

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

GIBANJE DEVIZNEGA TEČAJA EVRA GLEDE NA DOLAR

Ljubljana, september 2004

SAŠA ZORAN

IZJAVA

Študent/ka _____ izjavljam, da sem avtor/ica tega
diplomskega dela, ki sem ga
napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela
na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

	stran
1. UVOD.....	1
2. OSNOVNI POJMI V ZVEZI Z DEVIZNIM TEČAJEM.....	2
2.1. POJEM DEVIZE.....	2
2.2. VALUTA.....	2
2.3. KONVERTIBILNOST VALUTE.....	3
2.4. DEVIZNI TEČAJ.....	3
2.4.1. <i>Nominalni bilateralni devizni tečaj.....</i>	<i>4</i>
2.4.2. <i>Realni bilateralni devizni tečaj.....</i>	<i>4</i>
2.5. OPREDELITEV SISTEMOV DEVIZNEGA TEČAJA.....	5
3. FAKTORJI VPLIVANJA NA SPREMINJANJE DEVIZNEGA TEČAJA.....	5
3.1. SPREMINJANJE DEVIZNEGA TEČAJA V ODVISNOSTI OD SPREMENB V POSAMEZNIH SEGMENTIH PLAČILNE BILANCE.....	6
3.1.1. <i>Spremembe v tekočem računu.....</i>	<i>6</i>
3.1.2. <i>Spremembe v kapitalsko-finančnem računu.....</i>	<i>6</i>
3.1.3. <i>Spremembe v mednarodnih denarnih rezervah.....</i>	<i>6</i>
3.2. SPREMINJANJE DEVIZNEGA TEČAJA V ODVISNOSTI OD SPREMENB POSAMEZNIH MAKROEKONOMSKIH INDIKATORJEV.....	7
3.2.1. <i>Razlike v stopnjah inflacije.....</i>	<i>7</i>
3.2.2. <i>Razlike v obrestnih merah.....</i>	<i>7</i>
3.2.3. <i>Razlike v ravni dohodka.....</i>	<i>8</i>
3.2.4. <i>Pričakovanja.....</i>	<i>8</i>
3.2.5. <i>Politični in psihološki faktorji.....</i>	<i>9</i>
3.2.6. <i>Drugi faktorji.....</i>	<i>9</i>
4. TEORIJE OBLIKOVANJA DEVIZNIH TEČAJEV.....	10
4.1. PLAČILNOBILANČNA TEORIJA ALI TEORIJA O RAVNOTEŽNEM TEČAJU.....	10
4.2. TEORIJA PARITETE KUPNIH MOČI.....	11
4.3. MONETARNA ALI DENARNA TEORIJA.....	11
4.4. PREMOŽENJSKA ALI PORTFELJSKA TEORIJA.....	12
5. UVEDBA EVRA IN OBLIKOVANJE EVROPSKE MONETARNE UNIJE.....	13
5.1. EVRO.....	13
5.2. EVROPSKA MONETARNA UNIJA (EMU).....	13
5.3. RAZLOGI ZA UVEDBO EVRA.....	15
6. TEORETIČNA PODLAGA ZA SVETOVNO VALUTO	16
6.1. DEJAVNIKI MEDNARODNE UPORABNOSTI VALUTE.....	17
6.2. KAZALCI MEDNARODNE VLOGE VALUTE.....	17
6.2.1. <i>Velikost gospodarstva, ki je podlaga valuti, in delež tega gospodarstva v svetovni trgovini.....</i>	<i>18</i>
6.2.2. <i>Neodvisnost gospodarstva od zunanjih dejavnikov in omejitev.....</i>	<i>18</i>
6.2.3. <i>Nizek prag devizne kontrole.....</i>	<i>18</i>
6.2.4. <i>Širina, globina in likvidnost kapitalskih trgov valute.....</i>	<i>18</i>
6.2.5. <i>Moč in stabilnost valute ter njegov zunanji položaj.....</i>	<i>19</i>
6.3. EVRO IN DOLAR SKOZI KAZALCE MEDNARODNE VALUTE.....	19

7.	GIBANJE DEVIZNEGA TEČAJA EVRO DOLAR V OBDOBJU OD 1999 DO 2004.....	21
7.1.	OBDOBJE NEGATIVNEGA TRENDNA DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD	22
7.2.	GIBANJE OBRESTNE MERE EVRO OBMOČJA IN ZDA V OBDOBJU NEGATIVNEGA TRENDNA GIBANJA TEČAJA EUR/USD.....	23
7.2.1.	<i>ECB in obrestna mera v obdobju 1999 do 2001.....</i>	24
7.2.3.	<i>FED in obrestna mera v obdobju 1999 do 2001.....</i>	25
7.3.	RAZLOGI ZA SPREMEMBO TRENDNA GIBANJA DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD.....	25
7.4.	OBDOBJE POZITIVNEGA TRENDNA DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD.....	27
7.5.	GIBANJE OBRESTNE MERE EVRO OBMOČJA IN ZDA V OBDOBJU POZITIVNEGA TRENDNA GIBANJA TEČAJA EUR/USD.....	28
7.5.1.	<i>ECB in obrestna mera v obdobju od 2002 do 2004.....</i>	28
7.5.2.	<i>FED in obrestna mera v obdobju od 2002 do 2004.....</i>	29
8.	DELEŽ EVRA V MEDNARODNIH DEVIZNIH REZERVAH.....	30
9.	SKLEP.....	33
10.	LITERATURA.....	34
11.	VIRI.....	35

KAZALO TABEL

	Stran
Tabela 1	Gibanje inflacije evro območja in ZDA v obdobju od 1999 do 2003
	20
Tabela 2	Stanje tekočega dela plačilne bilance ZDA in držav evro območja od 1999 do 2003 (% BDP)
	20
Tabela 3	Gospodarska rast evro območja in ZDA v obdobju od 1999 do 2003
	22
Tabela 4	Spreminjanje obrestne mere s strani ECB-ja v obdobju od 1999 do 2001
	24
Tabela 5	Spreminjanje obrestne mere s strani FED-a v obdobju od 1999 do 2001
	25
Tabela 6	Spreminjanje obrestne mere s strani ECB-ja v obdobju od 2002 do 2004
	29
Tabela 7	Spreminjanje obrestne mere s strani FED-a v obdobju od 2002 do 2004
	29
Tabela 8	Relativni delež posameznih valut v mednarodnih deviznih rezervah v obdobju od 1993 do 2002 (v %)
	31

KAZALO SLIK

	Stran
Slika 1	Gibanje deviznega tečaja evro dolar v obdobju od 1. 1. 1999 do 1. 7. 2004
	21
Slika 2	Spreminjanje obrestne mere s strani ECB-ja v obdobju od 1999 do 2004
	28
Slika 3	Spreminjanje obrestne mere s strani FED-a v obdobju od 1999 do 2004
	30

SPISEK OKRAJŠAV

BDP – bruto domači proizvod
ECB – Evropska centralna banka
ECU – Evropska valuta
EGS – Evropska gospodarska skupnost
EMS – Evropski monetarni sistem
EMU – Evropska monetarna unija
EU – Evropska unija
EUR – Evro
FED – Ameriška centralna banka
MDR – mednarodne devitne rezerve
MDS – Mednarodni denarni sklad
OCA – optimalno valutno področje
SDR – posebne pravice črpanja
USD – Ameriški dolar
VB – Velika Britanija
ZDA – Združene države Amerike

1. UVOD

Vsaka država ali denarna unija ima svojo valuto. Če hočemo določeno valuto zamenjati v drugo valuto ali pa če na primer želimo primerjati cene v eni državi s cenami v drugi državi, nujno rabimo devizni tečaj. Devizni tečaj nam dejansko pove ceno valute oziroma, koliko stane enota določene valute. Z njegovo pomočjo lahko cene po vsem svetu prevedemo na skupni imenovalac, recimo, da je to domača valuta in te vrednosti primerjamo med seboj.

Namen diplomske naloge je prikazati gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar od uvedbe evra naprej. Eden izmed ciljev, zaradi katerih je bila uvedena skupna evropska valuta, je bil konkurirati ameriškemu dolarju kot vodilni mednarodni valuti. Moč valute se odraža skozi gibanje deviznega tečaja. Glede na to, kako se je v vseh letih od uvedbe evra gibal njegov tečaj glede na dolar, bom prikazal, ali je evru uspelo postati konkurenčna valuta dolarju.

V uvodnem poglavju bom predstavil osnovne pojme v zvezi z deviznim tečajem. Zaradi pogostega enačenja devize in valute bom natančneje opisal oba pojma, nato pa še razložil konvertibilnost valute. Za konec uvodnega dela bom podrobneje opisal devizni tečaj in opredelitev sistemov deviznega tečaja.

Devizni tečaj se tako kot vsaka druga cena spreminja. V drugem poglavju bom opisal faktorje, ki vplivajo na spreminjanje te cene. V osnovi se faktorji delijo na dve skupini, saj se devizni tečaj spreminja v odvisnosti od sprememb v posameznih segmentih plačilne bilance in v odvisnosti od sprememb posameznih makroekonomskih indikatorjev.

Obstajajo številne teorije, ki govorijo o oblikovanju deviznega tečaja. V tretjem poglavju bom zato predstavil plačilno-bilančno teorijo ali teorijo o ravnotežnem tečaju, teorijo paritete kupnih moči, monetarno ali denarno teorijo in na koncu premoženjsko ali portfeljsko teorijo.

Vsebina četrtega poglavja bo evro, razlogi za njegovo uvedbo in oblikovanje Evropske monetarne unije. Tema naslednjega poglavja bo teoretična podlaga za svetovno valuto, in sicer dejavniki mednarodne uporabnosti valute in kazalci mednarodne vloge valute ter na osnovi teh kazalcev primerjava evra in dolarja.

Naslednje poglavje bo osrednje poglavje diplomske naloge. V njem bom prikazal gibanje deviznega tečaja evra glede na dolar. Gibanje tečaja sta zaznamovala dva trenda, naraščajoči in padajoči. Ključni dejavniki, ki so vplivali na spremembo trenda, so se zgodili v ameriškem gospodarstvu, kar bom opisal v posebnem podpoglavju. Centralne banke skušajo na gibanje vrednosti valute vplivati s spreminjanjem obrestne mere, in sicer s spreminjanjem ključne kratkoročne obrestne mere, po kateri centralna banka posoja denar poslovnim bankam. Prikazal bom, kako sta Evropska in Ameriška centralna banka spreminjali obrestno mero glede na gibanje deviznega tečaja.

Za konec pa bom pokazal, kako je z zaupanjem v evro in dolar. Na podlagi mednarodnih deviznih rezerv bom prikazal, ali je uvedba evra spremenila valutno razmerje v mednarodnih deviznih rezervah oziroma ali se je relativni delež dolarjev v mednarodnih deviznih rezervah od uvedbe evra spremenil.

2. OSNOVNI POJMI V ZVEZI Z DEVIZNIM TEČAJEM

2.1. POJEM DEVIZE

Da bi lahko definirali, kaj je devizni tečaj, moramo najprej razložiti pojem devize, saj se v praksi in literaturi pri nas pogostokrat pojavlja zmeda pri definiciji devize. Pogostokrat se jo enači kar z valuto. Tak primer je recimo tuj denar oziroma tuja gotovina, ki ni deviza, ampak valuta. Deviza tudi ni devizna vloga pri slovenskih bankah ali pa recimo tuj denar, ki ga ljudje držijo v nogavicah.

Deviza je tuj knjižni denar, to je imetje pri bankah v tujini. Da bi bili popolnoma natančni, moramo k temu dodati še druge kratkoročne terjatve do tujine, izražene v tujem denarju (Notar, 1989, str. 4). Devizni tečaj je potemtakem cena enote tujega knjižnega denarja ali kratkoročnih terjatev do tujine.

Zakon o deviznem poslovanju opredeljuje devizo bolj splošno, in sicer "Devize so denarne terjatve do tujih bank" (Zakon o deviznem poslovanju 1999).

2.2. VALUTA

Čeprav moramo razlikovati med pojmom devize in pojmom valute, lahko valuto v širšem smislu štejemo za devizo. Če gledamo na valuto iz domače države, jo lahko opredelimo kot tuj denar, s katerim razpolagamo v državi, medtem ko je deviza tuj denar, s katerim razpolagamo v tujini.

Valuta ima več pomenov, najpogosteje pa z njo označujemo efektivni tuj denar, to je papirni in kovani. Valuta lahko pomeni tudi veljavni sistem v državi. Glede na to, kako je določena vrednost denarne enote, lahko pomeni nacionalni denar ali pa rok, do katerega morajo biti poravnane denarne obveznosti.

Glede na funkcije, ki jo opravljajo valute v mednarodnem poslovanju oziroma glede na vlogo pri mednarodnih plačilih, delimo valute na posredniške in neposredniške (Ribnikar, 1999, str. 15). Za posredniško valuto štejemo tisto, ki se uporablja med transaktorji, za katere to ni njihova nacionalna valuta (npr. da poteka plačilo med slovenskim in italijanskim transaktorjem v dolarjih), medtem ko je neposredniška valuta tista, ki se uporablja med transaktorji, ki je za enega izmed njih nacionalna valuta (npr. da poteka plačilo med slovenskim in italijanskim transaktorjem v evrih). Z valuto je tesno povezan pojem konvertibilnost valute.

2.3. KONVERTIBILNOST VALUTE

Konvertibilnost pomeni zamenljivost valute. Poznamo notranjo in zunanjo konvertibilnost. Zunanja zamenljivost določene valute pomeni, da je država v vsakem trenutku sposobna odkupovati presežke svoje valute v rokah nerezidentov oziroma tujcev, pri čemer so se jim presežki natekli iz naslova tekočih transakcij (Veselinovič, 1998, str. 26). Nekonvertibilnost pomeni, da lahko tujec porabi tujo nacionalno valuto le v državi, katere valuto ima. Zunanja konvertibilnost omogoča vstop v multilateralni sistem mednarodnega plačevanja. To pomeni, da lahko tujec, ki ima tuj nacionalni denar, kupuje kjer koli v svetu.

Za valuto je pomembno predvsem, da si pridobi mednarodno zaupanje in da lahko opravlja vlogo plačilnega sredstva v mednarodnih plačilih, ne pa toliko vprašanje konvertibilnosti.

V razvitih gospodarstvih, ki imajo konvertibilno valuto, so po splošni uvedbi drsečega deviznega tečaja leta 1973 začeli uporabljati izraz tržna konvertibilnost (Ribnikar, 1999a, str. 14), ki temelji na prosti trgovini blaga, storitvah in prostih mednarodnih plačilih ter poteka na prostih deviznih trgih. Gre za zamenljivost na deviznem trgu po tečaju, kakršen je v trenutku, ko se želi opraviti menjava.

