

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MATEJ GOSAR

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
UVELJAVLJANJE EVRA KOT SVETOVNE VALUTE

Ljubljana, januar 2009

MATEJ GOSAR

IZJAVA

Študent **Matej Gosar** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **prof.dr. Mojmirja Mraka**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 12.01.2009

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 Teorije optimalnega denarnega območja	2
1.1 Stroški in koristi denarne unije	2
1.1.1 Delež trgovine v BDP	2
1.1.2 Problem divergentnosti	3
1.1.3 Divergentnost v kombinaciji s fleksibilnostjo trga dela.....	5
1.2 Vrste denarnih unij	5
2 Evolucija evropskega monetarnega združevanja	6
2.1 Wernerjev načrt	6
2.1.1 Razmere pred Wernerjevim poročilom.....	6
2.1.2 Vsebina Wernerjevega poročila	7
2.1.3 Zapuščina Wernerjevega načrta	7
2.2 Kača v tunelu in zunaj njega.....	7
2.3 Evropski monetarni sistem	8
2.3.1 ERM.....	8
2.3.2 Mehanizem kreditov in poravnav	8
2.3.3 ECU.....	9
2.3.4 Kriza EMS	11
2.4 Delorsovo poročilo	12
2.4.1 Delorsov odbor.....	12
2.4.2 Delorsovo poročilo.....	12
2.4.3 Vsebina Delorovega poročila	12
2.4.4 Tri faze uvajanja EMU.....	13
2.5 Pakt o stabilnosti in rasti.....	13
3 Evropska centralna banka.....	14
3.1 Organi Evropske centralne banke.....	14
3.1.1 Izvršilni odbor ECB	14
3.1.2 Svet guvernerjev	14
3.1.3 Generalni svet	15
3.2 Monetarna politika ECB	15
3.2.1 Strategija monetarne politike ECB	15
3.2.2 Razlogi za vzdrževanje nizke, a pozitivne ravni inflacije.....	15

3.3 Instrumenti monetarne politike ECB	16
3.3.1 Glavne operacije refinanciranja	16
3.3.2. Dolgoročne operacije refinanciranja.....	16
3.3.3 Operacije finega uravnavanja	16
3.3.4 Druge operacije	17
3.4 Delovanje zunaj držav evrosistema	17
3.4.1 Operacije na deviznih trgih.....	17
3.4.2 Devizne rezerve ECB.....	18
3.4.3 Upravljanje z deviznimi rezervami ECB	18
3.4.4 Rezerve nacionalnih centralnih bank	18
4 Vloga evra v svetu.....	18
4.1 Euro v mednarodnih izdajah obveznic	18
4.1.1 Definicije mednarodnih izdaj obveznic	18
4.1.2 Dejavniki izdaje mednarodnih obveznic v evrih kot tuji valuti.....	19
4.1.3 Podatki o mednarodnih izdajah obveznic v evrih	20
4.2 Uporaba evra pri mednarodnem trgovanju z blagom in storitvami.....	21
4.2.1 Dejavniki izbire valute pri mednarodnem trgovanju z blagom in storitvami	21
4.2.2 Model vpliva krivulj povpraševanja in mejnih stroškov na izbiro valute izvoznika22	
4.2.3 Podatki o uporabi evra pri mednarodnem trgovanju z blagom in storitvami	23
4.2.4 Razlogi za nizke deleže evra v zunanji trgovini članic EMU	23
4.2.5 Uporaba evra v državah nečlanicah EU.....	24
4.3 Uporaba evra v tečajnih politikah držav nečlanic EU	24
4.3.1 Euro kot sidrna valuta	24
4.3.2 Euro kot rezervna valuta	26
4.3.3 Euro kot intervencijska valuta	29
4.4 Privatna uporaba evra v tretjih državah.....	29
4.4.1 Uporaba evrske gotovine v tretjih državah	29
4.4.2 Depoziti v evrih v državah zunaj EMU	31
4.4.3 Podatki o depozitih v evrih zunaj EMU.....	32
4.5 Euro na valutnih trgih	33
4.5.1 Deleži posameznih valut na valutnih trgih.....	33
4.5.2 Vpliv regije na delež evra na valutnih trgih.....	34
4.5.3 Primerjava povprečnega razmika med nakupnim in prodajnim tečajem pri valutnih parih z evrom in dolarjem	35

5 Koristi in slabosti od evra kot mednarodne valute	36
5.1 Dobiček od izdajanja denarja	36
5.2 Prihranki pri transakcijskih stroških	37
5.3 Koristi in slabosti za finančni sektor	37
SKLEP	38
LITERATURA IN VIRI	41

KAZALO SLIK

Slika 1: Stroški in koristi denarne unije	3
Slika 2: Stroški in koristi denarne unije ob upoštevanju zmanjševanja divergence zaradi trgovine znotraj istih panog	4
Slika 3: Stroški in koristi denarne unije ob upoštevanju povečevanja divergence zaradi specializacije med državami in posledično trgovine z blagom različnih dejavnosti.....	4
Slika 4: Vpliv fleksibilnosti trga dela v kombinaciji z divergentnostjo na optimalno denarno območje	5
Slika 5: Gibanje deleža evra v mednarodnih izdajah obveznic, upoštevajoč različne možne definicije mednarodnih izdaj obveznic, med letoma 1999 in 2007.....	20
Slika 6: Geografska razporeditev deleža obveznic mednarodnih obveznic izdanih v evrih, med vsemi mednarodnimi obveznicami izdanimi v določeni regiji.	21
Slika 7: Gibanje deleža evra v mednarodnih deviznih rezervah v tekočih deviznih tečajih....	27
Slika 8: Gibanje deleža evra v mednarodnih deviznih rezervah v stalnih deviznih tečajih.	28
Slika 9: Uporaba evrske gotovine v državah izven EMU od uvedbe evra do konca decembra leta 2007.	30
Slika 10: Razporeditev uporabe evrske gotovine konec decembra leta 2007 po svetovnih regijah.	31
Slika 11: Delež depozitov v evrih v depozitih v tujih valutah po državah Jugovzhodne, Vzhodne in Srednje Evrope konec leta 2006.	32
Slika 12: Delež posojil danih v evrih v posojilih danih v tujih valutah po državah	

Jugovzhodne, Vzhodne in Srednje Evrope konec leta 2006.33

Slika 13: Deleži posameznih valut v vseh transakcijah, po različnih svetovnih regijah.....35

KAZALO TABEL

Tabela 1: Delež nacionalnih valute v košarici ECU v letih 1974 in 1996 (v %).10

Tabela 2: Deleži transakcij opravljenih v evrih v vseh izvoznih in uvoznih transakcijah za nekatere članice EMU v letu 2005.23

Tabela 3: Države, ki so imele 01.01.2002 vezane svoje valute na evro, glede na regijo in vrsto vezave valute na evro.25

Tabela 4: Države, ki so imele 01.03.2008 vezane svoje valute na evro, glede na regijo in vrsto vezave valute na evro.26

Tabela 5: Gibanje deležev posameznih pomembnejših valut med letoma 2001 in 2007 v mednarodnih transakcijah34

Tabela 6: Podatki o valutnih razmikih pri valutnih parih preostalih pomembnih valut z dolarjem in evrom in izračunana povprečna valutna razmika, pri čemer je valutni razmik parov z dolarjem preračunan v evre.36

UVOD

Namen diplomske naloge je prikazati uveljavljanje evra kot svetovne valute. Tako v času, s pregledom aktivnosti in dogodkov, ki so bili potrebni za vzpostavitev Ekonomske in monetarne unije, kot tudi predstaviti stanje s pregledom današnje intenzivnosti uporaba evra v svetu po različnih načinih njegove uporabe. Diplomska naloga je s tem namenom vsebinsko razdeljena na tri dele.

V prvem delu je predstavljena teorija optimalnega območja, ki je imela pomemben prispevek pri uvedbi evra. Govori namreč o stroških in koristih denarne unije. Predstavljeni so vidiki stroškov in koristi denarne unije. Temu sledi kratek pregled procesa uvajanja ekonomske in monetarne unije, ki se začne z Wernerjevim načrtom in nadaljuje z opisom Evropskega monetarnega sistema, njegovih značilnosti in krize. Omenjeno je Delorsovo poročilo, na kratko pa so opisane tri faze uvajanja EMU, ki so njegov glavni prispevek.

V drugem delu je govora o Evropski centralni banki kot daleč najpomembnejši instituciji Ekonomske in monetarne unije, njeni organi in njena monetarna politika. Ravno od monetarne politike ECB je namreč v največji meri odvisna tako domača kot tudi mednarodna uspešnost in uporaba evra.

V tretjem, najobširnejšem delu, pa je predstavljena uporaba evra v mednarodnem okolju iz različnih zornih kotov in različnih uporabnikov. Pomemben del mednarodne vloge evra predstavlja izdajanje mednarodnih obveznic v evrih, zato je narejen pregled dejavnikov, ki vplivajo na odločitev posamezne finančne institucije, v kateri valuti bo izdajala dolžniške finančne instrumente, in na pregled deleža mednarodnih izdaj obveznic v evrih med vsemi mednarodnimi izdajami obveznic. Temu sledi pregled uporabe evra v mednarodni trgovini in dejavnikov, ki vplivajo na pogostnost uporabe evra v mednarodni trgovini. Naslednji vidik uporabe evra v svetovnem merilu je njegova uporaba v tečajnih politikah s strani tujih centralnih bank, torej njegova uporaba kot sidrne, intervencijske in rezervne valute. Zadnji je namenjene več pozornosti, saj se v deležu evra v deviznih rezervah centralnih bank odražajo njihova pričakovanja o pomembnosti evra za njihove politike in za gospodarstva držav, katerih centralne banke so. Naslednji način uporabe evra v mednarodnem smislu je uporaba evrske gotovine zunaj evro območja. Opisano je povečevanje uporabe evrske gotovine v tujini skozi čas in narejen pregled uporabe evrske gotovine po svetovnih »regijah«. Na podoben način so predstavljeni tudi depoziti v evrih, pri bankah zunaj območja evra. Kot zadnja je predstavljena vloga evra na valutnih trgih, prav tako v smislu spreminjanja deleža njegove uporabe skozi čas in po svetovnih regijah. Z namenom primerjave likvidnosti evra in ameriškega dolarja na valutnih trgih je narejena primerjava povprečnega razmika med nakupnim in prodajnim tečajem obeh valut po posameznih valutnih parih. Na koncu sledi še kratek pregled koristi in škode za EMU, ki izhajajo iz evra kot svetovne valute.

1 TEORIJE OPTIMALNEGA DENARNEGA OBMOČJA

V obdobju pred letom 1971 so nastale t. i. teorije optimalnega denarnega območja (optimum currency area theory). Nastale so s primerjavo valutnega območja ameriškega dolarja z valutnim območjem manjše države. Namen teh primerjav je bilo ugotoviti, ali je valutno območje dolarja optimalno ali preveliko (Ribnikar, 2003, str. 103).

1.1 Stroški in koristi denarne unije

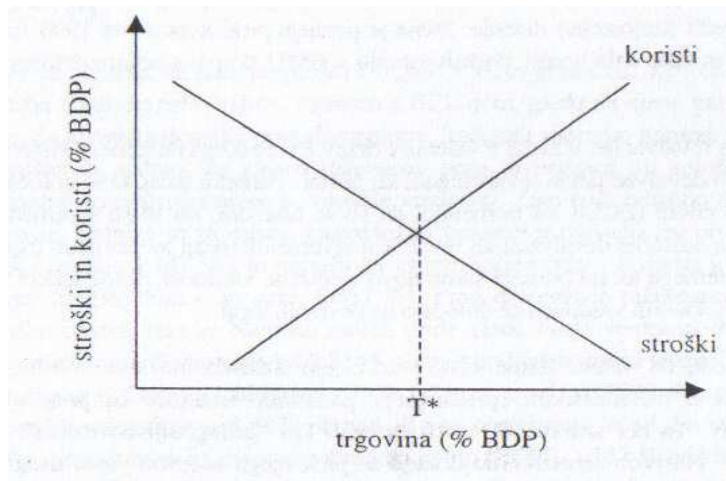
Na podlagi zgoraj omenjenih primerjav je nastalo več vidikov stroškov in koristi od denarne unije, ki temeljijo na primerjavi stroškov in koristi od monetarnega integriranja.

1.1.1 *Delež trgovine v BDP*

Prvi vidik se osredotoča na določanje, ali je za neko državo bolje, da se vključi v denarno unijo ali ne. To je možno s primerjavo koristi in stroškov (kot delež v BDP) vključitve te države v denarno unijo (ali ustanovitve denarne unije z drugo državo ali več državami). Stroške vključevanja ali uvedbe denarne unije za posamezno državo predstavlja izguba možnosti voditi monetarno politiko in politiko deviznega tečaja. Koristi denarne unije so v zmanjševanju transakcijskih stroškov z drugimi državami članicami denarne unije (Ribnikar, 2003, str. 104).

Koristi od članstva v denarni uniji (v % BDP) so večje, če je delež trgovine z državami članicami denarne unije v BDP večji. Stroški članstva v denarni uniji pa padajo z naraščanjem deleža trgovine z drugimi članicami denarne unije v BDP. Stroški padajo zato, ker nezmožnost vodenja politike deviznega tečaja ne povzroča velike škode, saj velik del trgovine tako ali tako poteka znotraj denarne unije (Ribnikar, 2003, str. 104). To je razvidno tudi na Sliki 1.

Slika 1: Stroški in koristi denarne unije



Vir: Ribnikar, *Monetarna ekonomija 2. del*, 2003, str. 105.

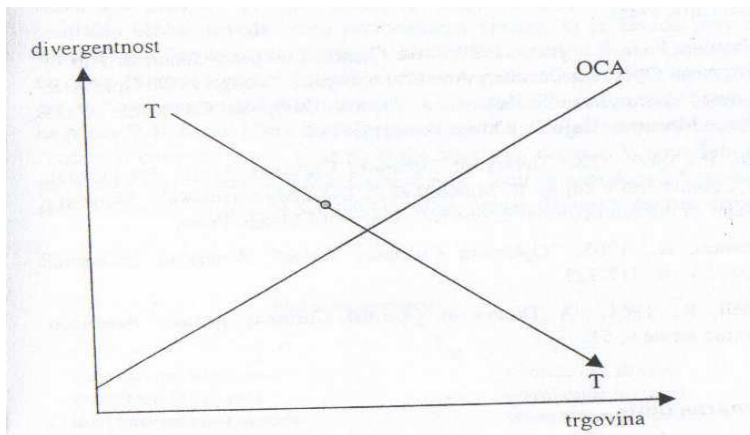
Na abscisni osi je prikazan delež trgovine v BDP, na ordinatni pa stroški in koristi monetarne integracije, kot delež v BDP. Od deleža trgovine z denarno unijo T^* naprej je za posamezno državo boljše, da je članica denarne unije.

