

UNIVERZA V MARIBORU
EKONOMSKO-POSLOVNA FAKULTETA, MARIBOR

DIPLOMSKO DELO

Analiziranje sprememb deviznega tečaja na primeru EUR/USD

Analyzing exchange rate movement on EUR/USD example

Kandidat: Rok Plečko
Program: univerzitetni
Študijska smer: Mednarodna menjava
Mentor: dr. Dušan Zbašnik

Maribor, februar, 2012

PREDGOVOR

Temo za diplomsko delo sem izbral iz želje po globljem razumevanju aktualne tematike oblikovanja deviznega tečaja. V času finančne krize se je za marsikatero podjetje razumevanje prihodnjega gibanja deviznih tečajev na izvoznih trgih pokazalo kot ključni dejavnik za uspeh oziroma preživetje. Za Slovenijo kot državo članico EU ima devizni tečaj EUR/USD še poseben pomen. Ta tečaj povezuje dve največji gospodarski območji, njegovo spreminjanje pa povzroča ogromno najrazličnejših posledic za celotno svetovno gospodarstvo. Tako posledice njegovega spreminjanja močno občutimo tudi v Sloveniji, čeprav ne izvažamo oziroma uvažamo veliko iz ZDA.

V diplomskem delu želim predstaviti teoretične osnove in opredelitve za devizni tečaj in devizne trge ter vrste transakcij na teh trgih. Nadalje bom podrobneje predstavil analize sprememb deviznega tečaja. Predstavil bom modele, ki nam nudijo okvir za razumevanje sprememb deviznih tečajev, ter kateri dejavniki jih povzročajo. Jedro diplomskega dela bo podrobna analiza gibanja deviznega tečaja EUR/USD v obdobju od leta 2005 do leta 2011. Po analizi sledi še preverjanje posamičnih vplivov izbranih dejavnikov na gibanje deviznega tečaja v tem obdobju.

Z analizo želim izpostaviti najpomembnejše dejavnike, ki so povzročili spremembe v gibanju deviznega tečaja v opazovanem obdobju. Prav tako želim preveriti odziv tečaja na posamezne ekonomske dejavnike, ki naj bi po teorijah deviznega tečaja imeli najmočnejši vpliv na njegovo gibanje. S tem spoznanjem bom izpeljal zaključek, ali lahko preko teh dejavnikov uspešno napovemo prihodnje gibanje deviznega tečaja in ali je v opazovanem obdobju sploh bila mogoča kakršna koli napoved gibanja tečaja EUR/USD v prihodnosti.

Kazalo

1	UVOD.....	6
1.1	Opredelitev področja in opis problema	6
1.2	Namen, cilji in osnovne trditve	6
1.3	Predpostavke in omejitve raziskave.....	7
1.4	Predvidene metode raziskovanja.....	7
2	DEVIZNI TEČAJ	8
2.1	Opredelitev deviznega tečaja.....	8
2.1.1	Nominalni bilateralni devizni tečaj.....	8
2.1.2	Realni bilateralni devizni tečaj	8
2.1.3	Nominalni efektivni devizni tečaj	9
2.1.4	Realni efektivni devizni tečaj.....	9
2.2	Določanje deviznega tečaja.....	10
2.2.1	Sistem čistega fleksibilnega deviznega tečaja	11
2.2.2	Sistem uravnavano fleksibilnega deviznega tečaja	11
2.2.3	Sistem dogovora ciljnega območja (<i>target-zone arrangement</i>)	12
2.2.4	Sistem čistega fiksnega deviznega tečaja.....	12
2.3	Zgodovinski razvoj režimov deviznega tečaja	12
2.3.1	Obdobje zlatega standarda do leta 1914	12
2.3.2	Obdobje med vojnama.....	13
2.3.3	Obdobje brettonwoodskega sistema (1946 do 1971)	14
2.3.4	Obdobje čistih fleksibilnih tečajev (1973-1985).....	15
2.3.5	Obdobje uravnavano fleksibilnih deviznih tečajev (1985 do danes).....	16
3	DEVIZNI TRG	17
3.1	Opis in organiziranost	17
3.2	Udeleženci.....	17
3.3	Vrste transakcij.....	18
3.3.1	Promptne devizne transakcije (spot transactions).....	19
3.3.1.1	Promptne kotacije.....	19
3.3.1.2	Navzkrižni devizni tečaji in arbitraža.....	19
3.3.2	Terminske devizne transakcije (forward transactions)	19
3.3.2.1	Udeleženci terminskih trgov	20
3.3.2.2	Terminske kotacije	20

3.3.3	Devizne zamenjave (FX swap)	21
3.3.4	Standardizirane terminske pogodbe (futures)	21
3.3.5	Opcije (options)	22
4	ANALIZIRANJE SPREMEMB DEVIZNEGA TEČAJA	23
4.1	Dejavniki, ki vplivajo na spremembo deviznega tečaja.....	23
4.1.1	Spreminjanje deviznega tečaja v odvisnosti od sprememb v posameznih segmentih plačilne bilance.....	23
4.1.2	Spreminjanje deviznega tečaja v odvisnosti od sprememb posameznih makroekonomskih indikatorjev	23
4.2	Teorije deviznega tečaja.....	25
4.2.1	Plačilnobilančna teorija deviznih tečajev	25
4.2.2	Teorija paritete kupne moči	26
4.2.3	Monetarna teorija določanja menjalnih tečajev.....	27
4.2.4	Portfeljska teorija	28
5	ANALIZIRANJE SPREMEMB DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD	29
5.1	Analiza gibanja deviznega tečaja EUR/USD.....	29
5.1.1	Obdobje padanja	29
5.1.1.1	Gospodarsko okolje.....	30
5.1.1.2	Analiza gibanja deviznega tečaja	31
5.1.2	Obdobje rasti.....	32
5.1.2.1	Gospodarsko okolje.....	32
5.1.2.2	Analiziranje gibanja deviznega tečaja.....	33
5.1.3	Obdobje krize	35
5.1.3.1	Gospodarsko okolje.....	35
5.1.3.2	Analiza gibanja deviznega tečaja	38
5.2	Analiza vpliva posameznih spremenljivk na gibanje deviznega tečaja EUR/USD	40
5.2.1	Vpliv inflacije na gibanje deviznega tečaja.....	40
5.2.2	Vpliv obrestne mere na gibanje deviznega tečaja	43
5.2.3	Vpliv plačilne bilance na gibanje deviznega tečaja	45
5.2.4	Vpliv napovedane inflacije na gibanje deviznega tečaja	47
5.2.5	Vpliv indeksa PPP	48
6	SKLEP	51
7	POVZETEK.....	52
8	LITERATURA.....	53

9	VIRI	54
---	------------	----

1 UVOD

1.1 Opredelitev področja in opis problema

V mednarodni menjavi blaga se srečujemo z različnimi valutami. Pri tem je zelo pomembna možnost menjave ene valute za drugo kakor tudi cena, po kateri je mogoče kupiti drugo valuto. Slednje nam pove devizni tečaj, namreč koliko stane enota določene valute. Tako nam devizni tečaj omogoči, da primerjamo cene določenega blaga v različnih delih sveta in s tem smotrnost mednarodne menjave določenega blaga.