2.4. DEVIZNI TEČAJ

Devizni tečaj je ena izmed najpomembnejših cen v ekonomiji, saj pomembno vpliva na izvoz in uvoz blaga in storitev. Kot vsaka druga cena se tudi ta oblikuje kot rezultat ponudbe in povpraševanja, in sicer ponudbe in povpraševanja po tuji valuti. Gre za zelo občutljivo ceno, ki hitro reagira na spremembe v ekonomiji. Skoraj vse ekonomske spremembe v državi in njenem mednarodnem okolju (kot na primer spremembe v produktivnosti, spremembe plač, spremembe v ceni energije, nafte) skupaj z ukrepi ekonomske politike vplivajo na tri ključne makroekonomske indikatorje, in sicer na cene, obrestne mere in dohodek. Spremembe v teh indikatorjih pa prek vplivanja na ponudbo in povpraševanje po devizah odločilno vplivajo na oblikovanje in spreminjanje deviznega tečaja. Devizni tečaj reagira celo na pričakovane spremembe v ekonomiji. To je tudi eden glavnih razlogov, da se devizni tečaji objavljajo dnevno ali celo urno (Kreinin, 1991, str. 30).

Da gre za zelo pomembno ceno v ekonomiji, lahko vidimo iz tega, da devizni tečaj opravlja tri pomembne funkcije v gospodarstvu: alokacijsko, redistribucijsko in razvojno funkcijo. Njegovo spreminjanje vpliva na ceno uvoza, donosnost izvoza, rentabilnost proizvodnje nadomestnih izdelkov in na domače cene izvoznih dobrin. Tako pride do spremembe relativnih cen in prerazdelitve dohodka in ekonomski virov. Vse to pa vpliva na hitrost gospodarskega razvoja.

2.4.1. Nominalni bilateralni devizni tečaj

Devizni tečaj, ki se običajno objavlja v medijskih sredstvih, je nominalni bilateralni devizni tečaj. Pove nam, koliko enot ene valute lahko na deviznem trgu kupimo z eno enoto druge valute. Bilateralni nominalni devizni tečaj je preprosto cena ene valute, izražena v drugi valuti. O sami relativni moči valute nam ta tečaj ne pove prav nič.

Nominalni devizni tečaj je mogoče izraziti na dva načina (Pilbeam, 1998, str. 4):

- **Direktna kotacija** – vrednost enote tujega denarja, izražena s številom enot domačega denarja (če predpostavimo, da je evro že domača valuta, potem je bilo treba za nakup 1 dolarja 18. 11. 2003 odšteti 0,8352 evra).
- **Indirektna kotacija** – vrednost enote domačega denarja, izražena s številom enot tujega denarja (če spet predpostavimo, da je evro že domača valuta, je bilo treba za nakup 1 evra 18. 11. 2003 odšteti 1,1973 dolarja).

V bistvu je en način izražanja bilateralnega nominalnega deviznega tečaja samo recipročna vrednost drugega načina. Kljub temu da sta pravilna oba načina izražanja, se v praksi več uporablja direktna kotacija.

Že na začetku razlage deviznega tečaja sem navedel, da je to cena, ki je izredno občutljiva na spremembe v ekonomiji. Devizni tečaji v realnem dogajanju na trgih neprestano padajo in naraščajo. Zvišanje deviznega tečaja pomeni podražitev deviz oziroma povečanje števila enot domačega denarja, potrebnih za nakup ene enote tujega denarja. V tem primeru pride do pocenitve domače valute ali njene deprecijacije. Če pa devizni tečaj pade, pomeni to pocenitev deviz in povečanje vrednosti domače valute ali njene apreciacije.

2.4.2. Realni bilateralni devizni tečaj

Kaj se dejansko dogaja s kupno močjo med dvema valutama, nam pove realni bilateralni devizni tečaj. Enak je nominalnemu deviznemu tečaju med valutama dveh držav, ki upošteva tudi gibanje cen v teh dveh državah. Izražen je v obliki indeksa, ki se izračuna po formuli (Senjur, 2001, str. 229-233):

$$E = eP^* / P$$

E – realni devizni tečaj

e – nominalni devizni tečaj

P* – raven cen v tujini

P – raven domačih cen

Tudi realni bilateralni devizni tečaj se giblje navzgor in navzdol. Njegovo gibanje odraža spreminjanje konkurenčne sposobnosti države v razmerju do njegovega bilateralnega

partnerja. Padanje realnega (bilateralnega) tečaja kaže realno apreciacijo domače valute v primerjavi s tujo in torej izgubljanje konkurenčne sposobnosti te države v razmerju s partnersko državo. Zviševanje tega indeksa pa kaže realno depreciacijo valute in tako izboljševanje konkurenčne sposobnosti države.

2.5. OPREDELITEV SISTEMOV DEVIZNEGA TEČAJA

S sistemom deviznega tečaja mislimo na to, kako je določena zunanja vrednost domačega denarja ali vrednost tujega denarja (Ribnikar, 1997, str. 48). Pomeni način, po katerem se meri in vzdržuje mednarodna vrednost domače valute. Najpomembnejša delitev deviznih tečajev je delitev na trdne ali fiksne (angl. floating) in drseče ali gibljive (angl. flexible) devizne tečaje.

Sistem fiksne deviznega tečaja pomeni, da centralna banka postavi pariteto za ceno tuje valute, izražene v domači valuti. Da ne bi prišlo do odstopanja od postavljene paritete med dvema valutama, skrbijo centralne banke s prodajami in nakupi deviz na deviznem trgu, za kar morajo imeti na razpolago devizne rezerve. Če pride do znižanja deviznega tečaja v okviru fiksne sistema deviznega tečaja, pomeni to devalvacijo domače valute, zvišanje pa revalvacijo domače valute.

V sistemu drsečega deviznega tečaja pa se cena tuje valute oblikuje čisto tržno, na podlagi ponudbe in povpraševanja po devizah brez posegov centralne banke. Sprememba tečaja v okviru tega sistema pomeni depreciacijo in apreciacijo valute. Večina držav, ki uporablja ta sistem, dejansko uporablja sistem uravnavanega drsečega deviznega tečaja. To pomeni, da centralna banka posega na devizni trg, kljub temu da gre za drseči devizni tečaj. Ponavadi čas in velikost posega centralne banke na deviznem trgu nista vnaprej znana.

3. FAKTORJI VPLIVANJA NA SPREMINJANJE DEVIZNEGA TEČAJA

Skoraj vse ekonomske spremembe v državi in njenem mednarodnem okolju vplivajo na spremembo krivulje ponudbe in povpraševanja po devizah ter posledično na oblikovanje in spreminjanje deviznega tečaja. Poznamo dva načina analize faktorjev vplivanja na devizni tečaj, in sicer plačilno-bilančni način, ki temelji na analizi posameznih segmentov plačilne bilance¹ na devizni tečaj, in makroekonomski način. Ta temelji na preučevanju vplivov posameznih makroekonomskih indikatorjev na devizni tečaj (Mrak, 2002, str. 56-65).

¹ Plačilna bilanca je celovit, urejen in standardno oblikovan zapis vseh ekonomskih transakcij, ki jih v obdobju enega leta izvedejo med seboj devizni domačini in devizni tujci. Sestavljena je iz treh delov, in sicer tekočega računa, kapitalnega in finančnega računa ter neto napak in izpustitev. Tekoči račun se deli na blago, storitve, dohodke in tekoče transfere; finančni račun pa na neposredne naložbe, naložbe v vrednostne papirje, ostale naložbe in mednarodne denarne rezerve (Kumar, 1999, str. 38-41).

3.1. SPREMINJANJE DEVIZNEGA TEČAJA V ODVISNOSTI OD SPREMENB V POSAMEZNIH SEGMENTIH PLAČILNE BILANCE

Ta način torej temelji na sistematičnem preučevanju vplivov, ki jih imajo spremembe v posameznih vrstah ekonomskih transakcij v plačilni bilanci na oblikovanje oz. spreminjanje deviznega tečaja.

3.1.1. Spremembe v tekočem računu

Glavni postavki v tekočem delu plačilne bilance, ki vplivata na spremembe deviznega tečaja, sta spremembi v uvozu in izvozu blaga in storitev. Če hočemo uvažati tuje blago in storitve, povprašujemo po tuji valuti, kar je v neposredni povezavi s spreminjanjem relativnih cen, obresti, dohodkov, preferenc in okusov potrošnikov, saj domači ekonomski subjekti, ko se odločijo za nakup tujega blaga ali storitve, primerjajo uvozne cene s cenami primerljivih domačih proizvodov. Pri primerjavi cen je treba upoštevati ustrezen devizni tečaj, saj imajo tuji proizvodi kotirane cene v lastnih, to je tujih valutah. Vsi dejavniki, ki prispevajo k relativnemu dvigu domačih cen, kot recimo inflacija v državi, zmanjšujejo konkurenčnost domačega blaga. To pa stimulira uvoz, kar povečuje povpraševanje po devizah.

3.1.2. Spremembe v kapitalsko-finančnem računu

Zelo pomemben vpliv na ponudbo in povpraševanje po devizah imajo transakcije v finančno-kapitalskem delu plačilne bilance, brez mednarodnih denarnih rezerv. Njihov vpliv opisujem posebej v naslednjem poglavju. V veliki večini držav imajo dandanes transakcije v finančno-kapitalskem delu plačilne bilance močnejši vpliv na spreminjanje deviznega tečaja kot transakcije v tekočem delu plačilne bilance. To pa iz tega razloga, ker je kapital izredno občutljiv in mobilni produkcijski faktor. Že majhne spremembe ekonomskih indikatorjev pripeljejo do ogromnih pritokov oziroma odtokov kapitala iz države v državo, s ciljem iskanja maksimalne donosnosti kapitala ob sprejemljivem tveganju. Glavni dejavniki, ki vplivajo na gibanje kapitala, so razlike med obrestnimi merami med posameznimi državami, pričakovane spremembe gibanja deviznih tečajev, politično tveganje ter drugi mikro- in makroekonomski indikatorji.

3.1.3. Spremembe v mednarodnih denarnih rezervah

Mednarodne denarne rezerve (v nadaljevanju MDR) imajo tudi močan vpliv na gibanje deviznega tečaja. Če zaradi sprememb postavk v prvih dveh delih plačilne bilance, v tekočem računu in kapitalsko-finančnem računu, prihaja do padanja oziroma naraščanja deviznega tečaja, je namen spreminjanja MDR-ja preprečevanje spreminjanja deviznega tečaja. Depreciacijo domače valute monetarne oblasti preprečujejo z dodatno ponudbo MDR-ja, z dodatnim povpraševanjem po devizah pa preprečujejo apreciacijo domače valute. Višina MDR-ja pa je v obeh primerih omejena, obstaja torej zgornja in spodnja meja MDR-ja.

3.2. SPREMINJANJE DEVIZNEGA TEČAJA V ODVISNOSTI OD SPREMENB POSAMEZNIH MAKROEKONOMSKIH INDIKATORJEV

V tem razdelku bom predstavil, kako spremembe nekaterih ključnih makroekonomskih indikatorjev, kot so inflacija, obrestne mere, dohodek, pričakovanja, vplivajo na oblikovanje in spreminjanje deviznega tečaja. Pri preučevanju vplivov posameznih makroekonomskih indikatorjev na devizni tečaj se bom osredotočil izključno na vpliv posameznega faktorja na devizni tečaj, za ostale faktorje velja pravilo *ceteris paribus*.

3.2.1. Razlike v stopnjah inflacije

Spremembe v relativnih stopnjah inflacije imajo pomemben vpliv na spreminjanje uvoza in izvoza, torej na mednarodno trgovino. Ta pa prek spremembe v ponudbi in povpraševanju po devizah učinkuje na spremembe v deviznih tečajih. Predpostavimo, da pride v ZDA do nenadnega povečanja stopnje inflacije, medtem ko v evro območju splošna raven cen ostane nespremenjena. Nenadni dvig cen v ZDA bo na devizni tečaj evro dolar (EUR/USD) vplival po dveh kanalih. Po eni strani bo ta dvig cen povečal ameriško povpraševanje po evropskem blagu in posledično se bo povečal izvoz iz držav evro območja v ZDA. To se bo pokazalo v povečani ponudbi dolarjev na deviznem trgu. Po drugi strani pa bo dvig cen v ZDA zmanjšal tudi evropsko povpraševanje po ameriškem blagu in posledično bo prišlo do zmanjšanja izvoza ZDA v države evro območja. To se bo odrazilo v zmanjšanem povpraševanju po dolarju. Oba učinka bosta povzročila znižanje deviznega tečaja EUR/USD, torej apreciacijo evra in depreciacijo dolarja. Torej vse, kar prispeva k povišanju splošne ravni cen v državi, npr. rast cen nafte, višje plače, višji davki, povzroči depreciacijo nacionalne valute.

Količina denarja v obtoku je tesno povezana z inflacijo. Nenadno močno povečanje količine denarja v obtoku bi prek povečane stopnje inflacije povzročilo depreciacijo deviznega tečaja in seveda obratno. Iz tega lahko vidimo, da monetarna politika prek kanala cen lahko vpliva na devizni tečaj države.

Izpostavil bi še to, da je relativni odnos gibanja cen med dvema državama dolgoročno izredno pomemben faktor vplivanja na bilateralni devizni tečaj oziroma da devizni tečaj odraža relativno kupno moč obeh valut, kar je v teoriji znano kot pariteta kupne moči (o pariteti kupne moči več v nadaljevanju).

3.2.2. Razlike v obrestnih merah

Spremembe v relativnih obrestnih merah (realnih) vplivajo na spreminjanje obsega kapitalskih tokov. To pa vpliva na ponudbo in povpraševanje po devizah in posledično na spremembe v deviznem tečaju. Predpostavimo, da so se obrestne mere v ZDA dvignile, medtem ko v evro območju ostanejo nespremenjene. Tudi ta sprememba vpliva na spremembo deviznega tečaja po dveh kanalih. Povečalo se bo povpraševanje po dolarjih, ker bodo ameriške obrestne mere za investitorje bolj atraktivne in pričakovati je večje

povpraševanje po vrednostnih papirjih, denominiranih v dolarjih. Po drugi strani pa bodo ameriški investitorji manj zainteresirani za vrednostne papirje, denomirane v evrih, zaradi višje obrestne mere na domačem trgu, kar pomeni zmanjšano ponudbo dolarjev. Oba učinka bosta povzročila zmanjšanje vrednosti evra, kar pomeni njegovo deprecijacijo oziroma apreciacijo dolarja. Država, ki torej poveča svoje obrestne mere v primerjavi s partnersko državo, lahko pričakuje apreciacijo svoje valute v odnosu do valute druge države. Razlika v obrestnih merah ima kratkoročno odločilen vpliv na oblikovanje deviznega tečaja med valutama dveh držav.

Odnos med obrestnimi merami in deviznim tečajem med dvema država pojasnjuje nepokrita obrestna pariteta. Ob predpostavki popolne mobilnosti kapitala morajo biti razlike med obrestnimi merami kompenzirane s pričakovanimi spremembami deviznega tečaja. Domača obrestna mera lahko presega tujo obrestno le ob pričakovani deprecijaciji domače valute, in sicer v enaki višini kot znaša razlika med domačo in tujo obrestno mero. To je v teoriji znano kot nepokrita obrestna pariteta (Romer, 2001, str. 211).