1.1.2 Problem divergentnosti

Drugi vidik se ukvarja s problemom divergentnosti v teoriji optimalnega denarnega območja. Divergentnost v tem primeru pomeni različnost stopenj rasti BDP med posameznimi državami v denarni uniji. Večja, kot je divergentnost med državami članicami, znotraj denarne unije, večji so stroški denarne unije, saj je težja uporaba monetarne politike (Ribnikar, 2003, str. 105).

V skladu z drugim vidikom naj bi se v primeru vključitve države v denarno unijo stopnja divergentnosti zmanjševala, saj bi se povečal delež trgovine znotraj istih dejavnosti. To je razvidno tudi na Sliki 2, kjer je pod krivuljo OCA optimalno denarno območje, nad njo pa ne. Krivulja TT ponazarja, da naj bi se divergentnost sčasoma zmanjševala ob hkratnem povečevanju deleža trgovine z drugimi članicami denarne unije. Povečevanje tega deleža je posledica vstopa v denarno unijo, zmanjševanje divergences pa je posledica povečevanja trgovine znotraj istih panog. Država, ki bi se nahajala nad krivuljo OCA, torej zunaj področja, ki predstavlja optimalno denarno območje, bi tako lahko zaradi zmanjševanja divergences sčasoma prišla pod krivuljo OCA (Ribnikar, 2003, str. 105).

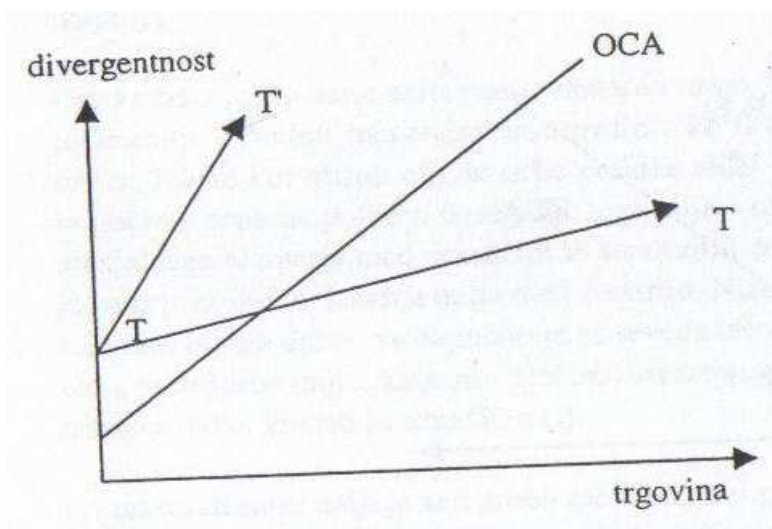
Slika 2: Stroški in koristi denarne unije ob upoštevanju zmanjševanja divergences zaradi trgovine znotraj istih panog



Vir: Ribnikar, Monetarna ekonomija 2. del, 2003, str. 106.

Obstaja pa tudi verjetnost, da bo znotraj denarne unije prišlo do specializacije za različne dejavnosti. To bi sicer vodilo do večjega obsega trgovine znotraj denarnega območja, vendar bi šlo za trgovino z blagom različnih dejavnosti. Krivulja TT bi bila torej v tem primeru naraščajoča (krivulja TT na sliki 3). Mogoče bi bilo tudi, da bi bila neka država ob vstopu v denarno unijo pod krivuljo OCA, torej v optimalnem denarnem območju, kasneje pa to območje zanjo ne bi več bilo optimalno (Ribnikar, 2003, str. 106). Tak primer predstavlja krivulja TT' na Sliki 3.

Slika 3: Stroški in koristi denarne unije ob upoštevanju povečevanja divergences zaradi specializacije med državami in posledično trgovine z blagom različnih dejavnosti



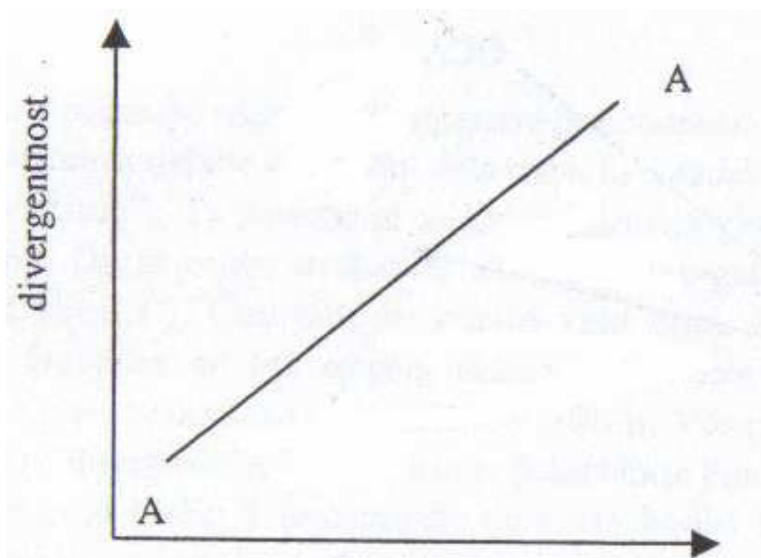
Vir: Ribnikar, Monetarna ekonomija 2. del, 2003, str. 106.

1.1.3 Divergentnost v kombinaciji s fleksibilnostjo trga dela

Tretji vidik se nanaša na vpliv fleksibilnosti trga dela, v kombinaciji z divergentnostjo, na optimalno denarno območje. Fleksibilnost trga dela se lahko odraža na dva načina: v fleksibilnosti plač ali v mobilnosti delavcev (Ribnikar, 2003, str. 108).

V primeru, da je delovna sila mobilna in da so plače relativno fleksibilne, se je možno prilagajati tudi visokim stopnjam divergentnosti z relativno nizkimi stroški. Grafično to lahko ponazorimo s Sliko 4. Na Sliki 4 je na abscisni osi prikazana fleksibilnost trga dela, na ordinatni pa divergentnost. Krivulja AA deli prostor na pol. Države, ki bi bile nad krivuljo AA, bi imele prevelike stroške s prilagajanjem na divergentnost in zato zanje ni optimalno, da so v denarnem območju. Države pod to krivuljo pa se divergentnosti lahko prilagajajo z dovolj nizkimi stroški, da je valutno območje zanje optimalno (Ribnikar, 2003, str. 108).

Slika 4: Vpliv fleksibilnosti trga dela v kombinaciji z divergentnostjo na optimalno denarno območje



Vir: Ribnikar, Monetarna ekonomija 2. del, 2003, str. 108.

1.2 Vrste denarnih unij

Možnih je več vrst denarnih unij. Prva vrsta denarne unije je unilateralna unija, kjer posamezne država izbere sistem trajno fiksnega deviznega tečaja do neke druge valute. V državi v taki denarni uniji se uporablja samo nacionalni denar. Taka unija ima dve večji pomanjkljivosti: kot prvo je politika stabilnosti cen v državi ali državah, ki svojo valuto vežejo na valuto neke druge države, podrejena politiki cen te druge države, kot drugo pa je dejstvo, da ni vedno mogoče zagotavljati nespremenjenega deviznega tečaja (Ribnikar, 2003, str. 109).

Druga vrste denarne unije je enaka prvi s to razliko, da je denar vsake države članice zakonito plačilno sredstvo tudi v drugih državah. Tak način je lahko dogovorjen, ali pa posamezna država dovoli obtok denarja druge države ali držav, ne da bi se z njimi o tem prej dogovorila (Ribnikar, 2003, str. 110).

Pri denarnih unijah, kjer je v obtoku skupni denar, je možno, da je poleg tega denarja v obtoku še nacionalni denar držav članic (Ribnikar, 2003, str. 110).

2 EVOLUCIJA EVROPSKEGA MONETARNEGA ZDRUŽEVANJA

2.1 Wernerjev načrt

2.1.1 Razmere pred Wernerjevim poročilom

Ob koncu šestdesetih prejšnjega stoletja je EGS dosegala precejšen napredek pri skupnih nalogah in politikah, ki si jih je zastavila, npr. pri carinski uniji in skupni kmetijski politiki. Valute evropskih držav pa so v tem času sodelovale v brettonwoodskem sistemu (sistemu zlatega dolarskega standarda), ki je temeljil na petih elementih (Mrak, 2002, str. 344):

- na režimu fiksnih, vendar prilagodljivih deviznih tečajev,
- na povečanju mednarodne likvidnosti oz. mednarodnih denarnih rezerv,
- na načelu odprave deviznih omejitev za vse transakcije na tekočem računu plačilne bilance,
- na načelu redke valute (USD),
- na ustanovitvi IMF kot specializirane mednarodne denarne institucije.

Leta 1968 je v Franciji prišlo do hitre rasti plač, kar je povzročilo devalvacijo francoskega franka glede na ameriški dolar. Hkrati pa se je Nemčija zaradi stalnih presežkov na tekočem računu plačilne bilance odločila za revalvacijo. To je kazalo na divergenco med posameznimi članicami EGS (Gros & Thygesen, 1998, str. 12).

Kljub nekaterim nesoglasjem, predvsem med Francijo in Nemčijo, je Evropski svet leta 1969 potrdil sestavo skupine predstavnikov držav članic in EGS. Skupini je predsedoval luksemburški premier Pierre Werner. Poročilo, ki ga je izdelala skupina, se zato imenuje Wernerjevo poročilo (Gros & Thygesen, 1998, str. 12).

2.1.2 Vsebina Wernerjevega poročila

Wernerjevo poročilo je temeljilo na zastavljanju ciljev v zvezi z uvajanjem EMU, ki naj bi bili doseženi do leta 1980. Značilnosti monetarne unije naj bi do leta 1980 bile naslednje (Apel, 2003, str. 34):

- popolna in nepreklicna zamenljivost vseh valut držav članic,
- preprečitev nihanj deviznih tečajev,
- nepreklicno fiksiranje srednjih deviznih tečajev in
- popolna liberalizacija kapitalskih tokov.

Poročilo je predvidevalo dva možna načina EMU, in sicer da bi države obdržale nacionalni denar ali pa da bi se uvedel samo en, skupni denar. Tej možnosti je dajalo poročilo prednost. Predviden je bil skupnostni sistem centralnih bank, ki bi bil podoben sistemu Zveznih rezerv v ZDA (Gros & Thygesen, 1998, str. 12).

2.1.3 Zapuščina Wernerjevega načrta

Kljub neuveljavitvi Wernerjevega načrta v splošnem so nekateri pomembnejši elementi načrta obstali in imeli tudi delen vpliv na kasnejši potek oblikovanja monetarne integracije in njenih institucij. Prvi tak element je bil institucija, ki se je imenovala Evropski sklad za monetarno sodelovanje (The European monetary Cooperation Fund-EMCF). Skrbel naj bi za urejanje (administracijo) kratkoročnih posojil med centralnimi bankami. V praksi pa je za to kasneje skrbel Banka za mednarodne poravnave. Zamišljeno je bilo, da bi imel sklad sedež v Luksemburgu, kjer naj bi sestajal njegov svet, ki bi bil sestavljen iz guvernerjev centralnih bank. V resnici pa so guvernerji sprejeli vse pomembne odločitve zunaj sveta (Gros & Thygesen, 1998, str. 12).

2.2 Kača v tunelu in zunaj njega

Države so na podlagi Wernerjevega poročila odločile, da bodo omejile nihanja tečajev med evropskimi valutami na največ 2,25 odstotka. Na ta način se je ustvarila t. i. kača v tunelu. Kačo so predstavljale evropske valute, ki so medsebojno lahko nihale največ v razponu 2,25 odstotka. Tunel pa je predstavljal širino nihanja evropskih valut skupaj, glede na ameriški dolar. Še vedno pa je bil širok 4,5 odstotka. Ko je brettonwoodski sistem leta 1973 razpadel, je bila kača prosta, brez tunela. Evropske valute pa so se medsebojno še vedno lahko gibale le v razponu 2,25 odstotka. Za evropsko valutno kačo je bilo po letu 1972 značilno zelo pestro dogajanje, saj je precej držav iz nje izstopilo in ponovno vstopilo nazaj (Mrak, 2002, str. 397).

2.3 Evropski monetarni sistem

Marca 1979 je bil uveden Evropski monetarni sistem (EMS), katerega cilj je bil, da bi se na področju držav, ki so v njem sodelovale, zagotovila monetarna stabilnost. Na začetku so bile v tem sistemu države: Belgija, Danska, Francija, Nemčija, Irska, Luksemburg in Nizozemska. Te države so se nameravale s članstvom izogniti velikim nihanjem deviznih tečajev, ki so bila značilnost sedemdesetih prejšnjega stoletja. EMS je imel štiri pomembne značilnosti (Gros & Thygesen, 1998, str. 35).

2.3.1 ERM

Mehanizem deviznih tečajev (ERM) je deloval tako, da je imela vsaka država določen uraden tečaj do skupne valute, imenovane ECU. Na podlagi tega tečaja je bilo možno določiti devizne tečaje med vsakim parom valut držav, ki so sodelovale v EMS. Ti tečaji so bili fiksni, toda prilagodljivi. Med posameznima valutama je bil največji možen razpon nihanja tečaja $\pm 2,25$ odstotka. V primeru, da se je tečaj približal meji tega območja, je bila za centralne banke obvezna neomejena intervencija, da so obdržale tečaj v uradnih mejah. Dovoljene so bile tudi intervencije, še preden se je tečaj preveč približal mejam. Pomembna lastnost ERM je bila tudi v tem, da odločitev o spremembi uradnih deviznih tečajev ni bila več odvisna od posamezne centralne banke, ampak od vseh centralnih bank držav članic. V primeru večjih neravnovesij so se morale vse centralne banke torej strinjati s spremembo uradnih tečajev. V primeru takih sprememb pa so se po navadi spreminjali tečaji več valutam hkrati in ne samo eni (Mrak, 2002, str. 399).

V okviru ERM so predvidevali tudi t. i. divergenčni indikator. To je bila formula, ki je upoštevala trenutni tečaj in uradni tečaj. Če je rezultat presegel določeno opozorilno vrednost, so centralne banke vedele, da morajo ukrepati. V praksi je bil ta indikator redkokdaj uporabljen, saj so centralne banke intervenirale, še preden je dosegel opozorilno vrednost (Gros & Thygesen, 1998, str. 66).

2.3.2 Mehanizem kreditov in poravnav

Kreditni na zelo kratek rok so bili namenjeni podpori centralnim bankam za izvajanje neomejenih intervencij, h katerim so bile zavezane. V primeru, da je centralni banki zmanjkalo rezerv za intervencijo na trgu, si je lahko sposodila potrebno valuto pri drugih centralnih bankah, članicah sistema. Tako posojilo je morala centralna banka vrniti po 45 dneh, po letu 1987 pa so to razširili na 75 dni (Gros & Thygesen, 1998, str. 66).