Prav zaradi pomembnosti deviznega tečaja je za udeležence mednarodne menjave ključnega pomena poznavanje različnih opredelitev deviznega tečaja kakor tudi oblikovanje le-tega v različnih sistemih. Pri nakupih tuje valute je prav tako pomembno poznati devizni trg, njegovo organiziranost, udeležence in različne vrste transakcij, ki jih je mogoče opravljati na deviznem trgu.

Kljub dobremu tehničnemu poznavanju pa so udeleženci mednarodne menjave izpostavljeni valutnemu tveganju, ki bi se mu radi izognili oziroma ga poskušali minimizirati. To poskušajo doseči s predvidevanjem gibanja deviznega tečaja v prihodnosti. Za predvidevanje prihodnjih sprememb pa je potrebno poznati dejavnike, ki odločilno vplivajo na spremembe deviznega tečaja. Osnovo za razumevanje sprememb nudijo teorije deviznega tečaja, ki predstavljajo nekakšen okvir, s katerim poskušamo razumeti spremembe tečajev. Tako lahko z analizo gibanja deviznega tečaja v preteklosti predvidimo vpliv, ki ga bodo imeli pričakovani dejavniki v prihodnosti. S tem pridobimo dobro oporo za napovedovanje prihodnjih sprememb deviznega tečaja.

1.2 Namen, cilji in osnovne trditve

Namen diplomskega dela je analiza gibanja deviznega tečaja v določenem obdobju in predstavitev teoretične osnove, potrebne za analizo. Pri tem bodo predstavljene osnove deviznega tečaja, značilnosti deviznega trga, ekonomski dejavniki in njihov vpliv na devizni tečaj kakor tudi osnovne teorije deviznega tečaja, pomembne za razumevanje povezav med posameznimi ekonomskimi dejavniki in spremembo tečaja.

Osnovni namen analize je prikazati pglavitne dejavnike, ki so vplivali na gibanje deviznega tečaja v določenem obdobju, in vpliv izbranih dejavnikov na gibanje tečaja v tem obdobju.

Cilj diplomskega dela je prikaz vzrokov, ki so vplivali na spremembe deviznega tečaja v preučevanem obdobju. Prav tako je cilj ugotoviti, ali so posamezni izbrani ekonomski dejavniki v tem obdobju vplivali na devizni tečaj, kakor bi to pričakovali po predhodno predstavljeni teoretični osnovi. Pri tem predpostavljam, da se bodo spremembe posamičnih dejavnikov poznale kot sprememba deviznega tečaja.

1.3 Predpostavke in omejitve raziskave

Analiza se bo osredotočila izključno na tečaj EUR/USD. Pri tem se bodo v analizi upoštevali vsi globalni dejavniki, ki so imeli vpliv na spremembo deviznega tečaja.

Analiza bo časovno omejena na obdobje šestih let. Prav tako bo omejena na najočitnejše vzroke za spremembe deviznega tečaja, ki so tudi navedeni v letnih poročilih centralnih bank in so splošno dostopni na internetu. Omejeno bo tudi število dejavnikov, katerih vpliv na devizni tečaj bom preučeval. Analiziral bom predvsem tiste dejavnike, katerih pomen je po predstavljeni teoriji največji in o katerih so dostopni podatki. Pri analizi vpliva posameznih dejavnikov na devizni tečaj se bom osredotočil izključno na vpliv proučevanega dejavnika. Za vse ostale dejavnike bo veljalo pravilo *ceteris paribus*.

1.4 Predvidene metode raziskovanja

Osnova diplomske naloge so teoretična spoznanja o deviznem tečaju in dejavnikih, ki vplivajo na njegovo spreminjanje. Tako lahko nalogo uvrstimo med makroekonomske raziskave.

Uporabljena metoda raziskovanja bo dinamična, saj preučujemo vpliv dejavnikov na gibanje deviznega tečaja. Uporabili bomo deskriptivni pristop, v sklopu tega pa metodo deskripcije, metodo kompilacije in metodo grafičnih prikazov.

Zbiranje podatkov bo potekalo iz knjižnih virov, revij in spleta. Pri tem bodo uporabljene klasične metode zbiranja podatkov: ločevanje, primerjava, obdelava in oblikovanje v informacije. Pri teoretičnem delu si bom pomagal večinoma z učbeniki, kjer je teorija nazorno predstavljena. Pri analizi gibanja deviznega tečaja pa se bom oprl predvsem na letna poročila centralnih bank in upošteval njihove ugotovitve glede poglavitnih vzrokov za spremembe deviznega tečaja. Tem podatkom bom pri analizi vpliva posameznih dejavnikov dodal še podatke za izbrane ekonomske dejavnike, pridobljene iz spletnih baz podatkov.

2 DEVIZNI TEČAJ

2.1 Opredelitev deviznega tečaja

Devizni tečaj je splošna cena narodnega gospodarstva. Omogoča primerjanje domačih cen s tujimi in tujih z domačimi, s čimer je izpolnjen osnovni pogoj za menjavo dobrin med odprtimi gospodarstvi. Ta menjava pa ne bo naturalna (barter menjava), saj je vključen kot posredni člen denar. Če odmislimo podrobnosti, bo tečaj služil identificiranju izdelkov in storitev, ki jih je mogoče doma ceneje proizvajati in jih tudi izvažati, ter izdelkov, ki jih tujina proizvaja ceneje in jih je smiselno uvažati. (Zbašnik 1996, 23)

Devizni tečaj je torej cena ene valute, izražena v drugi valuti. Pillbeam (2006, 5) navaja dva načina izražanja deviznega tečaja:

- po prvem načinu izrazimo devizni tečaj kot število enot domače valute za enoto tuje valute, kar poznamo kot direktno kotacijo
- po drugem načinu izrazimo devizni tečaj kot število enot tuje valute za enoto domače valute, kar poznamo kot indirektno kotacijo

Ribnikar (1998, 77) pri izražanju deviznega tečaja opozarja na razlike v svetu, saj na primer Angleži uporabljajo indirektno kotacijo, medtem ko mi uporabljamo direktno kotacijo.