Če ima monetarna politika pri inflaciji pomemben vpliv na spreminjanje deviznega tečaja prek mehanizma cen, pa imata pri obrestnih merah pomemben vpliv na spreminjanje deviznega tečaja tako monetarna kot fiskalna politika. Ekspanzivna monetarna politika pod predpostavko *ceteris paribus* znižuje obrestne mere, neposredno prek znižanja diskontne stopnje centralne banke in posredno prek povečanja količine denarja v obtoku. Tako vpliva na deprecijacijo deviznega tečaja. Obraten učinek ima restriktivna monetarna politika. Ekspanzivna fiskalna politika pa povzroči povečanje agregatnega povpraševanja in povpraševanje po denarju. Zaradi tega pride do zvišanja obrestne mere in devizni tečaj apreciira. Obratno pa se zgodi pri restriktivni fiskalni politiki.

3.2.3. Razlike v ravni dohodka

Ta dejavnik v primerjavi s predhodnima dejavnikoma vpliva na spremembo deviznega tečaja samo po eni strani. Predpostavimo, da pride do dviga dohodka v ZDA, medtem ko v državah evro območja ostane nespremenjen. To bo vplivalo le na ponudbo dolarjev, ne pa tudi na povpraševanje po njih, saj se bo zaradi povečanega dohodka v ZDA povečalo ameriško povpraševanje po evropskem blagu, medtem ko bo evropsko povpraševanje po ameriškem blagu ostalo nespremenjeno zaradi nespremenjenega dohodka. Rezultat bo znižanje deviznega tečaja EUR/USD, in torej apreciacija evra in deprecijacija dolarja. Višji dohodek države ima torej za posledico deprecijacijo njene valute.

3.2.4. Pričakovanja

Udeleženci na deviznem trgu na osnovi informacij pogosto predvidevajo, kaj naj bi se dogajalo z deviznim tečajem določene valute, in delujejo v skladu s temi pričakovanji, še preden dejansko pride do spremembe deviznega tečaja. Na primer: nenadno povečanje

denarja v obtoku vodi do pričakovanja, da se bo stopnja inflacije v državi povečala, kar bo povzročilo pričakovanje o deprecijaciji valute. Udeleženci na deviznem trgu bodo v želji, da prehitijo predvideno spremembo deviznega tečaja, dejansko začeli prodajati valuto, s čimer bodo tudi dejansko prispevali k njeni deprecijaciji, še preden bo prišlo do povečanja stopnje inflacije.

Povečano ponudbo valute bodo sprožile tudi nekatere druge informacije, kot na primer informacije o povečanju plač, o povečanju drugih stroškov proizvodnje, vse to pa bo vzbudilo pričakovanja o deprecijaciji valute.

3.2.5. Politični in psihološki faktorji

Politične krize v posameznih državah običajno povzročajo odliv kapitala iz teh držav, kar povzroči deprecijacijo domače valute. Kapital odteka v druge, bolj varne države, pri katerih povzroči apreciacijo valute. To je tudi eden od razlogov, zaradi katerih dolar aprecira ob izbruhu vsake regionalne krize v svetu.

Podoben vpliv na gibanje deviznih tečajev imajo tudi različni psihološki faktorji. Ko pride do izbruha različnih škandalov v posamezni državi, to povzroči odliv kapitala iz te države in posledično deprecijacijo njene valute.

3.2.6. Drugi faktorji

Poleg zgoraj naštetih dejavnikov se v literaturi pojavljajo še nekateri drugi dejavniki, ki vplivajo na spreminjanje deviznega tečaja (Mishkin, 1998, str. 169-185).

► Carine in kvote

Uvedba omejitev na uvoz tujega blaga poveča povpraševanje po domačem blagu, kar povzroči apreciacijo domače valute.

► Preference

Sprememba preferenc v korist povpraševanja po izvozu povzroči apreciacijo, sprememba preferenc v korist uvoza pa deprecijacijo valute.

► Produktivnost

Valuta države, ki postane relativno bolj produktivna od ostalih držav, na dolgi rok aprecira, medtem ko valuta države, ki v produktivnosti zaostaja za ostalimi, deprecira.

► Pričakovana stopnja deprecijacije domače valute

Pričakovana deprecijacija domače valute poveča pričakovano donosnost tujih depozitov, zaradi česar se poveča povpraševanje po njih in zmanjša povpraševanje po domačih depozitih. Domača valuta bo zato deprecirala.

Ko analiziramo faktorje, ki vplivajo na spreminjanje bilateralnega deviznega tečaja, velja poudariti, da do teh sprememb prihaja zaradi relativnih sprememb v posameznih makroekonomskih indikatorjih med dvema državama. Če na primer obrestne mere narastejo ali padejo enakomerno v obeh državah, bodo vplivi te spremembe na ponudbo in povpraševanje po devizah enaki v obeh državah in torej ne bo prišlo do nikakršne spremembe v bilateralnem deviznem tečaju oziroma v odnosu med valutama obeh držav.

4. TEORIJE OBLIKOVANJA DEVIZNIH TEČAJEV

Obstaja vrsta teorij glede vprašanja, kaj determinira oziroma opredeljuje devizni tečaj. Po letu 1973 je prišlo do propada sistema fiksnih deviznih tečajev in prehoda k sistemu fleksibilnih deviznih tečajev. S tem so se začele pojavljati nove teorije o tem, kaj oblikuje devizni tečaj. Te teorije so bile odgovor na obstoječi teoriji, na teorijo absorpcije in teorijo elastičnosti. Ti dve teoriji sta bili popularni v sistemu fiksnih deviznih tečajev. Bolj kot na vprašanje, kaj determinira devizni tečaj, sta se ti dve teoriji ukvarjali z vprašanjem, kaj determinira plačilno-bilančno pozicijo države. Medtem ko se novejša teorija, tu mislim na monetarno teorijo in portfolio teorijo deviznega tečaja, osredotočajo na to, kaj opredeljuje devizni tečaj. Med vodilne teorije o oblikovanju deviznega tečaja štejemo naslednje (Veselinovič, 1998, str. 26).

4.1. PLAČILNOBILANČNA TEORIJA ALI TEORIJA O RAVNOTEŽNEM TEČAJU

Teorijo elastičnosti in absorpcijsko teorijo deviznih tečajev pod skupnim imenom imenujemo plačilno-bilančna teorija. Po tej teoriji se tečaj posamezne valute dolgoročno oblikuje tako, da državi zagotavlja izravnano plačilno bilanco oziroma izravnano tekoči del plačilne bilance (Veselinovič, 2003, str. 28). Tak tečaj, ki državi zagotavlja uravnoteženo plačilno bilanco ali izpolnitev plačilno-bilančnega cilja, imenujemo ravnotežni devizni tečaj (Ribnikar, 1999b, str. 46). Lahko ga opredelimo kot tečaj, ki zagotavlja:

- izravnano trgovinsko bilanco,
- izravnano tekoči del plačilne bilance,
- izravnane avtonomne transakcije,
- izravnane transakcije s tujino vseh transaktorjev razen centralne banke, kar pomeni, da centralna banka ne posega na devizni trg,
- takšen saldo tekoče bilance, ki ga država načrtuje oziroma želi, lahko dolgoročno vzdržuje.

Vidimo, da ima lahko država več ravnotežnih tečajev, odvisno od cilja, ki ga želi doseči.

Po teoriji elastičnosti dosegamo prilagajanje plačilne bilance s cenovnim mehanizmom (Notar, 1989a, str. 36-42). Sprememba deviznega tečaja vpliva na spremembo odnosa med tujimi in domačimi cenami ter posledično na trgovinsko menjavo države s tujino. Temeljni namen te teorije je analizirati, kako sprememba relativnih cen med domačim in tujim blagom

(sprememba deviznega tečaja) vpliva na trgovinsko bilanco države. Ključna elementa pri tem sta cenovna elastičnost povpraševanja po izvozu, to je, za koliko se bo na primer pri depreciaciji valute povečalo povpraševanje tujine po blagu iz te države, in cenovna elastičnost povpraševanja po uvozu oziroma, za koliko se bo pri depreciaciji valute zmanjšalo domače povpraševanje po tujem blagu. Predpostavka pri tej teoriji je, da ob spremembi deviznega tečaja, razen uvoza in izvoza, ostali ekonomski indikatorji ostanejo nespremenjeni.

Pri absorpcijski teoriji deviznega tečaja ne gledamo na tekoči del plačilne bilance kot na razliko med izvozom in uvozom (kot pri teoriji elastičnosti), ampak kot na razliko med domačim dohodkom in domačo potrošnjo (absorpcijo). Če pride do spremembe deviznega tečaja, lahko torej po tej teoriji ohranimo ravnovesje v tekočem delu plačilne bilance s spremembo domačega dohodka ali s spremembo potrošnje ali pa s kombinacijo obeh ukrepov.

4.2. TEORIJA PARITETE KUPNIH MOČI

Teorija paritete kupne moči trdi, da je devizni tečaj odvisen od razmerja domačih in tujih cen ter od spremembe tega razmerja. Tečaj naj bi se oblikoval na ravni, ki izenačuje cene, ne glede na valuto, v kateri jo izrazimo. Temelji torej na predpostavki, da bi spreminjanje deviznega tečaja moralo zagotavljati uresničevanje zakona ene cene. Teorija obstaja v dveh različicah, v absolutni in relativni različici.

Po absolutni verziji te teorije je devizni tečaj dveh valut enak razmerju med ravnima cen enake košarice blaga v dveh državah. Ravnotežni tečaj med domačo in tujo valuto tako ustreza razmerju med domačimi in tujimi cenami. Če na primer stane košarica dobrin v evro območju 4 evre, ista košarica dobrin pa v ZDA 2 dolarja, je ravnovesni devizni tečaj enak 2 EUR/USD. Ker ta teorija temelji na nekaterih nemogočih predpostavkah, kot so: ni stroškov transporta, popolna informiranost, ni trgovinskih ovir, je prišlo do oblikovanja relativne teorije paritete kupne moči.

Relativna različica te teorije temelji na predpostavki, da sta v izhodiščnem trenutku ravni cen v obeh državah enaki. Za določanje ravnovesnega deviznega tečaja je po tej teoriji odločilna razlika v stopnjah inflacije med posameznimi državami. Do spremembe deviznega tečaja torej prihaja zaradi razlik v stopnjah inflacije. Če to apliciram na zgornji primer, bo višja inflacija evro območja kot ZDA pomenila dvig tečaja EUR/USD, torej depreciacijo evra oziroma padec njegove vrednosti, in obratno višja inflacija v ZDA kot v državah evro območja pomeni padec tečaja EUR/USD, in torej apreciacijo evra oziroma povečanje njegove vrednosti.

4.3. MONETARNA ALI DENARNA TEORIJA

Monetarna teorija določanja deviznega tečaja je osredotočena le na denarni trg. Ravnovesni tečaj se oblikuje, ko sta usklajena ponudba in povpraševanje po denarju (Heather, 1996, str. 85). Takšen tečaj zagotavlja tudi plačilno-bilančno ravnotežje. Do spreminjanja deviznega tečaja po tej teoriji prihaja zaradi neravnotežja med ponudbo in povpraševanjem po denarju.

Denarna teorija deviznih tečajev torej izhaja iz razmerja ponudbe in povpraševanja po denarju. To razmerje je tudi odločujoči dejavnik, ki določa splošno višino cen v gospodarstvu. Osrednjo vlogo v denarni teoriji namreč zavzema splošna raven cen, saj določa realno vrednost nominalnega realnega in denarnega premoženja. Ponudba denarja je po tej teoriji določena eksogeno, odvisna pa je od denarne mase in denarnega multiplikatorja. Povpraševanje po denarju je odvisno od dohodka, obrestnih mer in cen. Torej je realno povpraševanje odvisno od realnega dohodka in realne obrestne mere, in sicer se povpraševanje po denarju premo sorazmerno povečuje z naraščanjem dohodka in obratno sorazmerno z naraščanjem obrestne mere (Ribnikar, 2000, str. 106-112).

Poglejmo, kaj se dogaja z deviznim tečajem, če pride do presežne ponudbe denarja. Presežna ponudba denarja povzroči neravnovesje na denarnem trgu. Lastniki denarnega premoženja zaradi tega pridejo do dodatne gotovine. Presežek denarne gotovine skušajo njihovi lastniki naložiti v druge oblike naložb. Del, ki se porabi na domačem trgu, povzroči dvig splošne ravni cen, drug del pa se porabi za uvoz blaga in storitev. Uvoz se torej poveča iz dveh razlogov: prvič zaradi dviga splošne ravni cen v domači državi in drugič zaradi razpolaganja s presežnim denarjem. Povečanje uvoza pa povzroči depreciacijo domače valute.

Na drugi strani pa presežno povpraševanje po denarju, do katerega pride zaradi povečanja domačega dohodka relativno glede na tuj dohodek, povzroči apreciacijo domače valute.

4.4. PREMOŽENJSKA ALI PORTFELJSKA TEORIJA

Premoženjska teorija oblikovanja deviznega tečaja je kratkoročna teorija, saj definira idealen tečaj na kratek rok. Na dolgi rok naj bi bila po tej teoriji ustrezna teorija paritete kupne moči za idealno oblikovanje deviznega tečaja valute.

Za razliko od monetarne teorije, kjer je devizni tečaj določen le na osnovi ponudbe in povpraševanja po denarju, premoženjska teorija poleg tega dodaja še druge oblike finančnega premoženja, in sicer domače in tuje kratkoročne vrednostne papirje. Kratkoročni ravnovesni tečaj je torej določen s stanjem in spremembami na trgu denarja in kratkoročnega kapitala. Poleg tega sta pomembna še obrestna mera in višina deviznega tečaja, to sta parametra, ki regulirata povpraševanje in ponudbo na posameznih segmentih finančnega trga. Za ravnovesni tečaj sta pomembna še stopnja donosnosti in tveganja, saj nakup in prodaja deviz pomenita finančno naložbo, ki obljublja nek donos, vendar ne brez tveganja. Devizni tečaj je določen še z obnašanjem lastnikov imetij glede optimalne donosnosti njihovega premoženja oziroma portfelja.

Pomembno vlogo pri tej teoriji imajo tudi pričakovanja, kar je treba še posebej upoštevati, ker gre za kratkoročno teorijo. Temeljna dejavnika, ki vplivata na depreciacijo in apreciacijo valute, sta še vedno obrestna mera in devizni tečaj, saj prek spreminjanja teh dveh parametrov prihaja do pritoka in odtoka kapitala. Odtok kapitala iz države povzroči depreciacijo domače valute, pritek kapitala pa apreciacijo valute.

