obdobju beležila velik trgovinski primanjkljaj z visoko industrializiranimi izvozniki na koncu proizvodne verige, kot so Nemčija, Južna Koreja in Japonska in z izvozniki luksuznih dobrin, primanjkljaj pa je imela tudi pri izvoznikih naravnih virov in kmetijskih proizvodov, kot so Savdska Arabija, Avstralija in Brazilija. Če bi Amerika morala zmanjšati svojo vlogo največjega odjemalca kitajskega izvoza, bi Kitajska težko ohranila sedanjo raven svojih deviznih rezerv. Glede na stanje tekočega računa se presežek na Kitajskem že zmanjšuje. Po najvišji vrednosti v letu 2007 je presežek v odstotkih bruto domačega proizvoda padel iz 10,1 % na 0,4 % v letu 2018 (Muller, 2019).

4.2 Devizne rezerve Kitajske v luči njenega gospodarskega razvoja in mednarodnih ambicij

Kitajska je po reformah odpiranja gospodarstva tujini leta 1978 sledila modelu izvozne strategije rasti gospodarstva in v večji meri zasledovala merkantilistični motiv. Ta razvojna strategija je temeljila na treh stebrih: prihodki od izvoza zaradi ohranjanja podcenjene domače valute, doseganje visokih dobičkov zaradi ohranjanja nizke stopnje rasti plač in vlaganje dobička podjetij v širitev poslovanja. Kitajska je zaradi povečanega izvoza nad uvozom dolgo časa beležila velike presežke na tekočem računu, hkrati pa je zaradi pritoka tujega kapitala imela presežek tudi na finančnem delu plačilne bilance, kar je skupaj botrovalo velikemu kopičenju deviznih rezerv.

Čeprav je uspeh izvozno usmerjenega modela rasti pripomogel k ustvarjanju delovnih mest in gospodarski blaginji, so veliki presežki tekočega računa prinašali tudi izzive. PBOC je morala v preteklosti obvladovati ekspanzionistične učinke večjih prilivov deviz, ki so izhajali iz presežkov tekočega računa in kapitalskih računov. Močni prilivi zaradi prihodkov od naraščajočega obsega izvoza so pripeljali do povečane likvidnosti na domačem trgu. V skladu z nadzorovanim kapitalskim računom in strogo upravljanim deviznim tečajem je morala Kitajska to likvidnost omejiti z močnim zaostrovanjem obsega denarja, da bi s tem preprečila rast inflacije.

V zadnjem desetletju se je rast izvoza začela umirjati, zaradi česar se je morala Kitajska prilagoditi novim razmeram in se vedno bolj usmerjati v investiranje in vlaganje zunaj svojih meja. Z upočasnitvijo gospodarske rasti se je donosnost naložb na Kitajskem znižala in država je postala manj privlačna za tuje naložbe kot nekoč. Po podatkih Svetovne banke se je kitajsko razmerje pritoka tujih neposrednih naložb/BDP z 0,97 % leta 1990 povečalo na 4,5 % v letu 2005, od svetovne finančne krize leta 2008 pa razmerje upada. Leta 2018 je pritek tujih neposrednih naložb predstavljal 1,5 % kitajskega BDP.

Poleg tega so kitajska finančna sredstva v tujini zaradi kapitalskega nadzora še vedno večinoma v državni lasti v obliki deviznih rezerv, nevladni sektor pa ima večji del premoženja v domači valuti. Glede na strukturo sredstev so devizne rezerve konec leta 2016 predstavljale skoraj polovico (47,9 %) kitajskega premoženja v tujini, kar pomeni da država nosi veliko večje tveganje.

Da bi oživila gospodarsko rast, je vlada z novo strategijo razširila področja delovanja in uvedla nove ukrepe spodbujevalne politike. Poleg znižanja obrestnih mer se je zatekla k številnim količinskim ukrepom, vključno z znižanjem količnikov obveznih rezerv in operacijam na odprtem trgu za povečanje likvidnosti v finančnem sektorju, skratka večji poudarek je država začela dajati domačemu trošenju in investiranju.

S preusmeritvijo Kitajske v povečanje domače potrošnje in večjega izvoza storitev na račun turizma, se je kitajski presežek domačih prihrankov začel zmanjševati in z njim presežek tekočega računa, posledično pa so se začele zmanjševati tudi mednarodne

rezerve. Ker se strategija podcenjene valute ukinja in dostop do ameriškega trga postaja manj pomemben, bo centralna banka prav tako čutila manj potrebo po nakupu ameriških dolarjev in njihovem držanju v obliki deviznih rezerv.

V zadnjem času nov trend postaja vedno bolj izrazit: internacionalizacija kitajskih institucij bo privedla do razpršitve zunanjega finančnega položaja, v smeri manj deviznih rezerv in več neposrednih naložb, lastniških deležev in financiranja (zlasti preko novonastalih večstranskih razvojnih bank) kot tudi do manjšega premoženja v državni lasti in več naložb zasebnega sektorja.

Kitajske naložbe v rezerve zdaj zajemajo vrsto produktov, poleg investicij v obveznice in lastniške vrednostne papirje je v zadnjih letih Kitajska iskala nove poti za naložbe rezerv kot so zaupana posojila (angl. entrusted loans). V primeru zaupanih posojil komercialna banka deluje kot posrednik med poslovnim subjektom, ki ima presežek tujih sredstev oziroma kreditodajalcem in poslovnim subjektom, ki potrebuje dodatna finančna sredstva oziroma kreditojemalcem, saj neposredna posojila med podjetji niso dovoljena. Slabost tega mehanizma naj bi bilo dokaj netransparentno poslovanje, saj banke teh transakcij ne prikazujejo v svojih bilancah in naj bi med drugim prispevale k razmahu prikritega bančništva (angl. shadow banking).

Poleg tega Kitajska povečuje svoj delež tudi v alternativnih naložbah, kot so državna podjetja (SOE) in banke, preko katerih se financira projekte v tujini, zlasti v zvezi s pobudo nove svilne poti (angl. Belt and Road Initiative) pa tudi preko solastništva v mednarodnih skladih kot so China-Africa Development Fund, China-LAC Cooperation Fund, Silk Road Fund, UAE-China Joint Investment Fund, zaradi česar se pričakuje, da se bo obseg deviznih rezerv v prihodnje še zmanjšal. Za razliko od držav, ki zasledujejo previdnostni motiv, Kitajska skrbno načrtuje obseg in vlaganje deviznih rezerv. Le te niso predmet zgolj ekonomskih faktorjev, temveč igrajo veliko vlogo politični faktorji.

Z uveljavitvijo renminbija, kot mednarodne valute, je RMB začel pridobivati na pomenu. Od konca leta 2016 do začetka leta 2019 se je na lestvici najpomembnejših valut v svetovnih deviznih rezervah povzpel iz 7. na 5. mesto, njegov pomen pa bo v prihodnje še naraščal, kar pomeni, da bo imela Kitajska še manjšo težnjo po akumulaciji ameriških dolarjev.

