

UNIVERZA V MARIBORU  
EKONOMSKO-POSLOVNA FAKULTETA

Delo diplomskega projekta

**ANALIZA DEJAVNIKOV GIBANJA VALUTNEGA PARA  
EVRO/AMERIŠKI DOLAR**

April, 2021

Marko Bošnjak



UNIVERZA V MARIBORU  
EKONOMSKO-POSLOVNA FAKULTETA

# **ANALIZA DEJAVNIKOV GIBANJA VALUTNEGA PARA EVRO/AMERIŠKI DOLAR**

Delo diplomskega projekta

Kandidat: Marko Bošnjak

Študijski program: Ekonomske in poslovne vede

Študijska usmeritev: Finance in bančništvo

Mentor: prof. dr. Žan Jan Oplotnik

Jezikovno pregledala: Ksenija Pečnik, prof. slov. jezika



## **ZAHVALA**

Rad bi se zahvalil mentorju prof. dr. Žanu Janu Oplotniku za strokovno svetovanje, potrpežljivost in usmerjanje pri nastajanju dela diplomskega projekta. Zahvalil bi se tudi vsem profesorjem, ki so me v času študija motivirali in mi predali svoje znanje.

Zahvala gre moji družini za podporo in potrpežljivost v času študija. Posebna zahvala gre tudi moji puncu Špeli, ker je verjela vame v času študija in mi pomagala pri nastajanju dela diplomskega projekta, in vsem članom njene družine za podporo in razumevanje.



# ANALIZA DEJAVNIKOV GIBANJA VALUTNEGA PARA EVRO/AMERIŠKI DOLAR

**Ključne besede:** valutni par, devizni trg, devizni tečaj, makroekonomski dejavniki, transakcije, plačilna bilanca.

## POVZETEK

*V delu diplomskega projekta analiziramo dejavnike, ki vplivajo na gibanje valutnega para EUR/USD. Vsaka država ali denarna unija ima svojo valuto. Menjavo ene valute za drugo omogoča devizni trg, ki poda vrednost deviznega tečaja. Devizni tečaj je pomemben podatek, saj omogoča primerjavo vrednosti določenega blaga v različnih delih sveta. V teoretičnem delu opredelimo in podrobneje obrazložimo teoretično osnovo deviznega tečaja ter določitev njegove vrednosti. Opišemo tudi teorije deviznega tečaja in dejavnike, ki vplivajo na njegovo spremembo. Definiramo devizni trg in predstavimo njegove udeležence ter transakcije na trgu.*

*Empirični del dela diplomskega projekta zajema analizo dejavnikov, ki vplivajo na gibanje valutnega para EUR/USD. Namen analize je obrazložitev dejavnikov, ki so vplivali na spremembe vrednosti tega valutnega para. Izvedena analiza nam pomaga razumeti, kako se vrednost valutnega para EUR/USD giblje v odvisnosti od sprememb makroekonomskih dejavnikov ter tekočega dela plačilne bilance. Zaradi kompleksnosti problema in posledic tveganja s to analizo želimo doseči dober okvir za napovedovanje prihodnjih sprememb.*





# ANALYSIS OF EUR/USD CURRENCY PAIR VARIABILITY

**Key words:** currency pair, foreign exchange market, exchange rate, macroeconomic factors, transactions, balance of payments.

## ABSTRACT

*In the graduation thesis we analyze the variables that influence the dynamics of the currency pair EUR/USD. Every country or monetary union has its own currency. These currencies can be traded on the foreign exchange market, which gives us the exchange rate. Exchange rate is important as it allows us to compare the value of certain goods in different parts of the world. In the theoretical part, we define and explain in more detail the theoretical basis of the exchange rate and how it is determined. We also describe exchange rate theories and the variables that influence its changes. We also define the foreign exchange market and present its participants and the transactions that take place in the market.*

*In the empirical part of the graduation thesis, we analyze the variables that influence the dynamics of the currency pair EUR/USD. The purpose of the analysis is to find and explain the variables that influenced the changes in its dynamics. After the analysis, we will understand how the value of the currency pair EUR/USD fluctuates depending on changes in macroeconomic factors and current part of the balance of payments. Due to the complexity of the problem and the consequences of the risk, we want to use this analysis to achieve a good framework for predicting future changes.*



# KAZALO

<b>1</b>	<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
1.1	Opis področja in opredelitev problema .....	1
1.2	Namen in cilji projekta .....	2
1.3	Hipoteze .....	2
1.4	Potek raziskave .....	3
1.5	Predvidene metode raziskovanja .....	3
1.6	Predpostavke in omejitve .....	3
<b>2</b>	<b>DEVIZNI TRG.....</b>	<b>5</b>
2.1	Organizacija deviznega trga .....	5
2.2	Udeleženci deviznega trga .....	6
2.3	Transakcije na deviznem trgu .....	7
2.3.1	Promptne devizne transakcije na deviznem trgu.....	8
2.3.2	Terminske devizne transakcije na deviznem trgu .....	8
2.3.3	Valutne zamenjave »Fx swap« .....	8
2.3.4	Standardizirane terminske pogodbe .....	9
2.3.5	Opcije .....	9
<b>3</b>	<b>DEVIZNI TEČAJ .....</b>	<b>11</b>
3.1	Opredelitev in vrste definicij .....	11
3.1.1	Nominalni bilateralni devizni tečaj.....	11
3.1.2	Realni bilateralni devizni tečaj .....	11
3.1.3	Nominalni efektivni devizni tečaj .....	12
3.1.4	Realni efektivni devizni tečaj.....	12
3.2	Mehanizmi določanja deviznega tečaja .....	12
3.2.1	Sistem čistega fleksibilnega tečaja .....	13
3.2.2	Sistem uravnavano fleksibilnega deviznega tečaja .....	13
3.2.3	Sistem dogovora ciljnega območja .....	13
3.2.4	Sistem čistega fiksnega deviznega tečaja .....	14
<b>4</b>	<b>GIBANJE VREDNOSTI DEVIZNEGA TEČAJA .....</b>	<b>15</b>
4.1	Kaj vpliva na spremembo deviznega tečaja .....	15
4.1.1	Makroekonomski dejavniki .....	15
4.1.2	Spremembe v plačilni bilanci .....	16
4.2	Teorije deviznega tečaja .....	17
4.2.1	Plačilnobilančna teorija.....	17
4.2.2	Pariteta kupne moči .....	17
4.2.3	Monetarna teorija.....	18
4.2.4	Portfeljska teorija.....	18
4.3	Napovedovanje vrednosti deviznega tečaja .....	18
4.3.1	Temeljna analiza.....	19
4.3.2	Tehnična analiza .....	19
<b>5</b>	<b>ANALIZA SPREMEMB VREDNOSTI VALUTNEGA PARA EUR/USD .....</b>	<b>21</b>
5.1	Analiza gibanja deviznega tečaja EUR/USD .....	21
5.1.1	Dolžniška kriza .....	21
5.1.2	Porast deviznega tečaja .....	23
5.1.3	Padec deviznega tečaja .....	24
5.2	Analiza vpliva posameznih spremenljivk na gibanje deviznega tečaja EUR/USD .....	25
5.2.1	Inflacija.....	25

5.2.2	Napovedana inflacija.....	27
5.2.3	Obrestna mera .....	29
5.2.4	Sprememba tekočega dela plačilne bilance .....	31
5.2.5	Pariteta kupne moči .....	32

<b>6</b>	<b>SKLEP .....</b>	<b>34</b>
----------	--------------------	-----------

<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>35</b>
--------------------------------	-----------

## KAZALO SLIK

SLIKA 1: GIBANJE DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD 2010–2018.....	21
SLIKA 2: GIBANJE DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD V KRIZNEM OBDOBJU .....	23
SLIKA 3: GIBANJE DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD V OBDOBJU RASTI.....	24
SLIKA 4: GIBANJE DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD V OBDOBJU PADANJA .....	25
SLIKA 5: GIBANJE INFLACIJE V EVROOBMOČJU IN ZDA.....	26
SLIKA 6: GIBANJE OBRESTNE MERE EVROOBMOČJA IN ZDA.....	29

## KAZALO TABEL

TABELA 1: NAPOVEDANE INFLACIJE OPAZOVANEGA OBDOBJA .....	28
TABELA 2: TEKOČE STANJE PLAČILNE BILANCE EVROOBMOČJA IN ZDA, IZRAŽENO V ODSOTOKIH BDP .....	31
TABELA 3: INDEKS PARITETE KUPNE MOČI EVROOBMOČJA.....	32

## SEZNAM OKRAJŠAV

\$	ameriški dolar
£	britanski funt
¥	japonski jen
BDP	bruto domači proizvod
CFTC	Commodity futures trading commission
ECB	Evropska centralna banka
EUR	evro
EPF	Ekonomsko-poslovna fakulteta
FOMC	Federal Open Market Committee
GBP	britanski funt
ITL	italijanska lira
JPY	japonski jen
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OTC	Over the counter
PPP	Purchasing power parity
USD	ameriški dolar
ZDA	Združene države Amerike

# 1 UVOD

## 1.1 Opis področja in opredelitev problema

Vsaka država ali denarna unija ima svojo valuto, zato se v mednarodni menjavi blaga srečamo z različnimi in številčnimi valutami. Menjava ene valute za drugo je zato zelo pomembna, saj nam omogoča lažje in učinkovitejše poslovanje. Takšno menjavo nam omogoča devizni trg, ki pa nam prav tako poda vrednost deviznega tečaja. To je zelo pomemben podatek, saj nam omogoča primerjavo vrednosti določenega blaga v različnih delih sveta, kjer vrednosti prevedemo na skupni imenovalac, to pa nam omogoči lažjo odločitev o menjavi določenega blaga na mednarodnem področju. Trgovanje prek deviznega trga poteka prek okenc oz. »over the counter« (OTC), kar omogoča stalno povezavo med kupci in prodajalci s pomočjo telefona ter internetnih platform (Lien, 2009, str. 1). Ravno zaradi uporabnosti trga ni presenečenje, da je devizni trg po volumnu trgovanja največji, kar pomeni, da se uvršča v najvišji premoženjski razred med trgi. Dnevni promet njegovega trgovanja presega več kot 4 trilijone ameriških dolarjev (USD) na dan (Elder, 2014, str. 194).

Devizni trg se ni izoblikoval le zaradi dostopnosti in uporabnosti, ampak so ga skozi zgodovino zaznamovali in izoblikovali pomembni dogodki ter dejavniki, kot so na primer uvedba brettonwoodskega sistema, krize zaradi vojn in posledično drastični padci vrednosti valut posameznih ekonomij (Lien, 2009, str. 21). Praviloma se moč valute države oz. unije odraža skozi njeno vrednost, kar je tudi razlog za uvedbo evra (EUR) oz. skupne evropske valute, ki je v uporabi še danes. Poleg skupne valute pa je bil namen konkurirati ameriškemu dolarju kot vodilni mednarodni valuti. Ta cilj je bil dosežen, saj je valutni par EUR/USD oz. USD/EUR danes eden izmed pomembnejših.

Združene države Amerike (ZDA) za Evropsko unijo (EU) predstavljajo zelo pomembno izvoznico ter uvoznico blaga, zato je poznavanje, delovanje in spreminjanje deviznega tečaja udeležencev mednarodne menjave ključnega pomena. Kljub dobri tehnični podlagi so udeleženci mednarodne menjave izpostavljeni tveganju, ki ga povzroča spreminjanje deviznega tečaja. Po podatkih poročila CFTC (Commodity futures trading commission) objavljenega v Wall Street Journalu posameznik oz. udeleženec na deviznem trgu na letni ravni v povprečju izgubi 15.000 ameriških dolarjev (Elder, 2014, str. 195). Na podlagi navedenega je razumljivo, da se morajo udeleženci izogniti deviznemu tveganju ali ga vsaj ublažiti do mere, kjer bodo imeli čim manjše izgube. V izogib deviznemu tveganju poskušajo predvideti gibanje deviznega tečaja v prihodnosti, za kar pa je nujno poznavanje dejavnikov, ki imajo največji vpliv na spremembe vrednosti. Za razumevanje gibanja deviznega tečaja je najprej potrebno razumevanje teorij, kar nam predstavlja osnovo, s katero lahko opravimo analizo dejavnikov gibanja vrednosti v preteklih dneh, mesecih ali pa tudi letih, odvisno od namena udeleženca. Tako bomo lahko razumeli, kako se vrednost giblje v odvisnosti od sprememb makroekonomskih dejavnikov in tekočega dela plačilne bilance. Zaradi kompleksnosti problema in posledic tveganja želimo v delu diplomskega projekta analizirati dejavnike gibanja vrednosti valutnega para EUR/USD in predstaviti rezultate analize ter vplive na spremembo vrednosti valutnega para. S to analizo želimo doseči dober okvir za napovedovanje prihodnjih sprememb. Poleg tega bomo tudi lažje razumeli, kaj se je z

valutnim parom dogajalo v preteklosti in kateri dejavniki so največ prispevali k spremembi vrednosti.

## 1.2 Namen in cilji projekta

Namen dela diplomskega projekta je na podlagi domače in tuje strokovne in znanstvene literature, statističnih podatkov ter ugotovitev iz že izvedenih empiričnih raziskav analizirati dejavnike gibanja vrednosti valutnega para EUR/USD v določenem izbranem časovnem okvirju. Predstavimo osnovne pojme v zvezi z deviznim tečajem, za katerega natančneje opišemo in razložimo teoretične osnove, potrebne za razumevanje analize. O oblikovanju deviznega tečaja obstajajo številne teorije, zato se osredotočimo le na osnovne, ki so pomembne za razumevanje povezav med posameznimi ekonomskimi dejavniki in spremembo tečaja.

Vrednost valutnih parov se tako kot vsaka druga vrednost spreminja, zato je osnovni namen dela diplomskega projekta analiza dejavnikov gibanja vrednosti. Prav tako prikažemo in obrazložimo pomembne dejavnike, ki so vplivali na premikanje vrednosti valutnega para EUR/USD v opazovanem obdobju, ter podrobneje opišemo izbrane dejavnike in njihov odraz na gibanje vrednosti.

Cilj teoretičnega dela so:

- predstavitev osnovnih pojmov deviznega tečaja,
- opredelitev osnov deviznega tečaja in predstavitev značilnosti deviznega trga, ekonomskih dejavnikov in njihovega vpliva na vrednost,
- pregled in razlaga osnovnih teorij deviznega tečaja.

Cilji empiričnega dela so:

- analiza gibanja vrednosti s pomočjo obravnave grafičnih prikazov v opazovanem obdobju,
- iskanje in obrazložitev dejavnikov, ki so vplivali na spremembe vrednosti valutnega para EUR/USD v proučevanem obdobju,
- ugotoviti, ali so posamezni izbrani ekonomski dejavniki res vplivali na vrednost valutnega para EUR/USD, kot bi to lahko pričakovali po predhodno navedenih teoretičnih osnovah.

V drugem, raziskovalnem delu iščemo podobnosti in razlike z ugotovitvami pregleda literature, kar poteka z metodo grafičnega analiziranja in s proučevanjem ekonomskih dejavnikov, ki vplivajo na spremembo vrednosti valutnega para.