Kratkoročna denarna pomoč je namenjena za daljše obdobje kot krediti za zelo kratek rok. Njihov namen je bil isti, obseg kredita pa je bil določen s kvotami, ki so se razlikovale med posameznimi državami (Gros & Thygesen, 1998, str. 67).

V okviru srednjeročne finančne pomoči je šlo za kredite, katerih pogoje (višino in zapadlost) je določila večina v ECOFIN-u. Ta instrument se je uporabljal v glavnem za pomoč centralnim bankam pri plačilno-bilančnih prilagajanjih. Z Maastrichtsko pogodbo so dostop do srednjeročne finančne pomoči omejili, saj jo je bilo treba odobriti soglasno. (Gros & Thygesen, 1998, str. 67).

Vsaka centralna banka v okviru EMS je morala pri EMCF deponirati 20 odstotkov svojih rezerv v zlatu in dolarjih. V zameno je dobila ECU-je v enaki vrednosti. Prej opisane kredite, ki jih je prejela za namene intervencije za podporo tečajev, je lahko v 50 odstotkih vrnila v teh ECU-jih. Po letu 1987 pa te omejitve ni bilo več in je lahko celoten znesek prejetih kreditov vrnila v ECU-jih (Gros & Thygesen, 1998, str. 67).

2.3.3 ECU

ECU (European currency unit) je bil uveden leta 1974 in je bil košarica valut vseh držav članic takratne EGS. Potreba po skupni evropski valutni enoti se je pojavila z večjim nihanjem tečajev med evropskimi valutami, predvsem za uporabo v skupnih evropskih institucijah. Uporaba valute samo ene od držav članic namreč ne bi bila politično sprejemljiva (Gros & Thygesen, 1998, str. 238).

Utež posamezne države v košarici valut ECU-ja je bila določena glede na njene ekonomske in druge subjektivne kriterije. Ekonomski kriteriji so bili: delež BDP države v deležu BDP Evropske skupnosti, delež države v trgovini znotraj Skupnosti in delež te države v finančnem sistemu za podporo EMS. Tečaj ECU do valut, ki niso sestavljale košarice, se je gibal v odvisnosti od sprememb tečajev valut, ki so v košarici bile upoštevane. Poleg teh ekonomskih kriterijev so pri določanju uteži posamezne valute uporabljali tudi subjektivne kriterije. Možne so bile tudi spremembe uteži posamezne države vsakih 5 let. V Tabeli 1 so deleži posameznih valut v košarici ECU, glede na ekonomske kriterije v letih 1974 in 1996 (Gros & Thygesen, 1998, str. 238).

Tabela 1: Delež nacionalnih valute v košarici ECU v letih 1974 in 1996 (v %)

Valuta	Delež nacionalne valute v %	
	1974	1996
BEF	10,0	6,9
DKK	3,0	2,5
FRF	20,2	18,4
DEM	25,0	23,8
IEP	1,5	1,3
ITL	13,0	13,7
NLG	7,9	8,7
GBP	17,9	16,3
GRD	-	1,3
ESP	-	6,1
PTE	-	1,1

Vir: ECU: Changes in composition, central rates and weights, 1996.

Glede na način njegove uporabe se je ECU delil na uradni ECU in privatni ECU. Centralne banke sodelujočih držav so morale v skladu z dogovorom o EMS pri EMCF deponirati 20 odstotkov svojih zlatih rezerv in deviznih rezerv v USD, v zameno pa so dobile ECU-je enake vrednosti. ECU-je so tako imele lahko samo centralne banke (dobila jih je lahko tudi centralna banka države nečlanice EMS) in mednarodne institucije (Gros & Thygesen, 1998, str. 242). Uradni ECU torej še ni bil prava valuta, imel pa je naslednje funkcije (Mrak, 2002, str. 401):

- obračunska enota za določanje centralnih deviznih tečajev v ERM,
- osnova za določanje indikatorja divergence,
- obračunska enota pri intervencijah centralnih bank in njihovem medsebojnem kreditiranju,
- sredstvo poravnave med centralnimi bankami držav članic.

ECU se je uporabljal tudi zunaj evropskih institucij, v privatnih poslih, ki so se sklepali v ECU-jih. Plačilo je bilo seveda opravljeno v eni od nacionalnih valut. Uporabljale so ga finančne institucije, saj so izdajale obveznice v ECU-jih. Največ obveznic izdanih v ECU-jih je bilo leta 1990 v višini 32 mrd ECU, kar je predstavljalo 4–5 odstotkov vseh tistega leta izdanih obveznic na mednarodnem trgu (Gros & Thygesen, 1998, str. 238).

2.3.4 Kriza EMS

V letih 1992 in 1993 je prišlo do resnejše krize v EMS. Krizo so povzročile politične spremembe v Evropi v začetku devetdesetih let, predvsem ponovna združitev Nemčije. Ta je povzročila, da se je v Nemčiji precej povečala tako gospodarska rast kot inflacija. Nemška centralna banka je poskušala zajezi inflacijo s precejšnjim zvečanjem obrestne mere. Druge evropske države pa so bile v istem obdobju v recesiji. Hkrati so imele nekatere države, ki so na novo vstopile v sistem (predvsem Španija in Italija), višjo inflacijo od nemške. Leta 1990 je v EMS vstopila tudi Velika Britanija, ki pa si je za vstop izbrala relativno visok tečaj funta. Glede na zgoraj navedene razmere je bilo nemško stališče, da bi bila potrebna revalvacija njihove valute. S tem pa se druge članice niso strinjale, saj bi to po njihovem mnenju spodkopalo zaupanje v stabilnost EMS. Nemška centralna banka je kljub pozivom drugih članic EMS nadaljevala s politiko visokih obrestnih mer (Gros & Thygesen, 1998, str. 94).

Od leta 1980 do začetka devetdesetih let so imele skandinavske države svoje valute unilateralno vezane na ECU. Po visoki gospodarski rasti, ki je v osemdesetih letih temeljila predvsem na izvozu, se jim je stanje na začetku devetdesetih let precej poslabšalo. To je bila predvsem posledica nižje gospodarske rasti po vsem svetu v tem obdobju. Te države so zato morale v začetku devetdesetih let opustiti vezavo na ECU. To je pripeljalo do zmanjšane zaupanja tudi do držav v EMS in je spodbudilo špekulativne napade tudi proti tem valutam (Gros & Thygesen, 1998, str. 95).

Na Danskem in v Franciji so imeli referendum o ratifikaciji Maastrichtske pogodbe, kar je povzročilo negotovost o uspešnosti ratifikacije. Ta negotovost je trajala daljše obdobje, saj je bil referendum v Franciji šele 4 mesece po zavrnitvi pogodbe na Danskem. To je povzročilo precejšnje zamude tudi v Veliki Britaniji in Nemčiji, kjer so se pojavljali strahovi, da bi uvedba EMU negativno vplivala na monetarno stabilnost (Gros & Thygesen, 1998, str. 95).

Kriza EMS je bila v bistvu kriza nezaupanja v sposobnost držav članic EMS, da z intervencijami vzdržujejo tečaje svojih valut v pasu nihanja $\pm 2,25$ odstotka. To nezaupanje se je kazalo v špekulativnih napadih na valute posameznih držav, ki bi bile že brez teh napadov pod pritiski zaradi gospodarskih nesorazmerij med državami članicami. Zaradi teh spremenjenih pričakovanj je prišlo do velikega števila sprememb ciljnih tečajev posameznih valut. Velika Britanija in Italija sta zapustili EMS septembra leta 1992 (Gros & Thygesen, 1998, str. 99).

Glavne posledice krize EMS so bile spremembe nekaterih lastnosti sodelovanja v EMS. Najbolj pomembna med njimi pa je bila razširitev mej nihanja okrog centralno določenih na ± 15 odstotkov. Ta sprememba je bila uvedena z namenom omejitve špekulacij pri trgovanju z valutami, ker je pomenila, da lahko špekulanti utrpijo tudi precejšnje izgube. Zaradi razširitve mej nihanja tečajev pa se je vsaj deloma zmanjšala tudi korist od sodelovanja v EMS za posamezno članico, saj so bile možne spremembe med dvema sodelujočima valutama ± 30 odstotkov (Gros & Thygesen, 1998, str. 101).

2.4 Delorsovo poročilo

2.4.1 Delorsov odbor

Še pred t. i. krizo EMS so potekala pogajanja med državami članicami, kako se čim hitreje približati monetarni uniji. Rezultat teh pogajanj je bil sklep Evropskega sveta o ustanovitvi Delorsovega odbora, ki bi analiziral potrebne korake za doseg tega cilja. Predsedoval mu je Jacques Delors in se po njem tudi imenuje. Sestavljalo ga je dvanajst guvernerjev centralnih bank, držav članic Evropske skupnosti, član Evropske komisije in trije neodvisni strokovnjaki. Poleg monetarnih naj bi se ukvarjali tudi z ekonomskimi vprašanji. Odbor je deloval med septembrom 1988 ter aprilom 1989 in v tem času so imeli osem sestankov. Na koncu pa so ECOFIN-u predstavili t. i. Delorsovo poročilo (Scheller, 2006, str. 20).

2.4.2 Delorsovo poročilo

Poročilo je bilo sestavljeno iz treh poglavij. Prvo poglavje je predstavljalo pregled do tedaj opravljenega dela na področju uvajanja EMU. V drugem poglavju so bile opredeljene potrebne spremembe (na področju Evropskih institucij), ki jih je bilo treba še opraviti do popolne uvedbe EMU. V tretjem pa je bil predlagan postopek uvajanja EMU po korakih. Glavni prispevek Delorsovega poročila pa je bil v tem, da je poudarilo potrebo po skupni evropski instituciji, na katero bi države članice EMU morale prenesti monetarno politiko. Ta institucija je bila poimenovana Evropski sistem centralnih bank (Scheller, 2006, str. 20).

V primerjavi z Wernerjevim poročilom Delorsovo poročilo ni dalo poudarka skupni evropski fiskalni politiki. Edini vsebinsko pomemben vpliv na fiskalno politiko, ki je bil iz Delorsovega poročila prevzet tudi v Maastrichtsko pogodbo, je bila zgornja omejitev proračunskega primanjkljaja držav članic (Scheller, 2006, str. 20).

2.4.3 Vsebina Delorsovega poročila

Poročilo je bilo sestavljeno iz treh poglavij. Prvo poglavje je predstavljalo pregled do tedaj opravljenega dela na področju uvajanja EMU. V drugem poglavju so bile opredeljene potrebne spremembe (na področju Evropskih institucij), ki jih je bilo treba še opraviti do popolne uvedbe EMU (Scheller, 2006, str. 21).

Glavni prispevek Delorsovega poročila pa je bil v tem, da je poudarilo potrebo po skupni evropski instituciji, na katero bi države članice EMU morale prenesti monetarno politiko ta institucija je bila poimenovana Evropski sistem centralnih bank. V primerjavi z Wernerjevim poročilom Delorsovo poročilo ni dalo poudarka skupni evropski fiskalni politiki. Edini

vsebinsko bolj pomemben vpliv na fiskalno politiko, ki je bil iz Delorsovega poročila prevzet tudi v Maastrichtsko pogodbo, je bila zgornja omejitev proračunskega primanjkljaja držav članic. Najbolj pomemben rezultat pa so bile predvidene tri faze uvajanja EMU (Scheller, 2006, str. 21).

2.4.4 Tri faze uvajanja EMU

Delorovo poročilo je predvidevalo tri različne faze uvajanja EMU, ki so se kasneje tudi izvedle večinoma tako, kot so bile predvidene. Faze so naslednje (<http://www.dip-badajoz.es/eurolocal/entxt/emu/fases.htm>):

- **Prva faza**, v kateri naj bi se dokončalo oblikovanje notranjega trga, zmanjšale razlike med ekonomskimi politikami držav članic, omogočila bi se integracija finančnih trgov in okrepiło monetarno sodelovanje.
- **Druga faza** bi predstavljala prehodno fazo do zadnje faze, v kateri bi se vzpostavile potrebne skupne institucije in organizacijska struktura EMU, okrepiła naj bi se tudi ekonomska konvergenca držav.
- V **tretji fazi** bi se nepreklicno fiksirali medsebojni devizni tečaji valut držav, ki sodelujejo v EMU in vse institucije EMU bi prevzele svoja polna pooblastila.

2.5 Pakt o stabilnosti in rasti

Pomemben dokument je bil tudi Pakt o stabilnosti in rasti, ki ga je Evropski svet sprejel leta 1997, nanaša pa se na zagotavljanje fiskalne stabilnosti znotraj EMU. V tem dokumentu so opredeljeni t. i. konvergenčni kriteriji, ki se delijo na ekonomske in pravne kriterije. Ekonomski kriteriji so (Scheller, 2006, str. 35):

- **Doseganje visoke stopnje stabilnosti cen**

Stopnja inflacije ne sme za več kot 1,5 odstotne točke presegati povprečja stopnje inflacije treh držav članic, ki so dosegle najboljše rezultate glede stabilnosti cen.

- **Vzdržnost položaja javnih financ**

Javno-finančni primanjkljaj ne sme presegati 3 odstotke BDP, razen če je to razmerje znatno in neprestano upadalo ter doseglo raven blizu referenčne vrednosti ali, v drugem primeru, je

prekoračitev referenčne vrednosti samo izjemna in začasna ter razmerje ostaja blizu referenčne vrednosti; javni dolg ne sme presežati 60 odstotkov BDP, razen če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost.

- **Trajnost konvergence**

Dolgoročne obrestne mere ne smejo presežati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot dve odstotni točki.

- **Spoštovanje mej nihanja**

predvidenih z mehanizmom deviznih tečajev ERM, vsaj dve leti, brez devalvacije valute nasproti evru.

Pravni kriterij pa pomeni, da mora biti nacionalna zakonodaja skladna s Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti.

Izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev nadzorujeta Evropska komisija in Evropska centralna banka.

3 EVROPSKA CENTRALNA BANKA

3.1 Organi Evropske centralne banke

3.1.1 Izvršilni odbor ECB

Izvršilni odbor ECB ima šest članov. Eden od njih je predsednik, eden podpredsednik in še štiri drugi člani. Mandat izvršilnega odbora traja osem let. Njegova naloga pa je operativno izvrševanje monetarne politike, ki jo določi Svet guvernerjev (Mrak, 2002, str. 409).

3.1.2 Svet guvernerjev

Svet guvernerjev je glavni organ ECB. Njegova naloga je določanje monetarne politike ECB. Sestavlja ga šest članov izvršilnega odbora in vsi guvernerji nacionalnih centralnih bank držav, ki imajo evro. Vsak član ima en glas, odločajo pa z navadno večino (Mrak, 2002, str. 409).

3.1.3 Generalni svet

Generalni svet je sestavljen iz predsednika in podpredsednika izvršilnega odbora in guvernerjev nacionalnih centralnih bank vseh držav članic EU, torej tudi tistih, ki še niso prevzele evra. Generalni svet je posvetovalno telo Evropskega sistema centralnih bank (ECB skupaj z vsemi centralnimi bankami držav članic EU). Sprejema predvsem odločitve, ki se nanašajo na monetarno politiko in devizne tečaje držav članice EU, ki še niso prevzele evra (Mrak, 2002, str. 409).