Devizni tečaj sam po sebi ne vsebuje veliko informacij, ki bi koristile snovalcem ekonomske politike. Da bi bolje razumeli vpliv deviznega tečaja na gospodarstvo, se devizni tečaj lahko še podrobneje členi, s čimer pridobimo tudi več informacij. Po Mraku (2002, 44) ločimo različne definicije deviznega tečaja, in sicer:

- nominalni bilateralni devizni tečaj
- realni bilateralni devizni tečaj
- nominalni efektivni devizni tečaj
- realni efektivni devizni tečaj

2.1.1 Nominalni bilateralni devizni tečaj

Danes prevladuje nominalni bilateralni devizni tečaj. Pove nam, koliko enot domače valute je potrebno za nakup enote tuje valute in obratno. Vsebinsko ni pomembno, ali je izražen z direktno ali indirektno kotacijo. Ker je tečaj nominalni, nam njegova vrednost pove samo ceno valute in nič o morebitni kupni moči. Nominalni tečaj se običajno izrazi v indeksni obliki. Če je torej na začetku obdobja nominalni tečaj 1.5\$/1€ in ob koncu obdobja 1.3\$/1€, se bo nominalni indeks evra spremenil z osnovne vrednosti 100 na vrednost 86,7. Tako lahko razberemo, da je v našem primeru evro nominalno depreciiral glede na dolar. Ker pa je tečaj izražen nominalno, ne moremo iz njega razbrati, ali je evroobmočje bolj ali manj konkurenčno glede na dolarsko. Bilateralnost tečaja nam pove le, da gre za striktno razmerje med dvema valutama.

2.1.2 Realni bilateralni devizni tečaj

Realni bilateralni devizni tečaj je nominalni devizni tečaj med valutama dveh držav, ki upošteva tudi gibanje cen v teh dveh državah. Običajno je izražen v obliki indeksa, ki se izračuna po formuli:

$$S_t = \frac{S \times P^*}{P} \quad (1)$$

S_t - indeks realnega bilateralnega deviznega tečaja

S - nominalni bilateralni devizni tečaj (direktna kotacija), izražen v obliki indeksa

P^* - indeks cen v tuji državi

P - indeks cen v domači državi

Z gibanjem indeksa realnega bilateralnega deviznega tečaja skozi čas lahko vidimo spreminjanje konkurenčnosti ene države v razmerju do njene bilateralne partnerice.

2.1.3 Nominalni efektivni devizni tečaj

V obdobju do začetka sedemdesetih let so se devizni tečaji posamezne valute izražali tako rekoč izključno v razmerju do ene same valute, torej v obliki bilateralnega tečaja. Povečano gibanje deviznih tečajev posameznih valut, do katerega je prišlo po propadu brettonwoodskega mednarodnega denarnega sistema v zgodnjih sedemdesetih letih, pa je bilo osnovni razlog za oblikovanje novih indeksov deviznega tečaja. Njihov osnovni cilj je merjenje povprečnih sprememb deviznega tečaja posamezne valute ne več v primerjavi z eno valuto, temveč v primerjavi z valutami več držav. Tako dobimo informacijo, kaj se dogaja med valuto države v odnosu s košarico tujih valut, v katero so z različnimi utežmi vključene valute tistih držav, ki so njeni najbolj pomembni gospodarski partnerji. (Mrak 2002, 47)

Nominalni efektivni devizni tečaj je tako merilo, ki nam pove, kako se giblje – apreciira oziroma deprecira – posamezna valuta v odnosu na tehtano povprečje valut drugih držav, vključenih v košarico. Tečaj se izraža v obliki indeksa, pri čemer spremembe v indeksu kažejo na efektivno apreciacijo oziroma depreciacijo domače valute v odnosu do izbrane košarice tujih valut. Za gibanje indeksa efektivnega deviznega tečaja se v literaturi pogosto uporabljata izraza efektivna apreciacija oziroma efektivna depreciacija. (Mrak 2002, 48)

2.1.4 Realni efektivni devizni tečaj

Efektivni devizni tečaj je nominalni indeks, saj je izračunan na osnovi nominalnih bilateralnih deviznih tečajev. Da bi ta indeks postal uporaben za merjenje mednarodne konkurenčnosti države, ga je treba prilagoditi na ta način, da bo pri izračunu upoštevano tudi gibanje cen, tako v domači državi kakor tudi v vseh tistih državah, katerih valute so vključene v košarico valut. (Mrak 2002, 51)

Za izračun realnega efektivnega deviznega tečaja je v prvi fazi treba zbrati indekse gibanja realnih bilateralnih deviznih tečajev za vse valute, vključene v košarico, v drugi fazi pa je treba – podobno kot pri računanju efektivnega deviznega tečaja – izračunati tehtano

povprečje teh realnih bilateralnih deviznih tečajev z uporabo ponderjev, ki so bili dodeljeni vsaki od v košarico vključenih tujih valut. (Mrak 2002, 51)

Na formalen način je realni efektivni devizni tečaj mogoče zapisati z naslednjo formulo:

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

R_t - indeks realnega efektivnega deviznega tečaja

R - indeks nominalnega efektivnega deviznega tečaja (kjer je devizni tečaj izražen kot direktna kotacija)

p^* - indeks cen v tujini

p - indeks cen v domači državi

Če se R_t znižuje, to pomeni, da se konkurenčna sposobnost države zmanjšuje. Država namreč beleži višjo stopnjo inflacije kot države partnerice in ta razlika v inflacijskih stopnjah ni bila kompenzirana z nominalnimi spremembami deviznega tečaja. (Mrak 2002, 52)