## 1.3 Hipoteze

V delu diplomskega projekta proučimo veljavnost naslednjih hipotez:

**Hipoteza 1 (H1): Spremembe izbranih ključnih makroekonomskih dejavnikov se bodo odrazile na spremembah vrednosti valutnega para EUR/USD.**

Na spremembo vrednosti valutnega para vplivajo različni dejavniki v domačem državnem gospodarskem okolju, kot tudi v mednarodnem gospodarskem okolju. Med

najočitnejše dejavnike, navedene v letnih poročilih centralnih bank, ki vplivajo na valutni par, spadajo gibanje inflacije, napovedana inflacija, spremembe obrestne mere in indeks PPP oz. pariteta kupne moči (angl. purchasing power parity).

**Hipoteza 2 (H2): Posamezne transakcije, ki jih beležimo v tekočem delu plačilne bilanci, vplivajo na spremembo ponudbe in povpraševanja po devizah.**

Plačilnobilančni sistem proučuje vpliv posameznih transakcij v gospodarstvu, ki vplivajo na oblikovanje oz. spreminjanje vrednosti. Natančnejši pogled na vplivanje transakcij znotraj plačilne bilance na vrednost valutnega para EUR/USD nam omogoči delitev plačilne bilance na tekoči del, kapitalsko-finančni del in del mednarodnih denarnih rezerv, kjer se posvetimo spremembam v tekočem delu plačilne bilance.

## **1.4 Potek raziskave**

Raziskava in analiza dejavnikov gibanja vrednosti valutnega para EUR/USD v prvem delu obsega zbiranje in proučevanje razpoložljivih podatkov ter izsledkov iz domačih in tujih strokovnih ter znanstvenih literatur, kjer so podatki ustrezno ter razumljivo predstavljeni. Uporabimo tudi vire in rezultate že izvedenih empiričnih raziskav. V drugem delu dela diplomskega projekta pa se navežemo predvsem na podatke, predstavljene v letnih poročilih centralnih bank, katerih ugotovitve upoštevamo.

## **1.5 Predvidene metode raziskovanja**

V delu diplomskega projekta uporabimo več metod. Razvrstimo jih na metode teoretičnega dela in metode praktičnega dela. Za teoretični del uporabimo deskriptivni pristop, in sicer metodi deskripcije in kompilacije. S pomočjo metode deskripcije iz virov in literature usvojimo teoretično osnovo, ki jo kasneje implementiramo v analizo konkretnih primerov gibanja vrednosti valutnega para evro/ameriški dolar. Metodo kompilacije uporabimo za pravilno navajanje in povzemanje besedila in rezultatov že izvedenih analiz ter raziskav.

Za implementacijo usvojenih teoretičnih osnov uporabimo analitični pristop. Uporabimo statistično in grafično metodo ter metodo analize in interpretacije. Statistična metoda nam omogoči obdelavo podatkov iz letnih poročil centralnih bank in že izvedenih raziskav. S pomočjo grafične metode z grafi in tabelami prikažemo gibanje posameznih kategorij podatkov. Metoda analize in interpretacije pa nam omogoči analizo in interpretacijo rezultatov, s katerimi lahko ovržemo ali potrdimo postavljeni hipotezi ter tako pridemo do sklepa.

## **1.6 Predpostavke in omejitve**

Predpostavke:

- analiza se osredotoča izključno na globalne dejavnike, ki vplivajo na spremembo vrednosti valutnega para EUR/USD,
- predstavljeni dejavniki, ki so vplivali na spremembo vrednosti valutnega para EUR/USD, so v veljavi še danes.

Pri analizi dejavnikov gibanja vrednosti valutnega para upoštevamo naslednje omejitve:

- analiza je časovno omejena na obdobje od leta 2010 do vključno leta 2018,
- omejimo se na dejavnike, ki so najbolj vplivali na spremembo vrednosti valutnega para,
- število analiziranih dejavnikov je omejeno,
- pri obravnavi posameznega dejavnika za vse ostale dejavnike velja »*caeteris paribus*«.

Pri pripravi dela diplomskega projekta nismo omejeni z literaturo ali dostopnostjo podatkov, saj je narava podatkov rezultat zgodovine valutnega para EUR/USD.



## 2 DEVIZNI TRG

Vsaka država ali denarna unija ima svojo valuto, zato se v mednarodni menjavi blaga srečamo z različnimi in številčnimi valutami. Domača valuta po navadi ni sprejemljivo plačilno sredstvo v tujem gospodarstvu; evro na primer ni sprejemljivo plačilno sredstvo v večini držav zunaj evroobmočja. Vlagatelji, turisti, izvozniki in uvozniki morajo zato menjati eno valuto za drugo oz. jih kupovati in prodajati. V preteklih 65 letih se je število mednarodnih poslov in transakcij znatno povečalo. To dokazuje dejstvo, da izvoz in uvoz blaga in storitev predstavljata približno več kot 10 % deleža bruto domačega proizvoda (BDP) ZDA. Temu priča tudi podatek, da se med ZDA in drugimi državami letno pretaka več 100 milijard dolarjev. Če analiziramo BDP Velike Britanije in Kanade, opazimo, da je ta delež še višji, in sicer več kot 25 %. Mednarodno trgovanje in naložbe na tako visoki ravni in v takšni razsežnosti ne bi bile izvedljive, če ne bi obstajala možnost nakupa in prodaje tujih valut (Shapiro, 2013, str. 256).

Menjava oz. trgovanje z valutami poteka na deviznih trgih, katerih namen je olajšati mednarodno trgovino in naložbe. Primarna naloga deviznih trgov je mednarodna povezava nacionalnih deviznih tržišč, kjer bi lahko prihajalo do neujemanj med ponudbo in povpraševanjem po devizah. Na deviznih trgih se trguje z devizami, ki so po Zbašniku (2001, str. 124) definirane kot denarna terjatev tuje valute do tuje osebe. Primer so domači depoziti, ki jih opravljajo domače banke pri tujih bankah ter so izraženi v tuji valuti (Zbašnik, 2001, str. 124). Zaradi visokih tveganj je znanje posameznika o delovanju in mehaniki deviznega trga skrajno pomembno (Shapiro, 2013, str. 256).

### 2.1 Organizacija deviznega trga

Večina deviznega trga je organizirana kot OTC oz. kot tržišče, kjer se trguje prek okenc. Trgovanje ne poteka v fizičnem prostoru, ampak se udeleženci trga lahko nahajajo v svojih uradih kjerkoli po svetu. Takšno trgovanje omogočajo sodobne komunikacijske tehnologije. Primer OTC-organizacije je ameriško devizno tržišče, ki je pravzaprav neformalen skupek večjih komercialnih bank in deviznih posrednikov. Njihova medsebojna povezanost in povezanost z enotami, ki imajo sedeže v tujini, skupaj tvorita devizni trg. Značilnosti OTC-organizacije sta dovolj hitra komunikacija in prenos informacij, da vsi pomembnejši dogodki takoj vplivajo na vsa devizna tržišča ne glede na izvor nastanka dogodka. Zaradi učinkovitosti trga so posledično razlike med nakupno in prodajno kotacijo majhne (Zbašnik, 2001, str. 124).

Trg je lahko organiziran tudi fizično, in sicer kot devizna borza. Te se nahajajo v kar nekaj državah po svetu. Trgovanje prek deviznih borz poteka tako, da se npr. del devizne menjave opravi v Franciji med uradnim sestankom, sklepne cene pa se prikazujejo kot uradni tečaj. Devizno trgovanje se vsak dan začne v Avstraliji in na Novi Zelandiji, nato se nadaljuje v Tokiu, Hongkongu in Singapurju, nato v državah Bližnjega vzhoda in Evropi, nazadnje pa v ZDA, kjer se tudi na zahodni obali zaključí. Ob zaključku trgovalnega dne v ZDA pa se tržišče v Avstraliji že ponovno odpre. Devizni trg tako deluje brez premora 24 ur na dan, saj trgovanje poteka prek telefona, telefaksa in Reuterjevega komunikacijskega sistema. Zaradi obsežnosti trgovanja je dogajanje na

deviznem trgu najbolj intenzivno popoldne po srednjeevropskem času, saj tedaj delujejo hkrati tržišča v Evropi in na ameriški vzhodni obali (Zbašnik, 2001, str. 124).

## 2.2 Udeleženci deviznega trga

Udeleženci, ki nastopajo na deviznem trgu na obeh ravneh organiziranosti, so poslovne banke, nebančne finančne ustanove, podjetja, predvsem multinacionalne korporacije zaradi komercialnih in naložbenih potreb, in centralne banke, ki občasno posežejo na trg z namenom uravnavanja spremembe tečaja ali ohranjanja ciljnega tečaja (Shapiro, 2013, str. 258). Poleg naštetih pa se trga udeležujejo še posamezniki, posredniki, špekulanti in iskalci arbitražnih donosov (Zbašnik, 2001, str. 124). Udeležence, ki nastopajo na mednarodnih deviznih trgih, lahko razdelimo glede na aktivnosti, ki jih izvajajo, in glede na motiv za udeleževanje deviznega trga (Mrak, 2002, str. 116).

Opredelitev udeležencev glede na aktivnosti:

### 1. Stranke bank

Stranke bank so posamezniki, podjetja in različne nebančne finančne institucije. Skupno vsem je opravljanje komercialnih in investicijskih poslov, za katere so potrebne devize. Podjetja opravljajo uvoz in izvoz blaga ter storitev, medtem ko posamezniki trgujejo z valutami z njihovim naročanjem prek bank. Zaradi hitrega tehnološkega napredka lahko opazimo, da imajo večja podjetja že lastne oddelke, ki poslujejo na deviznem trgu (Mrak, 2002, str. 117).

### 2. Banke

Banke delujejo tako na medbančnem kot tudi na maloprodajnem trgu. Dobiček ustvarjajo z nakupom deviz po »*bid*« nakupni ceni in s prodajo po »*offer*« prodajni ceni. Zelo pomemben udeleženec deviznega trga so velike poslovne banke, označene kot »*market makers*« oblikovalci trga, saj so vedno pripravljene kupiti ali prodati devize po »*bid*« ali »*offer*« ceni. Sočasno na deviznem trgu najdemo tudi srednje in majhne banke z namenom kritja potreb komitentov. Banke tako kupijo želene devize za komitente in sočasno sklepajo nasprotno pogodbo, da bi se izognile valutnemu tveganju. Istočasno nastopajo na deviznem trgu zaradi lastnih interesov oz. njihovega osrednjega cilja, ki pa je donosno poslovanje (Zbašnik, 2001, str. 124–125).

### 3. Brokerji

Posredniki oz. »*brokerji*« so tisti udeleženci, ki opravljajo del medbančnega deviznega trženja. Banke, ki opravljajo devizne transakcije, ne najdejo vedno primerne kupca oz. prodajalca za določeno valuto. V takšnem primeru je za banko lažje, če transakcijo izvede s pomočjo posrednika (Mrak, 2002, str. 118–119). Posrednik v osnovi skrbi za posredovanje informacij in omogoča stik med kupcem in prodajalcem deviz, za kar prejme provizijo od obeh. Tako mora zmeraj vedeti, kdo prodaja in kdo povprašuje po devizah ter kakšne so kotacije. Preostale naloge posrednika obsegajo povezovanje povpraševanja in ponudbe po nerealiziranih devizah v medbančni menjavi. Zaradi kompleksnosti deviznega trgovanja kupci in prodajalci prikrivajo lastne poteze in poskušajo odkriti nasprotnikove. Pri tem jim mnogokrat s skrivanjem imena potencialnega kupca oz. prodajalca pomaga tudi posrednik (Zbašnik, 2001, str. 125).

#### 4. Centralne banke

Centralna banka je glavna denarna finančna ustanova nekega narodnega gospodarstva (Mrak, 2002, str. 120). Centralne banke nastopajo na deviznem trgu z namenom vplivanja na devizni tečaj. Sočasno pa z nakupovanjem in prodajo deviz ustvarjajo donos in tako ohranjajo zunanjo vrednost nacionalne valute neke države (Zbašnik, 2001, str. 125). Obseg in način posega sta odvisna od sistema deviznega tečaja in denarne politike posamezne centralne banke (Mrak, 2002, str. 119–120).

Opredelitev udeležencev glede na motiv:

##### 1. Arbitražniki

Pretežni del arbitražnikov so komercialne banke, ki želijo ustvariti dobiček brez prevzema tveganja. Dobiček ustvarijo z razlikami med vrednostmi posameznih valut v določenem istem trenutku v različnih finančnih centrih. Poleg navedenega pa se dobiček ustvarja z razlikami med obrestnimi merami na nacionalnih finančnih trgih dveh držav ter s sočasnimi transakcijami na promptnem in deviznem trgu (Mrak, 2002, str. 120). Primer arbitraže: ob določenem času je v New Yorku cena 1 GBP = 1,99 USD, v Londonu pa 1 GBP = 2,01 USD. Banke v New Yorku nakupijo dolarje z angleškimi funti in jih nato prodajo v Londonu znova za funte. Banke strategijo ponavljajo, dokler se cena valut ne izenači v obeh mestih. Strategija se kljub transakcijskim stroškom izplača (Mrak, 2002, str. 121).

##### 2. Hedgerji in špekulanti

Lastnost hedgerjev je, da ne želijo tvegati s transakcijami na deviznem trgu. Špekulanti, katerih lastnost je ustvarjanje napovedi in pričakovanj o vrednosti deviznega tečaja v prihodnosti, pa tveganja prevzemajo. Dobiček ustvarijo v primeru točne napovedi vrednosti deviznega tečaja. Devizni trgi nudijo vsem udeležencem enake pogoje, zato so vsi ali hedgerji ali špekulanti. Okoliščine in pozicije, v katerih je udeleženec, pa določijo, kaj ta bo (Mrak, 2002, str. 121).

### 2.3 Transakcije na deviznem trgu

Na deviznih trgih potekajo transakcije, ki se izvedejo takoj oz. s takojšnjim dospeljem, in tiste, ki se odvijajo šele v prihodnosti, kljub temu da se dogovor za njih opravi že prej. Splošna delitev deli transakcije na skupino tistih, ki se odvijajo takoj, znane kot promptne devizne transakcije (angl. spot transactions), v povezavi z njimi poznamo promptne devizne tečaje (angl. spot exchange rate). Druga skupina transakcij so terminske devizne transakcije (angl. forward exchange rate), ki udeležencem omogočajo dogovor, s katerim menjajo določene valute po določeni ceni v prihodnosti. Terminske devizne transakcije se še podrobneje razdelijo na enostavne terminske transakcije (angl. outright forwards transactions, forwards) in terminske zamenjave (angl. swaps, maturity swaps, forex swaps). Poleg navedenih pa obstajajo še standardizirane terminske pogodbe (angl. futures), opcije (angl. options) in valutne zamenjave (angl. currency swaps) (Mrak, 2002, str. 125).