3.2 Monetarna politika ECB

3.2.1 Strategija monetarne politike ECB

Bistven element strategije ECB pri doseganju cenovne stabilnosti je definicija cenovne stabilnosti. ECB je cenovno stabilnost definirala kvantitativno. Cenovna stabilnost je bila leta 1998 opredeljena na naslednji način: »Medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin je manjše od dveh odstotkov na srednji rok« (ECB, Eurosistem, Evropski sistem centralnih bank, 2006, 20). Kasneje, maja 2003, pa je bilo dodano še pojasnilo, da naj bi bila inflacija sicer nižja od dveh odstotkov, vendar blizu tej številki (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 50).

Tako ostra in natančna definicija cenovne stabilnosti ima naslednje tri prednosti (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 50):

- Monetarna politika in njeni cilji so tako bistveno bolj transparentni. Cenovne stabilnosti si ni mogoče preširoko razlagati.
- Jasna merila cenovne stabilnosti naj bi povečevala odgovornost ECB javnosti. ECB naj bi v primeru odstopanja od meril cenovne stabilnosti morala pojasniti, zakaj je do odstopanj prišlo in kako jih namerava odpraviti.
- Natančna definicija uravnava pričakovanja o prihodnjih spremembah ravni cen in povečuje kredibilnost ECB.

3.2.2 Razlogi za vzdrževanje nizke, a pozitivne ravni inflacije

Deflacija lahko v gospodarstvu povzroči podobno škodo kot prekomerna inflacija. Ko pa se pojavi za dalj časa, jo je precej težje izkoreniniti kot preveliko inflacijo. To je posledica dejstva, da nominalne obrestne mere ne morejo pasti pod nič. ECB se zato želi izogniti deflaciji. Če bi se nominalne obrestne mere preveč približale nič ali če bi se celo izenačile z nič in bi ob tem prišlo še do zmanjševanja agregatnega povpraševanja, bi to precej omejilo

sposobnost ECB, da uporabi svoj instrument obrestne mere. Da bi določila, kolikšna inflacija je še varna, da do tega ne bi prišlo, je ECB upoštevala študije s tega področja, ki so pokazale, da se nevarnost, da bi se obrestne mere preveč znižale, hitro zmanjšuje, ko je inflacija večja od enega odstotka (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 51).

Drugi razlog, da ECB cilja pozitivno inflacijo, je, da naj bi v povprečju statistične ocene precenjevale dejansko inflacijo. To pomeni, da izmerjena stopnja inflacije 0 odstotkov dejansko pomeni deflacijo. Vendar pa naj bi bila ta napaka v prihodnosti zaradi vedno boljših metod merjenja sprememb ravni cen vedno manjša (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 51).

Tretji razlog predstavljajo razlike med inflacijami posameznih držav članic evro območja. Če bi ECB ciljala na ničodstotno inflacijo, bi v nekaterih območjih prišlo do deflacije. Skupna monetarna politika pa na razlike v spreminjanju nivoja cen med posameznimi deli denarnega območja ne more vplivati (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 51).

3.3 Instrumenti monetarne politike ECB

3.3.1 Glavne operacije refinanciranja

Najpomembnejše operacije refinanciranja se odvijajo tedensko. Predstavljajo najpomembnejši instrument monetarne politike in zagotavljajo največji del likvidnosti v bančnem sistemu. V teh operacijah načeloma lahko sodelujejo vse institucije, ki lahko dajejo posojila v evro območju. Vse transakcije v okviru tedenskih operacij refinanciranja se odvijajo standardizirano (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 80).

3.3.2. Dolgoročne operacije refinanciranja

Namen teh operacij je zagotavljanje dolgoročne likvidnosti bančnemu sistemu. Omogočajo tudi, da ni treba, da bi se celotna likvidnost denarnega trga zamenjala vsak teden (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 82).

3.3.3 Operacije finega uravnavanja

Po navadi se te operacije odvijajo zelo hitro, v roku nekaj ur. To je potrebno zaradi kratkoročne narave njihovega delovanja, saj so namenjene odpravi kratkoročnih nihanj na denarnem trgu in njihovega vpliva na obrestne mere. Po navadi te transakcije izvajajo

nacionalne centralne banke. Glede na hitrost odvijanja lahko v teh operacijah sodeluje le omejeno število bank evrosistema, včasih samo ena (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 84).

3.3.4 Druge operacije

Na voljo je tudi možnost izvajanja strukturnih operacij. To so operacije, ki bi spreminjale količino likvidnosti na trgu na zelo dolgi rok. Teh operacij se evrosistem še ni posluževal. Kot vse centralne banke ima tudi ECB možnost, da si banke pri njih sposodijo denar čez noč ali da naredijo depozit čez noč. Obrestne mere za te transakcije so za banke neugodne, zato se banke tega ne poslužujejo, če ni nujno (večinoma je teh transakcij manj kot milijardo evrov na dan). Te neugodne obrestne predstavljajo najvišjo in najnižjo obrestno mero za čez noč na denarnem trgu. ECB bi lahko vplivala na likvidnost tudi s spremembami obveznih rezerv (Monetary policy of the ECB, 2004, str. 85).

3.4 Delovanje zunaj držav evrosistema

Zunaj držav evrosistema imajo ECB in nacionalne centralne banke naslednje naloge:

- vzpostavljanje odnosov s centralnimi bankami in finančnimi institucijami v drugih državah in z mednarodnimi organizacijami,
- nakup in prodaja tujega denarja ter dragih kovin po spot in forward tečajih,
- upravljanje s sredstvi, katerih vrednost je izražena v tujem denarju,
- posojanje in sposojanje od tretjih držav in mednarodnih organizacij.

3.4.1 Operacije na deviznih trgih

Intervencije na deviznih trgih so namenjene podpori cilju cenovne stabilnosti. ECB lahko intervenira tako na trgih zunaj EU kot na trgih tistih valut, ki sodelujejo v ERM II. Obstaja možnost, da bi smernice politike deviznega tečaja določal Svet EU soglasno, vendar ta do sedaj te možnosti ni uporabil.

Do intervencije ECB na deviznih trgih je prišlo samo dvakrat, ko je bilo ocenjeno, da je bila vrednost evra prenizka. Tudi morebitne intervencije na trgih valut, ki sodelujejo v ERM II, so podrejene primarnemu cilju cenovne stabilnosti. Nacionalne centralne banke teh držav in ECB naj torej v primeru, da bi se devizni tečaj približeval mejam nihanja ± 15 odstotkov in bi bila ogrožena cenovna stabilnost, ne bi avtomatično intervenirale. Mehanizem ERM II pa sicer avtomatično intervencijo predvideva.

3.4.2 Devizne rezerve ECB

Po statutu Evropskega sistema centralnih bank so devizne rezerve ECB nastale s transferom deviznih rezerv s strani nacionalnih centralnih bank. Skupaj so centralne banke držav članic prispevale za devizne rezerve za 40,74 milijarde evrov sredstev, 15 odstotkov v zlatu, 85 odstotkov pa v USD in JPY. ECB lahko pozove države članice EMU, da vplačajo dodatne devizne rezerve, do skupne vrednosti rezerv 50 milijard evrov. Vrednost rezerv ECB nekoliko niha zaradi sprememb v deviznih tečajih in sprememb cene zlata.

3.4.3 Upravljanje z deviznimi rezervami ECB

Z deviznimi rezervami ECB upravljajo nacionalne centralne banke po predhodnem dogovoru z ECB, njihove odločitve morajo biti v skladu s strategijami ECB. ECB določi naslednje parametre:

- strateške in taktične cilje za vsako valuto posebej,
- dovoljena odstopanja od teh ciljev,
- seznam dovoljenih operacij in instrumentov,
- omejitve za izpostavljanje kreditnemu tveganju.

3.4.4 Rezerve nacionalnih centralnih bank

Nacionalne centralne banke imajo tudi še svoje devizne rezerve. Teh rezerv ne uporabljajo za posege na deviznem trgu, za ta namen se namreč uporabljajo samo rezerva ECB. Z njim lahko upravljajo, vendar mora take transakcije prej odobriti ECB, s čimer zagotovi, da so v skladu z njenimi cilji.

4 VLOGA EVRA V SVETU

4.1 Evro v mednarodnih izdajah obveznic

4.1.1 Definicije mednarodnih izdaj obveznic

Mednarodna obveznica je po ozki definiciji definirana kot obveznica, ki je nominirana v valuti, ki ni niti valuta izdajatelja obveznice niti valuta kupca obveznice. Bolj praktična je uporaba t. i. ozke definicije mednarodne izdaje obveznic, ki pravi, da je mednarodna izdaja obveznic taka izdaja, kjer je izdana obveznica denominirana v valuti, ki je različna od valute države, v kateri ima sedež izdajatelj obveznice. Ozka definicija mednarodne izdaje je bolj

praktična, ker je po navadi kupcev obveznice več in tudi niso znani vnaprej (Geis et al., 2004, 27).

Široka definicija razširi mednarodno izdajo tudi na tiste izdaje, ki so izdane s strani sindikata finančnih institucij, katerega vsaj ena članica nima sedeža v isti državi kot izdajatelj obveznice, tudi če je obveznica denominirana v valuti države izdajatelja. Namen take definicije je, da bi poskušala identificirati tiste izdaje, ki so namenjene mednarodnemu trgu, na glede na to, ali je valuta, v kateri so izdane, tudi domača valuta države izdajatelja. Na ta način bi bilo možno upoštevati tudi stran povpraševanja po mednarodnih obveznicah. Težava s to definicijo je v tem, da bi lahko obveznico, izdano v evrih, mednarodnemu značaju izdaje navkljub, kupil investitor, ki prihaja iz EMU. Na ta način bi bile v široko definicijo mednarodne izdaje obveznic zajete tudi take obveznice, katerih tako kupec kot prodajalec prihajata iz evro območja (Geis et al., 2004, 27).

Globalna definicija izdaje obveznic se ne omeji niti na to, v kateri valuti so obveznice izdane, niti na to, ali so izdane za domače ali mednarodne trge. Vključuje celotno ponudbo izdanih obveznic (Review of the international role of the euro 2005, str. 12).

4.1.2 Dejavniki izdaje mednarodnih obveznic v evrih kot tuji valuti

Zavarovanje pred valutnim tveganjem. Če ima podjetje ali finančna institucija sredstva v evrih, se želi pred deprecijacijo evra zavarovati na ta način, da ima tudi obveznosti v evrih. Tako zapre valutno pozicijo in zmanjša ali izniči svojo izpostavljenost tveganju deprecijacije evra. Z uvedbo evra in povečevanjem njegove uporabe v mednarodnih transakcijah se povečuje delež sredstev, ki jih imajo podjetja in finančne institucije v evrih, zato se povečuje tudi delež izdanih obveznic v evrih s strani nerezidentov EMU (Cohen, 2005, str. 54).

Diverzifikacija virov financiranja. Podjetja in še posebno finančne institucije, ki so v veliki meri odvisne od zanesljivih virov financiranja, morajo svoje vire razpršiti na tak način, da imajo v vsakem trenutku dostop do virov financiranja (Review of the international role of the euro 2005, str. 43).

Možnost arbitraže stroškov financiranja. Uporabna v primeru, da investitorji lahko izdajo obveznico v evrih po nižji obrestni meri, kot bi jo lahko izdali v domači valuti. V tem primeru mora biti tudi omogočen prenos te razlike v domačo valuto. Predvsem mora biti za možnost take arbitraže ugodno gibanje deviznega tečaja ali pa se mora izdajatelj na kakšen drug način zavarovati pred spremembo deviznega tečaja (Cohen, 2005, str. 55).

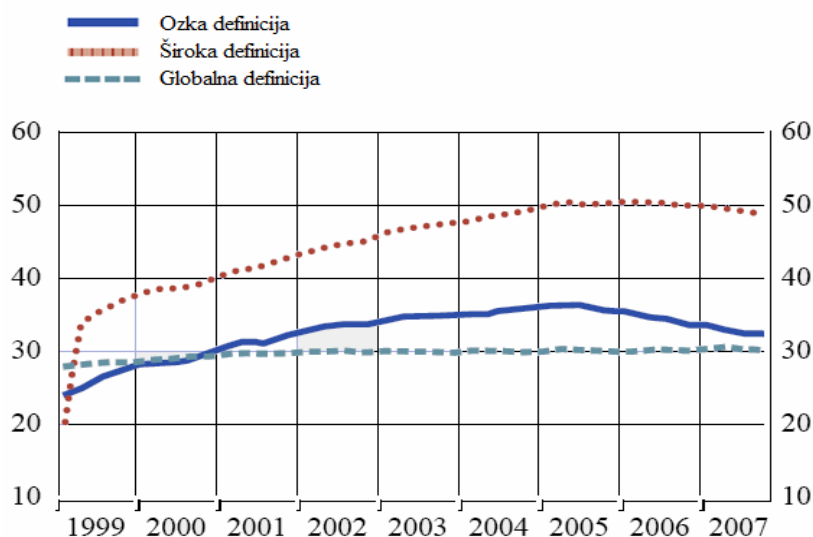
Zmanjševanje transakcijskih stroškov. Če je zadolževanje v domači valuti dražje kot v evrih (npr. zaradi slabše razvitega trga kapitala v domači državi dolžnika), se podjetju ali finančni instituciji splača izdati obveznice v evrih. Zaradi večje preglednosti trga, ki je posledica uvedbe evra, se je zadolževanje v državah z evrom pocenilo. Domači izdajatelji v teh državah

so tako izgubili del prednosti pred tujimi, ki so jih imeli zaradi poznavanja svojih domačih trgov (Cohen, 2005, str. 55).

4.1.3 Podatki o mednarodnih izdajah obveznic v evrih

Trendi pri deležu evra v mednarodnih izdajah obveznic se razlikujejo glede na to, ali uporabljamo široko, ozko ali globalno definicijo mednarodne izdaje obveznic. Na Sliki 5 je razvidno gibanje deleža evra v mednarodnih izdajah obveznic, upoštevajoč različne možne definicije mednarodnih izdaj obveznic med letoma 1999 in 2007. Med posameznimi uporabljanimi definicijami so precejšnje razlike. Ob upoštevanju ozke definicije je razvidno, da se je delež mednarodnih obveznic izdanih v evrih od leta 1999 povečeval, po letu 2005 pa se je začel počasi zmanjševati.