4.3 Devizne rezerve Kitajske v luči različnih metod določanja ustreznega obsega deviznih rezerv

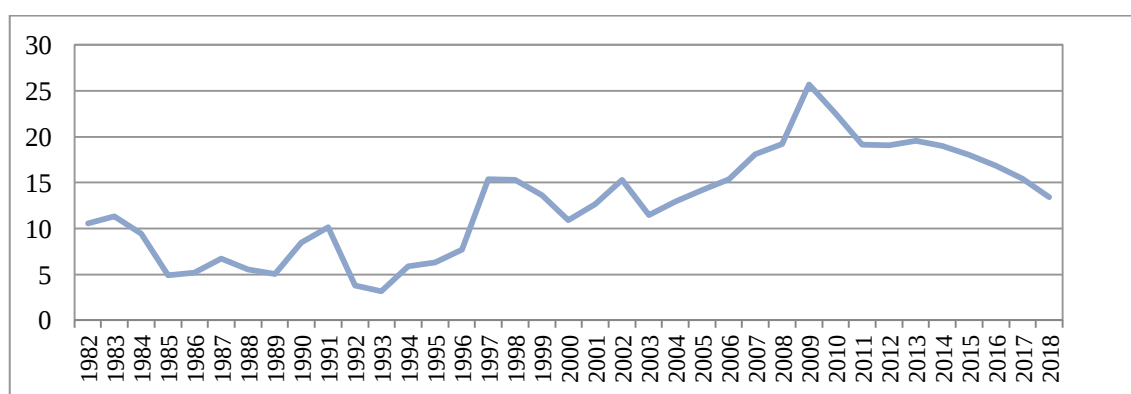
Akumulacija deviznih rezerv je namenjena uravnavanju mednarodne plačilne bilance, stabilizaciji tečaja domače valute in izboljšanju zaupanja vlagateljev. Po drugi strani pa če država hrani preveč denarja v deviznih rezervah, lahko nastanejo finančne izgube. S pravilnim upravljanjem deviznih rezerv si država lahko pomaga pri uravnavanju notranjega in zunanjega gospodarskega ravnovesja. V sklopu svojega magistrskega dela sem želela

ugotoviti, ali je Kitajska skozi zgodovino kopičenja deviznih rezerv ustrezno uravnala njihov obseg. Za pregled ustreznega obsega devizni rezerv sem si izbrala analizo razmerij, ki se jo poslužujejo tudi mednarodne finančne institucije, saj bi analiza vseh metod presegla obseg magistrskega dela. Z analizo razmerij sem torej preverila kazalnike, ki merijo ustreznost obsega deviznih rezerv glede na mednarodno trgovino, pritok kapitala in zunanji dolg.

Analiza razmerij

- *MEDNARODNA TRGOVINA: Kazalnik devizne rezerve/uvoz*

Slika 18: Kazalnik devizne rezerve/meseči uvoza (v %)

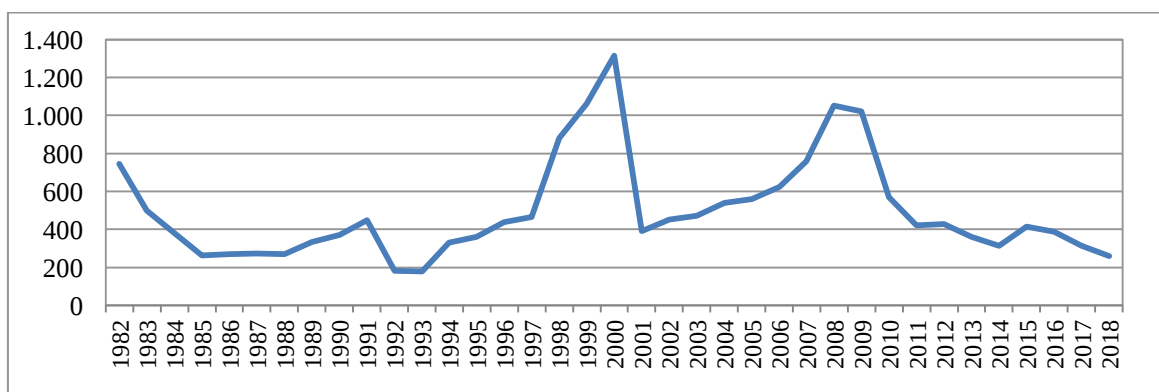


Vir: World Bank (2020).

Kazalnik devizne rezerve/uvoz je po letu 1994 presegel štirimesečno pokritost deviznih rezerv z uvozom in se nad to ravniyo ohranil vse do danes, vendar je po svetovni gospodarski krizi leta 2009, razmerje začelo pospešeno upadati. Kljub vsemu pa kazalnik ostaja močno nad priporočeno mejo 3–4 mesece pokritosti uvoza.

- *ZUNANJA ZADOLŽENOST: Kazalnik devizne rezerve/kratkoročni zunanji dolg*

Slika 19: Kazalnik devizne rezerve/kratkoročni zunanji dolg (v %)



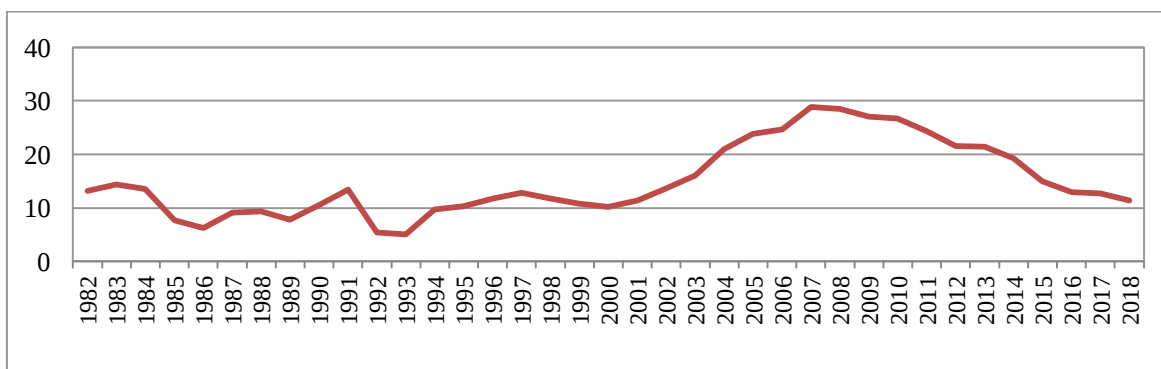
Vir: World Bank (2020).

Razmerje rezerv in kratkoročnega zunanjega dolga je pomembno razmerje, ki meri sposobnost države za poplačilo kratkoročnega zunanjega dolga. Mednarodno merilo je 1, kar pomeni priporočljiva 100 % pokritost kratkoročnega dolga z deviznimi rezervami. Koeficient naj ne bi padel pod to vrednost, kar zagotavlja, da se lahko v kratkem času v celoti poplača ves kratkoročni zunanji dolg.