5. UVEDBA EVRA IN OBLIKOVANJE EVROPSKE MONETARNE UNIJE

5.1. EVRO

Evro kot skupna evropska valuta je bil uveden 1. januarja 1999, ko je v razmerju 1 : 1 nadomestil dotedanjo evropsko valuto ECU (Ribnikar, 1999, str. 65). ECU (angl. european currency) je bil košarica valut držav Evropskega monetarnega sistema (EMS), v kateri je bila relativna vrednost vsake nacionalne valute določena z bruto domačim proizvodom (BDP) in obsegom trgovine vsake države članice EMS. Košarica naj bi se prilagajala na pet let, ampak je bila od konca leta 1993 konstantna. Njegova vrednost se je spreminjala v odvisnosti od spreminjanja vrednosti košarice valut, ki so ga tvorile (Harris 1996). Zadnji uradni tečaj ECU, kot predhodnika evra, ter prvi tečaj evra proti dolarju je bil postavljen 31. 12. 1998, ko je bil evro vreden 1,168 dolarja. Države, ki so uvedle evro², so to naredile z namenom tesnejšega ekonomskega povezovanja in tako oblikovale Evropsko monetarno unijo (EMU), ki predstavlja najvišjo stopnjo monetarne integracije med članicami (Kumar, Bovha, Aristovnik, 2000, str. 20).

5.2. EVROPSKA MONETARNA UNIJA (EMU)

Teoretične podlage za EMU temeljijo na optimalnem monetarnem prostoru (angl. optimal currency area – OCA), ki ga je teoretično prvi opredelil Robert A. Mundell leta 1961. Definiran je kot geografski prostor, v katerem je v obtoku ena sama denarna enota oziroma skupina dveh, treh ali več nacionalnih denarnih enot, za katere velja, da so popolnoma konvertibilne za vse transakcije, da so medsebojno povezane z nepreklicno stalnimi deviznimi tečaji in da se skupaj spreminjajo glede na devizne tečaje zunanjih držav.

Temeljna značilnost OCA teorije je, da je za države, ki so izpostavljene simetričnim šokom ali pa posedujejo mehanizme za absorpcijo asimetričnih šokov, optimalno, da uvedejo skupno valuto. Velja še, da so v OCA vključene zadostne kapacitete za doseganje optimalne stopnje zaposlenosti, za trajni boj proti inflaciji in za uravnovešanje vseh javnih financ (Melitz, 1995, str. 492-500).

Za uspešno delovanje OCA teorije morajo biti izpolnjeni naslednji kriteriji (Fidrmuc, 2000, str. 2-3):

- **podobnost šokov in gospodarskih ciklov** – asimetrični šoki in gospodarski cikli povečajo potrebo po specifični politiki prilagajanja posamezne države, medtem ko v denarni uniji specifična monetarna politika ni možna;
- **stopnja odprtosti** – države, v kateri izvozne dobrine pomenijo sorazmerno velik delež BDP-ja, imajo koristi z udeležbo v monetarnem prostoru;

² 1. 1. 1999 Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija; 1. 1. 2001 pa še Grčija.

- **diverzifikacija izdelkov** – država, ki izvažata visoko diverzificirane izdelke, je manj občutljiva na specifične sektorske šoke; tako so države s širšim proizvodnim spektrom manj nagnjene k uporabi deviznega tečaja kot orodju prilagajanja;
- **mobilnost delovne sile** – visoka mobilnost delovne sile olajšuje prilagajanje škodljivim vplivom asimetričnih šokov, tako se zmanjšuje pritisk na prilagajanje deviznega tečaja;
- **fiskalni transferi** – nasprotno od ostalih mehanizmov prilagajanja (devizni tečaj, mobilnost delovne sile) lahko fiskalni transferi nevtralizirajo asimetrične šoke v monetarnem prostoru;
- **stopnja politične integracije in podobnosti v stopnjah inflacije** – razlike v stopnjah inflacije po eni strani povzročajo izgubo konkurenčnosti v državah z visoko inflacijo, kar zahteva zunanje prilagajanje, po drugi strani ima visoka stopnja politične integracije še pred oblikovanjem optimalnega monetarnega področja za posledico nižje stroške za države soudeležence.

Močnejše kot so navedene povezave med državami, ki tvorijo OCA, več koristi lahko države udeležence pričakujejo. Področje, ki najbolje izpolnjuje kriterije OCA, so ZDA in zaradi tega je prav ameriško gospodarstvo najbolj odporno na vplive zunanjih šokov.

Ideje o Evropski monetarni uniji, torej o denarnem povezovanju in sodelovanju v Evropi, niso nastale kar na enkrat. Ideje so se pojavljale že od 2. svetovne vojne naprej, natančneje od leta 1944, ko je bil v Bretton Woddu (ZDA) podpisan sporazum o Mednarodnem denarnem skladu (MDS), ki je oblikoval sistem mednarodnih plačil in deviznih tečajev. Težnje k oblikovanju EMU-ja so se oblikovale z namenom zmanjšanja volatilnosti deviznih tečajev in želje po uvedbi denarne stabilnosti. Razlog, ki se je pojavil v zadnjem času, je želja po zmanjšanju prevladujoče vloge dolarja v svetu. Vse to naj bi privedlo k zmanjšanju valutnih in tečajnih tveganj, večji konkurenčnosti, gospodarski rasti, koordinaciji ekonomski politik in skladnosti gospodarstev držav Evropske unije (EU). Končni cilj idej o EMU-ju je bil oblikovanje stalnih deviznih tečajev in skupne valute.

EMU je postala cilj EU oziroma takrat še Evropske gospodarske skupnosti (EGS)³ leta 1969. Najpomembnejši cilji so bili: zmanjšanje odstopanj deviznih tečajev nacionalnih valut od uradno stalnih na največ 2,25 %, vzpostavitev centralnega bančnega sistema s skupno notranjo in zunanjo denarno politiko, koordinacija srednjeročne ekonomske in proračunske politike, uskladitev davkov, povezovanje denarnih rezerv, ustanovitev Sklada za evropski regionalni razvoj in ustanovitev Evropskega sklada za monetarno sodelovanje. Končni cilji so bili področje prostega gibanja ljudi, blaga, storitev in kapitala, lastna valuta in ustanova, ki bi unijo vodila.

Države EGS-ja so z določenimi ukrepi vse bolj omejevale nihanje tečajev svojih valut do ameriškega dolarja, tako je bila leta 1971 določena meja nihanja do dolarja +/- 2,25 %. Po uvedbi drsečih deviznih tečajev leta 1973 (propad Bretton Woodskega sporazuma), so

³ Belgija, Francija, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Zvezna republika Nemčija

propadle omejitve pri gibanju tečaja ameriškega dolarja na deviznih trgih. Zaradi tega se je povečala možnost spreminjanja deviznih tečajev, kar je povečalo valutna tveganja. EGS je iz tega razloga uvedla (marca 1973) skupni uravnavačo drseči devizni tečaj do dolarja, države članice pa so med seboj ohranile stalne devizne tečaje z mejami nihanja $\pm 2,25\%$. To pa vse z namenom zmanjšati spreminjanje deviznih tečajev in ohraniti tesno medsebojno gospodarsko sodelovanje.

Konec leta 1979 je začel delovati Evropski monetarni sistem (EMS) (Ribnikar, 1999a, str. 65). To je bil sistem stalnih deviznih tečajev, v katerem so bila dovoljena nihanja nad in pod centralnimi deviznimi tečaji sodelujočih valut, in sistem drsečega deviznega tečaja do preostalih valut. Namen tega je bil, da države članice EGS-ja uvedejo denarno ureditev, ki bi privedla do zmanjšanja nihanj deviznih tečajev valut članic v medsebojnih odnosih, s čimer bi se še poglobilo gospodarsko sodelovanje. Poglobitev gospodarskega sodelovanja je bila nujna zaradi želje po skupnem omejevanju inflacije, ki je bila velik problem v takratnem obdobju zaradi naftnih šokov v začetku sedemdesetih in zaradi želje po bolj stabilnem sistemu deviznih tečajev. Z EMS-jem je bil uveden tudi mehanizem deviznih tečajev (ERM), s katerim je imela država članica EGS-ja določen paritetni ali uradni devizni tečaj do svoje nacionalne valute v ECU-ju. Prek uradnih tečajev so bili določeni centralni tečaji med nacionalnimi valutami, ti centralni tečaji pa so tvorili mrežo bilateralnih tečajev. Tržni devizni tečaji med dvema valutama v ERM-ju so se lahko prosto oblikovali v pasu $2,25\%$ nad in pod centralnim deviznim tečajem (Barba, 2001, str. 20).

Po letu 1985, ko je prišlo do odprave vseh omejitev v prostem pretoku blaga, storitev, dela in kapitala v okviru EU, so se še povečale težnje po oblikovanju EMU-ja. 1. novembra 1993 je v veljavo stopila Pogodba o Evropski uniji, ki je bila pravna osnova za uvajanje EMU-ja in evra. Potem je prišlo do medsebojnega prilagajanja gospodarstev držav članic, usklajevanja ekonomskih politik, krepitve denarnega sodelovanja med državami članicami in liberalizacije tokov kapitala v vseh državah EU. Države so tudi pripravile konvergenčne kriterije kot temelj za uvedbo močnega evra. Izpolnjevanje teh kriterijev je bilo predpogoj za uspešno uvajanje evra kot močne mednarodne valute. Konvergenčne kriterije imenujemo tudi kriteriji ekonomske skladnosti, to so obrestna mera, cenovna stabilnost, stabilnost valute, proračunski primanjkljaj in javni dolg. Njihov cilj je bil ustvariti ekonomsko skladnost držav EU in usklajenost njihovih osnovnih makroekonomskih politik. Euro je 1. 1. 1999 uvedlo 11 držav članic EU. Tako se je oblikovala denarna unija, Danska in VB kljub izpolnitvi konvergenčnih kriterijev tega nista storili, Grčija je v EMU vstopila 1. 1. 2001, Švedska pa ne izpolnjuje pogoja deviznega tečaja.

5.3. RAZLOGI ZA UVEDBO EVRA

Razlogi, ki sem jih navajal do sedaj, zakaj so države članice EU ustanovile EMU in uvedle euro, so bili predvsem ekonomski. Vendar menim, da politični niso nič manj nepomembni, predvsem, če pogledamo izredno nihanje vrednosti evra glede na dolar, ki se izraža skozi

bilateralni devizni tečaj evro dolar, ko recimo gibanja tečaja ne moremo pojasniti z ekonomskimi faktorji; o samem tečaju EUR/USD kasneje.

Obstajajo torej gospodarski oziroma ekonomski in politični razlogi za uvedbo skupne evropske valute (Brataševac, 2000, str. 17, 30-34). Gospodarski razlogi za uvedbo evra so:

- skupni denar je pogoj za optimalne rezultate ekonomske integracije (hitra in stalna gospodarska rast) in je dopolnitev evropskega notranjega trga;
- podjetja iz držav članic nimajo na notranjem evropskem trgu dovolj možnosti za stalno rast in razvoj, zato je potrebna globalizacija naložb evropskih podjetij, ki pa zahteva večjo finančno stabilnost in manjše stroške uporabe denarja za financiranje mednarodnih naložb (manjša plačilna in devizno-tečajna tveganja);
- z uvedbo EMU-ja so izginili transakcijski stroški in devizno-tečajna tveganja na evro področju, cene pa so postale bolj transparentne;
- konvergenčni kriteriji so temelj za zdravo ekonomsko rast držav in postavljajo ekonomske pogoje za uspešno uvedbo evra.

Med politične razloge za uvedbo evra pa štejemo:

- države članice EU z uvedbo EMU-ja kažejo svoje integracijske težnje, kar naj bi pozitivno vplivalo na poglobljanje evropskega procesa združevanja;
- z uvedbo evra se lahko poveča mednarodna politična moč EU;
- uvedba evra lahko pripomore k hitrosti strukturnih reform tako v javnem kot zasebnem sektorju;
- države evro področja želijo, da bi evro postal denarna politična protiutež ameriškemu dolarju;
- interes držav evro področja je, da bi evro vplival na mednarodni prestiž držav članic.

Prvi razlog, ki je bistven za uvedbo evra in oblikovanje EMU-ja, je izkoristiti prednosti optimalnega monetarnega področja. Gre torej za ekonomski dejavnik. Vendar kot sem že navedel, evra niso uvedle vse države članice EU, zato integracijske prednosti veljajo samo za 12 držav, ki trenutno uporabljajo evro. Iz tega sledi, da je tukaj še veliko prostora za krepitev homogenosti evropskega gospodarstva in posledično za rast moči evropske valute, še posebej pa bo to prišlo do izraza, ko bodo tudi vse preostale članice EU uvedle evro valuto.

Drugi pomemben razlog je politični: evro bi konkuriral dolarju in čez čas postal vodilna svetovna valuta. V nadaljevanju bom opisal, kateri dejavniki so bistveni za doseganje statusa vodilne svetovne valute.

6. TEORETIČNA PODLAGA ZA SVETOVNO VALUTO

Z uvedbo evra je dolar dobil resnega konkurenta v tekmi za vodilno svetovno oziroma mednarodno valuto. Do uvedbe evra je bil dolar daleč najpomembnejša valuta pri izpolnjevanju vseh denarnih funkcij. Mednarodna valuta opravlja naslednje denarne funkcije: plačilno sredstvo, mera vrednosti in hranilec vrednosti, hkrati pa izpolnjuje funkcijo

mednarodnega denarja. Prikazal bom dejavnike in kazalce, ki vplivajo na mednarodno uporabnost valute, in skozi to poskušal prikazati, kakšne osnove in perspektive glede vprašanja mednarodne prevlade imata evro in ameriški dolar.

6.1. DEJAVNIKI MEDNARODNE UPORABNOSTI VALUTE

Mednarodna uporabnost posamezne valute je odvisna od štirih dejavnikov, in sicer od ustvarjenega preteklega zaupanja v valuto oziroma nizke stopnje inflacije države, ki je izdala valuto, nizkih stroškov menjave v to valuto oziroma nizkih transakcijskih stroškov, majhnega tveganja kapitalske izgube in od majhnega predvidenega gibanja deviznega tečaja te valute (Gandolfo, 1995, str. 470-472).

Zaupanje v vrednost valute je nujno za njeno mednarodno uporabnost. Prav tako je pomembna tudi politična stabilnost države oziroma področja (EMU), ki mora imeti finančni trg s prostim mednarodnim pretokom kapitala, širok obseg mednarodnih instrumentov, razvit sekundarni finančni trg in institucije v finančnih centrih. Pri zaupanju v valuto je zelo pomembno, kakšna je bila inflacija v preteklosti države izdajateljice denarja, saj mora imeti mednarodna valuta stabilno vrednost. Visoka in spremenljiva inflacija povzroča deprecijacijo nominalnega deviznega tečaja in negotovost.

Transakcijski stroški so tem nižji, čim večji je obseg menjave valute na trgu. Ta obseg je odvisen od velikosti mednarodne menjave in strukture plačilne bilance države izdajateljice. Velja pa tudi obratno, čim nižji so transakcijski stroški, tem bolj se valuta uporablja za mednarodna plačila. Moč te vzročno posledične povezave se je v preteklosti pokazala na primeru dolarja, ko je ta ohranil vlogo mednarodnega plačilnega sredstva, kljub velikim nihanjem deviznega tečaja. Na transakcijske stroške torej vpliva tudi nestabilnost bilateralnih trgov posamezne valute. Nestabilnost povečuje transakcijske stroške in poveča tveganje držanja te valute. Obseg transakcij na valutnem trgu je odvisen tudi od likvidnosti valute oziroma globine in razvitosti sekundarnega trga.