Slika 5: Gibanje deleža evra v mednarodnih izdajah obveznic, upoštevajoč različne možne definicije mednarodnih izdaj obveznic med letoma 1999 in 2007



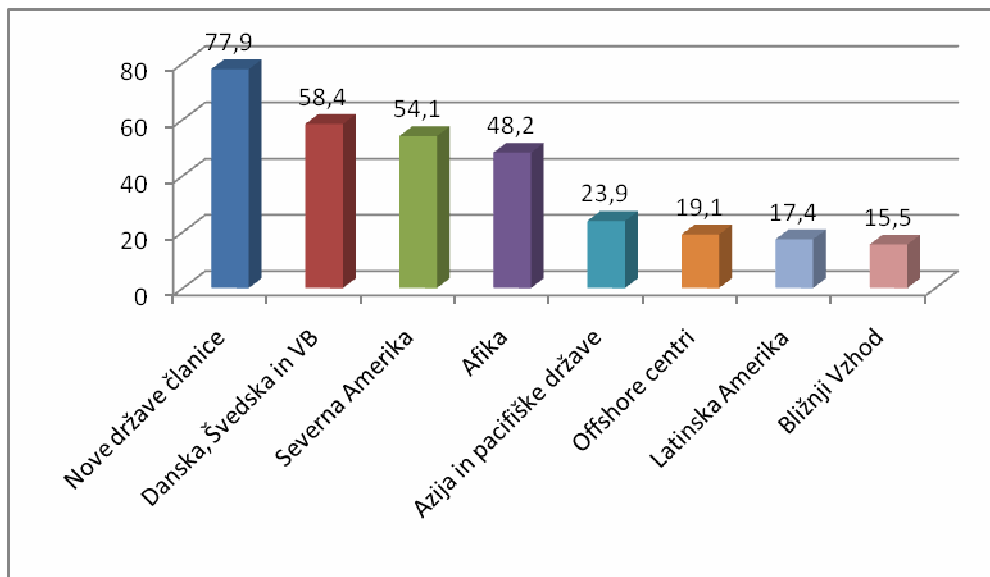
Vir: *International role of the euro 2008*, str. 16.

Mednarodne obveznice izdane v evrih je možno razdeliti tudi po sektorjih. Daleč največji delež mednarodnih obveznic izdanih v evrih izdajo finančne institucije v privatni lasti. Ob koncu decembra 2007 je ta delež znašal 83 odstotkov. Vrednostno največ mednarodnih obveznic izdanih v evrih je bilo izdanih s strani finančnih institucij, ki imajo sedež v ZDA ali Veliki Britaniji. Tri največje so bile Merrill Lynch, UBS in Credit Agricole. Med mednarodnimi obveznicami izdanimi v ameriških dolarjih in japonskih jeni je delež privatnih izdajateljev nižji, okrog 55-odstoten. To je posledica dejstva, da je pri teh dveh valutah precej večji delež obveznic izdan s strani državnih institucij. Državne institucije zunaj

Evrope in ZDA namreč še vedno največ mednarodnih obveznic izdajo v ameriških dolarjih. Posledično je delež mednarodnih izdaj obveznic izdanih v dolarjih približno dvakrat večji kot v evrih (v evrih 7-odstotni in v dolarjih 15-odstotni) (International role of the euro 2008, str. 21).

Kot že omenjeno, je večina mednarodnih izdaj obveznic v evrih v geografskem smislu omejena na področje Evrope in tudi ZDA. V novih članicah EU, ki do konca leta 2007 še niso prevzele evra, je bil delež mednarodnih obveznic v evrih 80-odstoten. V starih članicah, ki še niso prevzele evra, pa 60-odstoten. Na Sliki 6 je razvidna geografska razporeditev deleža mednarodnih obveznic izdanih v evrih med vsemi izdanimi mednarodnimi obveznicami v določeni regiji (International role of the euro 2008, str. 23).

Slika 6: Geografska razporeditev deleža obveznic mednarodnih obveznic izdanih v evrih med vsemi mednarodnimi obveznicami izdanimi v določeni regiji



Vir: International role of the euro 2008, str. 23.

4.2 Uporaba evra pri mednarodnem trgovanju z blagom in storitvami

4.2.1 Dejavniki izbire valute pri mednarodnem trgovanju z blagom in storitvami

Dejavniki, ki vplivajo na izbiro valute pri mednarodnem trgovanju z blagom in storitvami, so naslednji (Review of the international role of the euro 2005, str. 34–39):

- Grassmanov zakon pravi, da izvozniki raje izdajajo račune v svoji valuti kot pa v valuti države, v katero izvažajo. Grassmanov zakon pa velja samo v primeru, če sta denarni območji, med katerimi poteka trgovina, približno enako veliki. V primeru, da

gre za trgovino med večjim in manjšim denarnim območjem, pa je več računov izdanih v valuti večjega denarnega območja.

- Inflacijska zgodovina valute. Valuta, ki ima zgodovino visoke inflacije, v mednarodnih transakcijah z blagom in storitvami ni pogosto uporabljena. To drži tudi, če je na kratek rok dosežena cenovna stabilnost.
- Tržna moč izvoznika oz. uvoznika. Tista stran v transakciji, ki ima večjo tržno moč, lahko prevali tveganje spremembe deviznega tečaja na nasprotno stranko. To naj bi bil eden od razlogov, da so cene surovin, ki jih izvažajo pretežno države v razvoju, v večini primerov določene v valutah razvitih držav.
- Na to, v kateri valuti se bo določala cena določenega blaga, vpliva tudi homogenost tega blaga. Če gre za homogeno blago, s katerim je velik obseg trgovanja, se za to blago oblikujejo organizirane blagovne borze v nekaj državah. V teh državah so tudi finančni centri, kar še dodatno zmanjšuje transakcijske stroške pri trgovanju. Na teh borzah se cene določajo v valutah držav, kjer se te borze nahajajo.
- Likvidnost posamezne valute na deviznih trgih. Visoka likvidnost valute na deviznih trgih zmanjšuje transakcijske stroške pri nakupih in prodajah te valute, ki jih je treba izvajati, če se valuta uporablja v trgovini z blagom in storitvami. Pri vplivu likvidnosti (in posledičnih transakcijskih stroškov) se pojavi t. i. povratna zanka. Tako se zaradi, npr. visoke likvidnosti valute, relativno veliko subjektov odloči za uporabo te valute za transakcijske namene, kar pa še poveča njeno likvidnost.

4.2.2 Model vpliva krivulj povpraševanja in mejnih stroškov na izbiro valute izvoznika

Zanimiv je model, ki opisuje, kako krivulji mejnih stroškov in povpraševanja po izvoznikovem blagu vplivata na njegovo izbiro valute, v kateri bo izdal račun. Tako npr. visoko elastična krivulja povpraševanja in hitro naraščajoča krivulja mejnih stroškov vplivata na izvoznika, da izda račun v valuti trga, na katerega izvažata. Če bi namreč tveganje spremembe deviznega tečaja nosil uvoznik, bi se v primeru deprecijacije valute uvoznika zaradi visoko elastične krivulje povpraševanja za relativno veliko zmanjšala povpraševana količina, zaradi česar bi imel izvoznik velik izpad prihodkov (Banchetta & Wincoop, 2002, str. 5–9 in 31).

Na drugi strani pa bi se v primeru apreciacije valute uvoznika za relativno veliko povečala povpraševana količina. To pa bi v kombinaciji s hitro naraščajočo krivuljo mejnih stroškov pomenilo precejšnje povečanje stroškov izvoznika. Iz zgoraj opisanega izhaja, da izvoznik pri odločanju, ali bo pri izdajanju računa uporabil svojo valuto ali lokalno valuto kupca, upošteva

svojo krivuljo mejnih stroškov in elastičnost povpraševanja na ciljnem trgu (Banchetta & Wincoop, 2002, str. 5–9 in 31).

4.2.3 Podatki o uporabi evra pri mednarodnem trgovanju z blagom in storitvami

Od uvedbe evra do leta 2005 se je uporaba evra v izvoznih in uvoznih poslih držav EMU povečevala. Med državami nečlanicami EMU je bil največji delež uporabe evra v drugih evropskih državah. Kljub temu pa je bil delež evra tudi pri uvozu in izvozu blaga v/iz evro območja zelo nizek, saj v letu 2005 v nekaterih članicah ni dosegal niti 50 odstotkov. Iz Tabele 2 so razvidni deleži transakcij, opravljenih v evrih, med vsemi izvoznimi in uvoznimi transakcijami nekaterih članic zunaj evro območja (Review of the international role of the euro 2007, str. 35).

Tabela 2: Deleži transakcij opravljenih v evrih v vseh izvoznih in uvoznih transakcijah za nekatere članice EMU v letu 2005

Članica	Izvoz	Uvoz
Francija	49,9 %	41,5 %
Nemčija	61 %	55,2 %
Grčija	39,1 %	34,1 %
Italija	57,3 %	37,7 %
Luksemburg	61,4 %	43,8 %
Španija	56,6 %	53,6 %
Portugalska	62 %	55,9 %

Vir: Review of the international role of the euro 2007, str. 35.

4.2.4 Razlogi za nizke deleže evra v zunanji trgovini članic EMU

Še posebno nizek delež zunanje trgovine v evrih ima Grčija. To je posledica dejstva, da precejšnji delež njene zunanje trgovine predstavlja trgovina z ladjami (proizvodnja in izvoz ladij) in tudi ladijski promet. Blago in storitve v tej panogi pa se še vedno večinoma zaračunavajo v ameriških dolarjih. Za nizek delež v drugih članicah EMU, ki se je v letu 2005 in 2006 še znižal (za ti dve leti so bili na voljo zadnji podatki), pa so odgovorne predvsem rastoče cene energije, trgovanje s katero se prav tako v veliki večini odvija v ameriških dolarjih (Review of the international role of the euro 2007, str. 35).

Zanimivo je, da so imele evropske države nečlanice EMU višji delež zunanje trgovine v evrih v letu 2005 kot pa članice EMU. Povprečen delež evra v izvozu evropskih držav nečlanic EMU je bil v letu 2005 v povprečju 61,77-odstoten. To je predvsem posledica dejstva, da so države nečlanice EMU večino svojega izvoza prodale v države članice EMU. V Sloveniji pa je bil v letu 2005 ta delež kar 88-odstoten (Review of the international role of the euro 2007, str. 38), to je skoraj dvakrat več kot v Franciji, ki je že bila članica EMU.

4.2.5 Uporaba evra v državah nečlanicah EU

Uporaba evra v tretjih državah tako za namene tečajne politike kot tudi v privatne namene vse od njegove uvedbe narašča. Za navedene namene se evro najpogosteje uporablja v državah, ki so politično, zgodovinsko ali geografsko blizu EMU. Največ pa se uporablja v državah jugovzhodne in vzhodne Evrope in seveda v državah, ki so že članice EU, niso pa še prevzele evra.

4.3 Uporaba evra v tečajnih politikah držav nečlanic EU

V tečajnih politikah se evro lahko uporablja kot valuta, na katero ima druga država vezano svojo valuto. Posamezna država ima lahko svojo valuto vezano tudi na košarico valut, v kateri je upoštevan tudi evro. Pomembna je tudi zastopanost evra v deviznih rezervah posameznih držav, saj delež evra v teh rezervah kaže na pomembnost evra za te države oz. na pričakovano pomembnost evra za tečajno politiko centralne banke posamezne države.

4.3.1 Evro kot sidrna valuta

Svojo valuto vežejo na drugo valuto, predvsem manjše in odprte ekonomije, pri katerih menjava s tujino predstavlja velik delež v BDP. Za vezave valut teh držav na evro je značilno predvsem to, da gre za države, ki so v geografski bližini EMU. Tako gre predvsem za evropske države, ki so že članice EU in čakajo na prevzem evra, druge evropske države, države na bližnjem vzhodu in severni Afriki. Za geografsko bolj oddaljene države pa je prevladujoča valuta, na katero vežejo svoje valute, še vedno ameriški dolar. Evro v tem pogledu deluje kot mednarodna valuta samo lokalno, v Evropi in njeni okolici (International role of the euro 2002, str. 44).

Po podatkih ECB je imelo marca leta 2008 svoje valute na evro vezanih 29 držav. Če se temu številu dodajo še vse države, ki imajo svoje valute vezane na košarice, v katerih je zastopan tudi evro, se njihovo število poveča na 40. Iz Tabele 3 je razvidno, katere države so 1. Januarja 2002 imele, popolnoma ali delno vezane tečaje svojih valut na evro. Iz Tabele 4 pa so enaki podatki za 31. Marec 2008.

Iz primerjave obeh tabel je razvidno, da v šestih letih ni prišlo do velikih razlik v uporabi evra kot valute, na katero so vezane valute drugih držav. Še vedno gre za vezavo večinoma v primerih, ko je država kandidatka za vstop v EMU. Če pa gre za državo, ki ni kandidatka za EMU in ni v Evropi, pa gre za vezavo na košarico valut, v kateri je evro samo ena od valut.

Tabela 3: Države, ki so imele 01. 01. 2002 vezane svoje valute na evro, glede na regijo in vrsto vezave valute na evro

Skupina držav	Režimi deviznega tečaja	Države
EU	ERM II	Danska
Države kandidatke za vstop v EU	Evrski valutni odbori	Bolgarija, Estonija, Litva
	Prostovoljno uporabljanje pravil ERM II	Ciper, Madžarska
	Vezave na košarice, v katerih je tudi evro	Latvija, Malta (delež evra 70 %)
	Uravnava drsenje proti evru	Romunija, Slovaška, Slovenija
Zahodni Balkan	Samoiniciativna neposredna uporaba evra	Kosovo, Črna gora
	Evrski valutni odbori	Bosna in Hercegovina
	Uravnava drsenje proti evru	Hrvaška, Makedonija, ZR Jugoslavija
Ostale države	Neposredna uporaba evra	Evropske mikrodržave, francoski teritoriji
	Tečajji vezani na evro	Z. afriška monetarna unija, Centralno afriška monetarna unija, Francoska Polinezija, Nova Kaledonija, Wallis in Futuma, Zelenortski otoki, Komori
	Uravnava drsenje proti evru	Tunizija
	Vezave na košarice, v katerih je tudi evro	Izrael (delež EUR 21,8 %), Sejšeli (delež EUR 31,2 %), Bocvana, Kuvajt, Maroko, Vanuatu, Jordanija, Katar, Savdska Arabija, Združeni arabski emirati

Vir: *International role of the euro 2002*, str. 44.

Tabela 4: Države, ki so imele 01. 03. 2008 vezane svoje valute na evro, glede na regijo in vrsto vezave valute na evro

Skupina držav	Režimi deviznega tečaja	Države
EU	ERM II	Danska, Estonija, Latvija, Litva, Slovaška
	Evrski valutni odbori	Bolgarija
	Vezave na košarice, v katerih je tudi evro	Latvija, Malta (delež evra 70 %)
	Uravnava drsenje proti evru	Češka, Romunija
Kandidatke za vstop v EU in ostale evropske države	Samoiniciativna neposredna uporaba evra	Kosovo, Črna gora
	Evrski valutni odbori	Bosna in Hercegovina
	Uravnava drsenje proti evru	Hrvaška, Makedonija, Srbija
Ostale države	Neposredna uporaba evra	Evropske mikro države, francoski teritoriji
	Tečajji vezani na evro	Z. afriška monetarna unija, Centralno afriška monetarna unija, Francoska Polinezija, Nova Kaledonija, Wallis in Futuma, Zelenortske otoki, Komori
	Vezave na košarice, v katerih je tudi evro	Sejšeli (delež EUR 59,1 %), Ruska federacija (delež EUR 45 %), Bocvana, Kuvajt, Libija, Maroko, Vanuatu, Tunizija

Vir: *International role of the euro 2008*, str. 46.