### 2.3.1 Promptne devizne transakcije na deviznem trgu

So navadne devizne transakcije, ki potekajo na promptnem deviznem trgu po promptnem deviznem tečaju oz. kotacijah (Mrak, 2002, str. 125). Poznamo dva tipa kotacij. Direktne kotacije prikazujejo ceno 1 enote tujega denarja, izraženo z določeno variabilno količino domačega denarja. Drugi, indirektni tip pa prikazuje ceno 1 enote domačega denarja, izraženo z variabilno količino enot tujega. Zaradi nejasnosti je bil leta 1978 sprejet dogovor o izražanju tečajev na evropski način, kar pomeni, da je cena 1 USD izražena v variabilnem znesku domačega denarja. Nasprotni evropskemu je ameriški način, ki kaže dolarsko ceno enote tujega denarja (Zbašnik, 2001, str. 126–127). Za lažje razumevanje bomo na primeru po Shapiru (2013, str. 264) prikazali odnos med evropskim in ameriškim načinom kotiranja. Evropski način prikaže devizno ceno 1 dolarja kot npr. ¥81,63/\$, takšen zapis prikazuje direktno kotacijo zunaj ZDA ter indirektno kotacijo v ZDA. Ameriški način v tem primeru prikaže dolarsko ceno enote tuje devize kot npr. \$0.012251/¥, takšen zapis prikazuje direktno kotacijo v ZDA ter indirektno kotacijo zunaj ZDA (Shapiro, 2013, str. 264). Posel promptne devizne transakcije se odvije neposredno po njegovi sklenitvi oz. se realizira v največ dveh delovnih dneh. Kako hiter bo čas realizacije, je odvisno od tehničnih sposobnosti finančnih centrov (Mrak, 2002, str. 125).

### 2.3.2 Terminalske devizne transakcije na deviznem trgu

Značilnost deviznih transakcij je dogovor banke in kupca o ceni deviz danes, realizacija transakcije pa je od sklenitve posla oddaljena za več kot dva delovna dni. Po navadi terminski devizni tečaj kotira za obdobje 30, 90, 180, 270, 360 dni, lahko pa tudi za obdobje več kot enega leta. Poznamo način celovite kotacije (angl. *outright rate*), ki nam poda celotno ceno. Bolj uveljavljena pa je točkovna kotacija, ki predstavlja zgolj razliko med terminskim in promptnim deviznim tečajem, čemur žargonsko pravimo »swap rate«. Značilnost točkovne kotacije je kotiranje na štiri decimalna mesta. Tako ena točka v kotaciji predstavlja 0,0001. Izjemi sta japonski jen (JPY) in italijanska lira (ITL), ki kotirata samo z dvema decimalnima mestoma (Mrak 2002, str. 126). Povzet primer po Mraku (2002, str. 126) pojasni terminsko devizno transakcijo na praktičnem primeru. Slovensko podjetje uvozi blago iz ZDA. Rok plačila za prejeto blago, ki znaša 1 milijon USD, je 90 dni. Slovensko podjetje lahko poravna obveznosti do dobavitelja s takojšnjim oz. promptnim nakupom dolarjev po ceni 0,71 EUR. S promptnim nakupom obstaja tveganje podražitve blaga v primeru dviga dolarja glede na evro. Slovensko podjetje v izogib tveganju sklene terminsko pogodbo za 90 dni in od banke zahteva 3-mesečni terminski devizni tečaj za USD. Ta je v tem primeru 0,72 EUR. Tako bo 90 dni po sklenitvi posla in pogodbe slovensko podjetje banki dalo 0,72 milijona EUR, v zameno za to pa bo dobilo 1 milijon USD (Mrak, 2002, str. 126).

### 2.3.3 Valutne zamenjave »Fx swap«

So transakcije, katerih lastnost je sočasen nakup in prodaja določene količine tuje valute na dveh delih deviznega trga z različnima dnevoma valutacije. Zamenjavo, pri kateri udeleženec najprej nakupi ali proda določeno količino deviz na promptnem trgu in jih nato proda ali nakupi na terminskem trgu, imenujemo promptno terminska »spot-forward swap« zamenjava. Poznamo pa še terminsko terminske zamenjave

»forward-forward swap«. Značilnost slednjih je nakup ali prodaja določene količine deviz npr. na enomesečnem terminskem trgu in kasnejša prodaja ali nakup npr. na 12-mesečnem deviznem trgu. Formalnopravno gledano, se transakcije izvajajo v okviru ene same pogodbe (Mrak, 2002, str. 127-128).

#### **2.3.4 Standardizirane terminske pogodbe**

Standardizirana terminska pogodba je odgovor na vse večje potrebe in razvoj deviznega trga. Standardizirana terminska pogodba omogoča dvema udeležencema zamenjavo določene količine dveh valut v neki določeni prihodnosti, po nekem določenem menjalnem tečaju. Sestavljena je iz standardiziranih elementov, s pomočjo katerih lahko udeleženci določijo količino valute, način kotacije, zapadlost, dan poravnave, zadnji dan trgovanja itd. Najuporabnejša lastnost instrumenta je arbitraža med enostavno terminsko pogodbo in med standardizirano terminsko pogodbo. Nastanek instrumenta sega v leto 1972 z izvorom v »*Chicago merchantile Exchange*«. Danes se s standardiziranimi terminskimi pogodbami trguje po vseh večjih finančnih centrih po svetu (Mrak, 2002, str. 129–130). Vsebinsko gledano, so standardizirane terminske pogodbe enake kot enostavna terminska pogodba, ena stran se namreč zavezuje k prodaji valute, druga pa k nakupu. Vseeno pa poznamo razlike, ki ločijo standardizirane terminske pogodbe in enostavne terminske pogodbe. Po Pillbeamu (2006, str. 326) povzamemo naslednje:

1. Standardizirana terminska pogodba je standardizirana pogodba med dvema subjektoma o zamenjavi določene količine valute na nek določen datum v prihodnosti. Enostavna terminska pogodba pa je dogovor o menjavi valute v prihodnosti po dogovoru dveh udeležencev oz. pogodbenih strank.
2. S standardiziranimi terminskimi pogodbami trgujemo na borzi, medtem ko je za enostavne terminske pogodbe značilno, da stranki trgujeta neposredno prek OTC-trgovanja oz. trgovanja prek okenc.
3. Standardizirane terminske pogodbe imajo jamstvo borze, na kateri se z njimi trguje, kar odpravlja prisotnost tveganja neplačila oz. »*counterparty risk*«. Zaradi prisotnosti tveganja neplačila je pri enostavnih terminskih pogodbah potrebna previdnost pri izbiri pogodbenega partnerja.
4. Likvidnost standardiziranih terminskih pogodb je večja od enostavnih, saj je ravno njihova standardiziranost ključni element, ki pripomore k lažjemu poslovanju. Tako jih je lažje prodati drugemu udeležencu kadarkoli do njihove dospelosti po trenutni »*futures*« ceni. Na drugi strani pri enostavnih terminskih pogodbah ostajajo nelikvidna sredstva, saj obligacije do nasprotne pogodbene stranke ni mogoče prodati.

#### **2.3.5 Opcije**

So finančen instrument, ki udeležencu podeli pravico, ne pa tudi obveznosti nakupa ali prodaje standardizirane količine tuje valute, s katero se trguje po fiksni ceni na določen dan oz. do določenega dne v prihodnosti. Osrednja značilnost instrumenta je fleksibilnost, saj omogoča nakup ali prodajo valute v trenutku, ki je za lastnika ugoden. Fleksibilnost pa predstavlja tudi visoko premijo, ki jo kupec plača prodajalcu, in sicer v razponu med 1 in 5 % (Mrak, 2002, str. 135–136). Poleg visoke premije pa so opcije lahko tudi omejene glede na možnost izkoristka. Opcijo, ki jo je mogoče izkoristiti

kadarkoli do izteka pogodbe, imenujemo ameriška opcija. Opcijo, ki pa se lahko izkoristi samo ob izteku trajanja pogodbe, imenujemo evropska opcija. Njihova uvedba izvira iz »*Philadelphia stock exchange*« iz leta 1982, danes pa je razširjena po vseh večjih borzah, kjer se večinoma uporablja za špekuliranje in varovanje pred valutnim tveganjem (Mrak, 2002, str. 135–136).

## 3 DEVIZNI TEČAJ

### 3.1 Opredelitev in vrste definicij

Po definiciji Zbašnika (2001, str. 11) se na deviznem trgu menjajo narodne valute tujih držav po ceni, ki predstavlja splošno ceno narodnega gospodarstva, imenovano devizni tečaj. Devizni tečaj primerja domače cene s tujimi in obratno, kar omogoča lažje in učinkovitejše poslovanje. Udeleženci trga s pomočjo deviznega tečaja v tujini poiščejo cenejše izdelke ali storitve in jih uvažajo. Takšno poslovanje ustvari sistem gospodarske strukture, kjer posamezna država uvažata izdelke ali storitve na področjih, kjer je sama manj učinkovita. Sočasno pa izvažata tiste izdelke ali storitve, ki so nadpovprečni v svetovnem merilu. Države v procesu med seboj menjajo denar, kar pomeni, da menjava narodnih valut ni naturalna (Zbašnik, 2001, str. 11–14). Devizni tečaji so lahko izraženi kot direktna ali indirektna kotacija. Pri direktni kotaciji se devizni tečaj izrazi kot število enot domače valute, potrebnih za nakup ene enote tuje valute. Indirektna kotacija izrazi devizni tečaj kot število enot tuje valute, ki so potrebne za nakup ene enote domače valute (Pillbeam, 2006, str. 5). Zaradi lažjega razumevanja deviznega tečaja bomo v nadaljevanju predstavili več definicij.

#### 3.1.1 Nominalni bilateralni devizni tečaj

Prevladujoči tečaj, ki udeležencu pove, koliko enot domače valute je potrebno za nakup tuje valute in obratno. Tečaj udeležencu ne poda podatkov o kupni moči, zato pravimo, da je tečaj nominalen. Tečaj je izražen v indeksni obliki, kar pomeni, da je indeksna vrednost na začetku nekega obdobja ob tečaju npr. 1,5 \$/1 € enaka 100. Ob koncu obdobja pa je vrednost tečaja 1,3 \$/1 €, kar predstavlja znižanje vrednosti indeksa. Tečaj nam na ta način prikaže depreciacijo evra glede na dolar (Mrak, 2002, str. 44–46).

#### 3.1.2 Realni bilateralni devizni tečaj

Je tečaj z enakimi lastnostmi kot nominalni devizni tečaj, le da realni bilateralni tečaj dodatno upošteva tudi gibanje cen v izraženih državah. Osrednja značilnost tečaja je prikaz spremembe konkurence posamezne države v odnosu do njene bilateralne nasprotnice (Mrak, 2002, str. 47).

Enačba, po kateri ga izračunamo, je:

$$s_t = \frac{S \cdot P^*}{P} \quad (1)$$

Kjer je (Mrak, 2002, str. 47):

- $S$  predstavlja indeks realnega bilateralnega deviznega tečaja,
- $S$  predstavlja nominalni bilateralni tečaj, devizni tečaj, izražen kot indeks,
- $P^*$  predstavlja indeks cen tuje države,
- $P$  predstavlja indeks cen domače države.

### 3.1.3 Nominalni efektivni devizni tečaj

V zgodnjih 70. letih je prišlo do propada brettonwoodskega mednarodnega denarnega sistema. Propad je spodbudil nastanek deviznega tečaja, ki lahko prikaže apreciacijo oz. depreciacijo posamezne valute proti tehtnemu povprečju valut tujih držav. Takšen tečaj imenujemo nominalni efektivni devizni tečaj. Najpomembnejša značilnost tečaja je prikaz dogajanja valute države, ki udeležencu predstavlja gospodarski interes (Mrak, 2002, str. 48–51).

### 3.1.4 Realni efektivni devizni tečaj

Je tako prilagojeni indeks, da zmore nastopati kot merilec mednarodne konkurenčnosti države. Realni efektivni devizni tečaj izraža dvig ali padec konkurenčne sposobnosti države s svojim dvigom ali padcem. To je mogoče zaradi upoštevanja gibanj cen domače in tuje države v svojem izračunu (Mrak, 2002, str. 51–53).

Enačba, po kateri ga izračunamo, je:

$$R_t = \frac{R \cdot p^*}{p} \quad (2)$$

Kjer (Mrak, 2002, str. 51):

- $R_t$  predstavlja indeks realnega efektivnega deviznega tečaja,
- $R$  predstavlja indeks nominalnega efektivnega deviznega tečaja, izražen kot indeks,
- $p^*$  predstavlja indeks tujih cen,
- $p$  predstavlja indeks cen domače države.

## 3.2 Mehanizmi določanja deviznega tečaja

Kot smo že omenili, devizni tečaj predstavlja zunanjo vrednost denarja. Devizni tečaj nastane kot posledica ponudbe in povpraševanja na deviznem trgu. Določi pa ga lahko tudi pooblaščen monetarni organ vsake posamezne države. Takšno zunanjo vrednost označimo kot valutno pariteto. Neodvisnost države pri določanju paritete ni popolna, saj je določanje vrednosti kompleksen proces, zato učinki paritetnega razmerja države do tujih konkurentov ali zunajtrgovinskih partnerjev niso vedno ugodni. Denarne oblasti pri določanju zunanje vrednosti denarja izbirajo med tremi možnostmi (Zbašnik, 2001, str. 12):

1. Denarna oblast administrativno določi pariteto nacionalne valute do skupnega imenovalca vseh valut, valutne košarice ali do posamezne valute. Pariteta v tem primeru pomeni točno določeno količino enot domačega denarja, ki ga je treba odšteti za enoto posamezne tuje valute.
2. Oblast se povsem odpove določanju in vplivanju na zunanjo vrednost domačega denarja. To nalogo prevzame trg, kjer se vrednost denarja določene države vsakodnevno določa na podlagi ponudbe in povpraševanja.
3. Denarna oblast vpliva na devizni tečaj le v nujnih primerih. Pod nujne primere spadajo prevelika nihanja oz. spremembe na trgu. Države tako devizni tečaj le sooblikujejo.



V nadaljevanju bomo po Shapiru izpeljali 5 mehanizmov, ki se uporabljajo za določanje deviznih tečajev.

### **3.2.1 Sistem čistega fleksibilnega tečaja**

Osrednja značilnost sistema čistega fleksibilnega tečaja je oblikovanje deviznega tečaja na podlagi povpraševanja in ponudbe po določeni valuti. Povpraševanje in ponudba se oblikujeta kot posledici vplivov različnih makroekonomskih dejavnikov. Primeri dejavnikov so stopnja inflacije, spremembe obrestnih mer, spremembe ravni cen, spremembe dohodkov in ostali. Če pride do spremembe katerega izmed naštetih makroekonomskih dejavnikov, bodo udeleženci na deviznem trgu prilagodili potrebo po valutah glede na spremembo. Posledično se zaradi spremembe povpraševanja in ponudbe spremeni tudi tečaj. Proces se odvije brez intervencij denarne oblasti z namenom vplivanja na oblikovanje deviznega tečaja. Uporaba sistema čistega fleksibilnega tečaja v praksi ni pogosta (Shapiro, 2013, str. 92).

### **3.2.2 Sistem uravnava fleksibilnega deviznega tečaja**

Izkušnje s sistemom čistega fleksibilnega tečaja v praksi niso bile najboljše, saj je sistem višal volatilnost oz. nihanje deviznega tečaja in tako nižal ekonomsko učinkovitost. Da bi države odpravile volatilnost deviznega tečaja, so začele centralne banke izvajati intervencije na deviznem trgu, kar predstavi sistem uravnanega fleksibilnega deviznega tečaja (Shapiro, 2013, str. 92–94).