Tveganje kapitalske izgube je tem manjše, čim bolj so finančni trgi mednarodne valute globoki, intenzivni in odporni na šoke. Kaj pa določa gibanje deviznega tečaja, sem opisal že v uvodu.

6.2. KAZALCI MEDNARODNE VLOGE VALUTE

Kakšno vlogo bo imela valuta v svetovnem gospodarstvu, je odvisno od spodaj opisanih kazalcev (Bergsten, 1996).

6.2.1. Velikost gospodarstva, ki je podlaga valuti, in delež tega gospodarstva v svetovni trgovini

Velika gospodarstva imajo že v osnovi trdnejšo podlago za svojo valuto, ker imajo večja gospodarstva v absolutnem pomenu večji obseg mednarodnih transakcij. Povpraševanje po valuti je tako deloma tudi odvisno od dejanske velikosti domačega trga, saj če je ta velik, se lahko pri nerezidentih doseže večjo pripravljenost, da to valuto sprejmejo kot nadomestno sredstvo. Čim večji je delež posameznega gospodarstva v svetovni trgovini, tem bolj bo valuta tega gospodarstva svetovno poznana in bolj se bo uporabljala kot mera vrednosti in plačilno sredstvo. Velika gospodarstva so bolj odporna na zunanje šoke in tako bolj varna in privlačna za investitorje. Ponavadi imajo večja gospodarstva večje trge kapitala, kar je predpogoj za pomembnost določene valute v svetovnem merilu. Velikost posameznega gospodarstva merimo s številom prebivalstva in z bruto domačim proizvodom.

6.2.2. Neodvisnost gospodarstva od zunanjih dejavnikov in omejitev

To pomeni, da lahko gospodarstvo vodi svojo politiko popolnoma neodvisno in da mu ni treba spreminjati svojih gospodarskih smernic zaradi zunanjih šokov ali vplivov. Ker je tako gospodarstvo teoretično samo popolnoma zaprto gospodarstvo, česar v praksi ne poznamo, pomeni neodvisno gospodarstvo, da imajo zunanji vplivi izredno majhno vlogo in da lahko vodi svojo gospodarsko politiko dokaj samostojno. Velikost tega kazalca merimo z odprtostjo in izpostavljenostjo trgovanju ter z indikatorjem finančne izpostavljenosti, ki je produkt variabilnosti deviznega tečaja in deleža izvoza v BDP.

6.2.3. Nizek prag devizne kontrole

Nizek prag devizne kontrole povečuje mednarodno vlogo valute, saj devizna kontrola v določeni državi omejuje tokove kapitala in trgovinske tokove in s tem uporabnost in dostopnost valute te države. Majhna stopnja devizne kontrole je torej osnovni pogoj, da se nacionalna valuta začne mednarodno uporabljati.

6.2.4. Širina, globina in likvidnost kapitalskih trgov valute

S širino trga razumemo število domačih in tujih tržnih udeležencev in število instrumentov, ki se na trgu uporabljajo. Globina trga pa pomeni dobro razvit sekundarni trg, ki se izraža s tržno kapitalizacijo, z vrednostjo prometa, s številom transakcij in z dodatnimi merili likvidnosti. Kako veliki so finančni trgi, je odvisno od velikosti trga, tržne likvidnosti, transakcijskih stroškov, davkov, zakonodaje, tehničnih pogojev in možnosti za finančno-tehnično raziskovanje. Dobro razviti trgi so posledica svobode finančnih institucij, svobodnega mednarodnega pretoka kapitala, stabilnosti nacionalne valute in ekonomije obsega v financah. Širši, globlji in bolj likvidni finančni trgi zmanjšujejo transakcijske stroške, stroške izposojanja in stroške zavarovanja, s tem se povečuje tudi mednarodna pomembnost valute s takimi trgi.

6.2.5. Moč in stabilnost valute ter njegov zunanji položaj

Z naraščanjem moči in stabilnosti gospodarstva narašča tudi mednarodna pomembnost valute tega gospodarstva. Moč gospodarstva merimo z velikostjo BDP-ja, medtem ko stabilnost gospodarstva merimo z gospodarsko rastjo, rastjo cen in zunanjim položajem gospodarstva, ki ga merimo s saldom plačilne bilance (primanjkljaj oz. presežek).

6.3. EVRO IN DOLAR SKOZI KAZALCE MEDNARODNE VALUTE

Med velikostjo gospodarstva in pomembnostjo mednarodne valute obstaja tesna povezava (Zalar, 2000, str. 34). Tako je prav ameriški dolar postal prevladujoča mednarodna valuta v času, ko so bile ZDA svetovna gospodarska velesila. Če na tej podlagi primerjamo ameriško in gospodarstvo evro območja, je z nastankom Evropske monetarne unije in notranjega trga evro območje glede na število prebivalstva večje kot ameriško gospodarstvo, glede na raven BDP-ja pa ostaja ameriško gospodarstvo še vedno v prednosti. Pomembna je tudi sama stabilnost gospodarstva, ki se izraža skozi rast cen in gospodarsko rast. Prav ta dva dejavnika sta bila poleg velikosti gospodarstva ključna za prevlado dolarja na svetovnem trgu. Na drugi strani je bilo enotno evropsko območje oblikovano prav z namenom povečati gospodarsko rast evro območja. Je pa področje evra postalo z oblikovanjem EMU-ja največji svetovni izvoznik in drugi največji svetovni uvoznik.

Če se evro območje glede na velikost gospodarstva lahko kolikor toliko meri z ZDA, so glede finančnih trgov zadeve nekoliko drugačne. Pred uvedbo evra so bili evropski finančni trgi precej razdrobljeni in stroškovno neučinkoviti zaradi različnih nacionalnih valut, poleg tega pa so obstajale tudi določene razlike v načinih poslovanja. Vse to je onemogočalo razvoj evropskega finančnega trga v smislu njegove globine, likvidnosti, finančnih institucij in instrumentov finančnega trga. Na tem področju ima ameriški finančni trg še vedno prednost, saj se recimo dogajanje na ameriških finančnih trgih čez čas prenese tudi na evro finančne trge. Torej so dogodki na evro finančnih trgih še vedno odvisni od dogodkov na ameriških trgih. Kljub vsemu ima evro območje možnost za oblikovanje največjega finančnega trga. Kazalniki, s katerimi lahko merimo velikost finančnih trgov, pa so skupna tržna vrednost delnic, obveznic in bančne aktive v posamezni valuti, delež valute v različnih segmentih finančnih trgov in dnevni obseg transakcij v posamezni valuti.

Osnovni pogoj za valuto, da se uporablja v mednarodnih plačilih, je, da je valuta konvertibilna. Euro je konvertibilna valuta. Vendar glede na ta dejavnik euro ne more pridobiti prednosti glede na ameriški dolar, saj je v svetu ogromno držav, ki imajo konvertibilne valute. Euro bi lahko dosegel svoje prednosti v kakovosti denarja z zmanjšanjem negotovosti transaktorjev. To lahko doseže s predvidljivimi in z nizkimi stopnjami inflacije, saj je cenovna stabilnost osnovni cilj evropske centralne banke (ECB). Tukaj ima euro veliko možnosti za prevlado nad dolarjem, saj so cilji in naloge ECB-ja zelo jasni.

TABELA 1: Gibanje inflacije evro območja in ZDA v obdobju od 1999 do 2003

LETO	1999	2000	2001	2002	2003
Evro območje	1,1 %	2,0 %	2,4 %	2,3 %	2,1 %
ZDA	2,2 %	3,4 %	2,8 %	1,6 %	2,3 %

Vir: World Economic Outlook 2004, Statistical Appendix, str. 198.

Njena monetarna politika lahko zaradi nadsacionalnega položaja in popolne neodvisnosti rezultira v nižjih stopnjah inflacije, kot bodo to dosegale ZDA, kar se je v preteklih letih tudi potrjevalo (glej tabelo 1). S tem bi evro postal relativno stabilnejša valuta kot dolar v smislu zmanjševanja negotovosti transaktorjev. Relativna notranja stabilnost evra v primerjavi z dolarjem bi lahko bila bistvena prednost za evro. Večjo nevarnost za stabilnost dolarja predstavlja tudi njegovo zunanje neravnotežje, ki se kaže v konstantnem in vse večjem primanjkljaju v tekočem delu plačilne bilance, kar je razvidno iz spodnje tabele.

TABELA 2: Stanje tekočega dela plačilne bilance ZDA in držav evro območja v obdobju od 1999 do 2003 (% BDP)

LETO	1999	2000	2001	2002	2003
Evro območje	0,4	-0,5	0,2	1,2	0,6
ZDA	-3,1	-4,2	-3,9	-4,6	-4,9

Vir: World Economic Outlook 2004, Statistical Appendix, str. 225.

Glavna razlika med evro območjem in ZDA obstaja glede politične stabilnosti. ZDA predstavljajo ekonomsko, denarno in politično unijo, medtem ko za evro območje politična unija oziroma enotnost ne velja, saj je evro območje sestavljeno iz več nacionalnih držav z različnimi kulturnimi in političnimi značilnostmi. Politična enotnost je za uspešnost evra nujna tudi z vidika fiskalne politike, saj nacionalna pristojnost nad fiskalno politiko ni najboljša, ker obstaja manjša učinkovitost nacionalne fiskalne politike v integrirani EU, kar je posledica prelivanja učinkov fiskalne politike preko nacionalnih meja in njihov vpliv na sosednja področja. Potrebna je harmonizacija nacionalnih davčnih sistemov, saj to omogoča večjo mobilnost delovne sile in kapitala. S tem se zagotavlja uspešno delovanje denarne unije, centralizacijo stabilizacijske in redistribucijske funkcije, kar preprečuje različno odzivanje na šoke in s tem večje stroške denarne unije. Zagotovitev politične enotnosti preko fiskalne centralizacije, ki bi pomenila dogovor, da za prebivalce denarne unije veljajo enaka pravila, dogovori in davki. Poleg politične premoči in enotnosti imajo ZDA prevlado tudi kar zadeva vojaško moč.

Evro ima torej še veliko prostora, kar zadeva vprašanja prevlade na mednarodnih valutnih trgih. Je pa to tesno povezano z nadaljnjim vključevanjem članic v monetarno unijo in s politično enotnostjo. Nove članice bodo tako še dodatno povečale razliko v številu prebivalstva med obema področjema in prispevale h gospodarski krepitvi evro območja. Seveda pa je pogoj za to, da bo liberalizacija gospodarstev srednje in vzhodne Evrope uspešna ter ekonomsko in politično stabilna. Z uspešnim poglobljanjem in širjenjem EU lahko postane

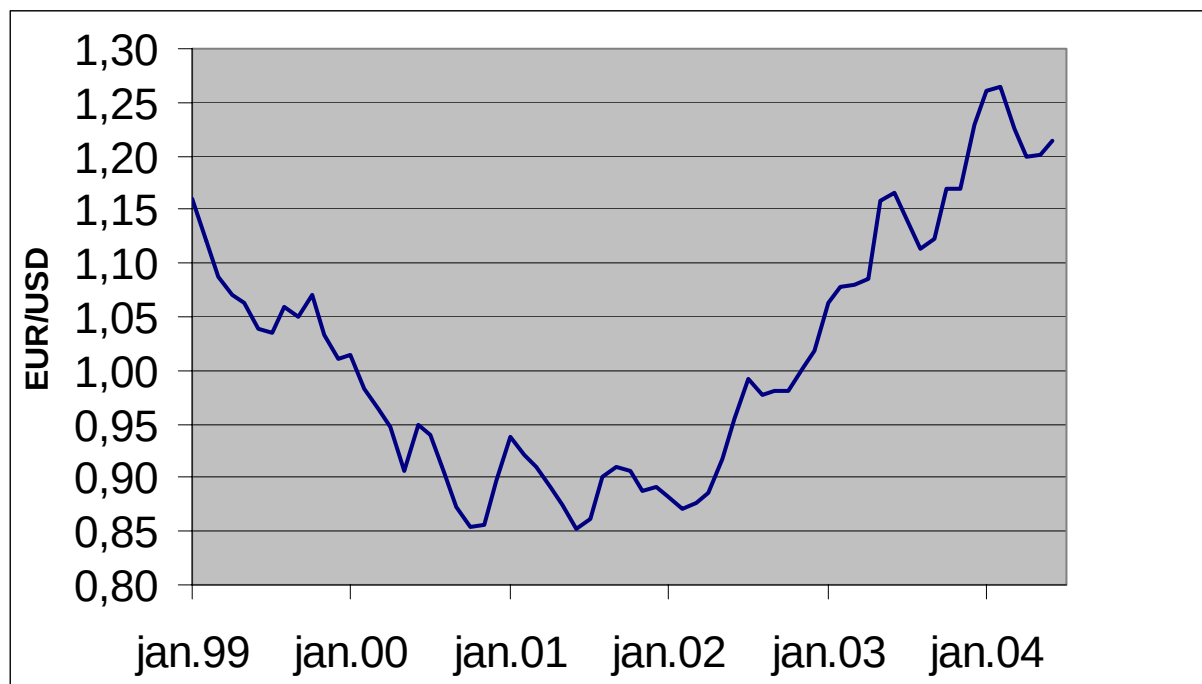
Evropa bistveno bolj varno pribežališče za kapital, kot je to bilo v preteklosti. K temu pa bi pripomogla tudi popolna integracija in liberalizacija evropskega finančnega trga, s čimer bi evro naložbe postale privlačnejše za tuje investitorje.

Glavna naloga evra je prevzeti vlogo dolarja kot varnega pribežališča. Tu gre za psihološki učinek, ki ga ZDA zagotavlja njihova velika vojaška moč, tehnološka dominantnost in zunanje politična prevlada v svetu. ZDA so do nedavnega kot svetovna velesila iz vseh kriznih situacij izšle kot zmagovalke. Ta status jim je v današnjem času omajal svetovni terorizem, vendar se kljub temu še vedno ohranja zaupanje v ameriški dolar.

7. GIBANJE DEVIZNEGA TEČAJA EURO DOLAR V OBDOBJU OD 1999 DO 2004

Spreminjanje vrednosti valute se kaže skozi gibanje deviznega tečaja. To je tudi glavni namen te naloge, torej prikazati, kako se je tečaj evra gibal glede na dolar od uvedbe evra do danes. Devizni tečaj in njegova stabilnost pomembno vplivata na uporabnost mednarodne valute. V tem poglavju bom prikazal, kako se je tečaj evra gibal glede na dolar in glede na to v naslednjem poglavju prikazal, ali je evro pridobil na mednarodnem zaupanju ali ne. To bom pokazal skozi mednarodne devizne rezerve: prikazal bom, kakšen delež v mednarodnih deviznih rezervah zavzemajo najpomembnejše mednarodne valute, poudarek bo na primerjavi evra in dolarja.