4.3.2 Evro kot rezervna valuta

Na izbiro valutne strukture rezerv centralnih bank vplivata dve skupini motivov, portfeljski in transakcijski motivi (*International role of the euro 2008*, str. 59):

- Portfeljski motivi so podobni kot pri privatnih investitorjih, torej doseči tako valutno strukturo, da bo centralna banka ob obstoječi stopnji tveganja na svoje naložbe

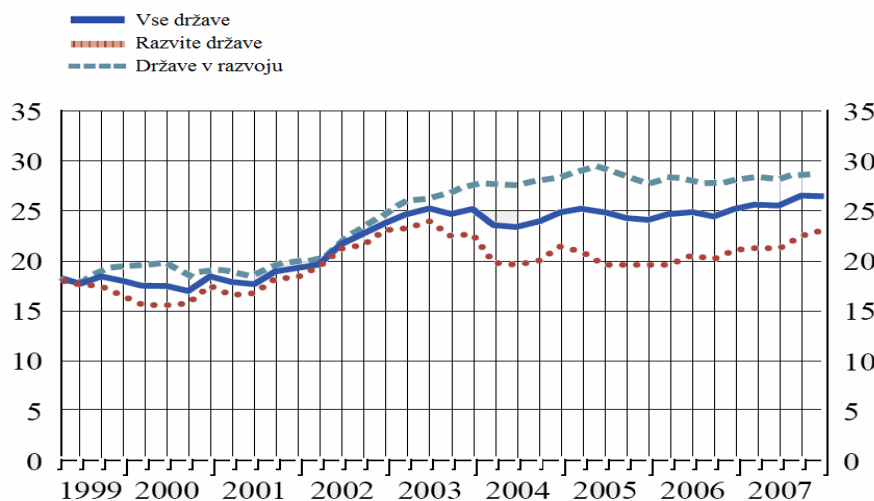
dosegla kar najboljši donos. Pri centralnih bankah naj bi bil na splošno nivo tveganja nižji kot pri privatnih investitorjih.

- Transakcijski motivi so različni od ene centralne banke do druge. Nanje pa vplivajo splošne mednarodne okoliščine, v katerih deluje gospodarstvo posamezne države. Centralna banka mora namreč imeti devizne rezerve v tistih valutah, ki jih najbolj potrebuje za izvajanje svojih politik, še posebno politike deviznega tečaja, če je njena valuta vezana na drugo valuto. Poleg režima deviznega tečaja na izbiro valute vplivajo tudi trgovinski in finančni tokovi.

Na pomembnost evra kot rezervne valute kaže delež evra v deviznih rezervah centralnih bank, ki se je med letoma 1999 in 2003 povečeval. Povečal se je namreč z 18 na 23 odstotkov. Delež evra se je povečeval tudi še po tem letu, vendar zgolj kot posledica dviga tečaja evra v primerjavi z drugimi valutami, ki še sestavljajo devizne rezerve. Tako je dosegel 26,5 odstotka v decembru leta 2007 (International role of the euro 2008, str. 61).

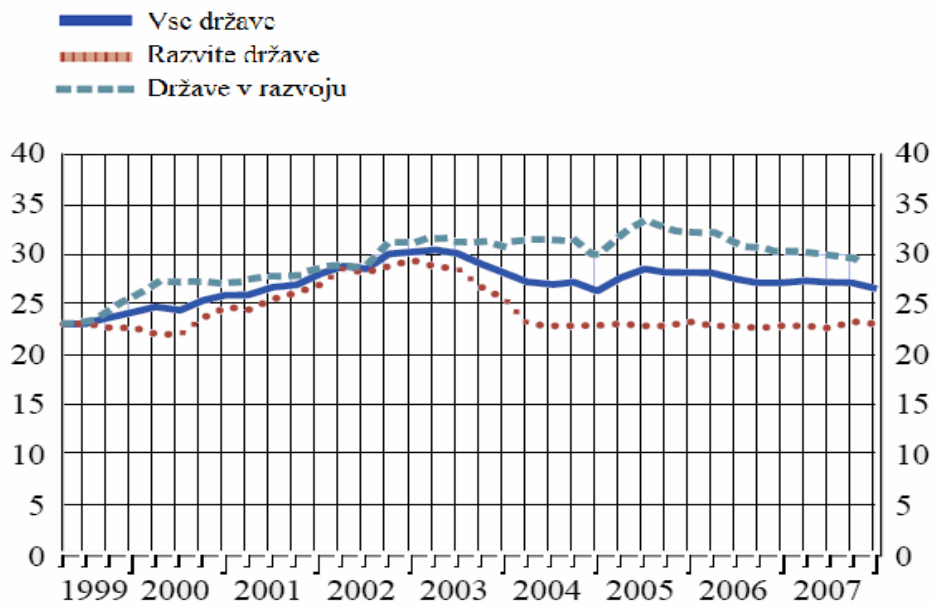
Če pa se delež evra vrednoti po stalnih deviznih tečajih, pa je njegov delež v deviznih rezervah po letu 2003 celo nekoliko upadel. V državah v razvoju je bil delež nekoliko višji, 29-odstoten. Na Sliki 7 je razvidno gibanje deleža evra v mednarodnih deviznih rezervah po tekočih deviznih tečajih, na Sliki 8 pa po trenutnih deviznih tečajih (International role of the euro 2008, str. 61).

Slika 7: Gibanje deleža evra v mednarodnih deviznih rezervah v tekočih deviznih tečajih



Vir: International role of the euro 2008, str. 61.

Slika 8: Gibanje deleža evra v mednarodnih deviznih rezervah v stalnih deviznih tečajih



Vir: *International role of the euro 2008*, str. 61.

Za umirjanje rasti deleža evra v skupnih mednarodnih deviznih rezervah v zadnjih letih je po ECB več vzrokov:

- Spremembe relativnega deleža posameznih držav v skupnih mednarodnih deviznih rezervah. Po letu 2003 so se hitreje povečevale devizne rezerve držav, ki imajo manjši delež svojih deviznih rezerv v evrih. Zato se je delež evra v skupnih mednarodnih deviznih rezervah zmanjševal.
- Izboljšana likvidnost instrumentov, denominiranih v evrih, na mednarodnih trgih kapitala je bila predvsem razlog, da se je povečal delež evra v mednarodnih deviznih rezervah v obdobju po njegovi uvedbi. Ta učinek povečanja likvidnosti pa se je sčasoma umiril in ne vpliva več na povečevanje.
- Glede na veliko apreciacijo evra proti drugim valutam, ki v večji meri sestavljajo mednarodne devizne rezerve, predvsem ameriškemu dolarju, je smiselno, da se je v zadnjih letih delež evra, gledano po stalnih deviznih tečajih, zmanjševal. Na ta način so namreč centralne banke dosegle, da se delež evra v njihovih deviznih rezervah ni preveč povečeval.

Ali centralno banko pri njenem odločanju o valutni strukturi deviznih rezerv bolj vodijo portfeljski ali transakcijski motivi, je možno izluščiti iz spremenljivosti valutne strukture deviznih rezerv, glede na to, ali gledamo valutno strukturo po stalnih deviznih tečajih ali po tekočih. Če daje centralna banka pri oblikovanju valutne strukture prednost portfeljskim

motivom, potem je njena valutna struktura manj spremenljiva, če so deleži posameznih valut vrednoteni po tekočih tečajih (Eichengreen & Mathieson, str. 4–13).

Če pa daje centralna banka prednost transakcijskim motivom, je njena valutna struktura manj spremenljiva, če je vrednotena po stalnih deviznih tečajih. Iz zgornjih dveh slik je razvidno, da delež evra v valutnih strukturah mednarodnih deviznih rezerv manj niha, če je vrednoten po stalnih deviznih tečajih. Iz tega bi lahko sklepali, da pri spreminjanju deleža evra, v valutnih strukturah deviznih rezerv centralnih bank, ki imajo v valutnih strukturah tudi evro, prevladujejo transakcijski motivi pred portfeljskimi (Eichengreen & Mathieson, str. 4–13).

4.3.3 Evro kot intervencijska valuta

Evro se kot intervencijska valuta uporablja predvsem s strani centralnih bank držav, ki imajo svojo valuto vezano na evro oz. imajo svojo valuto vezano na košarico valut, ki vsebuje evro. Med državami, ki so posegale na devizni trg v evrih, so bile najpomembnejše evropske države, ki še nimajo evra. Relativno velike intervencije v evrih je v letu 2004 izvajala Hrvaška centralna banka (International role of the euro 2008, str. 49).

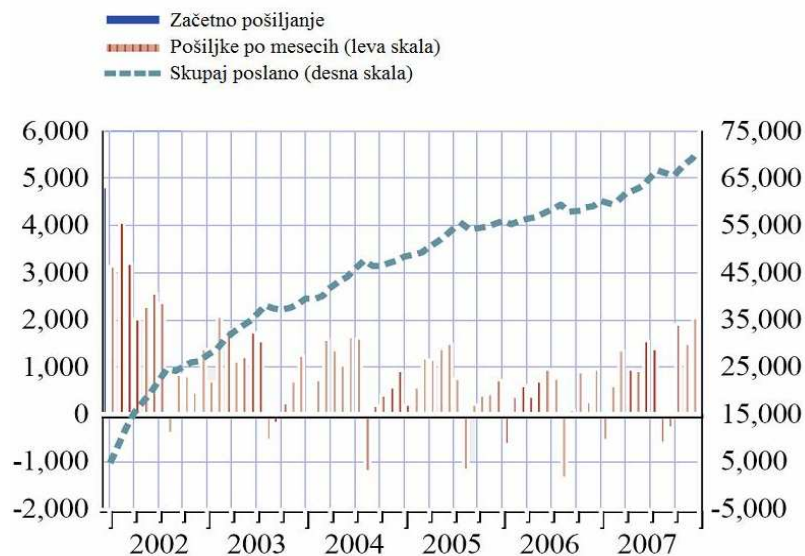
Poleg manjših držav v Evropi pa je intervencije v evrih izvajala tudi Ruska centralna banka, ki ima svojo valuto vezano na košarico valut, ki kot pomemben del vsebuje tudi evro. Leta 2005 je Ruska centralna banka spremenila delež evra v košarici valut, na katero je vezan rubelj, z 10 na 35 odstotkov. Rusija ima namreč 35 odstotkov zunanje trgovine z državami EMU. Centralne banke držav, ki imajo druge, v svetovnem merilu pomembne valute, na devizne trge ne posegajo, saj se tečaji oblikujejo prosto (International role of the euro 2008, str. 49).

4.4 Privatna uporaba evra v tretjih državah

4.4.1 Uporaba evrske gotovine v tretjih državah

Po podatkih ECB je bilo decembra 2007 v obtoku zunaj območja EMU za 70 milijard evrov gotovine, kar predstavlja 11-odstotni delež vse gotovine v obtoku. Natančne količine bankovcev in kovancev v obtoku zunaj območja EMU ni mogoče ugotoviti, zato se ti podatki nanašajo na gotovino, ki so jo v tujino poslale monetarne finančne institucije. Uporaba evrske gotovine v tujini se je počasi in enakomerno povečevala vse od uvedbe evra, kar je razvidno tudi na Sliki 9, ki prikazuje pošiljanje evrske gotovine s strani monetarnih finančnih institucij zunaj območja EMU (International role of the euro 2008, str. 50).

Slika 9: Uporaba evrske gotovine v državah zunaj EMU od uvedbe evra do konca decembra leta 2007

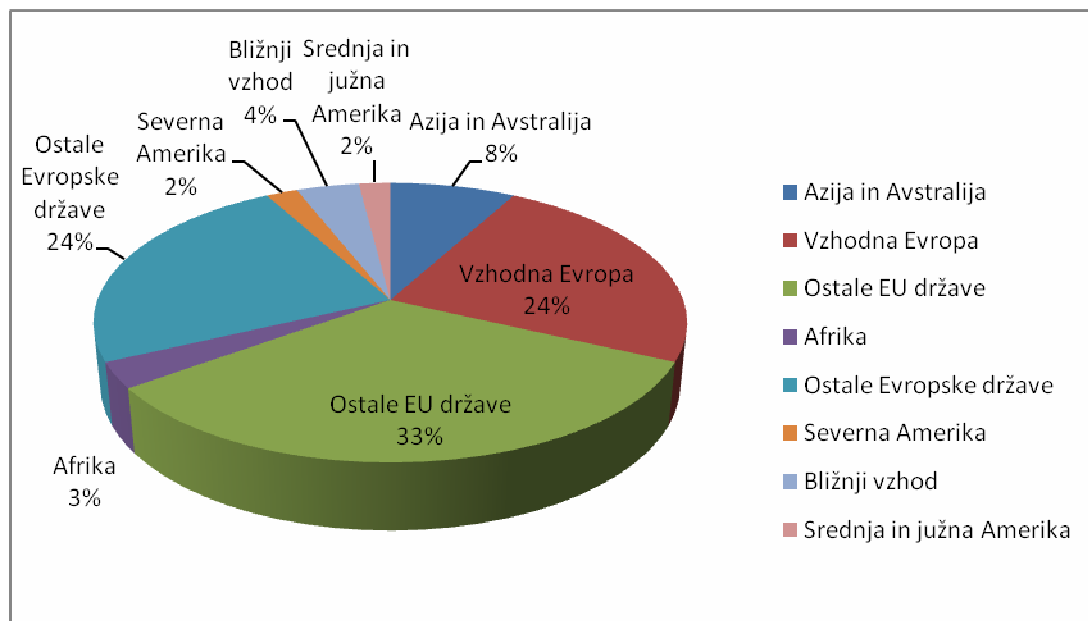


Vir: *International role of the euro 2008*, str. 50.

Na podlagi slike je možno ugotoviti, da se je uporaba evrske gotovine na območju zunaj EMU do decembra 2007 še vedno povečevala s konstantnimi letnimi prirastki.

Pomembna je tudi regionalna razporeditev uporabe evrske gotovine v tretjih državah. Kar 81 odstotkov vse evrske gotovine, ki je v uporabi zunaj EMU, se uporablja na področju Vzhodne Evrope in v drugih evropskih državah, ki še nimajo evra. Zunaj Evrope pa se evro v precej manjši meri uporablja precej enakomerno razporejeno po vseh svetovnih regijah. Nekoliko več, glede na preostale regije in njihovo število prebivalcev, se ga uporablja na Bližnjem vzhodu (štiri odstotke v primerjavi z osmimi odstotki v Aziji in Avstraliji skupaj) (*International role of the euro 2008*, str. 51). Na Sliki 10 je razvidna regionalna razporeditev uporabe evrske gotovine konec decembra leta 2007.