Sistem uravnava fleksibilnega deviznega tečaja centralnim bankam ponuja 3 načine intervencij, ki jih opredeli Shapiro (2013, str. 94).

- »*Smoothing out daily fluctuations*« oz. zglajevanje dnevnih fluktuacij. Pristop, za katerega se odločijo vlade, ki želijo ohraniti urejen vzorec sprememb deviznih tečajev. Značilnost intervencije je vstop banke na devizni trg na ponudbeni ali povpraševalni strani, s čimer omilijo prehode od enega tečaja k drugemu.
- »*Leaning against the wind*« oz. opiranje proti vetru. Namen intervencije je preprečitev nepričakovanih kratkoročnih ali srednjeročnih fluktuacij deviznega tečaja, ki nastanejo zaradi naključnih dogodkov z začasnim učinkom. S tem vmesnim pristopom politika zadržuje oz. zavlačuje spremembo deviznega tečaja in tako zmanjšuje negotovost. Šibka točka intervencije je zagotovilo, da lahko vlade natančno ugotovijo in določijo, katere spremembe so lečasne.
- »*Unofficial pegging*« oz. neuradno določen tečaj. Sistem, katerega značilnosti so podobne sistemu fiksnega deviznega tečaja. Z intervencijo se vlada upira temeljnim spremembam deviznega tečaja, ki niso posledica sil, ki delujejo na deviznem trgu. Pri tej intervenciji se vlade ne zavežejo javno, da bodo vzdrževale devizni tečaj na neuradno določenem tečaju (Shapiro, 2013, str. 94).

### **3.2.3 Sistem dogovora ciljnega območja**

Podprt sistem s strani večjega števila ekonomistov. Osrednja značilnost sistema je nižanje volatilnosti deviznega tečaja v industrializiranih državah in s tem večanje ekonomske stabilnosti. Sistem bi deloval, če bi se ZDA, EU in Japonska povezale in bi svoje valute uredile v tako imenovani »*target zone*« sistem. Namen takšnega sistema je

prilagoditev nacionalnih ekonomskih politik do mere, kjer bi se ohranil devizni tečaj v določenem dogovorjenem razponu do fiksnega centralnega deviznega tečaja. Takšen sistem so vzdrževale države, vključene v evropski monetarni sistem, z vezanjem domače valute na eno centralno valuto. Države so se dogovorile za vzdrževanje deviznega tečaja domače valute do centralne valute v vnaprej dogovorjenem območju. To območje je bilo za večino  $\pm 2,25\%$  (Shapiro, 2013, str. 95).

#### **3.2.4 Sistem čistega fiksnega deviznega tečaja**

Namen sistema je stabilizacija deviznega tečaja okoli njegove ciljne vrednosti. Države se zavežejo, da bodo vzdrževale ciljno vrednost deviznega tečaja oz. pariteto. Prednost zaveze je preprečitev prostega gibanja deviznega tečaja. Po pravilih sistema bo centralna banka posredovala z nakupom ali prodajo svoje valute na domačem trgu vsakič, ko se pojavi verjetnost, da se bo devizni tečaj odmaknil od želene vzdrževane vrednosti. Normalizirano je, da prihaja do manjših odmikov od želene vzdrževane vrednosti, a so ti dovoljeni le v vnaprej dogovorjenem razponu. V primeru, kadar katera izmed članic ni več sposobna vzdrževati dogovorjene želene vrednosti ali razpona, v katerem naj bi se gibala, se lahko želena vrednost in razpon spremenita (Shapiro, 2013, str. 96).

## 4 GIBANJE VREDNOSTI DEVIZNEGA TEČAJA

Dejavniki, ki vplivajo na gibanje vrednosti deviznega tečaja, se sočasno nahajajo v mednarodnem in notranjem gospodarskem okolju države, kar pomeni, da dejavnikov ni malo. Kljub tehnološkemu razvoju na področju mednarodnih financ zato še vedno niso poznani vsi dejavniki, ki premikajo vrednost deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 56–57). Opredelili bomo pomembnejše ključne dejavnike in tako odgovorili na vprašanje, kaj vpliva na spremembo deviznega tečaja in na kakšen način (Rossi, 2013, str. 1064).

### 4.1 Kaj vpliva na spremembo deviznega tečaja

Pomembnejše dejavnike, ki vplivajo na spremembo deviznega tečaja, delimo na makroekonomske indikatorje in spremembe posameznih segmentov plačilne bilance. Med makroekonomske indikatorje spadajo inflacija, obrestne mere, dohodek in pričakovanja o prihodnjih gibanjih (Mrak, 2002, str. 57).

#### 4.1.1 Makroekonomski dejavniki

Pri opisu posameznega indikatorja oz. njegovega vpliva na devizni tečaj je treba opozoriti, da zaradi sočasnega vplivanja vseh makroekonomskih dejavnikov na devizni tečaj pri opisu posameznega indikatorja velja »*caeteris paribus*«. Makroekonomskih indikatorjev, ki vplivajo na gibanje deviznega tečaja, je veliko, zato smo se v tem delu diplomskega projekta osredotočili le na tiste, katerih vpliv je velik, in sicer:

##### 1. Sprememba stopnje inflacije

Sprememba relativne stopnje inflacije ima velik vpliv na delovanje mednarodne trgovine. Posledica spremembe stopnje inflacije se izrazi s spremembo ponudbe in povpraševanja po devizah. Sprememba ponudbe in povpraševanja pa vpliva na gibanje deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 58). Recimo, da ponudba dolarjev v ZDA presega njegovo povpraševanje. Presežna ponudba bo povzročila inflacijo v ZDA, kar pomeni, da se bodo ameriške cene začele višati glede na cene evroobmočja. Potrošniki v evroobmočju bodo zato začeli kupovati manj ameriških izdelkov. Podobno bodo višje cene v ZDA privedle do tega, da bodo ameriški potrošniki nadomestili uvoz iz evroobmočja za domače izdelke, kar bo povzročilo povečanje povpraševanja po evrih. Posledično bodo potrošniki obeh območij iskali najboljše ponudbe po svetu in bodo ustrezno prilagodili svoje nakupe, saj se bodo cene ameriškega blaga spreminjale glede na cene blaga v evroobmočju. Višja stopnja inflacije v ZDA bo zato hkrati povečala izvoz iz evroobmočja v ZDA in zmanjšala izvoz iz ZDA v evroobmočje. Na splošno bo država, ki ima relativno visoko stopnjo inflacije, ugotovila, da se njena valuta zmanjšuje v primerjavi z valutami držav z nižjimi stopnjami inflacije (Shapiro, 2013, str. 54–55). Iz primera je razvidno, da lahko razlike v stopnji inflacije oškodujejo mednarodno trgovino države in povzročijo velike spremembe na deviznem tečaju.

##### 2. Sprememba obrestnih mer

Spremembe relativnih obrestnih mer vplivajo na obseg kapitalskih tokov. Podobno kot pri inflaciji to spreminja količine ponudbe in povpraševanja po devizah. Sprememba ponudbe in povpraševanja pa se izrazi na gibanju

deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 60). Če navedemo primer po Shapiru (2013, str. 55). Recimo, da pride do zvišanja ameriških obrestnih mer v primerjavi z obrestnimi merami v evroobmočju. Ta sprememba bo prepričala vlagatelje obeh območij k premiku od vrednostnih papirjev, izraženih v evrih, k vrednostnim papirjem, ki so izraženi v dolarju, da bi izkoristili višje stopnje dolarja. Brez vladnega posredovanja bo posledica deprecijacija evra (Shapiro, 2013, str. 55; Rossi, 2013, str. 1063).

### **3. Sprememba dohodka oziroma ekonomske rasti**

Posledice spremembe dohodka v posamezni državi prav tako vplivajo na gibanje deviznega tečaja skozi spremembe količine ponudbe in povpraševanja. To se zgodi, če se dvigne raven dohodka v tuji državi, medtem pa ta v domači državi ostane nespremenjen. Razlike v dohodku dveh držav spremenijo ponudbo tuje valute, povpraševanja po njej pa ne. Ponudba tuje valute se poveča zaradi povečanega povpraševanja po domačih izdelkih in storitvah. Medtem bi na domači strani izvoz zaradi nespremenjenega dohodka in posledično povpraševanje po tuji valuti ostala nespremenjena (Mrak, 2002, str. 61–62). Podobno bo država z močno gospodarsko rastjo pritegnila tuji naložbeni kapital z namenom pridobitve domačega premoženja. Povpraševanje po domačih sredstvih tako poveča povpraševanje po domači valuti in jo apreciira (Shapiro, 2013, str. 55).

### **4. Pričakovanja prihodnjega gibanja deviznega tečaja**

Večina udeležencev nastopa na deviznih trgih s pridobitnim namenom. Da bi bili čim bolj uspešni in pripravljeni na gibanje deviznega tečaja, si udeleženci iz različnih virov informacij ustvarijo pričakovanja in napovedi o gibanju deviznega tečaja v prihodnosti. Nihče pa ni sposoben zanesljivo napovedati vrednosti deviznega tečaja v prihodnosti, zato so napovedana gibanja in pričakovanja lahko tudi nenatančna. Udeleženci pa zaradi prilagoditve v skladu s svojimi pričakovanji lahko povzročijo dejansko spremembo deviznega tečaja, kljub temu da se dotičen dogodek sploh še ni odvil (Mrak, 2002, str. 62–63).

### **5. Ostali dejavniki**

V zgodovini smo že bili priča spremembam gibanja deviznega tečaja zaradi posledic političnih škandalov. V primerih političnih kriz se je kapital stekal v varnejše države, kar je povzročilo deprecijacijo domače valute. Depreciacijo domače valute pa so še dodatno spodbudili udeleženci v takšnih razmerah zaradi psiholoških dejavnikov. Med ostale dejavnike zato spadajo takšni in drugačni škandali na državni ravni (Mrak, 2002, str. 63).

## **4.1.2 Spremembe v plačilni bilanci**

Zaradi lažjega razumevanja vplivov različnih ekonomskih transakcij v plačilni bilanci bomo to razdelili na 3 dele, in sicer na tekoči del, kapitalsko-finančni del in del mednarodnih denarnih rezerv.

### **1. Tekoči del**

Tekoči del plačilne bilance vpliva na devizni tečaj skozi spremembe izvoza blaga in storitev. Z večanjem povpraševanja po določenem tujem blagu ali storitvi se veča tudi povpraševanje po tujih devizah. Sprememba povpraševanja in ponudbe tako sproži spremembo deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 57).

## **2. Kapitalsko-finančni del**

Transakcije kapitalsko-finančnega dela pridobivajo vedno večji pomen zaradi povečane mobilnosti kapitala in iskanja večjih stopenj donosa po svetu. Na deviznem trgu to predstavlja potencialno spremembo količine povpraševanja in ponudbe deviz (Mrak, 2002, str. 57–58).

## **3. Mednarodne rezerve**

Vpliv mednarodnih rezerv na gibanje vrednosti deviznega tečaja izhaja iz ponudbe rezerv. Monetarne oblasti lahko z namenom preprečitve depreciacije domače valute dodatno povečajo količino mednarodnih rezerv na deviznem trgu. Nasprotno pa dodatno povprašujejo po devizah in preprečijo apreciacijo domače valute (Mrak, 2002, str. 58).

## **4.2 Teorije deviznega tečaja**

### **4.2.1 Plačilnobilančna teorija**

Plačilnobilančna teorija opredeljuje devizni tečaj kot neposredno posledico stanja tekočega računa plačilne bilance. Kadar domače gospodarstvo ustvari presežek v mednarodni menjavi, bo devizni priliv večji od odliva. Posledica presežka je krepitev domače valute, saj presežek ustvari večjo količino ponudbe deviz na trgu od povpraševanja. Teorija velja tudi obratno, saj v primeru primanjkljaja vrednost domače valute upada. Po plačilnobilančni teoriji ta proces ustvarja ravnovesje v mednarodni menjavi. Temelji plačilnobilančne teorije izhajajo iz keynesijske ekonomske teorije, ki navaja dve povezavi med trgovinsko bilanco in menjalnim tečajem. Prva povezava tvori dohodkovni učinek, saj sprememba tečaja sočasno vpliva na cene in stroške. Kratkoročno gledano, upad vrednosti domače valute poveča uvozne cene in zniža izvozne cene. Obratno pa krepitev vrednosti domače valute zniža uvozne cene in poveča izvozne cene. Druga povezava tvori učinek relativnih cen, katerih sprememba omogoči prilagoditev tekoče bilance. Upad vrednosti domače valute povzroči rast ravni cen, kar zmanjša realni dohodek in domače povpraševanje. Zmanjšano povpraševanje po domačem blagu tako sprosti del blaga za izvoz. V nasprotnem krepitev domače valute povzroči upad ravni cen, kar zviša realni dohodek in domače povpraševanje. Posledično se absorbira del blaga za izvoz (Zbašnik, 2001, str. 15).

### **4.2.2 Pariteta kupne moči**

Teorija paritete kupne moči temelji na pravilu, da morajo biti cene trgovskega blaga enake v vseh državah. Temu pravimo zakon enakih cen oz. absolutna inračica. Če bomo s tujo valuto lahko kupili več enakega blaga kot na domačem trgu, bomo povečali povpraševanje po tujem denarju in tako vplivali na rast cen valut. Tečajji se bodo spreminjali, dokler se kupna moč na domačem in tujem trgu ne izenači. Po teoriji sodeč, bi sprememba menjalnega tečaja na dolgi rok izenačila cene trgovskega blaga v vseh državah. Pariteta kupne moči ni idealna, saj temelji na pomanjkljivih predpostavkah, ki ne upoštevajo kvantitativne in kvalitativne omejitve mednarodne trgovine. Mednarodno trgovanje spremljajo poleg cene blaga transportni, zavarovalni in ostali finančni stroški. Teorija ne upošteva diverzitete držav in strukturnih sprememb ter napredkov, ki so v posameznih državah zelo različni. Pozabljeni sta tudi raznolikost

strukture družbenih produktov tujih držav ter raznolikost struktur izvozne ponudbe in uvoznega povpraševanja (Zbašnik, 2001, str. 16–18). Zaradi navedenega se pojavljajo dvomi o uporabnosti teorije v praksi. Če bi teorija paritete kupne moči povsem držala, bi se realni devizni tečaji po šoku vrnili v približne začetne vrednosti. Dokazi za veljavnost paritete kupne moči so različni. Relativna pariteta kupne moči se je v raziskavi, ki je pariteto kupne moči povzela v obdobju več desetletij, potrdila. Druge raziskave so jo medtem ovrgle, saj so jo rezultati označili kot nezanesljivo. Večina današnjih raziskav opredeljuje pariteto kupne moči kot uporabno pod pogojem, da ta ne velja povsem strogo. Pariteta kupne moči se namreč dobro obnese v obdobjih monetarnih ekspanzij in visokih inflacij ali hiperinflacij. Torej bi na podlagi raziskav, pariteta kupne moči lahko bila približna ocena za gibanje tečajev na daljši rok (Visser, 2006, str. 117).