Nedavne raziskave so pokazale, da so bili deleži mnogih držav pred izbruhom finančnih kriz v Mehiki in Aziji precej nizki. Nizki količniki so povzročili izgubo zaupanja upnikov in na koncu privedli do finančne krize. Razmerje rezerve/kratkoročni zunanji dolg na Kitajskem je skozi celotno obdobje močno presegalo priporočeno mero 1, kar je ugodno za zunanje najemanje kreditov Kitajske, pa tudi za krepitev zaupanja tujih upnikov. Zaznati pa je da se je razmerje v času azijske finančne krize 1997/1998 in globalne krize 2008/2009 močno povečalo zaradi zmanjšanja kratkoročnega zunanjega dolga, medtem ko so devizne rezerve skozi celotno obdobje naraščale. V zadnjem času se je razmerje približalo 200 % predvsem zaradi naraščajočega kratkoročnega zunanjega dolga Kitajske, ki se je od leta 2016 povečal iz 801 milijard ameriških dolarjev na 1.219 milijard ameriških dolarjev konec leta 2018, medtem ko so bile devizne rezerve v istem obdobju relativno konstantne in so se gibale okoli vrednosti 3.000 milijard ameriških dolarjev.

- *DENARNI AGREGAT M2: Kazalnik devizne rezerve/M2*

Slika 20: Kazalnik devizne rezerve/M2 (v %)



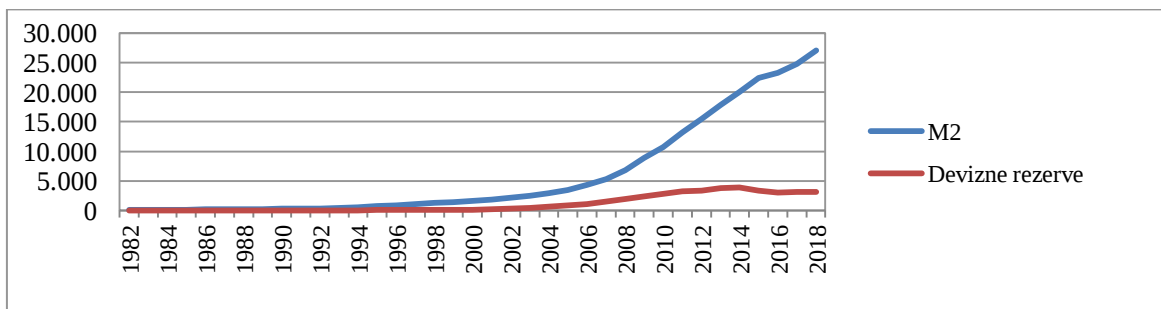
Vir: World Bank (2020).

Razmerje med deviznimi rezervami in M2 se uporablja kot previdnostni kazalnik v primeru finančne krize. M2 kaže na likvidnost nakupa tujih sredstev s strani domačih podjetij in posameznikov, kar predstavlja potencialno tveganje prenosa sredstev domačih podjetij in posameznikov v tujino. Ko se zaupanje javnosti v domačo valuto zmanjša, bo veliko kapitala odteklo v tujino. Da bi preprečili prekomerno zmanjšanje deviznih rezerv, ko kapital odteka v tujino, bi morale biti optimalne devizne rezerve količinsko enake M2, tj. rezerve/M2 je 100 %. Vendar glede na to, da se mejni stroški deviznih rezerv nenehno povečujejo, bi bilo nesmiselno da bi država hranila devizne rezerve v obsegu ponudbe denarja. Na splošno je za države s fiksnim deviznim tečajem primerno razmerje med 10 in

20 %, medtem ko za države, ki vzdržujejo sistem s spremenljivim menjalnim tečajem, zadošča razmerje znotraj 5 in 10 %.

Razmerje med deviznimi rezervami in ponudbo denarja na Kitajskem znaša nad 10 %. Trenutno Kitajska vzdržuje sistem upravljanega deviznega tečaja, zato je razmerje na Kitajskem zadovoljivo. Kljub vsemu pa je potrebno upoštevati, da se je razmerje v zadnjem desetletju bistveno zmanjšalo.

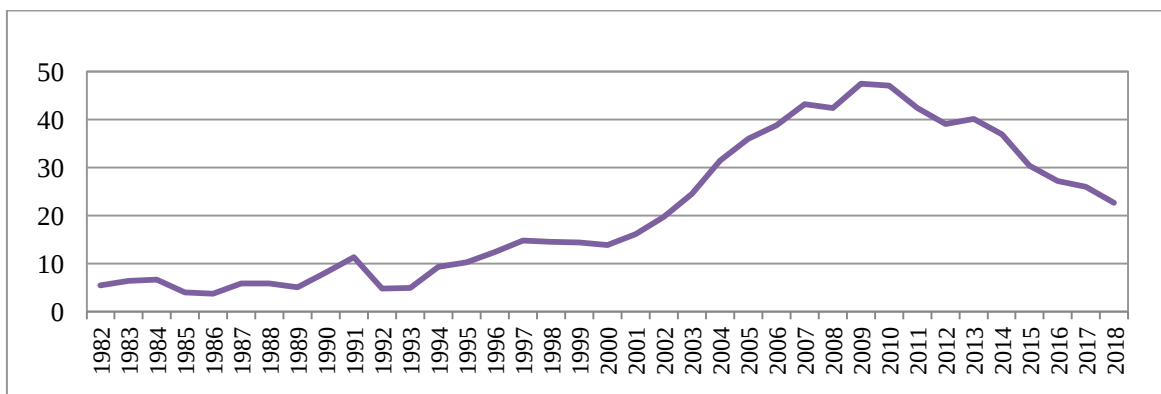
Slika 21: Devizne rezerve in denarni agregat M2 v obdobju 1980–2018 (v milijardah USD)



Vir: World Bank, National Bureau of Statistics of China (2020).

- Kazalnik devizne rezerve/BDP

Slika 22: Kazalnik devizne rezerve/BDP (v %)



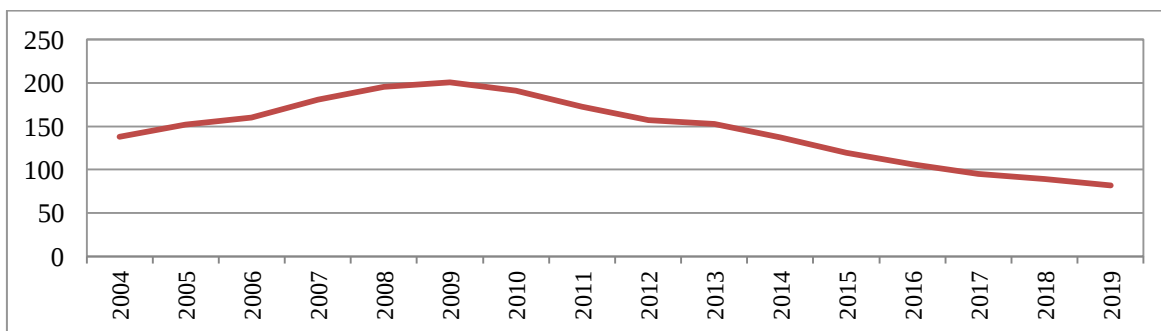
Vir: World Bank (2020).