2.2 Določanje deviznega tečaja

Devizni tečaj predstavlja zunanjo vrednost denarja; druga kategorija, s katero označujemo zunanjo vrednost denarja, pa je valutna pariteta. Medtem ko se tečajna vrednost izoblikuje na deviznih tržiščih pod vplivom ponudbe in povpraševanja po devizah, je določanje valutne paritete v pristojnosti vsake posamezne države oziroma njenega pooblaščenega monetarnega organa. Kljub tej navidezno popolni neodvisnosti države pri določanju paritete pa vemo, da so lahko učinki paritetnega razmerja za državo in tudi njene konkurente ali zunanjetrgovinske partnerje ugodni ali pogubni. Pri določanju zunanje vrednosti denarja bo denarna oblast izbirala med tremi možnostmi. (Zbašnik 1999, 20)

Prva možnost administrativno določa pariteto nacionalne valute do skupnega imenovalca vseh valut, do posebne valutne košarice ali do izbrane valute. Pariteta pomeni čvrsto določeno količino enot domačega denarja, ki jo je potrebno odšteti za enoto primerjalne valute. Devizno tržišče ne obstaja. (Zbašnik 1999, 20)

Druga možnost je izražena z odločitvijo monetarne oblasti, da se v celoti odpove pravici določanja zunanje vrednosti denarja in tudi občasnemu vplivu nanjo. To pomeni, da bo nalogo prevzelo tržišče, ki bo s ponudbo in povpraševanjem po denarju določene države vsakodnevno določalo zunanjo vrednost oziroma tečaj valute. (Zbašnik 1999, 21)

Tretjo možnost predstavlja kombinacija prvih dveh. Država se torej ne odpove možnosti vpliva na devizni tečaj. Ob prevelikem nihanju si dopušča možnost intervenirati na deviznem trgu in tako sooblikovati devizni tečaj.

Iz teh treh možnosti lahko po Shapiru (1996, 75) izpeljemo 5 mehanizmov za oblikovanje deviznih tečajev, in sicer: sistem čistega fleksibilnega deviznega tečaja, sistem uravnavano fleksibilnega deviznega tečaja, sistem dogovora ciljnega območja (target-zone arrangement), sistem čistega fiksne deviznega tečaja in »današnji« hibridni sistem, ki ga

Shapiro opredeljuje kot mešanico najrazličnejših sistemov z različnimi stopnjami posredovanja monetarnih oblasti.

2.2.1 Sistem čistega fleksibilnega deviznega tečaja

Gre za teoretičen sistem, ki je v praksi le malokrat uporabljan. Osnovno izhodišče tega sistema je, da se devizni tečaj oblikuje pod vplivom ponudbe in povpraševanja po določeni valuti, brez kakšnega koli posredovanja oblasti na deviznem trgu z nakupom ali prodajo valute z namenom, vplivati na oblikovanje deviznega tečaja. Povpraševanje in ponudba se izoblikujeta pod vplivom sprememb posameznih makroekonomskih parametrov, kot so spremembe ravni cen (ravni dohodka) med državami, razlike v obrestnih merah, stopnjah inflacije in ostalih, ki jih bomo podrobneje predstavili v naslednjih poglavjih. Ko se torej v sistemu čistega fleksibilnega deviznega tečaja ti ekonomski parametri spremenijo, npr. zaradi ukrepa vladne politike, bodo tržni udeleženci prilagodili njihovo potrebo po valuti. Tako se bo ob spremembi povpraševanja ali ponudbe oblikoval nov ravnotežni tečaj.

2.2.2 Sistem uravnavano fleksibilnega deviznega tečaja

Le majhno število držav se je bilo sposobno upreti skušnjavi aktivnega posredovanja na deviznem trgu z namenom zmanjšati ekonomsko negotovost, povezano s čistim fleksibilnim tečajem. Obstaja namreč strah, da bi velika in nenadna sprememba deviznega tečaja lahko ogrozila domačo izvozno industrijo (v primeru da domača valuta aprecira) ali pa povišala stopnjo inflacije (če domača valuta deprecira). Izkušnje s fleksibilnim sistemom deviznega tečaja v 1980-ih niso bile vzpodbudne. Namesto znižanja ekonomske volatilitosti, kar naj bi sistem storil, je volatilitost le še povečal. Negotovost glede deviznega tečaja nadalje zmanjšuje ekonomsko učinkovitost, saj deluje kot davek na menjavo in tuje investicije. Zato je večina držav poskušala preko intervencij centralne banke zmanjšati nihanja deviznega tečaja. To je privedlo do sistema uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja. (Shapiro 1996, 76)

Shapiro loči tri kategorije intervencij centralnih bank:

Prva je *izglajevanje dnevnih fluktuacij (smoothing out daily fluctuations)*. Vlade, ki se odločijo za ta pristop, želijo le ohraniti urejen vzorec sprememb deviznih tečajev. Običajno vstopajo na devizni trg na ponudbeni ali povpraševalni strani z namenom omiliti prehode od enega tečaja k drugemu. Nikakor pa ni njihov namen upiranje temeljnim tržnim silam, ki težijo k dolgoročni apreciaciji ali depreciaciji valute.

Druga je *opiranje proti vetru (leaning against the wind)*. To je vmesni pristop, kjer politika poskuša preprečiti nenadne kratkoročne in srednjeročne fluktuacije deviznega tečaja, do katerih so pripeljali naključni dogodki, katerih učinek je le začasen. Smisel te politike, katere primarni cilj je zavlačevati spremembo deviznega tečaja in se ne upirati temeljnim prilagoditvam tečaja, je zmanjšati negotovost uvoznikov in izvoznikov, ki jih povzročijo nenadne spremembe deviznega tečaja. Pri tem pristopu pa ostaja vprašljivo, ali lahko vlade zanesljivo določijo, katere spremembe so temeljne in katerečasne.

Tretja je *neuradno določen tečaj (unofficial pegging)*. Ta strategija spominja na sistem fiksnega deviznega tečaja. Pomeni upiranje temeljnim spremembam deviznega tečaja iz razlogov, ki niso povezani s silami, delujočimi na deviznih trgih. Pri *neuradno določenem tečaju* se ne objavi javno zavezanost vlade, da bo vzdrževala devizni tečaj na določenem nivoju.