#### **4.2.3 Monetarna teorija**

Monetarna teorija za določanje tečaja navaja trg denarja in vrednostnih papirjev kot glavna dejavnika. Tečaj definira kot relativno ceno posameznih valut, ne pa kot relativno ceno različnih narodnih produktov. Teorija opisuje, da se tečaj določa glede na sedanjo in pričakovano ponudbo ter povpraševanje po denarju. Monetarna teorija predpostavlja, da v nekem gospodarstvu, ki ima prost trg kapitala in popolno mobilnost, vlada popolna zaposlenost. Nacionalni in mednarodni trgi naj bi bili tako povezani, da je realni donos kapitala enak ne glede na valuto naložbe. Predpostavlja tudi enakost cen blaga ne glede na valuto, v kateri je cena izražena, kar pomeni, da podpira pariteto kupnih moči. Teorija razlaga le tiste spremembe menjalnega tečaja, ki se ujemajo s spremembami ravni cen, ne pa tudi realnega tečaja, kar je njena šibka točka. Zato obstajajo mnenja, da je monetarno teorijo moč implementirati le v obdobju hiperinflacije (Zbašnik, 2001, str. 18–19).

#### **4.2.4 Portfeljska teorija**

Teorija portfelja povzame vse lastnosti že opisane monetarne teorije. Dodatno pa da poseben poudarek obrestnim meram pri spodbujanju mednarodnega gibanja kapitala in navaja, da je tečaj odvisen od razmer na trgu denarja, kapitala in blaga. Teorija razlaga, da se bo obrestna mera ob povečani ponudbi denarja znižala, zaradi česar udeleženci trga povečajo količino nakupov. Udeleženci z nakupi vrednostnih papirjev zvišajo povpraševanje po njih, kar posledično zviša ceno in zniža donosnost. Zaradi upada donosnosti se kapital preusmeri v nakupe tujih vrednostnih papirjev, kar povzroči deprecijacijo domače valute. Depreciacija bi morala biti kratkoročna, saj se vrednost valute prilagodi. Prilagoditev s povečanim izvozom manjša primanjkljaj oz. ustvarja presežek, ta pa po pravilih zviša vrednost domače valute. Opisan proces deluje pod predpostavko, da ima gospodarstvo neovirano gibanje kapitala in visoko stopnjo menjave domačih in tujih sredstev (Zbašnik, 2001, str. 20).

### **4.3 Napovedovanje vrednosti deviznega tečaja**

Poznamo dva pogosta načina za analizo trgov: temeljna analiza (angl. fundamental analysis) in tehnična analiza (angl. technical analysis). Temeljna analiza temelji na gospodarskih pogojih, medtem ko tehnična analiza uporablja pretekle cene za napoved

prihodnjih gibanj. Od pojava prvih tehničnih analiz je v teku razprava o uspešnejši metodologiji. Kratkoročni trgovci raje uporabljajo tehnično analizo, pri čemer svoje strategije osredotočajo predvsem na cenovne ukrepe, medtem ko srednjeročni trgovci običajno uporabljajo temeljno analizo, da določijo pravilno vrednotenje valute in njeno verjetno prihodnje vrednotenje. Najboljše strategije so tiste, ki združujejo tako temeljno kot tehnično analizo, saj so zaradi večjih temeljnih dogodkov pogosto popolne tehnične formacije neuspešne. Podobno je na strani tehnične analize, kajti prihaja do ostrih nihanj v tečajih, za katera ni gospodarskega razloga, kar kaže na to, da je cena naključna ali temelji le na vzorcih. Zato je pomembno, da se tehnični trgovci zavedajo ključnih gospodarskih podatkov ali dogodkov, ki se bodo še zgodili. Na drugi strani pa se morajo tudi temeljni trgovci zavedati pomembnih tehničnih ravni, na katere se splošni trg morda osredotoča. V zadnjih 15 letih se je razvil koncept, imenovan »trade the news« oz. trgovanje na podlagi novic. Osrednja značilnost tega koncepta je iskanje vzrokov velikih gibanj deviznega tečaja s pomočjo informacij. Udeleženci tako po prejemu informacije ali objavi novic o ključnih indikatorjih, ki naj bi vplivali na devizni tečaj, sprožijo postopek nakupa ali prodaje. Trgovanja na podlagi novic ne bomo podrobneje opisovali, saj ga lahko zaradi podobnosti uvrstimo med temeljno analizo (Lien, 2009, str. 37).

#### **4.3.1 Temeljna analiza**

Temeljna analiza se osredotoča na gospodarske, družbene in politične sile, ki vplivajo in usmerjajo ponudbo in povpraševanje. Tisti, ki uporabljajo temeljno analizo kot orodje za trgovanje, so pozorni na različne makroekonomske indikatorje, kot so stopnje rasti, obrestne mere, inflacija in brezposelnost. Temeljni analitiki bodo podatke o naštetih indikatorjih združili in ustvarili oceno sedanje in prihodnje uspešnosti. Glede na to oceno se bodo v prihodnosti odločali o nakupu ali prodaji na deviznem trgu. To zahteva temeljite analize, saj ni enotnega sklopa pravil ali smernic, ki bi vodile temeljno analizo. Trgovci morajo nenehno spremljati novice in napovedi, ki lahko kažejo na morebitne spremembe v gospodarskem, socialnem in političnem okolju. Vsi trgovci bi se morali pred sklenitvijo posla zavedati širših gospodarskih razmer. To je še posebej pomembno za dnevne trgovce, ki se trudijo sprejemati odločitve o trgovanju na podlagi novic. V osnovi temeljne analize velja, da se cene valut premikajo predvsem na podlagi ponudbe in povpraševanja. Najbolj splošno gledano to pomeni, da bo vrednost valute appreciirala zaradi povečanega povpraševanja po tej valuti. Ne glede na to, ali potreba po valuti izhaja iz namena varovanja, špekuliranja ali pa menjave, velja, da gibanja temeljijo na količini potrebe po valuti. Kadar pride do presežka ponudbe nad povpraševanjem, pa se vrednost valute zmanjša (Lien, 2009, str. 38).

#### **4.3.2 Tehnična analiza**

Trgovci, ki so trgovali s pomočjo temeljne analize, so na trgu prevladovali okoli sredine 80. let, vendar se je z naraščajočo priljubljenostjo tehničnih analiz in pojavom novih tehnologij vpliv tehničnega trgovanja na deviznem trgu do danes znatno povečal. Tehnična analiza predpostavlja, da se zgodovina ponavlja, zato se osredotoča na proučevanje gibanja cen v preteklosti. Osrednja predpostavka tehnične analize je prepričanje, da se vse ključne tržne informacije že odražajo na ceni posamezne valute, zato je proučevanje gibanja cen vse, kar je potrebno za sprejemanje pravih trgovalnih

odločitev. Primarno orodje analize je proučevanje cen s pomočjo grafov. Grafi se uporabljajo za prepoznavanje trendov in vzorcev z namenom ustvarjanja napovedi. Koncept tehnične analize temelji na prepričanju, da so trgi nagnjeni k trendu. Zmožnost prepoznavanja trendov v njihovi najzgodnejši fazi razvoja je zato ključnega pomena. Orodja tehnične analize, kot so Fibonaccijeva raven popravka (angl. Fibonacci retracement levels), povprečje gibanja (angl. moving averages), stohastični oscilator oz. (angl. oscillators), graf s svečniki (angl. candlestick charts) in povratnimi vzorci (angl. bollinger bands), zagotavljajo dodatne informacije o obnašanju udeležencev in gibanju deviznega tečaja (Lien, 2009, str. 44).



## 5 ANALIZA SPREMEMB VREDNOSTI VALUTNEGA PARA EUR/USD

Cilj našega poročila je razumeti vpliv izbranih dejavnikov na gibanje tečaja evra v primerjavi z ameriškim dolarjem. V tem poglavju bomo prikazali in analizirali gibanje deviznega tečaja EUR/USD od leta 2010 do vključno leta 2018. Opredelili bomo tudi mednarodno gospodarsko okolje v izbranem obdobju. Kot glavni del dela diplomskega projekta bomo opravili analizo ekonomskih dejavnikov, ki so vplivali na gibanje deviznega tečaja EUR/USD, ter s pomočjo analize v sklepu potrdili ali ovrgli hipotezi. Pri analizi izbranih ekonomskih dejavnikov si bomo pomagali s teoretično osnovo, ki smo jo usvojili v prejšnjih poglavjih. Ključne vzroke, ki so vplivali na gibanje deviznega tečaja EUR/USD, bomo povzeli po ugotovitvah letnih poročil ECB. Dejavniki, ki jih bomo analizirali, so inflacija, napovedana inflacija, obrestne mere, stanje v tekočem delu plačilne bilance, pričakovana inflacija in pariteta kupne moči. Opozoriti je treba, da bomo dejavnike analizirali posamezno, za vse ostale pa bo veljal »*caeteris paribus*«. Zaradi lažje preglednosti bomo razdelili izbrano obdobje na obdobje krize, ki zajema obdobje od 2010 do 2012. Sledi obdobje porasta deviznega tečaja, ki se odvija leta 2013 in leta 2017. Vmesno obdobje od leta 2014 do leta 2018 z izjemo porasta v letu 2017 pa bomo označili kot obdobje padanja deviznega tečaja EUR/USD.

### 5.1 Analiza gibanja deviznega tečaja EUR/USD

Slika 1: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD 2010–2018



Vir: (European Central Bank, 2020)

#### 5.1.1 Dolžniška kriza

##### 5.1.1.1 Mednarodno gospodarsko stanje

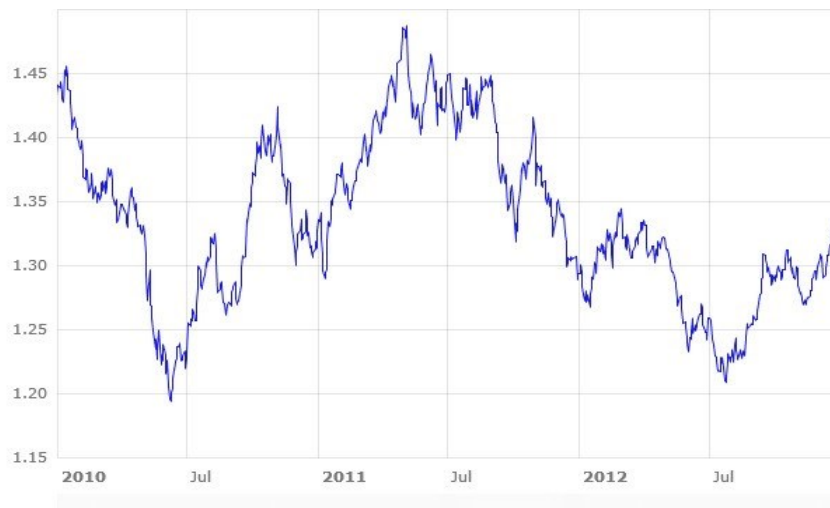
Huda recesija je kot posledica svetovne finančne krize zaznamovala svetovno gospodarstvo, saj se je to med letoma 2010 in 2012 soočalo z mnogimi težavami. To obdobje smo zato označili kot obdobje krize. Mednarodno gospodarstvo se je v obdobju krize soočalo z vse manjšo podporo svetovnih zalog in javnofinančnih

spodbud. V teku je bil proces popravljanja bilanc stanja, tako v javnem kot v zasebnem sektorju (ECB, 2011). Dejavnikom oslabiljene gospodarske rasti sta se pridružila še šibek stanovanjski trg in trg dela. Visoka stopnja brezposelnosti je še vedno vztrajala, sočasno pa je začelo upadati zaupanje med potrošniki in podjetji. Mednarodno gospodarsko okolje se je soočalo z negotovostjo tudi na finančnih trgih predvsem zaradi zaostritve dolžniške krize evroobmočja. Dolgotrajne razprave o zgornji meji dovoljenega javnega dolga ZDA so le še povečevale negotovost. Poleg naštetega je na Japonskem prišlo do potresa, katerega posledice so povzročile motnje v svetovnih proizvodnih verigah, to pa je skrčilo trgovinsko menjavo (ECB, 2012). Proti koncu obdobja krize je zaradi posledic nestabilnega mednarodnega gospodarskega okolja vse več držav zaostriilo svojo politiko, kar je ustvarilo socialne nemire in geopolitične napetosti predvsem v bližnjevzhodnih in severnoafriških državah. Nastale so motnje v ponudbi nafte, kar je zvišalo cene energentov in negotovost glede reševanja dolžniške krize (ECB, 2013).

#### 5.1.1.2 Analiziranje gibanja deviznega tečaja

Obdobje krize se je izrazilo tudi na gibanju deviznega tečaja EUR/USD, saj se je ta skozi večino kriznega obdobja gibal nepredvidljivo z močnimi nihanji in obrati trenda. Evro je v razmerju do ameriškega dolarja v kriznem obdobju večkrat močno depreciiral. Vodilo padajočega trenda deviznega tečaja EUR/USD so bili okrevanje mednarodnega gospodarstva, fiskalne razmere in denarne politike po svetu. Padajoči trend deviznega tečaja EUR/USD so spodbujale spremembe na področju dojemanja obetov za gibanje javnih financ nekaterih držav evroobmočja. Dejavnikom, ki so spodbujali padajoči trend deviznega tečaja EUR/USD, so se pridružile tudi spremembe tržnih premij in odziv tržnih udeležencev na gospodarske obete za evroobmočje. Nepredvidljivo gibanje deviznega tečaja EUR/USD v kriznem obdobju se je kazalo tudi v apreciaciji evra proti ameriškemu dolarju. Razlog spremembe trenda deviznega tečaja EUR/USD so bile dodatne gospodarske spodbude v ZDA. Ob koncu kriznega obdobja je ECB potrdila nepovratnost evra in napovedala dokončne denarne transakcije, kar je spodbudilo apreciacijo evra proti ameriškemu dolarju. Povprečna vrednost deviznega tečaja EUR/USD je v letu 2010 znašala 1,32 USD. Leta 2012, ki velja za konec kriznega obdobja, pa je povprečna vrednost deviznega tečaja EUR/USD znašala 1,28 USD.