Slika 10: Razporeditev uporabe evrske gotovine konec decembra leta 2007 po svetovnih regijah



Vir: International role of the euro 2008, ECB, str. 51.

4.4.2 Depoziti v evrih v državah zunaj EMU

Na odločitev za depozite v tuji valuti vplivata predvsem dva razloga:

- **Pretekla ekonomska nestabilnost**

Nestabilnost v gospodarstvu v preteklosti je najpomembnejši razlog za večji delež depozitov v tuji valuti. Še posebno nestabilnost v obliki hiperinflacije. S tem razlogom so povezane tudi nekredibilne institucije v državi, za katere ni zaupanja, da bodo v prihodnosti sposobne zagotoviti bolj stabilne razmere (ECB, 2007). Po podatkih ECB imajo vse države, ki so imele zgodovino hiperinflacije velik delež depozitov v tujih valutah. Države, ki pa v preteklosti niso imele težav s preveliko inflacijo, pa imajo manjši delež depozitov v tuji valuti.

- **Inercija depozitov v tuji valuti**

Tudi po tem, ko se makroekonomske razmere v določeni državi uredijo, pa še vedno ostane relativno velik delež depozitov v tuji valuti (ECB, 2007). Dober primer tega pojava je bila Slovenija. V Sloveniji se je inflacija po osamosvojitvi vrnila na normalne nivoje, ki so omogočali varčevanje v tolarjih. Kljub temu pa je imelo leta 2006 po podatkih ECB kar 41 odstotkov vseh slovenskih državljanov depozite v evrih.

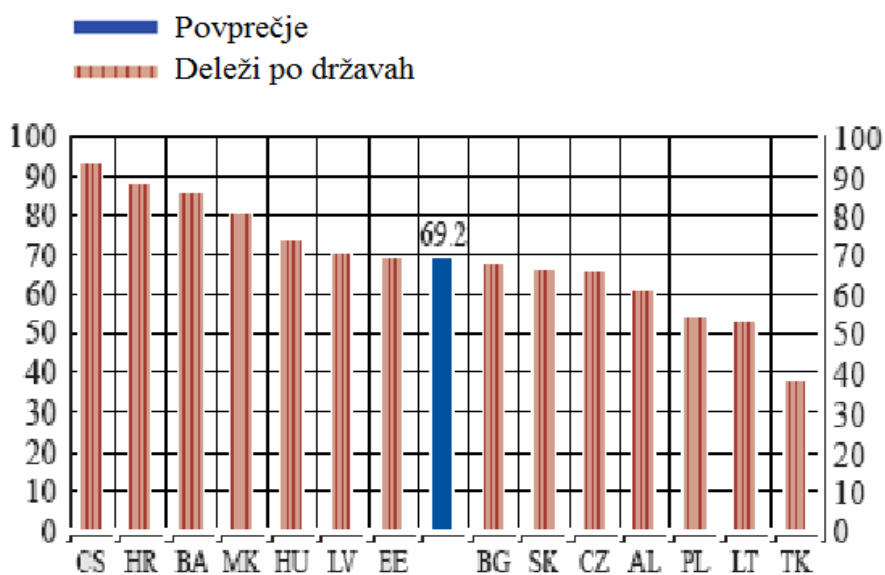
V povprečju je imel vsak rezident v tem letu za 370 evrov depozitov, povprečje drugih evropskih držav zunaj EMU pa je bilo 100 evrov.

4.4.3 Podatki o depozitih v evrih zunaj EMU

Najpomembnejšo vlogo ima evro kot delež v depozitih v tuji valuti na območju Srednje, Jugovzhodne in Vzhodne Evrope. V večini teh držav je tudi delež posojil danih v evrih med posojili danih v tujih valutah zelo visok, med 70 in 90 odstotki (International role of the euro 2008, str. 52). Visoki deleži depozitov in posojil danih v evrih v državah Vzhodne, Jugovzhodne in Srednje Evrope so razvidni tudi na Slikah 11 in 12.

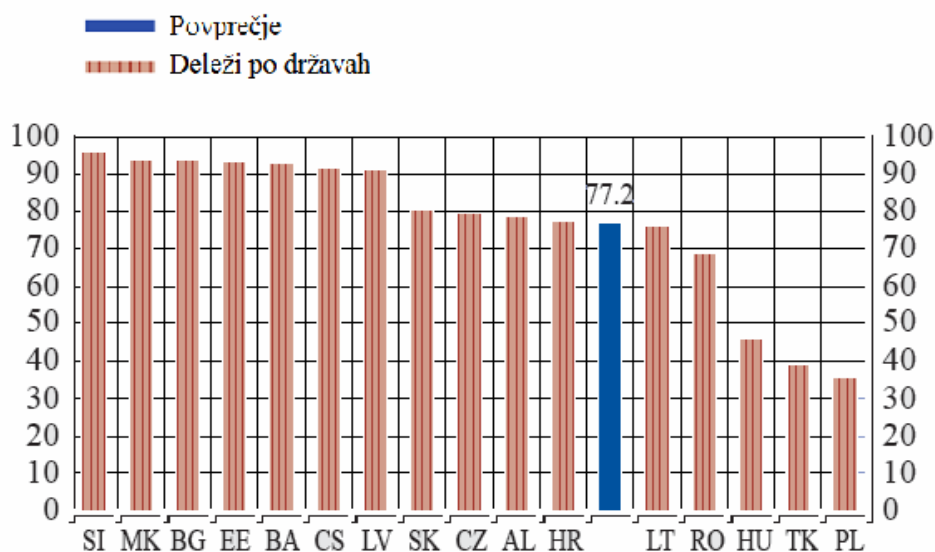
Drugod po svetu pa kot valuta v kateri se sklepajo devizni depoziti še vedno močno prevladuje ameriški dolar. Pa tudi delež depozitov v tuji valuti je v evropskih državah brez evra skoraj dvakrat večji kot drugod po svetu.

Slika 11: Delež depozitov v evrih v depozitih v tujih valutah po državah Jugovzhodne, Vzhodne in Srednje Evrope konec leta 2006



Vir: Review of the international role of the euro 2007, str. 67.

Slika 12: Delež posojil danih v evrih v posojilih danih v tujih valutah po državah
Jugovzhodne, Vzhodne in Srednje Evrope konec leta 2006



Vir: *Review of the international role of the euro 2007*, str. 67.

Med evropskimi državami brez evra imajo večji delež evra v depozitih v tujih valutah tiste države, ki imajo manj fleksibilno vezavo na evro. Kar ni presenetljivo, saj je na ta način v teh državah zmanjšano tveganje spremembe deviznega tečaja. Za omenjene države je značilno tudi, da je velika večina bank v lasti bank iz evro območja. Posledično imajo zato banke lahek dostop do sredstev v evrih (*Review of the international role of the euro 2007*, str. 68).

4.5 Evro na valutnih trgih

4.5.1 Deleži posameznih valut na valutnih trgih

Na valutnih trgih se promet v zadnjih letih zelo hitro povečuje in precej pridobivajo na pomembnosti. Tako se je povprečni dnevni promet med letoma 2004 in 2007 povečal za 70 odstotkov. Najbolj se je povečal obseg valutnih zamenjav, sledijo jim spot transakcije in terminske transakcije. V tem obdobju je delež transakcij, v katerih je sodeloval evro, ostal konstanten, in sicer 37-odstoten. Delež ameriškega dolarja in japonskega jena pa se je v teh treh letih zmanjšal. Delež ameriškega dolarja se je zmanjšal za 2,4 odstotka, na 86 odstotkov, delež japonskega jena pa za 3,7 odstotka, na 16,5 odstotka. Zmanjšanje teh dveh deležev je šlo v glavnem na račun povečanja deleža valut hitro razvijajočih se držav, kar tudi kaže na njihovo rastočo pomembnost. Tako se je med letoma 2004 in 2007 podvojil obseg trgovanja z hongkonškim dolarjem, povečal pa se je tudi delež novozelandskega dolarja in avstralskega dolarja. Iz teh števil je razvidno, da je ameriški dolar še vedno daleč najpomembnejša valuta na valutnih trgih (*International role of the euro 2008*, str. 35).

Gibanje deležev posameznih pomembnejših valut med letoma 2001 in 2007 je razvidno tudi iz Tabele 5.

Tabela 5: Gibanje deležev posameznih pomembnejših valut med letoma 2001 in 2007 v mednarodnih transakcijah (v %)

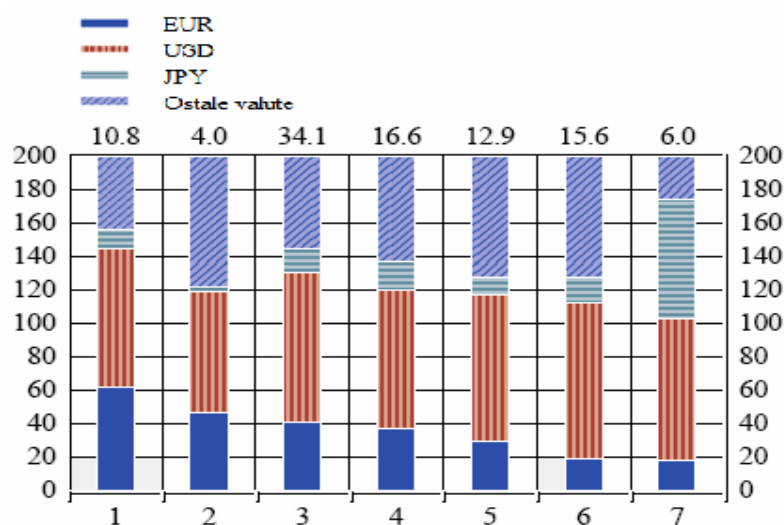
	2001	2004	2007
USD	90,3	88,7	86,3
EUR	37,6	36,9	37
JPY	22,7	20,2	16,5
Ostale valute razvitih držav	32,5	38,8	40,4
Valute držav v razvoju	16,9	15,4	19,8

Vir: International role of the euro 2008, str. 35.

4.5.2 Vpliv regije na delež evra na valutnih trgih

Regionalna razporeditev obsega valutnega trgovanja je v zadnjih 10 letih ostala precej nespremenjena. Največji promet je na valutnih trgih v Veliki Britaniji (34,1 odstotka), sledijo ZDA (16,6 odstotka) in evro območje (10,8 odstotka) in druge države. Večji delež v trgovanju ima posamezna valuta na svojem domačem trgu. To ne velja samo za ameriški dolar, ki ima na vseh trgih približno enak delež. To nakazuje, da samo ameriški dolar na valutnih trgih deluje kot mednarodna valuta. Uporablja se namreč za posredovanje pri trgovanju med tistimi valutami, kjer ni mogoča direktna menjava ene valute za drugo. Ta funkcija ameriškega dolarja je tudi eden od vzrokov za njegov visok delež na globalnem trgu. Evro to funkcijo opravlja v precej manjšem obsegu, kar se kaže tudi v večjem deležu evra na valutnih trgih v evroobmočju v primerjavi s trgi zunaj njega (International role of the euro 2008, str. 35).

Slika 13: Deleži posameznih valut v vseh transakcijah, po različnih svetovnih regijah



1. Evro območje	5. Ostale razvite države
2. Članice EU, brez evra (brez VB)	6. Države v razvoju
3. Velika Britanija	7. Japonska
4. ZDA	

Vir: *International role of the euro 2008*, str. 35.

4.5.3 Primerjava povprečnega razmika med nakupnim in prodajnim tečajem pri valutnih parih z evrom in dolarjem

Na valutnih trgih je razmik med nakupnim in prodajnim tečajem dober pokazatelj likvidnosti posamezne valute oz. valutnega para. Manjši, kot je razmik med nakupnim in prodajnim tečajem, bolj je nek valutni par likviden, in nasprotno. Valutni razmik tudi odraža stroške bank, ki trgu dajejo na voljo likvidnost, pri pridobivanju likvidnosti v določenih valutah. S strani trgovcev z valutami je bolj zaželeno trgovanje z valutami, ki imajo nižji razmik, saj razmik predstavlja strošek trgovanja, v nekaterih primerih celo edini strošek trgovanja.

Na podlagi podatkov Deutsche bank o razmikih med nakupnimi in prodajnimi tečaji za valutne pare pomembnejših valut (JPY, GBP, CHF, CAD, AUD, NZD) z evrom in dolarjem sem izračunal povprečni valutni razmik za posamezno valuto. Iz Tabele 6 so razvidni podatki o valutnih razmikih in izračunana povprečja. Povprečje razmikov valutnih parov z evrom je 10,5 točke (1 točka je 0,0001 evra), valutnih parov z dolarjem pa 5 točk (1 točka je 0,0001 dolarja). Pri teh rezultatih je treba upoštevati še devizni tečaj EUR/USD in povprečna razmika preračunati v eno valuto. Ob uporabi deviznega tečaja na 31. 10. 2008, ki je bil 1,2737 USD za 1 EUR (vir: aplikacija FXCM Trading Station 2.0) in preračunu povprečnih razmikov valutnih parov z dolarjem v evre, je povprečen valutni razmik v evrih pri valutnih parih z dolarjem 3,9 točke.

Tabela 6: Podatki o valutnih razmikih pri valutnih parih preostalih pomembnih svetovnih valut z dolarjem in evrom ter izračunana povprečna valutna razmika, pri čemer je valutni razmik parov z dolarjem preračunan v evre

EUR/JPY	4	USD/JPY	3
EUR/GBP	3	USD/GBP	4
EUR/CHF	5	USD/CHF	4
EUR/CAD	6	USD/CAD	4
EUR/AUD	15	USD/AUD	4
EUR/NZD	30	USD/NZD	11
Povprečje	10,5	Povprečje	5
Povprečje (v EUR)	10,5	Povprečje (v EUR)	3,9

Vir: *Dealing spreads, 2008.*

Na podlagi teh podatkov in podatkov iz točk 3.5.1 in 3.5.2 je možno priti do zaključka, da je ameriški dolar še vedno močno vodilna valuta na globalnih valutnih trgih.

5 KORISTI IN SLABOSTI OD EVRA KOT MEDNARODNE VALUTE

Od evra kot mednarodne valute ima lahko EMU tako koristi kot škodo. Težava, ki se pojavlja pri tem, je, da se teh koristi in škode oz. njihovega vpliva na BDP območja z evrom ne da natančno izmeriti (ECB Monthly bulletin, 1999, str. 43).