2.2.3 Sistem dogovora ciljnega območja (*target-zone arrangement*)

Ogromno ekonomistov je mnenja, da bi lahko industrializirane države minimizirale volatilitnost deviznih tečajev in povečale ekonomsko stabilnost, če bi Združene države Amerike, Evropska unija in Japonska povezale svoje valute v »target-zone« sistem. To bi pomenilo, da bi države prilagodile svoje nacionalne ekonomske politike z namenom ohraniti devizne tečaje v določenem, vnaprej dogovorjenem razponu do fiksnega centralnega deviznega tečaja. Tak sistem je že obstajal, ko so države, vključene v evropski monetarni sistem, vezale svoje valute na centralno valuto in se zavezale, da bodo vzdrževale tečaj svojih valut do centralne valute v določenem območju (za večino držav je bilo to $\pm 2,25\%$). Devizni tečaji med državami so se nato preračunavali preko centralne valute.

2.2.4 Sistem čistega fiksnega deviznega tečaja

Značilnost tega sistema je, da se države obvežejo vzdrževati ciljno vrednost oziroma pariteto deviznega tečaja. To pomeni, da se devizni tečaj ne more več prosto gibati. Vsakič ko nastane verjetnost, da se bo devizni tečaj odmaknil od ciljne vrednosti, posreduje centralna banka z nakupi oziroma prodajami svoje valute na deviznem trgu. To stori z namenom stabilizirati devizni tečaj okoli njegove ciljne vrednosti. Pri tem lahko prihaja do odmikov od te vrednosti le v vnaprej dogovorjeni velikosti, tečaj se torej giba znotraj dogovorjenega razpona. Ciljne vrednosti ali določeni razpon se spremeni le, kadar katera izmed članic sistema ne more več vzdrževati deviznega tečaja na dogovorjeni vrednosti. Primer takšnega sistema je brettonwoodska mednarodna denarna ureditev.

2.3 Zgodovinski razvoj režimov deviznega tečaja

Že prve civilizacije so uporabljale zlato kot posrednik pri menjavi zaradi njegovih lastnosti. Zlato je namreč trajno, enostavno za hranjenje in transport, zelo prepoznavno in lahko za standardiziranje. Ima pa še eno pomembno lastnost, namreč da je količino zlata na kratek rok zelo težko povečati zaradi visokih proizvodnih stroškov. Najpomembnejše pri zlatu pa je seveda dejstvo, da je blagovni denar, kar zagotavlja, da bo težilo k dolgoročni cenovni stabilnosti. Razlog za to je, da nakupna moč zlata teži k usklajevanju z dolgoročnimi stroški pridobivanja zlata.

2.3.1 Obdobje zlatega standarda do leta 1914 ¹

¹ Povzeto po: Shapiro 1996.

Zaradi naštetih lastnosti zlata je večina valut do nedavnega uporabljala sistem zlatega standarda. Zlati standard v osnovi vsebuje obvezo sodelujočih držav, da fiksirajo ceno svoje domače valute do določene količine zlata. Države so nato morale vzdrževati te cene s svojo pripravljenostjo, da odkupujejo ali prodajajo zlato komurkoli po tej ceni. Kot primer je od leta 1821 do 1914 Velika Britanija vzdrževala fiksno ceno zlata pri 3,17£ za unčo. Združene države pa so, z izjemo obdobja 1861-1878, držale ceno za unčo zlata pri 20,67\$ od leta 1834 do 1933. Tako je bilo v tem času razmerje med dolarjem in funtom fiksirano pri 4,867\$ za en funt. Zaradi že omenjene lastnosti zlata, da se cene dobrin in storitev glede na ceno zlata ne spreminjajo dosti skozi daljše obdobje, je monetarna disciplina, ki jo je uvedel zlati standard, vodila v dolgo obdobje cenovne stabilnosti.

Ob pregledu natančnih podatkov cen v obdobju do prve svetovne vojne se pokaže, da dolgoročna stabilnost cen vsebuje obdobja velikih nihanj. Dolgoročna stabilnost denarja je torej vsebovala izmenična obdobja inflacije in deflacije. Vendar pa je nezadovoljstvo s trenutnim sistemom, ki je proizvedel tri desetletja trajajoče obdobje inflacije in velika nihanja deviznih tečajev, vzpodbudilo ponovno zanimanje po neke vrste zlatem standardu. Nezadovoljstvo je povezano z nezaupanjem do pripravljenosti vlade, ohranjati vrednost »fiat« denarja. Fiat denar je nekonvertibilen papirnati denar, katerega vrednost podpira le zaupanje v monetarno oblast, da ne bo goljufala (torej natisnila še več denarja). To zaupanje pa se je pokazalo kot neupravičeno, saj se je 100% dobiček pri izdajanju novega fiat denarja izkazal za preveliko skušnjava za večino vlad. Po drugi strani pa je dobiček pri izdajanju novega denarja v sistemu zlatega standarda enak nič. Država mora pridobiti zlato, preden lahko izda več denarja, in stroški nabave zlata se izenačijo z vrednostjo izdanega denarja. Tako je ponudba denarja omejena a količino razpoložljivega zlata.

2.3.2 Obdobje med vojnama

Po izbruhu prve svetovne vojne avgusta leta 1914 je zlati standard kot sistem mednarodne denarne ureditve prenehal obstajati. V tem trenutku so države, kot so Velika Britanija, Francija, Nemčija in Rusija, namreč prekinile zamenljivost svojih valut za zlato in uvedle prepoved na izvoz zlata. (Mrak 2002, 325)

Države so doživljale visoko inflacijo, nekatere celo hiperinflacijo. Da bi se vrednosti valut stabilizirale, so države želele povrniti sistem zlatega standarda. To jim je tudi uspelo v obdobju od 1925 do 1931. Pod tem standardom so Združene države Amerike in Anglija lahko imele rezerve le v zlatu, ostale države pa so svoje rezerve lahko imele v zlatu, dolarjih ali funtih. Sistem je propadel, ko je morala Anglija zaradi nerealnega deviznega tečaja, ki je povzročil ogromne kapitalske tokove in premike zlata, opustiti sistem. Sledila je devalvacija funta, kateri je sledilo 25 drugih držav z namenom, da ohranijo konkurenčno prednost. Posledica tega je bilo stanje, ko so države kar naprej devalvirale svoje valute z namenom povečati izvoz na račun druge države in zmanjšati njen uvoz, kar je vodilo v številne trgovinske vojne. Izid teh vojn je bil močno zmanjšan obseg mednarodne trgovine in mnogi ekonomisti so mnenja, da je to le še zaostriło razmere v veliki gospodarski krizi.