SLIKA 1: Gibanje deviznega tečaja evro dolar v obdobju od 1. 1. 1999 do 1. 7. 2004



Vir: ECB Monthly Bulletin, januar 2001 str. 60.

ECB Monthly Bulletin, januar 2002 str. 76.

ECB Monthly Bulletin, januar 2004 str. 67.

ECB Monthly Bulletin, julij 2004 str. 67.

Gibanje tečaja evra v obdobju od uvedbe evra do danes bom prikazal v dveh delih. Gibanje deviznega tečaja evra sta zaznamovala dva trenda (glej sliko 1). Nekako do začetka leta 2002 je evro konstantno izgubljal vrednost glede na ameriški dolar. V tem času je dosegel tudi najnižje vrednosti v primerjavi z dolarjem. Od začetka leta 2002 pa vse do danes pa devizni tečaj evra kaže pozitiven trend v gibanju glede na dolar.

7.1. OBDOBJE NEGATIVNEGA TRENDNA DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD

Za začetek bom še enkrat povzel najpomembnejše dejavnike, ki vplivajo na devizni tečaj, to so: gospodarska rast, stopnja inflacije, rast produktivnosti, stanje plačilne bilance, proračunsko ravnotežje in pričakovanja glede teh kazalcev v prihodnosti. Gibanje tečaja evra glede na dolar je torej odvisno od občutljivosti trga, pričakovane gospodarske rasti in usklajenosti fiskalne in monetarne politike ameriškega in evropskega gospodarstva.

V tem obdobju ni evro prav nič kazal znakov konkurenčnosti ameriškemu dolarju in prepričanja, da bi lahko prehitel ameriški dolar kot vodilno mednarodno valuto. Evro je svojo pot začel pri vrednosti 1,168 dolarja. Do konca leta 2001 je njegova vrednost krepko padala. Dve najnižje vrednosti evra v tem obdobju sta bili 0,8252 dolarja 26. 10. 2000 in 0,8384 dolarja 6. 7. 2001. Zanimivo je predvsem to, da so ključni dejavniki, ki so vplivali na tečaj evro/dolar, predvsem v dogajanju v ameriškem gospodarstvu in niti ne toliko, kaj se je dogajalo z gospodarstvom evro območja.

Evro je torej v prvih treh letih izgubljal vrednost, za to pa je zaslužno predvsem dogajanje v ameriškem gospodarstvu, ki je v letih 1999 in 2000 kazalo dobre številke gibanja gospodarske rasti in potrjevalo gospodarsko ekspanzijo že deveto oziroma deseto leto zapored. Posledica tega je bilo tudi veliko zaupanje v vse ostale segmente ameriškega trga. Ne glede na to, da je tudi evropsko gospodarstvo kazalo gospodarsko rast, to ni bilo dovolj za krepitev evra, saj je bila njegova rast še vedno nižja kot ameriška. Poleg tega so ZDA beležile kontinuirano rast že celo desetletje, dodatno pa je bilo zaupanje v ameriško gospodarstvo podkrepljeno z nizko inflacijo. Zaupanje v evro pa poleg zmerne gospodarske rasti tudi nizka stopnja brezposelnosti evro območja ni okrepila.

TABELA 3: Gospodarska rast evro območja in ZDA v obdobju od 1999 do 2003
(sprememba v %)

LETO	1999	2000	2001	2002	2003
Evro območje	2,8 %	3,5 %	1,6 %	0,9 %	0,4 %
ZDA	4,4 %	3,7 %	0,5 %	2,2 %	3,1 %

Vir: World Economic Outlook 2004, Statistical Appendix str. 187.

Tečaj evra v tem obdobju ni okrepil niti rekordno velik primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance ZDA, saj se je ta brez težav financiral s tujimi investicijami kapitala v ameriške delnice in obveznice. Kot razloge za šibko vrednost evra v tem obdobju bi navedel še nezaupanje ekonomskih subjektov na realnih, finančnih in deviznih trgih evroobmočja.

Razlog za to je verjetno tudi v tem, da je evro prva tri leta obstajal le kot knjižni denar, s čimer so bili ustvarjeni tudi psihološki razlogi za dvom v zaupanje v skupno evropsko valuto. Tudi strukturne reforme so se zelo počasi izvajale, predvsem kar zadeva podjetniški sektor. Davki in velike socialne obremenitve evropskih podjetij v primerjavi z ameriškimi, poleg tega pa še politika nevzpodbujanja podjetništva niso vplivali stimulatивно na tuje direktne investicije in na evropska podjetja, da bi le-ta investirala izven evropskega področja, kar je vse skupaj zmanjševalo povpraševanje po evru in vplivalo na padanje njegovega vrednosti.

V tem času je tečaj evra dosegal najnižje vrednosti v svoji zgodovini. Smer in moč padanja sta bila v letu 2000 tako močna in nevarna, da je to vzbudilo skrb celotnega svetovnega gospodarstva. Na pobudo ECB-ja so 22. septembra 2000 denarne oblasti ZDA, VB, Japonske in Kanade skupaj z ECB-jem izvedle intervencijo na deviznem trgu. To so izvedli zaradi posledic, ki bi jih lahko imelo nadaljnje padanje vrednosti evra na svetovno gospodarstvo. Vendar ta intervencija ni imela nekega trajnejšega učinka. Tečaj se je sicer v tem obdobju nekoliko okrepil, vendar je še vedno ostal negativen trend v njegovem gibanju.

7.2. GIBANJE OBRESTNE MERE EVRO OBMOČJA IN ZDA V OBDOBJU NEGATIVNEGA TRENDNA GIBANJA TEČAJA EUR/USD

Centralna banka lahko na devizni tečaj vpliva na dva načina, in sicer z intervencijo na deviznem trgu in s spreminjanjem obrestnih mer. Če centralna banka zviša obrestno mero, naredi to z namenom, da bi okrepila svojo valuto oziroma da pride do apreciacije deviznega tečaja valute. Višja obrestna mera pomeni višjo donosnost dolžniških vrednostnih papirjev in višji neto pritok kapitala. Ponavadi to pripelje do nižje gospodarske rasti, vendar se tudi inflacija zniža. Znižanje obrestne mere sicer zmanjša vrednost valute, vendar pa se poveča gospodarska rast na račun depreciacije valute in posledično višjega izvoza, ker je blago relativno cenejše. Višja gospodarska rast ima lahko za nevarnost višjo inflacijo, ker nižje obrestne mere pomenijo povečano ponudbo denarja oziroma cenejše kredite, kar povzroči inflacijo. Nižja obrestna mera pa še po eni poti stimulira večjo gospodarsko rast: znižanje obrestne mere pomeni višjo vrednost obveznic in nepremičnin njihovih imetnikov, zaradi česar ti gospodarski subjekti povečajo svojo današnjo porabo.

Denarna politika ponavadi ne reagira takoj na nove informacije glede sprememb ekonomskih kazalcev, ampak počaka na zadostno količino teh podatkov. Ponavadi so spremembe obrestnih mer po majhnih korakih, 25 ali 50 bazičnih točk⁴, pri čemer se smer spremembe ne spreminja pogosto. Spreminjanje obrestnih mer torej vpliva na gospodarsko rast in inflacijo. Če centralna banka to počne v majhnih korakih in v isti smeri, ima to večji vpliv na gospodarsko rast in inflacijo. Postopno spreminjanje obrestnih mer je tudi pomembno, ker so podatki o gospodarski rasti in inflaciji revidirani za nazaj. Tako pogosto prihaja do njihovih popravkov, postopni ukrepi so boljši, zato da ne bi prišlo do prevelikega nihanja inflacije, BDP-ja in tudi nezaposlenosti. Postopnost in ohranjanje smeri spreminjanja obrestne mere je

⁴ 1 % = 100 bazičnih točk

pomembna tudi zaradi finančnih trgov, saj pogosto spreminjanje smeri obrestne mere lahko pripelje do nepredvidljivih reakcij finančnega sistema (Žnidaršič, 2003, str. 18).

Prikazal bom, kako sta ECB in ameriška centralna banka (FED) spreminjali obrestno mero, to je ključno kratkoročno obrestno mero, po kateri centralna banka posoja denar poslovnim bankam, v obdobju, ko je tečaj evra padal. Če primerjamo obe centralni banki, ameriško in evropsko, hitro ugotovimo, da lahko ameriška banka deluje dosti bolj učinkovito. ECB lahko posega le z denarnimi ukrepi na dogajanje na trgu, saj sta fiskalna in gospodarska politika še vedno v rokah nacionalnih vlad.

7.2.1. ECB in obrestna mera v obdobju 1999 do 2001

ECB je v obdobju od 1. 1. 1999 do 31. 12. 2001 obrestno mero spremenila 12-krat. ECB je v letu 1999 dvakrat zniževala obrestno mero (glej tabelo 4). Namen je bil spodbuditi gospodarsko rast, saj je bila inflacija na dokaj nizki ravni (glej tabelo 1), tako da ni bilo strahu, da bi nižanje obrestne mere povišalo inflacijo.

TABELA 4: Spreminjanje obrestne mere s strani ECB-ja v obdobju od 1999 do 2001

Datum spremembe	Obrestna mera
1. 1. 1999	3,00 %
9. 4. 1999	2,50 %
5. 11. 1999	3,00 %
4. 2. 2000	3,25 %
16. 3. 2000	3,50 %
28. 4. 2000	3,75 %
9. 6. 2000	4,25 %
1. 9. 2000	4,50 %
6. 10. 2000	4,75 %
11. 5. 2001	4,50 %
31. 8. 2001	4,25 %
18. 9. 2001	3,75 %
9. 11. 2001	3,25 %

Vir: ECB, Monthly Bulletin, januar 2002, str. 8.

V naslednje letu pa je ECB spremenila smer spreminjanja obrestne mere. Ekonomski kazalci so napovedovali visoko gospodarsko rast za evro območje, poleg tega je tudi inflacija naraščala. Da ne bi prišlo do pregrevanja gospodarstva, so evropske denarne oblasti v letu 2000 kar 6-krat zvišale obrestno mero. Razlog za dvig obrestne mere je bil dodatno podkrepjen v padanju vrednosti evra glede na dolar (glej sliko 1). Namen je bil torej tudi okrepiti evropsko valuto. V letu 2001 pa je ECB zopet spremenila smer gibanja obrestne mere, saj je zaradi upada gospodarske rasti ECB zopet zniževala obrestne mere z namenom okrepiti evropsko gospodarsko rast.

7.2.2. FED in obrestna mera v obdobju 1999 do 2001

Še nekoliko bolj kot ECB je bil aktiven FED, saj je ključno obrestno mero v obdobju od 1. 1. 1999 do 31. 12. 2001 spremenil kar 17-krat.

TABELA 5: Spreminjanje obrestne mere s strani FED-a v obdobju od 1999 do 2001

Datum spremembe	Obrestna mera
30. 6. 1999	5,00 %
24. 8. 1999	5,25 %
16. 10. 1999	5,50 %
2. 2. 2000	5,75 %
21. 3. 2000	6,00 %
16. 5. 2000	6,50 %
3. 1. 2001	6,00 %
31. 1. 2001	5,50 %
20. 3. 2001	5,00 %
18. 4. 2001	4,50 %
15. 5. 2001	4,00 %
27. 6. 2001	3,75 %
21. 8. 2001	3,50 %
17. 9. 2001	3,00 %
2. 10. 2001	2,50 %
6. 11. 2001	2,00 %
11. 12. 2001	1,75 %

Vir: FED, Open Market Operations, 2004.

FED je v letih 1999 in 2000 po 3-krat v vsakem letu dvignil ključno obrestno mero. Konec junija 1999 je dvignil obrestno mero s 4,75 % na 5 % (glej tabelo 4), v enem letu po tem pa je bila obrestna mera že na ravni 6,5 %. V obeh primerih je bil namen znižati inflacijsko stopnjo, očitno pa je, da je dvigovanje obrestne mere povzročilo tudi krepitev ameriške valute. Začetek leta 2001 je prišlo do preobrata v smeri spreminjanja obrestne mere. FED je januarja znižal obrestno mero na 5,5 % in potem v več korakih do konca leta na 1,75 %. Razlog za to je bil, ker so ZDA zašle v recesijo, cilj ameriške centralne oblasti je bil torej z zniževanjem ključne obrestne ustaviti recesijo ameriškega gospodarstva in ponovno okrepiti gospodarsko rast.

7.3. RAZLOGI ZA SPREMEMBO TRENDJA GIBANJA DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD

Kljub temu da je tečaj evra glede na dolar padal tudi v letu 2001, so dogodki v tem letu pomembno vplivali na spremembo trenda gibanja deviznega tečaja evra. Ta preobrat se je zgodil v začetku leta 2002 (glej sliko 1). In zopet so se dogodki, ki so pomembno vplivali na začetek rasti vrednosti evra, dogajali v ZDA in ne v evro področju. Torej je na pozitivno

gibanje tečaja evra bolj vplivala šibkost dolarja kot moč evra (Pivk, 2002, str. 21-22). Ker so spremembe, ki so se takrat zgodile, spremenile trend gibanja tečaja evra, in ta trend velja še danes, bom nekoliko opisal tiste dogodke, ki so privedli do preobrata.

Prvi dejavnik je ekonomski, in sicer gospodarska rast. V ZDA je v letu 2001 zavladovala velika negotovost kar zadeva gospodarsko rast, saj se je ameriško gospodarstvo začelo krčiti. In celo več, v prvih treh četrletjih je namreč tudi uradno zapadlo v recesijo, s čimer se je prekinilo obdobje desetletne ekspanzije v ZDA. Hkrati je bil izpolnjen tudi pogoj tehnične recesije, to je najmanj dve zaporedni četrletji z negativno rastjo BDP-ja. V tem obdobju je evropsko gospodarstvo celo zabeležilo višjo gospodarsko rast kot ZDA (glej tabelo 3).

Zaradi upada gospodarske aktivnosti v ZDA je morala Ameriška centralna banka znižati obrestne mere, ki so padle pod nivo evropskih. Povečanje tega razpona se je odrazilo na denarnem in kapitalskem trgu, saj so naložbe, denominirane v evrih, postale bolj donosne. To se je pokazalo v donosnosti ameriških in evropskih državnih obveznic, ko so po dolgem času evropske obveznice postale donosnejše. Višja donosnost je seveda pritegnila številne tuje investitorje, kar je vse pozitivno vplivalo na vrednost evra.

Ameriška recesija se je odrazila tudi na ameriških delniških trgih. Njihovi indeksi so kljub nižanju obrestnih mer s strani FED-a močno padli, predvsem so bile izpostavljene delnice tehnoloških podjetij. Nezaupanje v ameriške delniške trge so še dodatno podkrepili računovodski škandali v ZDA in propad dveh velikih ameriških podjetij Enrona in Worldcoma. To je še dodatno vplivalo na investitorje, da so začeli vlagati v evro območje, s čimer so zmanjšali zaupanje v dolar in povečali zaupanje v evro. Še ena zadeva je tukaj zelo pomembna. Po odtoku kapitala se je pojavil še en problem v ZDA, kako financirati velike primanjkljaje tekočega dela plačilne bilance (glej tabelo 1), ki so ga do tedaj pokrivali s tujimi investicijami. To je bil nov negativen vpliv na dolar.