Nominalno razmerje rezerv/BDP je bilo konec leta 1994 manj kot 10 % in se je do leta 2009 povzpelo blizu 50 %, kar je predstavljalo največje razmerje v preučevanem obdobju. Nato se je razmerje postopoma začelo zmanjševati, tako zaradi posledic svetovne finančne krize, ohlajanja svetovnega povpraševanja, kot tudi zaradi liberalizacije kapitalskega računa, s čimer se je povečal odtok investicij iz države ter depreciacije RMB. Do konca leta 2018 se je razmerje več kot prepolovilo in znašalo 22,7 %, vendar je bilo še vedno precej višje od priporočenega.

- ARA matrika

Matrika ocenjevanja ustreznosti rezerv (ARA), ki jo je vpeljal MDS, določa priporočljiv obseg deviznih rezerv med 100–150 %. Kazalnik za Kitajsko se je leta 2017 spustil pod priporočljivo mejo 100 % in je znašal 97 % sestavljene metrike ocenjevanja ustreznosti rezerv, negativni trend pa se je nadaljeval vse do leta 2019. Zmanjšanje razmerja je posledica višje rasti denarnega agregata M2, zunanjega dolga in drugih obveznosti, ki povečujejo metriko.

Slika 23: Matrika ocenjevanja ustreznosti rezerv (v %)



Vir: IMF (2020).

Regresijska analiza

Na mednarodni ravni obstaja veliko prevladujočih količnikov in kazalnikov, od katerih vsak odraža zahteve po deviznih rezervah z različnih vidikov, vendar pa je uporaba posameznega kazalnika lahko omejena, zato je priporočljivo upoštevati ključne kazalnike skupaj. Pristop z večfaktorskimi razmerji poskuša določiti optimalni obseg deviznih rezerv, ki temelji na statistično značilnih parametrih. Z uporabo teh dejavnikov se lahko oblikuje model za optimalni obseg deviznih rezerv.

Več primerov študij ustreznega obsega deviznih rezerv Kitajske z regresijsko analizo je pokazalo, da so dejanske rezerve daleč presegle optimalno vrednost deviznih rezerv. Ker ima Kitajska velik del svojih rezerv investiranih v ameriške dolarje, obstaja verjetnost valutnega tveganja, zato so poudarili pomen postopne razpršitve deviznih rezerv, s čimer bi večino svojih vse večjih deležev Kitajska preusmerila v evropske in azijske obveznice, da bi zmanjšala izpostavljenost v dolarskih sredstvih.

Zheng in Yi (2007) sta v svoji študiji ugotovila, da je bil optimalni obseg deviznih rezerv presežen že kmalu po letu 2000. Leta 2005 bi devizne rezerve Kitajske zadoščale v višini 400 milijard ameriških dolarjev, dejanski obseg leta 2005 pa je znašal 820 milijard ameriških dolarjev. Po njunem mnenju naj bi bila optimalna raven deviznih rezerv za Kitajsko v prihodnosti odvisna od bančnega sistema, reform deviznega režima in liberalizacije kapitalskega računa. Do podobnih zaključkov so prišli tudi nekateri drugi kitajski raziskovalci kot npr. Xiao Wen in drugi (2012), Lu Lei in drugi (2017) in sicer, da

so kitajske devizne rezerve presegle optimalni obseg že leta 2004 povzeto po (Zhou, Yan & Luo, 2018).

Zhou, Yan in Luo (2018) so z empirično študijo po modelu Jeanne in Ranciere (2011) želeli določiti optimalni obseg deviznih rezerv za Kitajsko. Zajeli so podatke za obdobje 1994–2017 in prišli do zaključka, da so bile devizne rezerve presežne od leta 2001 dalje ter da bi bil optimalen obseg deviznih rezerv za Kitajsko zadosten v višini 13,53 % BDP (oziroma 1.782,4 milijarde USD za leto 2017). V presežnem držanju deviznih rezerv vidijo oportunitetne stroške, saj bi se presežek lahko bolje izkoristil oziroma investiral v bolj dobičkonosne naložbe.

Lu in Liu (2014) sta analizirala dejavnike, ki so vplivali na povpraševanje po kitajskih deviznih rezervah med letoma 1994–2013 in ugotovila, da je bil kazalnik špekulativni denar/BDP statistično bolj značilen kot FDI/BDP oziroma da spremenljivka FDI ni vplivala bistveno na obseg deviznih rezerv. Prav tako sta ugotovila, da so bile kitajske devizne rezerve med letoma 2002–2013 preobsežne zaradi česar je Kitajska beležila velike oportunitetne izgube.

Sheng Songcheng, svetovalec PBOC je avgusta 2017 za CEIBS dejal, da bi bile kitajske devizne rezerve ob upoštevanju tedanjega kitajskega gospodarstva in finančne ureditve zadostne v obsegu približno 1.600–1.800 milijard ameriških dolarjev ali z drugimi besedami, da so bile devizne rezerve za 170 % do 178 % višje od priporočene ravni MDS. Poleg tega se RMB giblje v smeri še bolj prilagodljivega sistema deviznega tečaja, za kar bo Kitajska v prihodnje potrebovala še manjšo količino rezerv.

SKLEP

Skozi zgodovino se je izoblikovalo več nasprotujočih se mnenj o deviznih rezervah in njihovem držanju. Argumenti za akumulacijo deviznih rezerv navajajo, da so le te pomembne za uravnavanje nesorazmerij v plačilni bilanci, prav tako je strošek držanja bistveno nižji od posledic nihanja deviznih tečajev. Devizne rezerve so potrebne za preprečevanje – ali vsaj prebroditev – valutne in finančne krize (Romero, 2005). Prav tako je večji obseg deviznih rezerv povezan z nižjimi stroški zunanega zadolževanja, saj rezerve povečujejo zaupanje v državo in zvišujejo njeno bonitetno oceno. Slabo gospodarsko stanje v državi lahko pripelje do tega, da ko država najbolj potrebuje rezerve – v krizi – je lahko izključena iz mednarodnih kapitalskih trgov zaradi državnega tveganja. Splošna pomoč pri Mednarodnem denarnem skladu ni zagotovljena in, še ko je odobrena, je odobrena pod strogimi pogoji, zato je držanje velike količine mednarodnih rezerv po mnenju Aizenman in Marion (2002) preudarna politika.

Če ni varnostnih deviznih rezerv in stabilizacijskih skladov, je edini način za obvladovanje negativnega trgovinskega šoka in s tem povezanega odliva kapitala razvrednotenje/depreciacija realnega deviznega tečaja.