Da bi se v prihodnosti izogniti takšnim uničujočim ekonomskim politikam, so se zavezniške sile na konferenci v Bretton Woodsu leta 1944 dogovorile za nov povojni denarni sistem. Na konferenci so tudi ustanovili dve inštituciji. Prva je bila Mednarodni denarni sklad (MDS), druga pa svetovna banka, ki naj bi uveljavila novi sistem. Nastala je

še ena ključna inštitucija tega sistema, in sicer banka za mednarodne poravnave (BIS), katere vloga je nastopati kot centralna banka za centralne banke industrializiranih držav. BIS tako pomaga centralnim bankam pri upravljanju in investiranju njihovih rezerv v tujih valutah ter v sodelovanju z MDS in svetovno banko pomaga centralnim bankam v slabše razvitih predelih sveta. BIS skrbi tudi za depozite centralnih bank, tako da so rezerve stalno na razpolago. (Shapiro, 85)

2.3.3 Obdobje brettonwoodskega sistema (1946 do 1971)²

Pod brettonwoodskim sistemom se je vsaka država članica obvezala fiksirati ali vezati devizni tečaj za svojo valuto glede na dolar ali zlato. Ker je bila vrednost dolarja fiksirana na zlato v vrednosti 35\$ za unčo zlata, je fiksiranje vrednosti valute na zlato imelo enak učinek kot fiksiranje valute na dolar. Na primer vrednost nemške marke je bila določena na 1/140 unče zlata, kar je pomenilo, da je bila vredna 0,25\$. Devizni tečaj je lahko od zadane vrednosti odstopal le za 1%. Fiksni devizni tečaji so bili vzdrževani z intervencijami oblasti na deviznem trgu. Intervencija je pomenila nakup oziroma prodajo tujih centralnih bank za njihove lastne valute, kadarkoli je stanje ponudbe ali povpraševanja na trgih povzročilo odklanjanje deviznih tečajev od določenih (fiksiranih) vrednosti. MDS je bil pripravljen zagotoviti potrebno tujo valuto članici, ki je branila svoj devizni tečaj pred trenutnim vplivom. Dolarje, ki so jih monetarne oblasti pridobile v teh akcijah, so nato lahko zamenjale za zlato po ceni 35\$ za unčo.

Ta tehnični vidik sistema je imel velik praktični vpliv na vse članice. V principu je stabilnost menjalnih tečajev odstranila velik del negotovosti iz mednarodne trgovine in investicij, kar je močno povečalo njuno rast v korist vseh udeležencev sistema. Dodatno je vzdrževanje sistema zahtevalo od držav članic določeno stopnjo discipline v nacionalni ekonomski politiki. Na primer da je država, katere politika je imela za posledico zvišanje inflacije, doživela primanjkljaj v plačilni bilanci, saj so se njeni proizvodi podražili, kar je nadalje zmanjšalo njen izvoz in povečalo uvoz. Odgovor na takšen primanjkljaj bo povečanje ponudbe valute države s primanjkljajem na deviznem trgu. Povečana ponudba valute bo prisilila monetarno oblast k ukrepanju. Država se je obvezala, da bo s svojimi rezervami kupila svojo valuto in s tem znižala ponudbo domače valute. Če deficit v bilanci ostane in v ponavljanju zgoraj opisanega postopka država prej ali slej ostane brez tujih rezerv, bo prisiljena spremeniti ekonomsko politiko, da bo odpravila vzrok deficita v plačilni bilanci. Takšno znižanje ponudbe svoje valute ob hkratni uvedbi restriktivne politike bi zmanjšalo inflacijo v državi in jo (inflacijo) izenačilo z ostalim svetom.

Spremembe teh fiksnih tečajev so bile dovoljene le ob fundamentalnih neravnovesjih. V 25 letih delovanja pa ni bilo nikdar opredeljeno, kaj točno so ta fundamentalna neravnovesja. Ta nejasnost je koristila vladam, ki niso bile pripravljene koordinirati svojih monetarnih politik z ostalimi, čeprav je bila takšna koordinacija potrebna za ohranitev obstoječih vrednosti valut. Nepripravljenost vlad prilagoditi vrednost svojih valut ali prilagoditi ekonomsko politiko je sprožala periodične krize na deviznem trgu. To je vodilo do pravih vojn med centralnimi bankami in deviznim trgom. Zmagovalec teh vojn je bil vedno trg. Tako je bila revalvacija ali devalvacija uporabljena kot poslednja možnost. Posledica tega so bile neredne in velike spremembe deviznih tečajev. Pravzaprav je bil brettonwoodski

² Povzeto po: Shapiro 1996.

sistem, ki naj bi predstavljal sistem fiksnih deviznih tečajev, to le na papirju. Od 21 velikih industrijskih držav so samo ZDA in Japonska ohranile začetno določeno fiksno vrednost.

Vzdrževanje cenovne stabilnosti v brettonwoodskem sistemu je bila večinoma odgovornost ZDA. Dokler je sistem veljal, so imele vse valute inflacijo enako kot dolar. Če bi ZDA ohranile vrednost dolarja pri 35\$ za unčo zlata, bi to stabiliziralo cene povsod po svetu. Na žalost pa FED (Federal Reserve) ni prilagodil svoje monetarne politike tako, da bi ohranil ceno zlata pri 35\$. Vlada ZDA se je izognila monetarni disciplini tako, da je uporabila vsa preostala mogoča sredstva razen najpomembnejšega, omejitev izdajanja denarja. ZDA so izdajale »nonmarketable treasury bonds« kot nadomestilo za odkup tujega zlata, prepovedale so tudi svojim državljanom, da posedujejo zlato tako v tujini kot doma, ukinile kritje dolarja v zlatu, ukinile privatni odkup zlata, omejile odliv kapitala multinacionalk v tujino in pritiskale na tuje vlade, naj ne menjavajo dolarjev v zlato. Konec sistema je prišel leta 1971, ko je ameriški predsednik Nixon, prepričan, da je prišlo do »navala« (run) na dolar, ukazal ameriški monetarni oblasti takojšnjo ukinitve menjave dolarja za zlato. Istočasno je tudi izvedel devalvacijo dolarja kot ukrep za zaježitev nastajajočega ameriškega trgovinskega primanjkljaja.