Zanimivo je bilo tudi politično dogajanje v tem letu, kar zadeva ZDA. Mnogi izpostavljajo, predvsem pa Američani sami, da je za nezaupanje v dolar najbolj kriv "11. september" in širjenje svetovnega terorizma. Seveda je to vplivalo na trge v ZDA, vendar ostaja dejstvo, da je ameriško gospodarstvo že od začetka leta 2001 bilo v recesiji. Po tem je sledil ameriški napad na Afganistan in grožnja napada na Irak, ki se je kasneje tudi dejansko zgodil. To vse je zmanjšalo zaupanje v ameriško gospodarstvo. Vemo pa tudi, da vojne pomenijo veliko finančno breme, kar v primeru ZDA še dodatno pogloblja problem financiranja luknje v plačilni bilanci. Vse to je zopet pomenilo boljše obete za evro.

Devizni tečaj evra ni takoj spremenil smeri gibanja glede na dolar. Za preobrat je evro potreboval skoraj eno leto, predvsem pa je zanimivo to, da je takrat rast ameriškega gospodarstva zopet prehitela rast evropskega gospodarstva. Obstajata dva razloga za zamik pri spremembi gibanja tečaja evra. Potrditev, da je ameriško gospodarstvo v tehnični recesiji, so svetovni finančni trgi dobili šele v letu 2002, ko so bili popravljeni ekonomski kazalci.

Drugi razlog pa je v tem, da začnejo spremenjene ekonomske osnove vplivati na devizne tečaje šele po določenem času, ponavadi po enem letu, kot so to ugotovili tržni analitiki.

7.4. OBDOBJE POZITIVNEGA TRENDNA DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD

Tako kot je na padanje vrednosti evra od njegove uvedbe do začetka leta 2002 vplivalo predvsem dogajanje v ameriškem gospodarstvu, lahko tudi za njegovo krepitev, ta trend traja še danes, iščemo razloge v dogajanju na drugi strani Atlantika. Dogodki, ki so se zgodili v letu 2001, ki sem jih navedel kot razloge za preobrat v gibanju tečaja evro/dolar, so se odrazili na ameriških trgih v naslednje letu ter povzročili oziroma poglobili vrsto neuravnoteženosti na teh trgih, ki so vplivale na krepitev evra.

Najprej so se pojavile skrbi glede prihodnje gospodarske rasti v ZDA, saj so pretekli dogodki dodobra omajali zaupanje investorjev v ameriško gospodarstvo in sprožile negotovost. Čedalje bolj se je poglobljajal primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance ZDA, ki je kazal izrazit naraščajoč trend, saj se je luknja širila od leta 1997, da bi konec leta 2003 dosegla rekordnih 5 % ameriškega BDP-ja (glej sliko 1). Še en primanjkljaj je dodatno vplival na nezaupanje v največje svetovno gospodarstvo: proračunski deficit, ki bi ga povezal predvsem z geopolitičnimi aktivnostmi ZDA. Tu mislim na poseg v Iraku, za kar so ZDA namenile velike količine denarja. Proračunski deficit ZDA je v letu 2003 znašal že 4 % BDP-ja (World Economic Outlook, 2004, str. 209), potem ko so v letu 2000 imeli 1 % BDP-ja proračunskega presežka. Poseg v Iraku je sprožil še negativen vpliv na svetovno ekonomijo, in sicer rast cene nafte, ki povzroča inflacijske pritiske. Ta vpliv je v obdobju naraščanja vrednosti evra glede na dolar večji na ameriško gospodarstvo kot na gospodarstvo evro območja, saj je nafta na svetovnih trgih izražena v ameriških dolarjih. Vendar po drugi strani vrednost dolgov ZDA, ki so v ameriških dolarjih, s padanjem vrednosti dolarja dejansko padajo. Tudi predsednik FED-a, Alen Greenspan, je izjavil, da poseg v Iraku ne bi pozitivno vplival na vrednost dolarja. Poseg je torej nekoliko razcepil enotnost ZDA, saj je denarna politika potemtakem lahko le delno uspešna, ker njihova zunanja politika ni ravno usmerjena na krepitev ameriške valute.

Evro je v tem obdobju dosegel pozitivne rekorde, kar se tiče njegove vrednosti, saj je bil tečaj evra 18. februarja letos 1,2928 dolarja. Da je evro močan zaradi šibkosti ameriškega gospodarstva in ne zaradi moči evropskega gospodarstva, navajam dejstvo, da je evro močan, kljub zavrnitvi omejitev glede proračunskih primanjkljajev s strani glavnih gospodarskih stebrov evro območja Francije in Nemčije (Pesek, 2004, str. 16). Lahko bi sklepali, da je šibek dolar trenutno v interesu ZDA. Kot sem zgoraj napisal, je bil lani njihov primanjkljaj v trgovinski bilanci rekorden, zato z nizko vrednostjo dolarja stimulirajo svoj izvoz in na ta način zapolnjujejo trgovinski primanjkljaj. Do nedavnega so to počeli s kapitalskimi pritoki, vendar se je zaupanje tujih vlagateljev v ameriške finančne trge močno omajalo in so vedno manj navdušeni nad financiranjem primanjkljaja tekočega dela plačilne bilance. Zato breme uravnoteženja tekočega računa prevzema postopek plačilno bilančnega prilagajanja prek

deviznega tečaja in spodrina plačilno bilančno financiranje (Aristovnik, Kešeljević, 2004, str. 16).

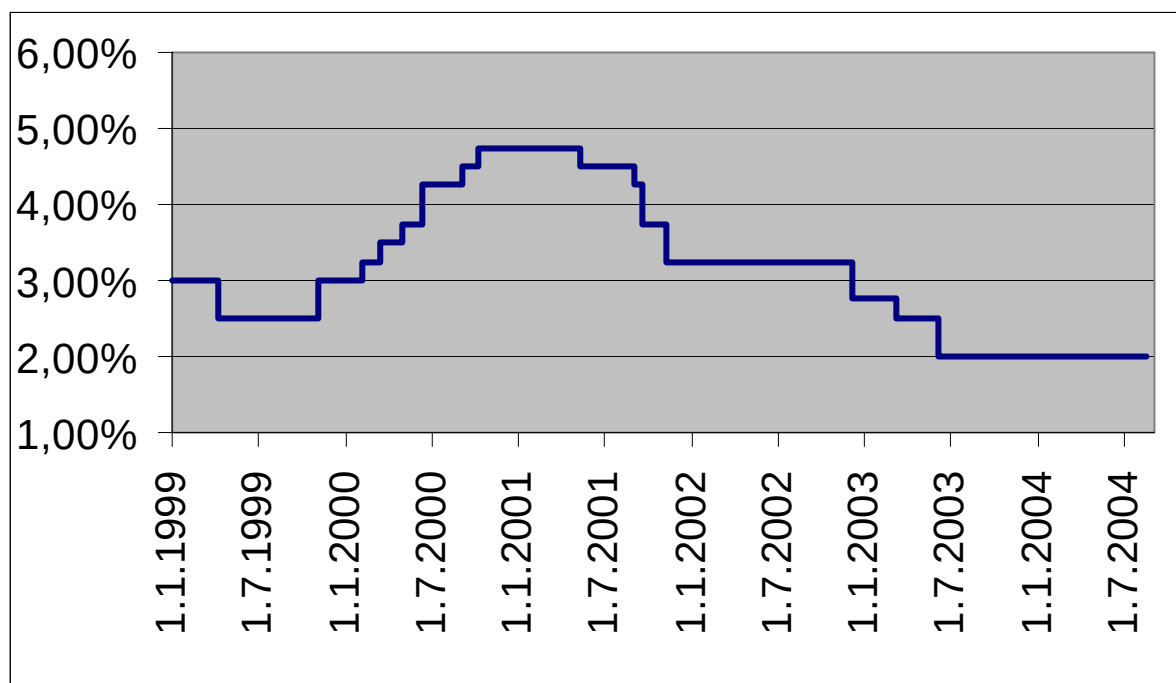
Kaj bo z deviznim tečajem EUR/USD v prihodnje, bo odvisno od tega, kaj bo s primanjkljajem v tekočem delu plačilne bilance ZDA. Na dolgi rok ta primanjkljaj ni vzdržen. Po ameriških volitvah novembra letos bo tudi razvidno, ali je nizka vrednost dolarja odraz dejanskega stanja, v katerem se ameriško gospodarstvo nahaja, ali pa je to le politika ZDA, saj z nizko vrednostjo spodbuja izvoz in ohranja delovna mesta, saj bi visoka brezposelnost v volilnem letu za sedanjo administracijo pomenila polom na predsedniških volitvah. Obrestne mere so tako v Evropi kot v ZDA zelo nizke in prej ali slej bo prišlo do njihovega dviga (Bradford, 2004, str. 16), kar je tudi eden od dejavnikov, ki bo vplival na prihodnje gibanje deviznega tečaja EUR/USD.

Iz vsega tega se postavlja vprašanje, ali evro lahko postane vodilna mednarodna valuta, ko pa na gibanje njegove vrednosti odločilno vpliva dogajanje v največji ekonomiji na svetu. Trenutno je torej tako in odgovor na zgornje vprašanje je potemtakem negativen. V zadnjem poglavju bom še opisal, kako je z mednarodnimi deviznimi rezervami v evrih in dolarjih in glede na to še, kako je z vlogo evra kot mednarodne valute.

7.5. GIBANJE OBRESTNE MERE EVRO OBMOČJA IN ZDA V OBDOBJU POZITIVNEGA TRENTA GIBANJA TEČAJA EUR/USD

7.5.1. ECB in obrestna mera

SLIKA 2: Spreminjanje obrestne mere s strani ECB-ja v obdobju od 1999 do 2004



Vir: ECB, Annual Report 2003, str. 22.

V tem obdobju, ko se evro krepi, je ECB dosti manj spreminjala ključno obrestno mero kot v obdobju, ko je evro izgubljal vrednost. Evro se je sicer v tem obdobju močno okrepil, vendar je tudi gospodarska rast evro območja močno stagnirala. Kot vidimo, je ECB skušala oživeti gospodarstvo z nadaljnjim zniževanjem obrestne mere, ki je padla celo na zgodovinsko najnižjo raven (2 %), vendar tudi to ni dalo novega zagona gospodarstvu EMU-ja. Inflacija pa je kljub nizki stopnji gospodarske rasti ostajala relativno visoka. Po vsej verjetnosti gre prav tu iskati razlog, zakaj ECB ni še dodatno znižala obrestne mere, kot so to storile ZDA, ki so z namenom oživitve gospodarstva obrestno mero spustile na raven 1 %, saj so se bali učinkov na inflacijo. Zgoraj sem napisal, da znižanje obrestne mere poveča gospodarsko rast in zmanjša vrednost valute, kot pa vidimo, so bili učinki v evro gospodarstvu ravno obratni. Kljub nižanju obrestne mere se je gospodarstvo ohlajalo, vrednost evra pa se je krepila (zgodovinsko nizka obrestna mera – zgodovinsko visoka vrednost valute).

TABELA 6: Spreminjanje obrestne mere s strani ECB v obdobju od 2002 do 2004

Datum spremembe	6. 12. 2002	6. 3. 2003	5. 6. 2003
Obrestna mera	2,75 %	2,5 %	2 %

Vir: ECB, Monthly Bulletin, januar 2004, str. 7.

7.5.2. FED in obrestna mera

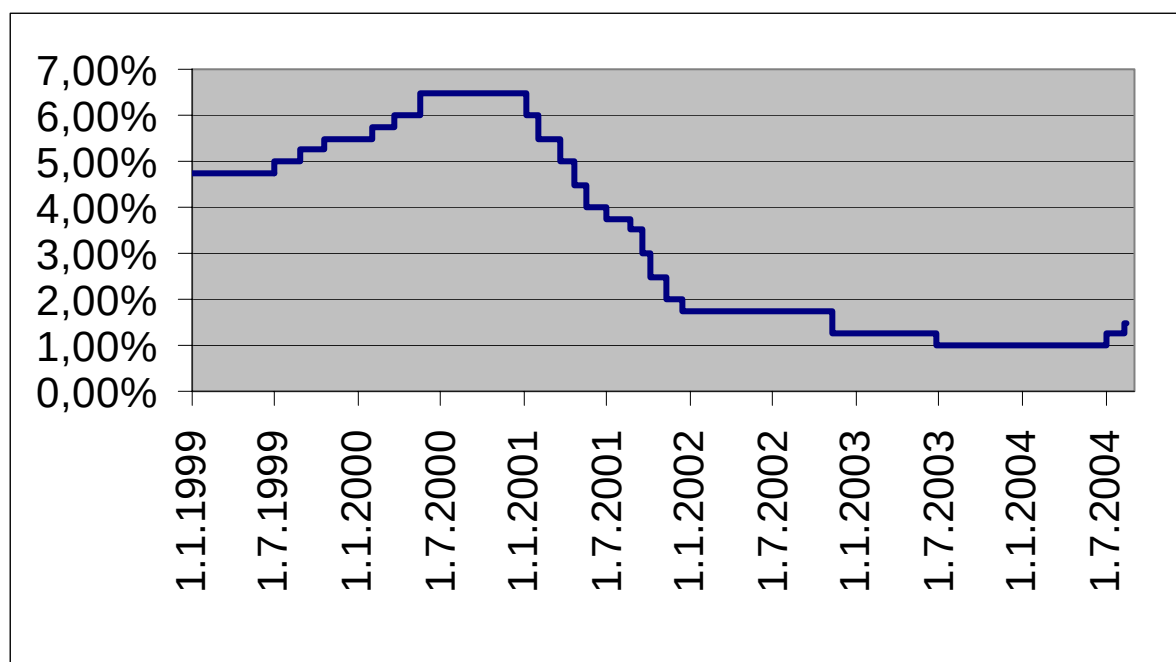
TABELA 7: Spreminjanje obrestne mere s strani FED-a v obdobju od 2002 do 2004

Datum spremembe	6. 11. 2002	25. 6. 2003	30. 6. 2004	10. 8. 2004
Obrestna mera	1,25 %	1 %	1,25 %	1,5 %

Vir: FED, Open Market Operations, 2004.

Tako kot ECB tudi FED ni veliko spreminjal svoje obrestne mere v tem obdobju. Z namenom poživeti gospodarsko rast je FED dvakrat znižal obrestno mero, in sicer novembra 2002 na 1,25 % ter junija 2003 na 1 %, kar je bila najnižja zgodovinska vrednost. To raven obrestne mere je Ameriška centralna banka ohranjala eno leto, ko je konec junija letos dvignila obrestno mero za 25 bazičnih točk na 1,25 %, avgusta letos pa na 1,5 %. Ker se je ameriško gospodarstvo hitro pobralo iz recesije, je to spremembo trg pričakoval, tako da dejansko ta sprememba ni imela vpliva na dogajanje na svetovnih trgih.