Na drugi strani pa zagovorniki nasprotne strani poudarjajo, da je držanje velike količine rezerv, drago. Rezerve, ki jih hranijo v vrednostnih papirjih, denominiranih v dolarjih, na primer prinašajo skromen donos, precej pod stroški vladnega zadolževanja bodisi v lokalni valuti bodisi v dolarjih. Kritiki tudi ugotavljajo, da je donos na rezerve precej nižji od oportunitetnih stroškov teh rezerv, merjen s potencialnim donosom realnih naložb v gospodarstvo. Rodrik (2006) med drugim slabost akumulacije deviznih rezerv vidi v monetarni ekspanziji, ki vodi v inflacijo. Sterilizacija je zaznana kot samouničujoča politika, saj se jo doseže samo na račun višjih obrestnih mer, kar vodi v povečan pritok kapitala, čemur sledi ponovna sterilizacija in posledično ponovno višje obrestne mere. Razen če država nadzira kapitalske tokove, kot je to prakticirala Kitajska. Roubini in Setser (2005) sta kot argument proti kopičenju deviznih rezerv videla v povečani izpostavljenosti valutnemu tveganju, valutnem neskladju (angl. currency mismatch). Če Kitajska večino presežkov deviznih rezerv investira v tuje vrednostne papirje, se lahko pojavi neskladje v nacionalni bilanci, saj likvidnostna sredstva denominirana predvsem v dolarju ne bodo uravnotežena na strani obveznosti in bi lahko apreciacija domače valute povzročila velike kapitalske izgube. Dutt (2018) z univerze Massachusetts Amherst vidi v preobsežnem kopičenju deviznih rezerv možnost nastanka moralnega hazarda, saj lahko devizne rezerve ustvarijo preveliko zaupanje. Zaradi povečanega obsega deviznih rezerv, se zmanjšuje možnost nastanka valutne/finančne krize, kar okrepi zaupanje investitorjev v državo. Zmanjšana pričakovana verjetnost nastanka krize tako še poveča pritok kapitala kar pa v zadnji fazi pripelje ravno do večjega tveganja za državo, saj tako lahko pri nastanku krize večja masa kapitala zapusti državo in povzroči še večje opustošenje.

Kritike na račun preobsežnih rezerv nekateri vidijo tudi v investiranju deviznih rezerv v stabilizacijske sklade (Norveška, Botswana), namesto da bi države namenile ta denar za izboljšanje zdravstvene oskrbe in izobraževalnih sistemov, infrastrukture ter za pomoč revnim (Popov, 2019).

Razvite države nimajo težnje po tako veliki akumulaciji deviznih rezerv, saj imajo bolj stabilne valute, in s tem manjše tveganje za depreciacijo valute. Prav tako imajo lažji dostop do kapitalskih trgov in zadolževanja zaradi česar nimajo motiva za držanje velike količine rezerv.

Trenutno je Kitajska v fazi močnega prestrukturiranja svojega gospodarskega modela. Politike, ki so jih v preteklosti uporabljali za doseg gospodarske rasti, so bile uspešne, vendar so prav tako povzročile številne stroške kot so močno onesnaževanje, vse večja neenakost dohodka, presežek zmogljivosti v številnih panogah, neučinkovit finančni sistem, naraščajoči dolg podjetij in številna neravnovesja v gospodarstvu. Države morajo stremeti k razvoju ter napredku v gospodarstvu, a hkrati skrbeti za izboljšanje življenjskih razmer državljanov, zato menim da je na mestu misel znanega ekonomista Dr. Rüdigerja Dornbuscha, da je za revne države nesmiselno, da kupujejo ameriške vrednostne papirje, namesto da bi z naložbami v domače gospodarstvo povečale produktivnost in življenjski standard države. Kot smo videli, Kitajska v zadnjem času devizne rezerve že usmerja v

investicije, s čimer želi prispevati k nadaljnjemu razvoju domačega gospodarstva ter okrepiti svoj položaj na mednarodnem trgu.

Kolikšen je dejansko ustrezen obseg deviznih rezerv države, je težko določiti. Mednarodne zahteve (predstavljene analize razmerij), ki trenutno služijo državam kot merilo minimalnega priporočenega obsega deviznih rezerv, so zastavljene zelo široko. Njihov namen ni državam natančno določiti ustreznega obsega, kljub vsemu pa se je v preteklosti izkazalo, da jih je kot vidik varnosti dobro upoštevati.

Analiza razmerij za Kitajsko je pokazala, da je bila pokritost uvoza z deviznimi rezervami od leta 1994 precej višja od minimalno priporočene (štirimesečne) vrednosti uvoza; v nekaterih letih je celo presegla letno vrednost uvoza. Od leta 2009, ko so devizne rezerve dosegle najvišjo pokritost obsega uvoza (25 mesecev), se je kazalnik začel zmanjševati in so devizne rezerve konec leta 2018 zadoščale za pokritost 13 mesecev uvoza. Glede na kratkoročno plačilno sposobnost zunanjega dolga, so bile kitajske rezerve leta 2000 13-krat večje od kratkoročnega dolga, vendar se je razmerje z nekaj nihanji zmanjšalo na razpon 260 %, kar pomeni, da so konec leta 2018 devizne rezerve še vedno več kot zadoščale za pokritje kratkoročnega dolga, ki zapade v plačilo v roku 1 leta. Stopnja kitajskih deviznih rezerv glede na denarni agregat M2 je bila konec leta 2018 višja od 10 %. Ker ima Kitajska upravljani sistem deviznih tečajev in gre v smeri bolj fleksibilnega sistema, so trenutne kitajske devizne rezerve glede na M2 v ustreznih mejah.

Čeprav so devizne rezerve med letom 2002 in 2011 bistveno presegale kazalnike ustreznega obsega, so se dejanski parametri v zadnjih letih zmanjšali. Prvi kazalnik, ki se je spustil pod priporočeno mejo je ARA matrika. Kitajska je devizne rezerve začela aktivneje upravljati in povečavati njihovo razpršitev, v večji meri je sredstva začela namenjati za neposredne investicije v tujino (nakupi deležev ali prevzemi tujih podjetij).

Regresijska analiza je na drugi strani bolj kompleksna metoda in zajema večje število parametrov, vendar ima prav tako svoje pomanjkljivosti, saj je odvisna od reprezentativnega vzorca, ki je vanjo zajet, zaradi česar se rezultati lahko med sabo močno razlikujejo. Kljub temu pa so študije za Kitajsko pokazale, da so bile devizne rezerve presežene že kmalu po letu 2000. Pri specifični državi, kot je Kitajska, klasične kvantitativne metode, ko se je začelo obsežno kopičenje deviznih rezerv, niso znale pojasniti tega fenomena. Zato menim, da je pri ustreznem obsegu deviznih rezerv potrebno poleg kvantitativnih metod, upoštevati tudi kvalitativno metodo, s katero se preuči makroekonomske spremenljivke v državi in njihovo povezavo z makroekonomsko politiko države.