5.1 Dobiček od izdajanja denarja

Seigniorage je dobiček, ki ga pridobi centralna banka, ki izdaja denar. Gre za najbolj neposredno obliko koristi. Seigniorage centralna banka pridobi korist od vseh, ki držijo njen denar, tako od rezidentov, kot tudi nerezidentov njenega denarnega območja. V primeru pridobivanja seignioraga od nerezidentov denarnega območja pa seigniorage predstavlja korist za celotno denarno območje. Obstaja več načinov, na katere centralna banka, ki izdaja mednarodno valuto, pridobi seigniorage. Glavni način pridobivanja seignioraga je z vidika celotne EMU v tem, da tujim državljanom v zameno za držanje evrov ni treba plačevati obresti. Na drugi strani pa na svoja sredstva ECB zasluži določen donos.

Kot seigniorage je mogoče razumeti tudi blago, ki ga država, ki izdaja mednarodno valuto, pridobi v zameno za svoj denar. Če je valuta neke države namreč mednarodna valuta, potem veliko te valuta kroži po tujini. V zameno za ta denar je morala država pridobiti neko korist, lahko gre za blago oz. storitve ali pa za naložbe te države v tujini. Še en vir seignioraga so nižje obresti, ki jih mora plačevati država na svoje izdane obveznice. Če je valuta neke države

tudi mednarodna valuta, to pomeni, da veliko tujih državljanov kupuje njene državne obveznice. Zaradi večjega povpraševanja imajo lahko te državne obveznice nižjo donosnost, kot bi jo morale imeti sicer (Papaioannou & Portes, 2008, str. 37). Koliko seignioraga bo centralna banka dobila iz tujine, je seveda odvisno od pogostosti uporabe določene valute v tujini. Iz vseh prejšnjih poglavij je razvidno, da uporaba evra v tujini za vse načine njegove uporabe narašča, v zadnjih letih sicer nekoliko počasneje. Njegova uporaba naj bi v prihodnjih letih še naraščala. Ocenjeni pobrani seigniorage pa naj ne bi presegel 0,1 odstotka BDP (Papaioannou & Portes, 2007, str. 18), seigniorage od evra v obtoku v tretjih državah pa 0,2 odstotka BDP (Kannan, 2007, str. 4). Za primerjavo: korist od pobranega seignioraga v ZDA naj bi po Papaioannou in Portesu (2008, str. 38) znašala 0,12 odstotka BDP.

5.2 Prihranki pri transakcijskih stroških

Glavno korist, še posebno v realnem sektorju, od evra kot mednarodne valute predstavljajo prihranki pri transakcijskih stroških. Za podjetja se glavni prihranki pojavijo v obliki zmanjšane potrebe po menjavi valut zaradi večje sprejemljivosti evra kot valute za mednarodno trgovanje (ECB Monthly bulletin, 1999, str. 43).

Tudi podjetja, ki bi še vedno s tujino trgovala v tuji valuti bi imela od evra kot mednarodne valute koristi. Zaradi večje likvidnosti bi se namreč pocenila zaščita pred valutnim tveganjem. Zmanjšali bi se stroški nabave izvedenih finančnih instrumentov namenjenih ščitenju pred tem tveganjem. V zvezi s padajočimi stroški ščitenja pred tveganjem spremembe deviznega tečaja pa Qere (1996, str. 65) meni, da evropski izvozniki ne bi imeli dodatnih koristi od prevalitve teh stroškov na kupce zunaj EMU. Izvozniki namreč lahko prevalijo stroške ščitenja pred tem tveganjem samo v primeru, če so v boljšem pogajalskem položaju od kupca. Če pa so že v boljšem pogajalskem položaju od kupca, pa so te stroške na kupca prevalili, še preden je evro postal mednarodna valuta in so se stroški iz naslova ščitenja pred spremembo deviznega tečaja zmanjšali. Ti stroški bi se za izvoznike v EMU zmanjšali zgolj v primeru, če bi bili v boljšem pogajalskem položaju njihovi kupci.

Pri fizičnih osebah gre za koristi v obliki prihrankov pri potovanju zunaj območja evra, saj so pri menjavi valut zaradi večje likvidnosti evra na valutnih trgih deležni manjše razlike med nakupnim in prodajnim tečajem (ECB Monthly bulletin, 1999, str. 43).

5.3 Koristi in slabosti za finančni sektor

Banke s sedežem v območju evra imajo lažji dostop do evrov kot banke, ki imajo sedež zunaj tega območja. Večje, kot je povpraševanje po evru v mednarodnem okolju, večjo prednost imajo banke iz evroobmočja pred bankami iz drugih valutnih območij, saj lahko pridobijo

likvidnost v evrih po ugodnejših cenah kot njihove konkurentke. Poleg tega pa bi večja uporaba evra v mednarodnem okolju povečala tudi varčevanje v evrih, kar bi še olajšalo bankam iz evro območja dostop do likvidnosti (ECB Monthly bulletin, 1999, str. 44).

Če bi bil evro v širši uporabi tudi v mednarodnem okolju, bi to povečalo tudi količino depozitov v evrih, ki jih imajo tujci pri bankah iz EMU. V primeru hitrih sprememb v pričakovanih deponentov o gibanju obrestnih mer in/ali deviznega tečaja bi lahko prišlo do večjega odliva teh sredstev. Banke iz EMU bi v takem primeru lahko bile izpostavljene likvidnostnemu šoku, še posebno v primeru, če bi imele na pasivi krajšo ročnost kot na aktivih. Ta nevarnost je zgolj teoretična, saj ni velikih depozitov s strani tujcev v EMU. Tudi obsežnejša mednarodna uporaba evra je omejena zgolj na evropske države brez evra in Bližnji vzhod (ECB Monthly bulletin, 1999, str. 43).

V primeru večje uporabe evra kot valute za naložbe v finančne instrumente s strani tujcev bi lahko ob njihovih spremenjenih pričakovanjih glede deviznih tečajev oz. obrestnih mer prišlo do večje volatilitnosti cen teh instrumentov, kot bi se to zgodilo, če evro ne bi bil pomembna mednarodna valuta (ECB Monthly bulletin, 1999, str. 44).

SKLEP

V prvem delu naloge je predstavljena teorija optimalnega valutnega območja, ki je predstavljala osnovo za oblikovanje Ekonomske in monetarne unije. Predstavljena je predvsem z vidikov stroškov in koristi Monetarne unije. Prispevki te teorije so predvsem spoznanja o tem, kateri dejavniki vplivajo na to, ali je obseg nekega valutnega območja optimalen z vidika stroškov in koristi. Ti dejavniki so: delež trgovine znotraj valutnega območja v BDP članic tega območja, divergentnost stopenj rasti BDP med posameznimi članicami valutnega območja, mobilnost delovne sile med državami članicami in fleksibilnost plač v država članicah.

V drugem delu je opisana evolucija ekonomske in monetarne unije. Pomembnejši dogodki so npr. predstavitev Wernerjevega poročila, ki je opredelilo bistvene usmeritve za razvoj EMU, ki so tudi kasneje ostale nespremenjene. Zanimiv je vpliv mednarodnih razmer na razvoj EMU. Pomembno so vplivale predvsem v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja. Takrat so bile značilnosti monetarnega integriranja predvsem kača v tunelu, kjer je šlo za skupno drsenje takratnih evropskih valut, glede na ameriški dolar in ustanovitev Evropskega monetarnega sistema. V okviru EMS je bila najbolj pomembna uvedba ECU-ja, pri katerem je šlo za predhodnika današnjega evra. Poleg uraden uporabe se je namreč uporabljal tudi za privatne namene. Različni mednarodni dejavniki so konec osemdesetih in v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja povzročili krizo EMS, ki je zaradi tega pospešila postopek ustanavljanja EMU. Cilje povezane z ustanovitvijo EMU je natančneje opredelilo Delorsovo poročilo, ki je predvidevalo uvajanje EMU v treh fazah, ki so bile kasneje tudi izvedene približno tako, kot so bile zamišljene.

Evropska centralna banka je daleč najpomembnejša institucija EMU in njena vloga je odločilna tudi za uveljavljanje evra v mednarodnem okolju. Glavni cilj ECB je medletna inflacija do dva odstotka na srednji rok. Instrumenti, ki jih ima ECB na voljo za doseg tega cilja, se ne razlikujejo bistveno od instrumentov, ki jih ima na voljo katerakoli centralna banka. Od centralnih bank manjših valutnih območij se razlikuje po tem, da načeloma ne uporablja politike deviznega tečaja, saj naj devizni tečaj evra zaradi velikosti njegovega valutnega območja ne bi bil pomemben.

Vloga evra v mednarodnih izdajah obveznic narašča, v zadnjih treh letih pa se je nekoliko umirila. Podatki so podobni ne glede na to, ali je uporabljena ozka, široka ali globalna definicija mednarodne izdaje obveznic. Na izbiro posameznega izdajatelja mednarodne obveznice o tem, v kateri valuti bo obveznico izdal, vplivajo dejavniki, kot so: zavarovanje pred valutnim tveganjem, diverzifikacija virov financiranja, možnost arbitraže stroškov financiranja in zmanjševanje transakcijskih stroškov izdaje mednarodne obveznice.

Uporaba evra v mednarodni trgovini še vedno precej zaostaja za uporabo ameriškega dolarja. Nekoliko višji delež transakcij v evrih v zunanji trgovini imajo države članice EMU, države članice EU, ki še nimajo evra in preostale evropske države. Kljub temu pa tudi pri nekaterih članicah EMU, kot je npr. Grčija, delež evra v zunanji trgovini ni presegel 50 odstotkov. To je predvsem posledica prevladujočega položaja ameriškega dolarja pri trgovanju z določenim blagom, kot je npr. nafta.

V tečajnih politikah tretjih držav, torej držav, ki niso članice EMU, je evro lahko uporabljen na več načinov, ki so medsebojno povezani. Svojo valuto vežejo na evro, predvsem manjše in odprte ekonomije, pri katerih menjava z EMU predstavlja velik delež v BDP. Precej držav ima svojo valuto vezano na evro posredno, torej prek košarice valut, v kateri ima evro večji ali manjši delež. Tečajna politika določene centralne banke pa vpliva tudi na valutno sestavo njenih rezerv. Tečajna politika spada med transakcijske motive, poleg njih pa na valutno strukturo rezerv centralnih bank vplivajo še portfeljski motivi. Delež evra v rezervah centralnih bank se je po njegovi uvedbi sčasoma povečeval.

Uporaba evrske gotovine zunaj območja EMU narašča vse od njegove uvedbe. Do decembra 2007 je bilo tako v tujini že 11 odstotkov vse gotovine v obtoku. Kot pri drugih načinih uporabe evra v tujini pa tudi v primeru gotovine velja, da je večina še vedno v uporabi v geografski bližini EMU. Podobno je stanje tudi v zvezi z depoziti v evrih kot tuji valuti.

Vse od njegove uvedbe do danes je delež evra v transakcijah na mednarodnih valutnih trgih okrog 37-odstoten. Delež ameriškega dolarja in japonskega jena pa se je v istem obdobju zmanjšal predvsem na račun valut hitro razvijajočih se držav. Po deležu transakcij na valutnih trgih je evro druga valuta. Pomembna razlika glede na vodilni ameriški dolar pa je v tem, da se evro veliko manj uporablja za posredovanje pri transakcijah med manj likvidnimi valutami.

Pri večini načinov uporabe evra v svetu se je njegova uporaba močno povečala v letih po njegovi uvedbi. Kasneje, predvsem po letu 2005, pa se je delež evra v mednarodnih

transakcijah, rezervah centralnih bank in v mednarodnih izdajah obveznic umiril in ostaja precej konstanten. Še naprej pa raste uporaba evrske gotovine po svetu in uporaba depozitov v evrih. Tudi njegov delež med transakcijami na valutnih trgih se ne povečuje tako močno, da bi bilo možno reči, da bo v kratkem prevzel vodilno vlogo od ameriškega dolarja, ki na teh trgih še vedno močno prevladuje. Na splošno pa je bistveno večja uporaba evra v evropskih državah, ki še nimajo evra in v državah, ki so geografsko blizu Evrope. Na tem območju evro dejansko opravlja vlogo mednarodne valute in je prehitel dolar. Drugod po svetu pa ima ameriški dolar še vedno vodilno vlogo.

LITERATURA IN VIRI

- 1.) Apel, E. (2003). *European Monetary Integration 1958–2002*. New York: Routledge.
- 2.) Bachetta, P. & Wincoop, E. (2002). Working paper No. 177, A Theory of the currency denomination of international trade. *ECB Working paper series*, 177, 5–9, 31.
- 3.) Benassy-Qere, A. (1996). *Potentialities and Oportunities of the Euro as an International Currency*. Najdeno 9. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/pdf/1996/wp96-09.pdf>.
- 4.) Cohen, B. (2005). Currency choice in international bond issuance. *BIS Quarterly review-June 2005*, 53–56.
- 5.) *Dealing spreads*. Najdeno 1. novembra 2008 na spletnem naslovu http://www.dbfx.com/dbfx/pages/currency_pairs_and_spreads.jsp
- 6.) Eichengreen, B., & Mathieson D. (2000). The currency composition of foreign exchange reserves: retrospect and prospect, *IMF Working Paper*, 131, 4–13.
- 7.) *ECB monthly bulletin-August 1999*. (1999). Frankfurt am Main: European Central Bank.
- 8.) ECU: Changes in composition, central rates and weights. Najdeno 22. septembra 2008 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/facts/realignments_ems_ecu.pdf.
- 9.) *Evropska centralna banka, evrosistem, evropski sistem centralnih bank*. (2006). Frankfurt am Main: ECB.
- 10.) Geis, A., Mehl, A., Wredenburg, S. (2004). The international role of the euro, evidence from bonds issued by non-euro area residents. *ECB Occasional paper series*, (18), 27.
- 11.) Gros, D. & Thygesen, N. (1998). *European monetary integration*. London: Prentice Hall.
- 12.) Kannan, P. (2007). On the welfare benefits of an international currency. *IMF Working Paper*, 49, 4.
- 13.) Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance* Ljubljana: GV Založba.
- 14.) Papaioannou, E. & Portes, R. (2008). *Costs and benefits of running an international currency*. Brussels: European commission, Directorate-General for Economic and Financial affairs.

- 15.) Papaioannou, E. & Portes, R. (2008). *The euro as an international currency vis-a-vis the dollar*. Najdeno 9. decembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.euro50.org/2007/rome/Papaioannou.pdf>.
- 16.) *Phases of EMU*. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.dip-badajoz.es/eurolocal/entxt/emu/fases.htm>.
- 17.) *Review of the international role of the euro*. (2002). Frankfurt am Main: European Central Bank.
- 18.) *Review of the international role of the euro*. (2005–12). Frankfurt am Main: European Central Bank.
- 19.) *Review of the international role of the euro*. (2007). Frankfurt am Main: European Central Bank.
- 20.) Ribnikar, I. (2003). *Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem* (2. izdaja) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- 21.) Scheller, H. K. (2006). *The European central bank-History, role and functions* (2nd edition) Frankfurt am Main: European central bank.
- 22.) *The international role of the euro*. (2008). Frankfurt am Main: European Central Bank.