Slika 2: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD v kriznem obdobju



Vir: (European Central Bank, 2020)

### 5.1.2 Porast deviznega tečaja

#### 5.1.2.1 Mednarodno gospodarsko stanje

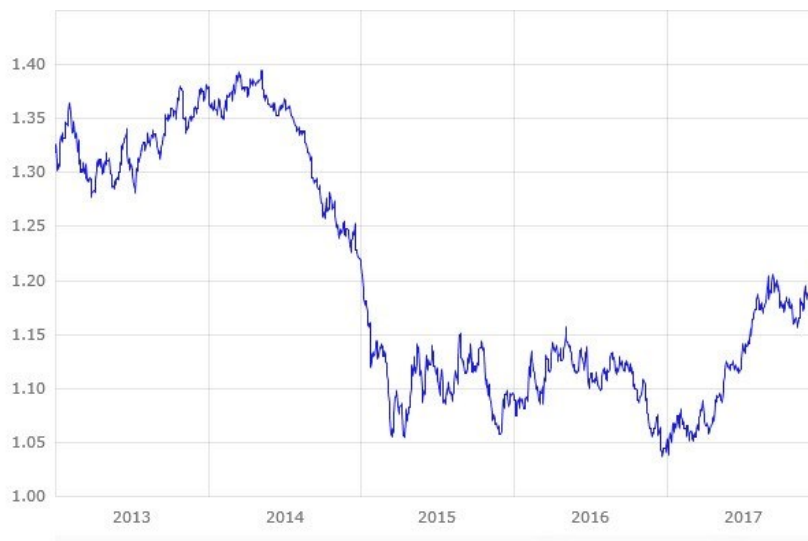
Obdobje porasti vrednosti deviznega tečaja EUR/USD se je v opazovanem obdobju odvijalo v dveh ločenih obdobjih. Prvo okrevanje mednarodnega gospodarstva smo opazili leta 2013, čeprav je bilo šibko in raznoliko med državami. Okrevanje bilo upočasnjeno zaradi namiga predsednika ameriškega zveznega odbora za odprti trg FOMC (Federal Open Market Committee) o zmanjšanju nakupov ameriške centralne banke finančnih sredstev na finančnih trgih. Namig je zaostril pogoje financiranja in povečal volatilnost. Poglavitni razlog, ki pa je pripomogel k okrevanju, je bila normalizacija globalnih pogojev za financiranje, kar je sprožilo sprejetje prihodnje usmeritve denarne politike s strani ECB in Bank of England ter odločitev FOMC o zmanjšanju obsega nakupa finančnih sredstev (ECB, 2014). Nadaljnji vzpon mednarodnega gospodarstva se je pojavil v letu 2017. Okrevanje je zajelo vse države in njihove komponente. Glavna razloga okrevanja sta bila potrošnja in porast investicijskega povpraševanja. Okrevanje je bilo moč zaznati tudi na področju svetovne trgovine zaradi krepitve poslovne klime in preusmeritve povpraševanja k regijam, ki uvažajo v Evropo. Okrevanje je zmanjšalo tudi delež neizkoriščenega potenciala na trgu dela in proizvodnih zmogljivosti. Rast razvitih gospodarstev sta spodbudila aktivno naravnana politika ter okrepljeno zaupanje v sektorju podjetij in gospodinjstev. V nastajajočih tržnih gospodarstvih je prav tako spodbujevalno naravnana politika še naprej podpirala močno rast v državah uvoznicah surovin, na strani izvoznic pa se je ta rast krepila zaradi višjih cen primarnih surovin in kapitalskih prilivov (ECB 2018).

#### 5.1.2.2 Analiziranje gibanja deviznega tečaja

V prvem obdobju okrevanja mednarodnega gospodarstva je povprečna vrednost deviznega tečaja EUR/USD znašala 1,32 USD. Porast vrednosti deviznega tečaja EUR/USD so sprožila spreminjajoča se tržna pričakovanja glede naravnosti denarne politike evroobmočja v primerjavi z drugimi večjimi gospodarstvi. Trend gibanja je sledil pričakovanjem udeležencev in se izrazil z apreciacijo evra proti ameriškemu dolarju. V

nadaljnjem okrevanju mednarodnega gospodarstva je trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD reagiral na porast investicijskega povpraševanja z apreciacijo evra proti ameriškemu dolarju. Povprečna vrednost deviznega tečaja EUR/USD se je leta 2017 povzpela na 1,13 USD.

Slika 3: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD v obdobju rasti



Vir: (European Central Bank, 2020)

### 5.1.3 Padec deviznega tečaja

#### 5.1.3.1 Mednarodno gospodarsko stanje

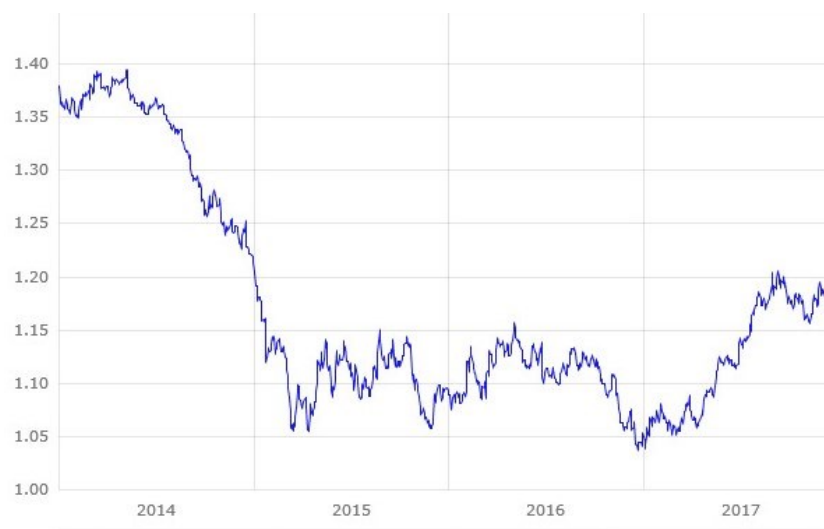
Leta 2014 je mednarodno gospodarstvo spremljala recesija, katere posledice so segale vse do leta 2016, zato smo to obdobje označili kot obdobje padanja. V obdobju padanja so nastajajoča tržna gospodarstva trpela zaradi strukturnih ovir in zaostrenih zunanjih pogojev financiranja. Bili smo priča konfliktu med Ukrajino in Rusijo ter napetostim v državah proizvajalkah nafte. ZDA je prizadela mrzla zima, medtem pa se je odvijalo zapiranje posameznih tovarn težke industrije na Kitajskem zaradi okoljskih razlogov (ECB, 2015). Recesija se je skozi obdobje padanja zaradi slabih poslovnih okolij, pomanjkljive konkurence na trgu dela, kot tudi na proizvodnem trgu le še poslabšala. Močan popravek cen delnic na kitajskih borzah je povzročil izrazito povečanje nestanovitnosti. Pojavila se je zaskrbljenost glede gospodarske rasti v številnih razvijajočih se gospodarstvih, posebej tistih s precejšnjimi domačimi in zunanjimi neravnovesji. Padle pa so tudi cene surovin in energentov, kar je povzročilo upočasnitev gospodarstev izvoznikov surovin (ECB, 2016). Celotno obdobje padanja so spremljali tudi politični dogodki, ki so zameglili svetovne gospodarske obete. Junija 2016 je izid britanskega referenduma ustvaril negotovost glede gospodarskih napovedi Združenega kraljestva. Izid ameriških volitev pa je povzročal skrb glede prihodnjih politik prihajajoče ameriške administracije. Rast naprednih gospodarstev je zaviralo nenehno postopno upočasnjevanje kitajskega gospodarstva in postopno umirjanje globokih recesij v večjih gospodarstvih, ki izvažajo surovine (ECB, 2017). Pod obdobje padanja smo uvrstili tudi leto 2018, saj je globalna gospodarska ekspanzija iz obdobja porasti postala neenakomerna in manj usklajena po državah. Medtem ko je rast v ZDA ostala močna, je spodletela v številnih drugih gospodarstvih, vključno z Japonsko in

nekaterimi novimi trgi, zlasti v Turčiji in Argentini. Rast industrijske proizvodnje in svetovne trgovine je oslabila. Pomanjkanje delovne sile pa je postalo očitno v več naprednih gospodarstvih, zlasti med specializiranimi in visoko usposobljenimi delavci (ECB, 2019).

#### 5.1.3.2 Analiza gibanja deviznega tečaja

Recesija se je v obdobju padanja izrazila tudi na gibanju deviznega tečaja EUR/USD. Povprečna vrednost deviznega tečaja EUR/USD je v obdobju recesije znašala 1,16 USD. Trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD je že na začetku doživel prilagoditev na stanje v mednarodnem gospodarstvu z 12,6 % padcem vrednosti evra v razmerju do ameriškega dolarja. Padec je povzročila Ameriška centralna banka z zmanjševanjem nakupov vrednostnih papirjev in na koncu z njihovo opustitvijo v okviru kvantitativnega sproščanja. Leta 2018 se vrednost deviznega tečaja EUR/USD zaradi neuspešnega nadaljevanja obdobja porasti ni kaj dosti spremenila. Vrednost deviznega tečaja EUR/USD se je v obdobju neenakomerne gospodarske ekspanzije v povprečju gibala okoli 1,18 USD.

Slika 4: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD v obdobju padanja



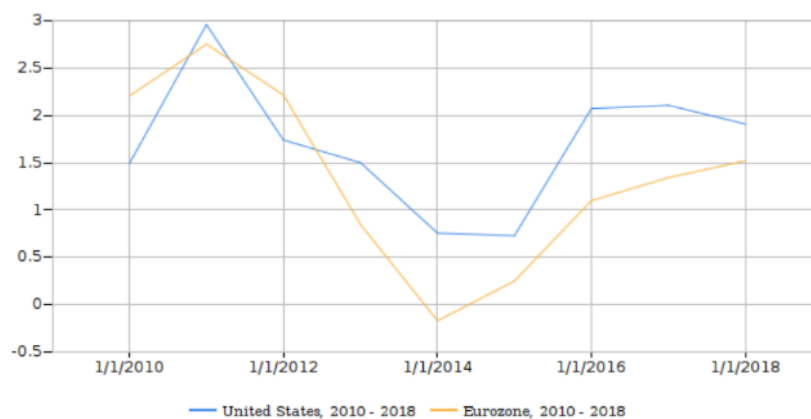
Vir: (European Central Bank, 2020)

## 5.2 Analiza vpliva posameznih spremenljivk na gibanje deviznega tečaja EUR/USD

### 5.2.1 Inflacija

Pojem inflacija se nanaša na rast cen izdelkov in storitev v nekem časovnem obdobju. Inflacija, ki se izrazi v porastu cen izdelkov in storitev, pomeni, da lahko z enoto valute kupimo manj. Torej se kupna moč denarja zmanjša oz. ta posamezna valuta izgubi vrednost v primerjavi z drugimi in obratno (Mishkin, 2004, str. 632). V analizi bomo preverili ali predstavljena teorija res drži.

Slika 5: Gibanje inflacije v evroobmočju in ZDA



Vir: (StatBureau, 2020)

### Krizno obdobje

Inflacijski pritiski so na začetku kriznega obdobja na obeh območjih ostali mirni. Drugače je bilo med kriznim obdobjem, saj je na obeh območjih prihajalo do nihanj povprečne inflacijske stopnje. V evroobmočju je prišlo do gibanja cen primarnih surovin in energentov zaradi gospodarskega okrevanja (ECB, 2011). Poleg navedenega so se povišali posredni davki zaradi takratne potrebe po javnofinančni konsolidaciji (ECB, 2013). Tako se je ob koncu kriznega obdobja povprečna stopnja inflacije evroobmočja zvišala na 2,5 % (ECB, 2013). Nihanje inflacije v ZDA pa so spodbudile obnovitve dobavnih verig za proizvodnjo motornih vozil, saj so te bile oškodovane zaradi potresa na Japonskem (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012). Kasneje so nastopili pomanjkanje na trgu dela in omejitve povečanja stroškov dela. Tako je povprečna letna inflacija v ZDA leta 2012 ob koncu kriznega obdobja znašala 2,1 % (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013).

Na začetku kriznega obdobja sta bili razliki v inflacijah obeh območij minimalni. Trend deviznega tečaja EUR/USD se je kazal v depreciaciji evra proti ameriškemu dolarju v prvi polovici leta 2010 in nato v apreciaciji do oktobra. Naslednje leto so višjo inflacijo beležile ZDA, a se je kljub temu trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD obrnil v drugi polovici leta z depreciacijo evra proti ameriškemu dolarju, kar je v nasprotju s predstavljenimi teorijami. Ob koncu kriznega obdobja se je višja inflacija beležila na evroobmočju, kar se je na deviznem tečaju EUR/USD izrazilo z apreciacijo evra proti ameriškemu dolarju, čeprav se tudi to ne sklada s predstavljenimi teorijami.

### Obdobje porasta

Obdobje porasta se je leta 2013 na obeh območjih začelo z nižjo inflacijo kot v kriznem obdobju. Povprečna letna inflacija na evroobmočju je znašala 1,4 % (ECB, 2014), na strani ZDA pa 1,5 % (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2014). Glavni vzrok nižje inflacije obeh območij so bile nižje cene energentov in hrane (ECB, 2014). Ob ponovnem obdobju porasti leta 2017 se inflacija na evroobmočju skoraj ni spremenila kljub nihanju cen nafte in višanju cen sadja in zelenjave (ECB, 2018). V ZDA se je ta povišala na 2,1 % predvsem zaradi strmega enomesečnega padca indeksa cen

brezžičnih telefonskih storitev (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2018).

Razlike v stopnji inflacije v začetku obdobja rasti deviznega tečaja EUR/USD so tudi v obdobju porasta bile minimalne, saj so ZDA imele le za 0,1 % višjo inflacijo. Na deviznem tečaju EUR/USD se je trend v skladu z teorijo kazal v apreciaciji evra proti ameriškemu dolarju. Skozi preostali del obdobja porasta je evro še naprej večinoma apreciral proti ameriškemu dolarju, kar se prav tako sklada s predstavljenimi teorijami, saj je bila inflacija na območju ZDA višja.

### **Obdobje padanja**

V začetku obdobja padanja se je s slabšo gospodarsko rastjo evroobmočja nižala tudi inflacija, saj je ta povprečno znašala 0,4 % (ECB, 2015). Skozi obdobje padanja je povprečna inflacija ostala na zelo nizki stopnji, ponekod pa je bila celo negativna. Tako nizka inflacija je bila posledica gibanj cen nafte, kar je vplivalo na maloprodajne cene tekočega goriva in plina (ECB, 2017). Ob koncu obdobja padanja leta 2018 je evroobmočje beležilo višjo povprečno stopnjo inflacije, in sicer 2,6 %. Višja raven je odražala večje prispevke cen energije in v manjši meri tudi cen hrane (ECB, 2019). Drugače je bilo na strani ZDA, saj je povprečna inflacijska stopnja skozi skoraj celotno obdobje padanja nihala okoli povprečne stopnje 1,5 %. Višje inflacijske stopnje so podpirali močan trg dela in okrepljene cene energentov (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019). Izjema je bilo leto 2015, saj sta padec cen energije in znižanje cen uvoženega blaga znižala povprečno stopnjo inflacije na 0,1 % (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016).

Gibanje deviznega tečaja EUR/USD v obdobju padanja ni sledilo predstavljeni teoriji, saj je evro kljub nižji stopnji inflacije evroobmočja v primerjavi z ZDA večinoma depreciral proti ameriškemu dolarju. Izjema je leto 2018, saj je evro v skladu z višjo inflacijsko stopnjo evroobmočja depreciral proti ameriškemu dolarju.

Na svetovnih trgih na stopnjo inflacije v veliki meri vpliva nihanje cen nafte. Po analizi povprečne stopnje inflacije smo ugotovili, da evroobmočje in ZDA niso tako različni, saj inflacija v obeh območjih reagira na spremembo cen primarnih surovin in spremembo cen energentov. Ob analizi gibanja deviznega tečaja EUR/USD smo ugotovili, da je sprememba inflacijske stopnje imela vpliv na spremembo deviznega tečaja EUR/USD, saj je višja inflacija evroobmočja v večini primerov pomenila depreciacijo evra proti ameriškemu dolarju in obratno. Vendar smo v določenih obdobjih zaznali, da stopnja inflacije ni sovpadala s stopnjo spremembe deviznega tečaja EUR/USD. Glede na navedeno lahko povzamemo, da je gibanje stopnje inflacije pomemben dejavnik gibanja deviznega tečaja EUR/USD, saj je med njima moč zaznati soodvisnost. Stopnja soodvisnosti pa ni dovolj visoka, da bi lahko na podlagi inflacije deviznemu tečaju EUR/USD podali vrednost v prihodnosti.