V prihodnje bi lahko Kitajska še nadalje zmanjševala tveganje preobsežnega obsega deviznih rezerv z nadaljnjo liberalizacijo finančnega računa, čeprav še vedno velik problem predstavljajo špekulativni tokovi kapitala ter s trošenjem in investiranjem deviznih rezerv, kot to uspešno že počne. Poleg tega bi razpršitev deviznih rezerv

omogočila Kitajski, da postane manj odvisna od ameriškega dolarja, vendar je likvidnost valute pri tem ključni dejavnik za določitev sestave portfelja deviznih rezerv. Dokler bo pretežni del mednarodnih transakcij potekal v ameriških dolarjih, Kitajska nima alternative oziroma prevelika razpršitev tujih sredstev ni optimalna izbira, zaradi česar je državi v velikem interesu krepitev mednarodnega pomena svoje valute. Prav tako pa se pri lastništvu deviznih rezerv v primeru Kitajske pojavlja nemalo kritik, saj ima država še vedno večji del deviznih rezerv v svoji lasti. Z omejitvijo restrikcij bi država lahko podjetjem in gospodinjstvom omogočila držanje večjega obsega tujih valut, s čimer bi zmanjšala svojo izpostavljenost valutnim tveganjem, vendar bi morala sočasno vzpostaviti učinkovite finančne trge.

LITERATURA IN VIRI

1. Aizenman, J. & Marion, N. (2002). *The high demand for international reserves in the far east: what is going on?* (NBER Working Paper Series 9266). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
2. Aizenman, J. & Lee, J. (2005). *International Reserves: Precautionary versus Mercantilistic Views, Theory and Evidence*. (NBER Working Paper Series 11366). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
3. Aizenman, J. (2007). *Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture*. (NBER Working Paper Series 13277). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
4. Aizenman, J. & Hutchison, M. M. (2010). *Exchange market pressure and absorption by international reserves: emerging market and fear of reserve loss during the 2008–09 crisis*. (NBER Working Paper Series 16260). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
5. Arslan, Y. & Cantu, C. (2019). *The size of foreign exchange reserves*. (BIS Working Papers 104). Basel: Bank for International Settlements.
6. Batten, D. S. (1982). *Central Banks' Demand for Foreign Reserves Under Fixed and Floating Exchange Regimes*. Pridobljeno 3. januarja 2020 iz https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/82/03/Central_Mar1982.pdf
7. Bianchi, J., Hatchondo, J. C. & Martinez, L. (2012). *International Reserves and Rollover Risk*. (NBER Working Paper Series 18628). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
8. Bofinger, P. (2011). *The Scope for Foreign Exchange Market Interventions*. (UNCTAD Discussion Papers 204). Geneva: United Nations.
9. Branstetter, L. & Lardy, N. (2008). *China's Embrace of Globalization*. (NBER Working Paper Series 12373). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
10. Calvo, G. A. & Reinhart, C. M. (2000). *Fear of Floating*. (NBER Working Paper Series 7993). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

11. China Foreign Exchange Trade System. (2020). *CNY Reference Rate*. Pridobljeno 10. februarja 2020 iz <http://www.chinamoney.com.cn/>
12. Chung, C. P., Hwang, J. T. & Wang, C. H. (2014, 20. avgust). *The Effectiveness and Sustainability of the Sterilization Policy in China*. Pridobljeno 10. januarja 2020 iz <https://www.hindawi.com/journals/ecri/2014/509643/>
13. Chung, D. K. & Eichengreen, B. J. (2009). *Fostering Monetary and Financial Cooperation in East Asia* (7 izd.). Singapore: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.
14. Congressional Research Service. (2019). *China's Economic Rise: History, Trends, Challenges, and Implications for the United States*. Pridobljeno 3. januarja 2020 iz <https://fas.org/sgp/crs/row/RL33534.pdf>
15. Cova, P., Pagano, P. & Pisani, M. (2014). *Foreign exchange reserve diversification and the "exorbitant privilege"*. Pridobljeno 3. decembra 2019 iz <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2017/04/13/cova.pdf>
16. Das, S. (2019). *China's Evolving Exchange Rate Regime*. (IMF Working Paper WP/19/50). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
17. de Beaufort Wijnholds, J. O. & Søndergaard, L. (2007). *Reserve accumulation Objective or by-product?* (Occasional Paper Series 73). Frankfurt am Main: European Central Bank.
18. Dominguez, K. M. E., Fatum, R. & Vacek, P. (2010). *Does foreign exchange reserve decumulation lead to currency appreciation?* (NBER Working Paper Series 16044). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
19. Dooley, M., Folkerts - Landau, D. & Garber, P. (2003). *An Essay on the Revived Bretton Woods System*. (NBER Working Paper Series 9971). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
20. Dutt, D. (2018). *The Cost of Foreign Exchange Intervention Can Reserve Accumulation be Counterproductive?* Pridobljeno 22. novembra 2019 iz https://unctad.org/meetings/en/Contribution/YSI_Devika_Dutt.pdf
21. Edwards, S. (1984). *The demand for international reserves and monetary equilibrium: some evidence from developing countries*. (NBER Working Paper Series 1984). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
22. Eichengreen, B. (2005). *Sterling's past dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition*. (NBER Working Paper Series 11336). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
23. Eichengreen, B. & Mathieson, D. J. (2000). *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves. Retrospect and Prospect*. (IMF Working Paper WP/00/131). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
24. Eiteman, D. K., Stonehill, A. I. & Moffett, M. H. (2013). *Multinational Business Finance* (13 izd.). Harlow: Pearson.
25. Fernald, J. G., Spiegel, M. M. & Swanson, E. T. (2014). *Monetary policy effectiveness in China: Evidence from a FAVAR model*. (FRBSF Working Paper Series 2014-07). San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.