2.3.4 Obdobje čistih fleksibilnih tečajev (1973-1985)

Decembra 1971 je dolar pod smithsonianskim sporazumom devalviran na 1/38 unče zlata, ostale valute pa so revalvirale naproti dolarju za dogovorjene vrednosti. Po nekaj mesecih takšnih obupanih poskusov določiti nove fiksne tečaje je svet leta 1973 uradno prešel na drseče devizne tečaje.

To obdobje je zaznamovala predvsem visoka inflacija, ki je bila posledica prehoda na fleksibilne devizne tečaje in dviga cen nafte. Nekatere države, na primer Nemčija in Japonska, so se na dvig cene nafte in s tem porušeno plačilno bilanco odzvale z zmanjšano porabo in s tem posledično znižanjem življenjskega standarda. Večina ostalih držav, odvisnih od uvoza nafte, pa ni ravnala tako preudarno. Te države so bile večinoma revne in v razvoju. Poskušale so preložiti neizbežno in se začele močno zadolževati na finančnih trgih, ki so reciklirali presežke plačilnih bilanc držav OPEC. Takšno ravnanje je pomenilo začetke mednarodne dolžniške krize v 1980-ih.

Leta 1978 je MDS z ratifikacijo drugega amandmaja statuta tudi uradno priznal sistem fleksibilnih deviznih tečajev, ki se je začel pojavljati že leta 1971. S tem amandmajem je bilo zlato tudi uradno demonetarizirano. MDS je polovico zlata, s katerim je upravljal, vrnil članicam, drugo polovico pa prodal in namenil za pomoč razvoju v revnih državah.

V poskusu omejiti gibanje deviznih tečajev so nekatere države poskušale vzpostaviti stabilnost med njihovimi valutami. Tako so države evropske monetarne skupnosti vzpostavile fiktivno valuto, imenovano EMU (european monetary unit), in v odnosu do nje fiksirale svoje valute z določenim območjem nihanja. ZDA pa so po drugi strani doživele visok padec valute kot posledico njene ekspanzivne politike. Vlada je sprejela protiinflacijske ukrepe in dolar je leta 1979 spet pridobil dosti izgubljene vrednosti. Ta preobrat dolarja pa ni ostal brez posledic. Inflacija v dolarskem območju je padla, obrestne mere pa so ostale nespremenjene. To je postavilo države, ki so si v 1970-ih močno sposojale dolarje, v še težji položaj. Avgusta 1982 je Mehika posledično razglasila

nezmožnost odplačevanja svojega dolarskega dolga. Kmalu se je 47 držav dolžnic pogajalo o odpisu oziroma preložitvi odplačila dolgov.

2.3.5 Obdobje uravnavano fleksibilnih deviznih tečajev (1985 do danes)

Marca leta 1985 je dolar dosegel svoj vrh. Primanjkljaj ZDA je znašal 100 mrd. dolarjev letno. Odločilo se je, da je potrebno nekaj storiti glede očitne precenjenosti dolarja. Poslužili so se intervencije na deviznih trgih. Septembra 1985 se je skupina petih (G5: ZDA, Francija, Japonska, Velika Britanija in Vzhodna Nemčija) sestala v New Yorku in določila načrt, kako bodo koordinirano znižali vrednost dolarja glede na druge pomembne valute. Načrt je deloval in vrednost dolarja je močno padla. Celo premočno in države so obrnile posredovanje z namenom dvigniti vrednost dolarja. Državam G5 sta se pridružili še Italija in Kanada in tako je nastal G7. Te države so koordinirale svoje ekonomske politike z namenom upočasniti padanje dolarja in ga podpirale na deviznem trgu. Ciljna vrednost dolarja, ki so jo države poskušale vzdrževati, ni bila javno objavljena.

Danes je mednarodni denarni sistem mešanica skoraj vseh predhodno naštetih deviznih režimov. Osnova večine sistemov pa ostaja sistem drsečih tečajev. Od leta 1985 dolar uravnavano drsi v razmerju do večine velikih valut. Ob tem se je v trenutnem sistemu veliko držav odločilo, da veže svoje valute na katero od pomembnejših svetovnih valut ali pa na košarico valut, da se izognejo večjim nihanjem in s tem povezanim tveganjem.

3 DEVIZNI TRG

Devizni trg pomeni institucionalno strukturo, v okviru katere se valuta ene države zamenja z valuto druge države in s pomočjo katere se v praksi določa višina deviznega tečaja posamezne valute. (Mrak 2002, 107)

Predmet trgovanja so devize. Deviza je denarna terjatev v tuji valuti do tuje osebe (npr. domači depoziti domačih bank pri tujih bankah, izraženi v tuji valuti). Ne glede na različne ožje in širše opredelitve deviz povejmo, da velja za pravilno švicarska opredelitev, po kateri je deviza le imetje domačih bank pri tujih bankah. (Zbašnik 1999, 135)

3.1 Opis in organiziranost

V primeru, da bi obstajala ena internacionalna valuta, ne bi bilo potrebe po deviznih trgih. Tako pa v katerikoli mednarodni transakciji vsaj ena stran trguje v tuji valuti. Vloga deviznega trga je omogočati prenos nakupne moči, denominirane v eni valuti, v drugo, torej omogočati zamenjavo ene valute za drugo. Na primer japonski izvoznik prodaja avtomobile ameriškemu prodajalcu avtov za dolarje, ameriški proizvajalec pa prodaja orodje na Japonsko za jene. Na koncu si bo ameriško podjetje želelo dolarje in japonsko jene. Podobno mora ameriški investitor v obveznice, denominirane v švicarskih frankih, zamenjati dolarje v franke, prav tako tudi švicarski kupec ameriških obveznic potrebuje dolarje. Ker pa bi bilo težko, da se kupec ali prodajalec tuje valute med seboj najdeti, se je razvil devizni trg, ki prevzema vlogo posrednika. (Shapiro 1996, 133)

Transakcije na deviznih trgih zaobjemajo nakup in prodajo ene valute za drugo. V realnosti se le redko trguje s papirnatim denarjem in kovanci. Večinoma se menjujejo terjatve do vlog, denominiranih v eni valuti, za terjatve do vlog, denominiranih v drugi valuti. Te transakcije je možno opraviti za takojšnjo izvedbo na promptnem trgu ali pa za kasnejšo izvedbo na terminskem trgu. Bistvo deviznega trga je medbančni trg. To je neformalni over-the-counter non-stop trg, ki vključuje glavne komercialne banke in nekatere specializirane posrednike v glavnih finančnih centrih po svetu. Medsebojno so povezani s telefonom, teksom in SWIFT-om (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications). (Clark 2002, 131) Medbančni trg po nekaterih ocenah presega 95% celotnega deviznega trga.