SLIKA 3: Spreminjanje obrestne mere s strani FED-a v obdobju od 2002 do 2004



Vir: FED, Open Market Operations, 2004.

8. DELEŽ EVRA V MEDNARODNIH DEVIZNIH REZERVAH

Mednarodna ali svetovna valuta je nacionalna valuta, ki se v večjem obsegu uporablja v mednarodnih denarnih transakcijah, kjer ne sodelujejo izključno samo ekonomski subjekti države, ki je valuto izdala (Kennen, 1995, str. 109). Mednarodna valuta opravlja enake denarne funkcije kot nacionalna valuta, in sicer plačilno sredstvo, mera vrednosti in hranilec vrednosti, poleg tega pa izpolnjuje še funkcijo mednarodnega denarja.

Ko dve državi izvajata transakciji med seboj, recimo, da ena država izvozi blago v drugo državo, se lahko plačilo opravi v valuti uvoznika, izvoznika ali v neki tretji valuti. Ponavadi se plačilo opravi v kaki mednarodni valuti, to je tisti valuti, katere delež je večji v mednarodnih plačilih, kot je delež te države v mednarodnih plačilih. Države bi lahko izvajale svoja plačila v nacionalnih valutah, vendar večina držav med svojimi deviznimi rezervami ne želi imeti vsake valute. Prevladala bo tista valuta, ki najbolje izpolnjuje funkcije denarja.

Mednarodne devizne rezerve⁵ (Gandolfo, 1995, str. 464) centralnih bank služijo za izravnavanje mednarodnega blagovnega, storitvenega, plačilnega in kapitalnega prometa. Mednarodne devizne rezerve torej služijo tudi za poseganje CB na deviznem trgu, kjer uravnatevuje neravnovesje tekočega dela plačilnega prometa s povečanjem oziroma z zmanjšanjem mednarodnih deviznih rezerv. Njihov ekonomski pomen je v vzdrževanju

⁵ Mednarodne devizne rezerve so del deviznih rezerv, kamor spadajo še operativne devizni rezerve, to so tuja plačilna sredstva pooblaščenih bank v tujini in imetja nebančnih transaktorjev v tujini, kamor spadajo tuja plačilna sredstva (devize, vrednostni papirji, tuja gotovina) v lasti podjetij oz. pravnih oseb; devizne rezerve pa so del mednarodnih denarnih rezerv, le-te pa so sestavljene iz monetarnega zlata, rezervne pozicije oziroma tranše pri Mednarodnem denarnem skladu (MDS), posebnih pravic črpanja (SDR) pri MDS in deviznih rezerv.

stabilnih deviznih tečajev, stabilne notranje vrednosti denarja, v ekspanziji zunanje trgovine in v ustrezni stopnji gospodarske rasti.

Kakšna bo sestava valut v mednarodnih deviznih rezervah posamezne države, je odvisno od naslednjih dejavnikov (Gandolfo, 1995, str. 471-472):

- izbira optimalnega portfelja deviznih rezerv CB z vidika sestave valut, pri čemer upošteva minimalno tveganje za dan donos ali maksimalen donos za dano tveganje,
- od ureditve sistema deviznega tečaja v državi,
- od smeri in sestave mednarodne trgovine te države,
- od valutne sestave njenih dolgov.

Država drži večji delež svojih rezerv v neki rezervni valuti, če je nanjo vezan njen devizni tečaj, če ima s to državo velik delež trgovinske menjave in če je večji delež obresti na zunanji dolg denominiran v tej valuti.

TABELA 8: Relativni delež posameznih valut v mednarodnih deviznih rezervah v obdobju od 1993 do 2002 (v %)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ECU	8,2	7,7	6,8	5,9	5,0	0,8	-	-	-	-
EURO	-	-	-	-	-	-	12,6	13,0	13,2	14,6
AMERIŠKI DOLAR	56,6	56,5	56,9	60,2	62,2	65,7	67,9	67,6	67,7	64,8
BRITANSKI FUNT	3,0	3,3	3,2	3,4	3,6	3,9	4,0	3,8	4,0	4,4
ŠVICARSKI FRANK	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7
NEMŠKA MARKA	13,7	14,2	13,7	13,0	12,8	12,2	-	-	-	-
FRANCOSKI FRANK	2,3	2,4	2,3	1,9	1,4	1,6	-	-	-	-
NIZOZEMSKI GULDEN	0,7	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	-	-	-	-
JAPONSKI JEN	7,7	7,9	6,8	6,0	5,2	5,4	5,5	5,2	4,9	4,5
OSTALE VALUTE	6,8	6,6	9,2	8,6	8,7	9,3	9,4	9,7	9,7	11,0

Vir: IMF Annual Report 2003, str. 99.

Če pogledamo zgornjo tabelo, vidimo, da ima ameriški dolar dominanten položaj, kar zadeva mednarodne devizne rezerve. Po zadnjih uradnih podatkih ima ameriška valuta večinski delež v mednarodnih deviznih rezervah. Njegov delež je vsako leto do vključno leta 2001 naraščal, kar nekako sovпада z gospodarsko konjunkturo v ZDA (10 let zaporedne gospodarske rasti). V letu 2002 pa se je njegov delež zmanjšal za 3-odstotne točke, kar je posledica šokov, ki so v letu 2001 prizadeli ameriško gospodarstvo in so se odrazili ne samo v gibanju tečaja evro/dolar ampak tudi v zaupanju v dolar kot rezervno valuto. Kljub temu je njegov delež še

vedno prevladujoč. Če pogledamo, kaj se je dogajalo z evrom, je njegov delež sicer naraščal iz leta v leto. Lahko bi tudi rekli, da je v celoti izkoristil nezaupanje v dolar, saj se je delež evra v mednarodnih deviznih rezervah v letu 2002 povečal za 2,5-odstotni točki. Vendar njegov skupni delež komajda presega 10 % v mednarodnih deviznih rezervah. Če se spomnimo, kaj vse se je dogajalo z ameriškim gospodarstvom, evro niti ni toliko pridobil na zaupanju.

Valuta gradi svoje zaupanje na gospodarski rasti, kot vidimo iz primera dolarja v devetdesetih letih. Če bo evro hotel nadvladati dolar, ne bo dovolj, da ostale države EU vstopijo v EMU. Če bi bila na primer še Velika Britanija članica EMU, bi bil delež evra v mednarodnih deviznih rezervah skoraj 20 %. Potrebna bo zdrava in kontinuirana gospodarska rast. Kot kaže, evro še nekaj časa ne bo nadvladal dolarja. Ravno tako kot je gibanje deviznega tečaja EUR/USD odvisno predvsem od dogajanja izven evro območja, je tudi vprašanje nadvlade evra nad dolarjem odvisno od dogajanja zunaj evro območja, in sicer od dogajanja na azijskih trgih (Pesek, 2004, str. 16).

Znano je, da azijske države držijo velike količine deviznih rezerv v ameriških dolarjih. Uradno imajo tri države svojo valuto vezano na dolar: Kitajska, Hongkong in Malezija. Sem bi lahko šteli tudi japonski jen, ker se Japonci držijo določenega razmerja med dolarjem in jenom ter za poseganje na deviznem trgu potrebujejo devizne rezerve v dolarjih, prav tako kot ostale tri države, ki imajo valuto vezano na dolar.

Kitajska ogromno svoje trgovine opravi z ZDA, drži pa se načela prek šibke valute do gospodarske rasti. Kitajska torej stimulira izvoz z razvrednotenjem svoje valute glede na dolar, s čimer se ji nabirajo velike količine ameriških dolarjev.

Tukaj pa se postavlja vprašanje, kako dolgo bodo azijske države dopuščale padanje vrednosti ameriškega dolarja, saj se bojijo, da bi nadaljnje padanje njegove vrednosti zadušilo gospodarsko rast azijskih držav. Po eni strani torej močan evro zavira gospodarsko rast evra, po drugi strani pa pridobiva na zaupanju azijskih vlagateljev.

9. SKLEP

Evro ni nič kaj vzpodbudno začel svoje poti, saj je od uvedbe začel izgubljati vrednost glede na ameriški dolar. To se je kazalo v padanju njegovega tečaja glede na ameriško valuto. Devizni tečaj evra je v nepolnih dveh letih padel z vrednosti 1,168 dolarja za evro pod 0,83 dolarja za evro. Gibanje deviznega tečaja valute se odraža v gospodarski moči države. Razlog za padanje tečaja evra glede na dolar ni bil v tem, da evro območje ne bi beležilo gospodarske rasti, ampak v višji in dolgotrajnejši gospodarski rasti ZDA.

Devizni tečaj je spremenil smer gibanja v začetku leta 2002, ko se je vrednost evra glede na dolar začela zviševati. Razlogi za preobrat so se zgodili v ameriškem gospodarstvu, saj so ZDA v letu 2001 zašle v recesijo, prišlo je do računovodskih škandalov, primankljaj v tekočem delu plačilne bilance je bil vedno večji, teroristični napad na ZDA pa je dokončno omajal zaupanje v ameriške trge. Od takrat naprej ima tečaj evra še vedno pozitiven trend gibanja glede na ameriški dolar.

Ključno pri deviznem tečaju evra glede na dolar je to, da se dogajanje v evropskem gospodarstvu ne odraža toliko na gibanju deviznega tečaja, kot se odraža dogajanje v ameriškem gospodarstvu. Evro se od leta 2002 krepi, vendar razlog za to ni v moči gospodarstva evro območja, ampak v šibkosti gospodarstva ZDA oziroma njeni politiki šibke valute, preko katere stimulira gospodarsko rast in ohranja nizek nivo brezposelnosti.

Če pogledamo valutno sestavo deviznih rezerv, vidimo, da evro pri konkuriranju dolarju glede statusa vodilne svetovne valute ni prav veliko dosegel. Tako kot je gibanje deviznega tečaja odvisno predvsem od dogajanja izven evro gospodarstva, je tudi prihodnja valutna sestava mednarodnih deviznih rezerv odvisna od neevrskih gospodarstev, predvsem azijskih, ki trenutno držijo velike količine mednarodnih deviznih rezerv v dolarjih. Ključno vprašanje je, kako dolgo bodo te države dopuščale padanje vrednosti ameriškega dolarja. Tako za povečanje relativnega deleža evra v mednarodnih deviznih rezervah kot tudi za naraščanje deviznega tečaja evra glede na dolar je nujna kontinuirana gospodarska rast evro območja.

10. LITERATURA

1. Aristovnik Aleksander, Kešeljević Aleksandar: Evro proti 1,40 dolarja. Finance, Ljubljana, 22. marec 2004, str. 16.
2. Barba Adlešič Nataša: Primerjalna analiza evra in dolarja kot mednarodnih valut. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 96 str.
3. Bergsten C. Fred: The Dilemmas of the Dollar: The Economics and Politics of United States International Monetary Policy. Second edition. Armork, New York: A Council on Foreign Relations Book, M.E. Sharpe, 1996.
4. Bratašavec Miranda: Evro in slovenska podjetja. Ljubljana: Zavod za odprto družbo – Slovenija, 2000. 175 str.
5. Fidrmuc Jarko: Optimum Currency Area Theory Trade Integration and EMU Enlargement. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 11 str.
6. Gandolfo Giancarlo: International Economics II. Berlin: Springer-Verlag, 1995. 560 str.
7. Harris Neil: European business. Hampshire: Macmillan Press, 1996. 362 str.
8. Heather D Gibson: International Finance. Exchange Rates and Financial Flows in The International Sistem. London and New York: Longman Group Limited, 1996. 355 str.
9. J. Bradford Delong: Napoved obrestno zanimivega obdobja. Finance, Ljubljana, 3. maj 2004, str. 16.
10. Kenen Peter B.: Economic and Monetary Union in Europe – Moving beyond Maastricht. Cambridge: Cambridge University Press, 1995. 219 str.
11. Kreinin Mordechai E.: International Economics A Policy Approach. Sixth Edition. San Diego: Harcourt Brace Jovanovich, 1991. 504 str.
12. Kumar Andrej: Mednarodna ekonomika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 258 str.
13. Kumar Andrej, Bovha Simona, Aristovnik Aleksander: Mednarodna ekonomika. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 130 str.
14. Melitz Jacques: The current impasse in research on optimum currency areas. European Economic review, Maastricht, European Economic Association, 1995, str. 492-500.
15. Mishkin Frederic S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 5th edition. Reading, Massachusetts: Addison Wesley Inc., 1998. 732 str.
16. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV založba, 2002. 682 str.
17. Notar Matej: Devizni tečaj. Ljubljana: Založba Pegaz, 1989. 95 str.
18. Pesek William: Evro bo kralj, ko bo za to Azija. Finance, Ljubljana, 8. januar 2004, str.16.
19. Pilbeam Keith: International Finance. Second Edition. London: Macmillan Press LTD, 1998. 488 str.
20. Pivk Rok: Je evro še vedno šibka valuta? Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 12, str. 20-25.
21. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija III del. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1997. 59 str.
22. Ribnikar Ivan: Evro. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 1-2, str. 65-68.
23. Ivan Ribnikar: Sistem ali režim deviznega tečaja. Bančni vestnik, Ljubljana, Letnik 46(1997), 1-2, str. 48.

24. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
25. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija III. Denarna teorija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 205 str.
26. Romer David: Advanced Macroeconomics. New York: McGraw-Hill Higher Education, 2001. 651 str.
27. Senjur Marijan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Maribor: Založba MER v Mariboru, 2001. 423 str.
28. Veselinovič Draško: Mednarodne (poslovne) finance. Devizno trgovanje. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 288 str.
29. Veselinovič Draško: Uvod v mednarodne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 67 str.
30. The Monetary Policy of The ECB. Frankfurt, 2004. 126 str.
31. Zalar Igor: Evro kot mednarodna valuta. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 103 str.
32. Žnidaršič Damjan: Obrestne mere ECB in njihov vpliv na obrestne mere v državah EMU. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2003. 54 str.

11. VIRI

- Annual Report 1999. Frankfurt: ECB. 2000. 184 str.
- Annual Report 2000. Frankfurt: ECB. 2001. 216 str.
- Annual Report 2001. Frankfurt: ECB. 2002. 238 str.
- Annual Report 2002. Frankfurt: ECB. 2003. 254 str.
- Annual Report 2003. Frankfurt: ECB. 2004. 230 str.
- IMF Annual Report: Appendix. Washington: IMF, 2003. 148 str.
- Monthly Bulletin – January 2001. Frankfurt: ECB, 2001. 84 str.
- Monthly Bulletin – January 2002. Frankfurt: ECB, 2002. 108 str.
- Monthly Bulletin – January 2004. Frankfurt: ECB, 2004. 85 str.
- Monthly Bulletin – July 2004. Frankfurt: ECB, 2004. 85 str.
- Open Market Operations [URL: <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>], 2004.
- Report on Economic and Monetary Union in the European Community: collection of papers submitted to the Committee for the Study of Economic and Monetary Union (Delors report). Brussels: Office for the official publications of the European Communities, 1989. 43 str.
- World Economic Outlook: Statistical Appendix. Washington: IMF, 2004. 275 str.
- Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).