26. Flanders, M. (1971). *The Demand for International Reserves*. (Princeton Studies In International Finance 27). Princeton: Princeton University Press.
27. Flood, R. P. & Marion, N. (2002). *Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility*. (IMF Working Paper WP/02/62). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
28. Ford, J. L. & Huang, G. (1994). The Demand for International Reserves in China: An ECM Model with Domestic Monetary Disequilibrium. *Economica*, 61, 379–397.
29. Forrest, J. Y. L. (2014). *A Systems Perspective on Financial Systems* (1. izd). Boca Raton: CRC Press, Taylor & Francis Group.
30. Frenkel, J. (1978). International Reserves: Pegged Exchange Rates and Managed Float. *Journal of Monetary Economics*, 9, 111–140.
31. Frenkel, J. A. (1978). *International Reserves under alternative exchange rate regimes and aspects of the economics of managed float*. (NBER Working Paper Series 287). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
32. Frenkel, J. A. & Jovanovic, B. (1981). Optimal International Reserves: A Stochastic Framework. *The Quarterly Journal of Economics*, 91(362), 507–514.
33. García, P. & Soto, C. (2004). *Large hoardings of international reserves: are they worth it?* (Working Papers of the Central Bank of Chile 299). Santiago de Chile: Central Bank of Chile.
34. Gärtner, M. (2009). *Macroeconomics* (3. izd.). Prentice Hall: Financial Times.
35. GIC Private Limited. (brez datuma). *Purpose of Funds*. Pridobljeno 10. novembra 2019 iz <https://www.gic.com.sg/about-gic/purpose-of-funds>
36. Goldberg, L., Hull, C. E. & Stein, S. (2013). Do Industrialized Countries Hold the Right Foreign Exchange Reserves? *Current issues in Economics and Finance*, 19(1).
37. Green, R. & Torgerson, T. (2007). *Are high foreign exchange reserves in emerging markets a blessing or a burden?* (Office of International Affairs Occasional Paper 6). Washington, D.C.: U.S. Department of the Treasury
38. Greenspan, A. (1999). *Recent trends in the management of foreign exchange reserves*. Pridobljeno 3. decembra 2019 iz <https://www.bis.org/review/r990504a.pdf>
39. Guijun, L. & Schramm, R. M. (2003). *China's Foreign Exchange Policies Since 1979: A Review of Developments and an Assessment*. Beijing: University of International Business and Economics.
40. Gunter, F. R. (1996). Capital Flight from the People's Republic of China: 1984–1995. *China Economic Review*, 7(1), 77–96.
41. Hausmann, R., Panizza, U. & Stein, E. (2001). Why do countries float the way they float? *Journal of Development Economics*, 66(2), 387–414.
42. Heller, R. H. (1966). Optimal International Reserves. *Economic Journal*, 76, 296–311.
43. Heller, R. H. & Khan, M. S. (1978). The Demand for International Reserves under Fixed and Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers* 25(4), 623–649.
44. Horii, A. (1986). *The evolution of reserve currency diversification*. (BIS Economic Papers 18). Basel: Bank for International Settlements.

45. Horn, S., Reinhart, C. M. & Trebesch, C. (2019). *China's overseas lending*. (Kiel Working Paper 2132). Kiel: Kiel Institute for the World Economy (IfW).
46. Hu, Y. W. (2010). *Management of China's foreign exchange reserves: a case study on the state administration of foreign exchange (SAFE)*. (Economic Papers 421). Brussels: European Commission, Directorate-General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN).
47. IMF. (2009). *Balance of payments and international investment position manual* (6 izd.). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
48. IMF. (2011). *Assessing Reserve Adequacy*. Pridobljeno 9. novembra 2019 iz <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>.
49. IMF. (2014). *Revised guidelines for foreign exchange reserve management*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
50. IMF. (2019, 8. marec). *Special Drawing Rights (SDR)*. Pridobljeno 18. novembra 2019 iz <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>
51. IMF. (2020). Pridobljeno 10. januarja 2020 iz <https://data.imf.org/>
52. International Relations Committee Task Force. (2006). *The accumulation of foreign reserves*. (Occasional Paper Series 43). Frankfurt am Main: European Central Bank.
53. Iyoha, M. A. (1976). Demand for International Reserves in Less Developed Countries: A Distributed Lag Specification. *The Review of Economics and Statistics*, 58(3), 351–355.
54. Jeanne, O. (2007). International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a good Thing? *Brookings Papers on Economic Activity* 38(1), 1–79.
55. Jeanne, O. & Rancière, R. (2006). *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications*. (IMF Working Paper WP/06/229). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
56. Jones, B. (2018). *Reserve Management and International Financial Stability: Some Reflections from the Crisis*. Pridobljeno 15. decembra 2019 iz <https://www.rba.gov.au/speeches/2018/sp-so-2018-03-23.html>.
57. Kenen, P. B. (1960). International Liquidity and the Balance of Payments of a Reserve-Currency Country. *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press 74(4), 572–586.
58. Krugman, P. (2010, 30. september). Taking on China. *The New York Times*. Pridobljeno 10. novembra 2019 iz <https://www.nytimes.com/2010/10/01/opinion/01krugman.html>
59. Levy - Yeyati, E. L. & Sturzenegger, F. (2007). *Fear of Appreciation*. (World Bank Policy Research Working Paper Series 4387). Washington, DC.; World Bank.
60. Lu, D. & Liu, Z. (2014). Capital Control, Financial Depth and the Demand of Foreign Reserves: Evidence on 1994–2013 Data in China. *Open Journal of Social Sciences*, 2 (9), 6–11.
61. Machlup, F. (1966). The need for monetary reserves. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 78, 175–222.

62. Macrobond, UOB Global Economics & Markets Research. (2019, 6. maj). *PBoC: Targeted RRR Cut For Small Banks*. Pridobljeno 20. januarja 2020 iz https://www.uobgroup.com/web-resources/uobgroup/pdf/research/MN_190506B.pdf
63. Makin, J. H. (1971). The Composition of International Reserve Holdings: A Problem of Choice Involving Risk. *The American Economic Review*: 61(5), 818–832.
64. Marston, R. C. (1995). *International Financial Integration: A Study of Interest Differentials between the Major Industrial Countries*. Cambridge: Cambridge University Press.
65. Martin, M. F. (2012). *China's Banking System: Issues for Congress*. Pridobljeno 20. decembra 2019 iz <https://fas.org/sgp/crs/row/R42380.pdf>
66. McCauley, R. N. & Fung, B. S. (2003). Choosing instruments in managing dollar foreign exchange reserves. *BIS Quarterly Review* (March 2003), 39–46.
67. McCowage, M. (2018). Trends in China's Capital Account. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, (June 2018), 1–25.
68. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance* (1. izd.). Ljubljana: GV založba.
69. Mu, R. (2018, 12. september). *CNH vs CNY: Differences Between the Two Yuan*: Pridobljeno 30. oktobra 2019 iz https://www.dailyfx.com/forex/fundamental/article/special_report/2018/09/12/cnh-vs-cny-differences-between-the-two-yuan-.html
70. Mulder, C. & Bussiere, M. (1999). *External Vulnerability in Emerging Market Economies; How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion*. (IMF Working Paper WP/99/88). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
71. Muller, A. (2019, 17. februar). *Are China's High Currency Reserves a Threat to the United States?* [objava na blogu] Pridobljeno 18. oktobra 2019 iz: <https://blog.usejournal.com/are-chinas-high-currency-reserves-a-threat-to-the-united-states-ca7c665f88b6>
72. National Bureau of Statistics of China. (2020). Pridobljeno 11. februarja 2020 iz <http://www.stats.gov.cn/english/>
73. Neely, C. J. (2017). *Chinese Foreign Exchange Reserves, Policy Choices and the U.S. Economy*. (Working Paper Series 2017-001A). St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
74. Nugée, J. (2011). *Foreign exchange reserves management*. Pridobljeno 12. oktobra 2019 iz <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/foreign-exchange-reserves-management.pdf?la=en&hash=67D3AA93448E122B87E40F11794AF2D7397CE4CB>
75. Obstfeld, M., Shambaugh, J. C. & Taylor, A. M. (2008). *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*. (NBER Working Paper Series 14217). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
76. Park, D. & Estrada, G. B. (2009). *Are Developing Asia's Foreign Exchange Reserves Excessive? An Empirical Examination*. (ADB Economics Working Paper Series 170). Manila: Asian Development Bank.