### **5.2.2 Napovedana inflacija**

Napovedana inflacija je opredeljena kot sprememba cen košarice blaga in storitev, ki jih običajno kupujejo gospodinjstva. Projekcije temeljijo na oceni gospodarske klime v posameznih državah in svetovnem gospodarstvu z uporabo kombinacije vzorčnih analiz

in strokovne presoje. Udeleženci deviznega trga poskušajo pridobiti čim bolj natančne informacije o dogajanjih ekonomskih dejavnikov. Eden izmed teh dejavnikov je tudi inflacija. Napovedana inflacija po teoriji vpliva na devizni trg z ustvarjanjem napovedi o inflaciji v prihodnosti. Na podlagi napovedi si udeleženci ustvarijo pričakovanja o vplivu inflacije na devizni tečaj. Učinek napovedi bi torej moral vplivati na devizni tečaj enako kakor dejanska sprememba inflacije. Težavi napovedovanja inflacije sta točnost in zanesljivost napovedi. Vrednosti napovedanih inflacij bomo povzeli po Eurostatu.

Tabela 1: Napovedane inflacije opazovanega obdobja

Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Evroobmočje</b>	1,4 %	1,8 %	1,8 %	1,6 %	1,2 %	1 %	1,1 %	1,4 %	1,6 %
<b>ZDA</b>	1,6 %	3,1 %	2,1 %	1,4 %	1,6 %	0,1 %	1,3 %	2,1 %	2,4 %

Vir podatkov: (European Central Bank, 2020)

Dejanska inflacija se je na območju ZDA skozi opazovano obdobje gibala precej blizu napovedane. Na strani evroobmočja pa se dejanska inflacija ni popolnoma približala napovedani. Zaradi precejšnje točnosti lahko napovedi uporabimo za ugotovitev povezanosti med dejansko inflacijo ter vplivom napovedane inflacije na gibanje deviznega tečaja.

### Krizno obdobje

V analizi smo ugotovili, da napovedana inflacija skozi krizno obdobje ni bila pravilna predvsem v evroobmočju. Zato sklepamo, da iz napovedi ne bi bilo mogoče razbrati padajočega trenda gibanja deviznega tečaja EUR/USD. Ob predpostavki, da bi v kriznem obdobju napovedana inflacija bila pravilna, smo ugotovili, da gibanje deviznega tečaja EUR/USD prav tako ne bi bilo v skladu s teorijo.

### Obdobje porasta

Skozi obdobje porasta se je dejanska inflacija obeh območij približevala napovedani. V analizi smo opazili naraščajoči trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD, zato lahko sklepamo, da bi glede na napovedano lahko predvideli smer gibanja deviznega tečaja EUR/USD. Izjema je leto 2013, saj iz napovedi ne bi bilo mogoče ugotoviti, da bo dejanska letna inflacija na območju ZDA višja kot v evroobmočju. Glede na napovedano inflacijo smo zato ugotovili, da trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD ni sledil napovedani inflaciji, saj je evro apreciiral proti ameriškemu dolarju.

### Obdobje padanja

V obdobju padanja se je dejanska inflacija približala stopnji napovedane inflacije le za obdobje od leta 2014 do leta 2015 na območju ZDA. Medtem se je trend deviznega tečaja EUR/USD gibal v skladu s teorijo le leta 2015 z depreciacijo evra proti ameriškemu dolarju. Preostalo obdobje padanja se dejanska stopnja inflacije ni približala napovedani, zato sklepamo, da posledično iz napovedane inflacije ne bi bilo mogoče razbrati gibanja deviznega tečaja EUR/USD.

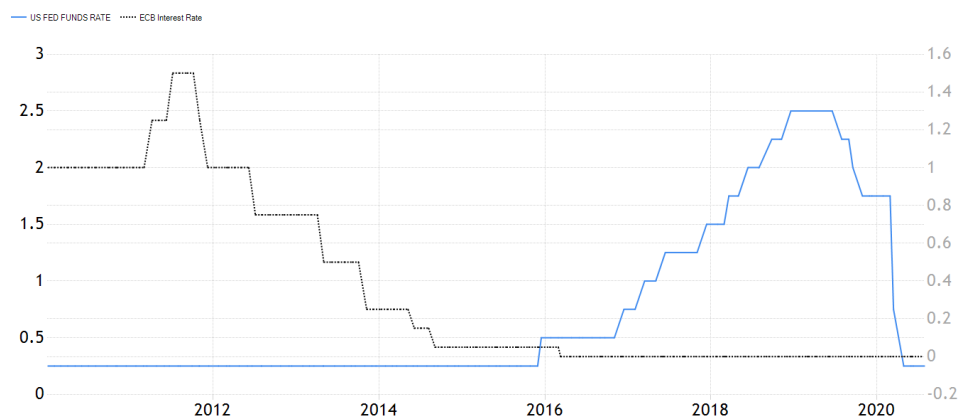


Dejanske inflacijske stopnje so se skozi opazovano obdobje nekajkrat približale napovedani stopnji inflacije. Opazili smo tudi, da je bilo moč zaslediti ujemanje med napovedano inflacijo in spremembo deviznega tečaja EUR/USD. Ker v večini primerov tega ujemanja nismo zaznali, smo sklenili, da se predpostavljena trditev, ki trdi, da lahko s pomočjo napovedane inflacije ustvarimo pričakovanja, ki bodo vplivala na spremembo deviznega tečaja, ni izkazala kot pravilna.

### 5.2.3 Obrestna mera

Obrestna mera je eden izmed pomembnejših dejavnikov, ki vpliva na obseg kreditiranja in likvidnosti v nekem gospodarskem okolju. Uravnavanje obrestnih mer je naloga centralne banke posamezne države oz. območja, saj te nastopajo kot neodvisna strokovna inštitucija. Velik pomen imajo obrestne mere, tudi kadar govorimo o deviznem tečaju. Teorija narekuje, da bo višja obrestna mera povzročila apreciacijo domače valute in obratno.

Slika 6: Gibanje obrestne mere evroobmočja in ZDA



Vir: (Trading Economics, 2020)

### Krizno obdobje

Na začetku kriznega obdobja so bila gibanja gospodarske rasti ugodna, zlasti ob upoštevanju posledic krize. Svet ECB je zato ključne obrestne mere pustil na zgodovinsko nizkih ravneh, in sicer 1,00 % (ECB, 2011). Kasneje je Svet ECB z namenom obvladovanja tveganj, povezanih z likvidnostjo, zvišal obrestne mere za 50 bazičnih točk (ECB, 2012). Da bi se ublažil škodljiv vpliv napetosti na finančnem trgu, je Svet ECB do konca kriznega obdobja zniževal ključne obrestne mere vse do zgodovinsko nizke ravni 0,75 % (ECB, 2013). Na drugi strani pa je zvezni odbor za odprti trg v ZDA zaradi ugodnega okrevanja in povišanja inflacije ohranil nespremenjeno ciljno obrestno mero v razponu od 0 % do 0,25 % (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2011). Zaradi kasnejše nizke stopnje izkoriščenosti virov (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012), zmerne gospodarske rasti, visoke brezposelnosti in slabih obetov inflacije so obrestne mere skozi celotno krizno obdobje ostale nespremenjene (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013).

Na začetku kriznega obdobja se na obeh območjih obrestna mera ni spreminjala. Kljub temu se je trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD večkrat obrnil. Glede na

nespremenjene obrestne mere zato sklepamo, da trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD ni sledil predstavljeni teoriji. Do konca kriznega obdobja so ZDA ohranile enak razpon obrestnih mer, medtem ko so jih v evroobmočju povišali in nato do konca kriznega obdobja zniževali. Ob povišanju obrestnih mer smo opazili depreciacijo evra v razmerju do ameriškega dolarja, kar ni bilo v skladu s predstavljeno teorijo. Medtem pa smo ob nižanju obrestne mere opazili apreciacijo evra proti ameriškemu dolarju, kar se sklada s predstavljeno teorijo, saj so v evroobmočju beležili višje obrestne mere.

### **Obdobje porasta**

V prvem obdobju porasta je ECB, da bi zagotovila stabilnost cen v okolju nizkih cenovnih pritiskov, nudenja podpore gospodarstvu in znižane napovedane inflacije, dvakrat znižala obrestne mere do zgodovinsko nizke ravni 0,25 % (ECB, 2014). V drugem obdobju porasta pa je evroobmočje z namenom povečanja odpornosti na inflacijske pritiske potrebovalo trajno in samozadostno intenzivnost. ECB je zato do leta 2017 znižal obrestne mere na stopnji 0 % (ECB, 2018). Na območju ZDA so v prvem obdobju porasta v razmerah zmerne gospodarske rasti, zaposlovanja in inflacije še vedno ohranili obrestno mero v območju od 0 % do 0,25 % (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2014). FOMC pa je v drugem obdobju rasti nadaljeval s postopnim zvišanjem obrestnih mer in jo tako zvišal na raven od 1,25 % do 1,5 %. Odločitev za zvišanje obrestne mere je odražala solidne rezultate gospodarske rasti (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2018).

V začetku obdobja porasta so bile v evroobmočju kljub znižanju obrestne mere višje kot v ZDA. Tako je tudi v skladu s predstavljeno teorijo evro apreciral v razmerju do ameriškega dolarja. V letu 2017 pa je prišlo do višanja obrestnih mer na območju ZDA, medtem ko so te v evroobmočju ostale nespremenjene. V tem letu gibanje deviznega tečaja EUR/USD ni potekalo v skladu s predstavljeno teorijo, saj je evro apreciral v razmerju do ameriškega dolarja kljub višjim obrestnim meram na območju ZDA.

### **Obdobje padanja**

Svet ECB je na začetku obdobja padanja v evroobmočju znižal obrestne mere na 0,05 % (ECB, 2015). Obrestne mere so tekom obdobja še dodatno znižali na raven 0 % in jih nespremenjene obdržali do konca obdobja padanja. Znižanje obrestnih mer je bilo v skladu s smernicami Sveta ECB, ki je tako spodbudil banke k trgovanju na medbančnih trgih in stopnjo inflacije (ECB, 2019). Na območju ZDA je FOMC na začetku obdobja padanja še vedno ohranjal nizek razpon obrestnih mer, in sicer od 0 do 0,25 % (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2015). Razpon se je z letom 2015 spremenil, saj se je FOMC odločil, da bo zvišal obrestne mere, kar je bil prvi dvig v več kot devetih letih (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016). Ob koncu obdobja padanja so ZDA tako zvišale stopnjo obrestnih mer na razpon od 2,25 % do 2,5 %. Odločitev za povečanje stopnje obrestnih mer sta odražala krepitev na trgu dela in inflacija (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019).

Skozi celotno obdobje padanja smo lahko opazovali nižje obrestne mere evroobmočja v primerjavi z ZDA. V analizi gibanja deviznega tečaja EUR/USD smo ugotovili, da se je ta gibal v padajočem trendu skladno s predstavljeno teorijo.

Povezave med spremembo obrestnih mer in gibanjem deviznega tečaja EUR/USD v kriznem obdobju nismo zaznali, v obdobju porasta pa je povezava bila le delna. Omeniti je treba, da oblikovanje obrestnih mer v finančni krizi ni potekalo v stabilnih gospodarskih razmerah. Ob analizi obdobja padanja pa smo opazili močno povezavo med spremembo obrestne mere in spremembo vrednosti deviznega tečaja EUR/USD. Povzeto lahko zaključimo, da obrestne mere v nestabilnih gospodarskih razmerah niso poglavitni dejavnik, ki vpliva na devizni tečaj EUR/USD. V stabilnejših razmerah pa smo opazili, da je sprememba obrestnih mer v večini primerov nakazala spremembo deviznega tečaja EUR/USD oz. obrat trenda. Zaradi navedenega smo sklenili, da predstavljeno teorijo, ki trdi, da bo domača valuta aprecirala ob večanju obrestne mere, potrdimo le ob pogoju stabilnih gospodarskih razmer.

#### 5.2.4 Sprememba tekočega dela plačilne bilance

Plačilna bilanca obsega vse ekonomske transakcije med rezidenčnimi in nerezidenčnimi subjekti v določenem opazovanem obdobju. Tako nam pokaže, kakšno je trenutno stanje gospodarstva, kako se giblje tok kapitala, kako se gibljeta uvoz in izvoz ter kakšna je konkurenčnost gospodarstva v mednarodnem okolju. Teorija narekuje, da so podatki o gibanju toka pomembni, saj tokovi vplivajo na gibanje deviznega tečaja prek spremembe uvoza in izvoza, kar vpliva na povpraševanje po domači valuti. Zaradi različnosti podatkov o stanju plačilne bilance bomo pri analizi uporabili podatke OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). Pogledali bomo stanje tekočega računa plačilne bilance, izražene v odstotkih BDP.

Tabela 2: Tekoče stanje plačilne bilance evroobmočja in ZDA, izraženo v odstotkih BDP

Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Evroobmočje</b>	-0,40	-0,17	0,58	1	0,88	0,95	1,32	1,26	1,38
<b>ZDA</b>	-2,88	-2,93	-2,58	-2,01	-2,10	-2,23	-2,11	-1,87	-2,18

Vir podatkov: (OECD, 2020)

#### Krizno obdobje

Skozi celotno krizno obdobje se je v evroobmočju presežek tekočega računa plačilne bilance večal, medtem pa so ZDA beležile zmanjšanje presežka z izjemo konca kriznega obdobja leta 2012. Ob analizi vpliva spremembe tekočega dela plačilne bilance na spremembo gibanja deviznega tečaja EUR/USD smo ugotovili, da se devizni tečaj EUR/USD ni gibal v skladu s predstavljeno teorijo. Trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD se je kljub večanju presežka tekočega računa plačilne bilance evroobmočja gibal padajoče. Izjemo smo sicer opazili ob koncu kriznega obdobja, saj evro aprecira v razmerju do ameriškega dolarja, kar se sklada s predstavljeno teorijo.

#### Obdobje porasta

V prvem obdobju porasta leta 2013 pride na obeh območjih do povečanja presežka tekočega računa tekoče bilance. V analizi smo opazili, da se je devizni tečaj EUR/USD gibal v skladu s predstavljeno teorijo, saj je evro apreciral do ameriškega dolarja. Drugače je bilo ob koncu obdobja porasta, saj smo v analizi ugotovili, da se naraščajoči

trend gibanja deviznega tečaj EUR/USD nadaljuje kljub znižanju presežka tekočega računa tekoče bilance evroobmočja, kar se ne sklada s predstavljenimi teorijami.