77. Patel, N. & Cavallino, P. (2019). *FX intervention: goals, strategies and tactics*. (BIS Working Papers 104). Basel: Bank for International Settlements.
78. Peltier, C. (2015). China's external accounts in transition. *Eco Conjoncture*, (July-August 2015). Paris: BNP Paribas.
79. People's Bank of China. (2020). Pridobljeno 20. januarja 2020 iz <http://www.pbc.gov.cn/en/>
80. People's Bank of China. (2015, 11. avgust). *The PBC Announcement on Improving Quotation of the Central Parity of RMB against US Dollar*. Pridobljeno 16. decembra 2019 iz <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2941603/index.html>
81. Persaud, A. (2004, 12. oktober). *When Currency Empires Fall*. Pridobljeno 15. oktobra 2019 iz <http://www.321gold.com/editorials/persaud/persaud101204.html>
82. Popov, V. (2019, 10. april). *Exchange rate and foreign exchange reserve policies*. Pridobljeno 14. decembra 2019 iz <https://doc-research.org/2019/04/exchange-rate-and-foreign-exchange-reserve-policies/>
83. PWC. (2012). *Qualified Foreign Institutional Investors (QFII) Brochure*. Pridobljeno 20. decembra 2019 iz <https://www.pwc.de/de/kapitalmarktorientierte-unternehmen/assets/fuer-qualified-foreign-institutional-investors-oeffnet-sich-die-tuer-zu-chinas-kapitalmarkt-allmaehlich.pdf>
84. Qi, Z. (2012). *The Condition and Problems of the Practical Use of China's Foreign-Exchange Reserves*. Pridobljeno 12. oktobra 2019 iz http://ies.keio.ac.jp/old_project/old/gcoe-econbus/pdf/dp/DP2012-046.pdf
85. Riedel, J. (2018). The cost and benefits of exchange rate protection in China. *Asian-Pacific Economic Literature* 32(1), 3–17. Canberra: Crawford School of Public Policy, The Australian National University and John Wiley & Sons Australia, Ltd.
86. Rodrik, D. (2006). The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. *International Economic Journal*, 20(3), 253–266.
87. Rodrik, D. & Velasco, A. (1999). *Short-Term Capital Flows*. (NBER Working Paper Series 7364). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
88. Roger, S. (1993). *The Management of Foreign Exchange Reserves*. (BIS Economic Papers 38). Basel: Bank for International Settlements.
89. Romero, A. M. (2005). *Comparative Study: Factors that Affect Foreign Currency Reserves in China and India*. Pridobljeno 12. novembra 2019 iz http://digitalcommons.iwu.edu/econ_honproj/33
90. Roubini, N. & Setser, B. (2005). *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006*. Pridobljeno 19. oktobra 2019 iz <https://www.frbsf.org/economic-research/files/Roubini.pdf>
91. Sachs, J. D., Tornell, A. & Velasco, A. (1996). Financial Crises in Emerging Markets: The lessons from 1995. *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution*, 27(1), 147–216.
92. Salidjanova, N. (2014, 21. marec). *China's Foreign Exchange Reserves and Holdings of U.S. Securities*. Pridobljeno 23. novembra 2019 iz

- https://www.uscc.gov/sites/default/files/Research/USCC%20Economic%20Issue%20Brief_China's%20FX%20Reserves%20and%20Treasury%20Holdings.pdf
93. Samuelson, P. A. & Nordhaus, W. D. (2002). *Ekonomija*. Ljubljana: GV založba.
 94. Saudigazette. (2018, 7. oktober). *China slashes banks' reserves requirements*. Pridobljeno 15. novembra 2019 iz <http://saudigazette.com.sa/article/545024>
 95. Schanz, J. (2019). *Reserve management in emerging market economies: trends and challenges*. (BIS Working Papers 104). Basel: Bank for International Settlements.
 96. Shi, K. & Nie, L. (2017). Did China Effectively Manage Its Foreign Exchange Reserves? Revisiting the Currency Composition Change. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(6), 1352–1357.
 97. Smaghi, L. B. (2010). *Reserve accumulation: the other side of the coin*. Pridobljeno 15. oktobra 2019 iz <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100210.en.html>
 98. Song, Z. M. & Xiong, W. (2018). *Risks in China's Financial System*. (NBER Working Paper Series 24230). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
 99. Stent, J. (2017). *China's Banking Transformation: the untold story*. New York: Oxford University Press.
 100. The Economist Newspaper Limited. (2019, 14. marec). *China's current-account surplus has vanished*. Pridobljeno 9. novembra 2019 iz <https://www.economist.com/finance-and-economics/2019/03/14/chinas-current-account-surplus-has-vanished>
 101. Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*. New Haven: Yale University Press.
 102. Turner, G., Tan, N. & Sadeghian, D. (2012). The Chinese Banking System. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, (September Quarter 2012), 53–64.
 103. U.S. Treasury. (2020). Pridobljeno 22. januarja 2020 iz <https://www.treasury.gov/resource-center/>
 104. U.S. Treasury. (brez datuma). *The Adequacy of Foreign Exchange Reserves*. Pridobljeno 20. januarja 2020 iz https://home.treasury.gov/system/files/206/2006_Appendix-3.pdf
 105. Wang, G. & Wong, J. (2007). *Interpreting China's development*. Singapore: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.
 106. Wijnholds, J. O. & Kapteyn, A. (2001). *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*. (IMF Working Paper WP/01/143). Washington, D.C.: International Monetary Fund.
 107. Williams, M. V. (2005). *Foreign exchange reserves - how much is enough?* Pridobljeno 20. decembra 2019 iz <https://www.bis.org/review/r060123c.pdf>
 108. Wooldridge, P. D. (2006). The changing composition of official reserves. *BIS Quarterly Review* (September 2006), 25–38. Basel: Bank for International Settlements.
 109. World Bank. (2020). Pridobljeno 10. januarja 2020 iz <https://data.worldbank.org/>
 110. World Gold Council. (2020). *Gold prices*. Pridobljeno 5. januarja 2020 iz <https://www.gold.org/goldhub/data>

111. Zhang, B. (2017). The Causes and Effects of China's Double Surplus of Balance of Payments – Based on the Study of FDI Inflow in 1993–2012. *Journal of Social Sciences* 5(5).
112. Zheng, Y. & Yi, J. (2007). China's Rapid Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Its Policy Implications. *China & World Economy*, 15(1), 14–25.
113. Zhou, G., Yan, X. & Luo, S. (2018). Financial Security and Optimal Scale of Foreign Exchange Reserve in China. *Open Access Journal*, 10(6), 1–19.
114. Zhou, X. (2009). Some Observations and Analyses on Saving Ratio. *BIS Review*, (31/2009). Basel: Bank for International Settlements.