### Obdobje padanja

V analizi spremembe stanja na tekočem računu plačilne bilance v obdobju padanja smo ugotovili, da se je na evroobmočju skozi celotno obdobje presežek le večal. Drugače je bilo na strani ZDA, z izjemo leta 2016, ko je prišlo do manjšega zvišanja. Gibanje deviznega tečaja EUR/USD ni sledilo predstavljeni teoriji, saj smo ugotovili, da je skozi celotno obdobje padanja prevladoval padajoči trend.

Med analizo vpliva ni bilo moč zaznati gibanja deviznega tečaja EUR/USD v smeri, ki bi kazala kakršnokoli povezavo s smerjo spremembe stanja na tekočem računu plačilne bilance. Zaradi tega smo sklenili, da opazovanje spremembe na tekočem računu plačilne bilance ne bi bilo zadosti za napoved gibanja deviznega tečaja EUR/USD. Na osnovi tega predstavljenimi teorijami zavrnamo.

### 5.2.5 Pariteta kupne moči

Pariteta kupne moči meri cene v različnih državah. Merjenje poteka po navadi z ceno le določenega blaga, uporabljenega za primerjavo absolutne kupne moči valut posameznih držav. Teorija trdi, da bo valuta države z nižanim indeksom paritete kupne moči apreciirala zaradi povečanega izvoza v državo z višanim indeksom. Kazalnik je merjen v kotaciji evra do ameriškega dolarja, zato se bomo osredotočili na gibanje trenda v evroobmočju.

Tabela 3: Indeks paritete kupne moči evroobmočja

Leto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Evroobmočje	0,765	0,755	0,756	0,735	0,737	0,752	0,716	0,696	0,693

Vir podatkov: (OECD, 2020)

### Krizno obdobje

V analizi vpliva indeksa paritete kupne moči na gibanje deviznega tečaja EUR/USD v kriznem obdobju smo ugotovili, da se je skozi skoraj celotno krizno obdobje trend gibanja tečaja EUR/USD gibal v skladu s predstavljenimi teorijami. Ob povišanem indeksu paritete kupne moči evroobmočja je prišlo do deprecijacije evra. Medtem pa se je ob znižanju indeksa paritete kupne moči v evroobmočju trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD obrnil navzgor in izrazil z apreciacijo evra.

### Obdobje porasta

Skozi celotno obdobje porasta indeks paritete kupne moči v evroobmočju beleži padec. Ugotovili smo, da se je trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD gibal v skladu s teorijami, saj v obdobju porasta evro apreciira v razmerju do ameriškega dolarja.

## **Obdobje padanja**

Na podlagi opravljene analize smo sklenili, da se trend gibanja deviznega tečaja EUR/USD v obdobju padanja ne sklada s predstavljeno teorijo. Kadar je prišlo do znižanja paritete kupne moči, je evro depreciral v razmerju do ameriškega dolarja. Medtem se porast indeksa paritete kupne moči na tečaju EUR/USD ni izrazil, saj se je ta gibal v padajočem trendu oz. je beležil le manjša nihanja, ki jih ni moč povezati s spremembo paritete kupne moči.

Po končani analizi vpliva spremembe paritete kupne moči na spremembo gibanja deviznega tečaja EUR/USD smo sklenili, da teorijo potrdimo. Napovedovanje spremembe smeri gibanja deviznega tečaja EUR/USD s pomočjo paritete kupne moči pa je smiselno le na daljši rok, saj glede na celotno opazovano obdobje opazimo ujemanje s predstavljeno teorijo. Na drugi strani pa se je pariteta kupne moči izkazala kot neuporabno orodje, če je uporabljena za napovedovanje vrednosti deviznega tečaja EUR/USD na kratek rok. Zaradi navedene analize smo se odločili, da teorijo potrdimo.

## 6 SKLEP

Poznavanje gibanja deviznega tečaja zahteva poznavanje potrebne teorije in natančnost udeležencev pri njegovem napovedovanju. Kljub temu je napovedovanje gibanja deviznega tečaja lahko zelo tvegano. V delu diplomskega projekta smo se osredotočali na predstavitev teorije in analizo vpliva izbranih dejavnikov na deviznem tečaju EUR/USD. V prvem delu dela diplomskega projekta smo postavili dve hipotezi za kasnejšo analizo in predstavili osnovno teorijo, ki nam je pomagala pri analizi in postavila osnovni okvir za razumevanje problematike.

Analizirali smo vpliv dejavnikov na spremembo deviznega tečaja EUR/USD. Opazovano obdobje smo razdelili na dolžniško krizo od leta 2010 do leta 2012, obdobje rasti, ki se odvija leta 2013 in leta 2017. Leto 2014 pa vse do leta 2018 z izjemo rasti leta 2017 smo označili kot obdobje padanja vrednosti deviznega tečaja EUR/USD. Izbrani dejavniki so bili inflacija, napovedana inflacija, obrestne mere, transakcije tekočega računa plačilne bilance in pariteta kupne moči. Ugotovili smo, da med inflacijo in gibanjem deviznega tečaja obstaja soodvisnost, vendar ne dovolj močna, da bi lahko napovedali spremembe deviznega tečaja EUR/USD v prihodnosti. Nasprotno smo ugotovili za napovedano inflacijo, saj se njen vpliv na spremembo gibanja deviznega tečaja EUR/USD v večini opazovanega obdobja ni poznal. Naslednji analizirani dejavnik so bile obrestne mere, pri katerih smo odkrili soodvisnost med spremembo obrestnih mer in gibanjem deviznega tečaja EUR/USD. Zaključili smo, da soodvisnosti v obdobju finančne krize ni bilo zaradi nestabilnosti gospodarstva. Naslednji dejavnik, ki smo ga analizirali, so transakcije na tekočem delu plačilne bilance. Napoved gibanja deviznega tečaja EUR/USD z upoštevanjem sprememb na tekočem delu plačilne bilance ne bi bila natančna, saj nismo zaznali povezave med gibanjem dejavnika in gibanjem deviznega tečaja EUR/USD. Kot zadnji dejavnik smo analizirali vpliv spremembe indeksa paritete kupne moči. Ugotovili smo, da je napovedovanje spremembe gibanja deviznega tečaja EUR/USD smiselno le na daljši rok, saj povezave med indeksom paritete kupne moči in gibanjem deviznega tečaja EUR/USD, kratkoročno gledano, ni bilo.

S pomočjo analize smo v delu diplomskega seminarja preverjali dve hipotezi. Prvo hipotezo lahko potrdimo le delno, saj smo po analizi zaključili, da posamezni makroekonomski dejavniki ne vplivajo na spremembo deviznega tečaja EUR/USD, medtem ko smo pri večini teh zaznali povezanost z gibanjem deviznega tečaja EUR/USD. Drugo hipotezo popolnoma ovzamemo, saj spremembe na tekočem računu plačilne bilance niso vplivale na spremembo deviznega tečaja EUR/USD.

Po končani analizi še vedno ne moremo natančno določiti dejavnika, ki bi opazno vplival na spremembo gibanja deviznega tečaja EUR/USD, vendar zaradi delne potrditve prve hipoteze sklepamo, da bi nam opazovanje vseh dejavnikov skupaj ob poznavanju teorije lahko podalo približno napoved gibanja deviznega tečaja EUR/USD, saj je vsaka sprememba trenda gibanja deviznega tečaja bila pogojena z vplivom skupine več dejavnikov. Naša analiza je bila izvedena ob predpostavki *caeteris paribus* za vsak posamezni dejavnik.

## LITERATURA IN VIRI

1. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2014). *100th Annual Report, 2013*. Pridobljeno 14. aprila 2020 na: <https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2013-annual-report.pdf?fbclid=IwAR2tNp7Uj4sTGpA5UxVim-uxJaoI5GzsgwwL3Z8mDBLNMfgv5ZxRBIJWaOY>
2. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2015). *101st Annual Report, 2014*. Pridobljeno 14. aprila 2020 na: <https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2014-annual-report.pdf?fbclid=IwAR0sQdAcDPauSvJkm6fxzSUPf-NZFSWz03tk4SSllwl9hBFchEeleS7aQos>
3. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2016). *102<sup>nd</sup> Annual Report, 2015*. Pridobljeno 14. aprila 2020 iz: [https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2015-annual-report.pdf?fbclid=IwAR3nHpW1BPRUfA5AXpFRK3\\_Wp91piD0jHfLVnG1FgClJnSs5uNLXFAJwuYw](https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2015-annual-report.pdf?fbclid=IwAR3nHpW1BPRUfA5AXpFRK3_Wp91piD0jHfLVnG1FgClJnSs5uNLXFAJwuYw)
4. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2017). *103<sup>rd</sup> Annual Report, 2016*. Pridobljeno 14. aprila 2020 iz: [https://www.federalreserve.gov/publications/files/2016-annual-report.pdf?fbclid=IwAR1uTzfo8OuwOcd3w3jAPUba\\_UXVEe9UP0FFrN4uO0azMWnSwEM5q7nCNSg](https://www.federalreserve.gov/publications/files/2016-annual-report.pdf?fbclid=IwAR1uTzfo8OuwOcd3w3jAPUba_UXVEe9UP0FFrN4uO0azMWnSwEM5q7nCNSg)
5. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2018). *104<sup>th</sup> Annual Report, 2017*. Pridobljeno 14. aprila 2020 iz: [https://www.federalreserve.gov/publications/files/2017-annual-report.pdf?fbclid=IwAR2XtcY0bV\\_Dopl8WY-jhh-NoFGn5PILdGM84wfPZS-maSsKat3AmYTSB10](https://www.federalreserve.gov/publications/files/2017-annual-report.pdf?fbclid=IwAR2XtcY0bV_Dopl8WY-jhh-NoFGn5PILdGM84wfPZS-maSsKat3AmYTSB10)
6. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2019). *105<sup>th</sup> Annual Report, 2018*. Pridobljeno 14. aprila 2020 iz: [https://www.federalreserve.gov/publications/files/2018-annual-report.pdf?fbclid=IwAR1LbPPqkkAuh0suxxelht4R61bkbnwVF5SFh2Y6I63JNCxW\\_-gqB3RDL2M](https://www.federalreserve.gov/publications/files/2018-annual-report.pdf?fbclid=IwAR1LbPPqkkAuh0suxxelht4R61bkbnwVF5SFh2Y6I63JNCxW_-gqB3RDL2M)
7. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2011). *97<sup>th</sup> Annual Report, 2010*. Pridobljeno 14. aprila 2020 iz: <https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2010-annual-report.pdf?fbclid=IwAR0KCos-3JSIFp-j-enCn71tzdWcfERzXc3PrjRolluwbLCzS4AxmWfVQlc>
8. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2012). *98<sup>th</sup> Annual Report, 2011*. Pridobljeno 14. aprila 2020 iz: [https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2011-annual-report.pdf?fbclid=IwAR1MiY-V53F\\_uKeLUFOX4rOqQOMQQ5ZMzyluKm5JVACljXw-WtiZzvz4CKI](https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2011-annual-report.pdf?fbclid=IwAR1MiY-V53F_uKeLUFOX4rOqQOMQQ5ZMzyluKm5JVACljXw-WtiZzvz4CKI)
9. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013). *99<sup>th</sup> Annual Report, 2012*. Pridobljeno 14. aprila iz: [https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2012-annual-report.pdf?fbclid=IwAR2EkaogttTx6yVqlsKqd8CgyhnyLGy9MWN9L1yK-vZWuaZHkmaSqCPs\\_M](https://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2012-annual-report.pdf?fbclid=IwAR2EkaogttTx6yVqlsKqd8CgyhnyLGy9MWN9L1yK-vZWuaZHkmaSqCPs_M)
10. Clark, E. (2002). *International finance*. London: Thomson.

11. Elder, A. (2014). *The New Trading for a Living*. Hoboken: Wiley.
12. European Central Bank. (2019). *Annual Report, 2018*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2018~d08cb4c623.en.pdf?fbclid=IwAR1uTzfo8OuwOcd3w3jAPUba\\_UXVEe9UP0FFrN4uO0azMWnSwEM5q7nCNsg](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2018~d08cb4c623.en.pdf?fbclid=IwAR1uTzfo8OuwOcd3w3jAPUba_UXVEe9UP0FFrN4uO0azMWnSwEM5q7nCNsg)
13. Evropska centralna banka. (2011). *Letno poročilo, 2010*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/ar2010sl.pdf>
14. Evropska centralna banka. (2012). *Letno poročilo, 2011*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/ar2011sl.pdf>
15. Evropska centralna banka. (2013). *Letno poročilo, 2012*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/ar2012sl.pdf>
16. Evropska centralna banka. (2014). *Letno poročilo, 2013*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/ar2013sl.pdf>
17. Evropska centralna banka. (2015). *Letno poročilo, 2014*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/ar2014sl.pdf>
18. Evropska centralna banka. (2016). *Letno poročilo, 2015*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/ar2015.sl.pdf>
19. Evropska centralna banka. (2017). *Letno poročilo, 2016*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/ar2016.sl.pdf>
20. Evropska centralna banka. (2018). *Letno poročilo, 2017*. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: [https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdgmfiiffMibNBm\\_ecbar2017sl.pdf](https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdgmfiiffMibNBm_ecbar2017sl.pdf)
21. European Central Bank. US Dollar. Pridobljeno 11. avgusta 2020 iz: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html)
22. StatBureau. Inflation Comparison. Pridobljeno 11. avgusta 2020 iz: <https://www.statbureau.org/en/inflation-comparison>
23. European Central Bank. HICP Inflation forecast. Pridobljeno 11. avgusta 2020 iz: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/table\\_hist\\_hicp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html)
24. Hörnell, O. & Nordblom, T. (2011). *Understanding Exchange Rates and the Euro*. Bachelor Thesis. Lund University: Department of Economics. Pridobljeno 18. aprila 2020 iz: [https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1786991&fileId=1787005&fbclid=IwAR0yaJo5YPN1yitmdeX62-9OcLQlVlv6qf7KvNjsninOJvKPCjvLws\\_ryko](https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1786991&fileId=1787005&fbclid=IwAR0yaJo5YPN1yitmdeX62-9OcLQlVlv6qf7KvNjsninOJvKPCjvLws_ryko)
25. Lien, K. (2009). *Day Trading & Swing Trading the Currency Market* (2. izd.). Hoboken: Wiley.



26. Mishkin, S. A. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (12. izd.). New York: Pearson.
27. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.
28. Pilbeam, K. (2006). *International Finance* (3. izd.). New York: Palgrave Macmillan.
29. Rossi, B. (2013). Exchange Rate Predictability. *Journal of Economic Literature* 51(4), 1063–1119. doi: 10.1257/jel.51.4.1063.
30. Shapiro, C. A. (2013). *Multinational Financial Management* (10. izd.). Hoboken: Wiley.
31. OECD. Balance of Payments BPM6. Pridobljeno 11. avgusta 2020 iz: <https://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=67094#>
32. OECD. Purchasing power parities. Pridobljeno 11. avgusta 2020 iz: <https://data.oecd.org/conversion/purchasing-power-parities-ppp.htm>
33. Trading Economics. United States Fed Funds Rate. Pridobljeno 11. avgusta 2020 iz: <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>
34. Visser, H. (2006). *A Guide to International Monetary Economics* (3. izd.). Northampton: Edward Elgar Publishing.
35. Zbašnik, D. (2001). *Mednarodne poslovne finance* (3. izd.). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.