Ena izmed najpomembnejših sprememb na deviznem trgu v zadnjih desetletjih je bila rast deviznih transakcij, povezanih z investicijami, glede na število transakcij, povezanih z izvozi in uvozi blaga. Ta trend je mogoče povezati z rastočo pomembnostjo institucionalnih investicijskih skladov in razpršitvijo mednarodnega portfelja, ki jo izvajajo ti skladi. (Isard 1995, 16)

3.2 Udeleženci

Glavni udeleženci na deviznih trgih so velike komercialne banke, brokerji deviznih trgov na medbančnem trgu, komercialni klienti, ki so večinoma multinacionalne korporacije, in centralne banke, ki vsake toliko posredujejo na deviznih trgih z namenom zgladiti nihanja deviznih tečajev ali pa vzdrževati ciljne devizne tečaje. Intervencij centralnih bank, ki

obsegajo nakupe in prodaje na trgu, običajno ni mogoče ločiti od ostalega trgovanja na deviznih trgih, ki ga opravljajo komercialne banke ali zasebni udeleženci. (Shapiro 1996, 134)

Najpomembnejši udeleženci deviznih trgov so vsekakor komercialne banke. Te aktivno in za svoj račun trgujejo na deviznih trgih in imajo vlogo nekakšnih »določevalcev« oziroma vzdrževalcev (ime povzeto po Mraku, 117) deviznih trgov (angl. marketmakers). Te banke so stalno pripravljene prodajati in kupovati glavne svetovne valute. Manjše banke pa za razliko od velikih ne sodelujejo direktno na medbančnem trgu. Običajno imajo odobren kreditni račun pri kateri večji banki, preko katerega bodo pridobivale valute in jih prodajale dalje svojim komitentom. Drugi pomembni udeleženci deviznih trgov so posredniki (brokerji). Preko njih se opravi večina transakcij. So specializirani udeleženci deviznih trgov z namenom povezovati banke, ki prodajajo in ki kupujejo devize. Nekateri se specializirajo samo za določeno valuto. Njihovo posredovanje poteka običajno tako, da prejmejo povpraševanje in poiščejo kupca. Po plačilu provizije posredujejo kontaktne informacije obema stranema, ki nato skleneta posel. Prednost posrednikov je ob povezovanju udeležencev tudi dejstvo, da identiteta udeležencev do sklenitve posla ostane skrita.

3.3 Vrste transakcij

V grobem ločimo 3 vrste transakcij na deviznih trgih. Prve se opravljajo na promptnih (spot) trgih. Promptni trg predstavlja del, v katerem se obe stani v transakciji dogovorita za zamenjavo valut v relativno kratkem obdobju. Bolj natančno: v spot transakciji se običajno dogovori za datum realizacije posla 2 dni po sklenitvi dogovora, čeprav banke navadno uporabljajo realizacijo v naslednjem dnevu. Časovni zamik med dogovorom in izvedbo posla omogoča bankam, da določijo podrobnosti transakcije in pravilno izvršijo prenos sredstev. Nasprotno pa se plačilo v terminski transakciji izvrši več kot dva poslovna dneva v prihodnosti. Dospelost terminskih pogodb je lahko od par dni, tednov, mesecev do celo let.

Terminska transakcija omogoča posamezniku ali pa podjetju, da se vnaprej dogovori o nakupu tuje valute z namenom opraviti mednarodno plačilo v prihodnje ali pa prodati tujo valuto, s katero bo razpolagalo v prihodnje. Velik del enostavnih (outright) terminskih transakcij je opravljenih z namenom zavarovati se pred valutnim tveganjem, ki izhaja iz mednarodnega trgovanja. S terminskim nakupom oziroma prodajo deviz se takoj dogovori za bodoči menjalni tečaj. Nasprotna alternativa bi bila nakup ali prodaja deviz s promptno transakcijo, kjer bi podjetje vse do zaključka posla ostalo v negotovosti glede spremembe deviznega tečaja in nosilo s tem povezano tveganje. Tretja vrsta transakcije je zamenjava (swap), ki je sestavljena iz istočasnega nakupa in prodaje določene vrednosti tuje valute na dva različna datuma v prihodnosti. Pri terminski zamenjavi se znesek tuje valute, ki se jo kupi promptno (ali pa terminsko s hitrim datumom dospelja), istočasno proda terminsko (torej na daljše obdobje). Zamenjave so lahko atraktivno sredstvo za podjetja ali pa institucionalne sklade začasne naložbe v tuje valute.

Če pa upoštevamo širšo definicijo transakcij na deviznih trgih, moramo k zgornjim trem dodati še dva izvedena finančna instrumenta, standardizirane terminske pogodbe (futures) in opcije (options). V nadaljevanju bomo podrobno predstavili vseh 5 vrst.

3.3.1 Promptne devizne transakcije (spot transactions)

Promptne devizne transakcije so transakcije nakupa oziroma prodaje deviz. Opravljajo se na promptnem deviznem trgu in po promptnih deviznih tečajih (kotacijah), pri katerih se posel realizira neposredno po njegovi sklenitvi. Besede »neposredno po sklenitvi posla« v praksi pomenijo, da se posel izvede še isti dan, kot je bil sklenjen, ali pa z odlogom največ dveh delovnih dni. Konkretna dolžina odloga je odvisna od tehnične zmožnosti komunikacijskih sredstev, navade v posameznih finančnih centrih pa tudi časovne razlike med njimi. (Mrak 2002, 125)

3.3.1.1 Promptne kotacije

Kotacija nam sama po sebi pove več kot devizni tečaj. Pokaže nam pripravljenost za transakcijo po določenem deviznem tečaju. V glavnem ločimo dve klasifikaciji za izražanje promptnih kotacij.

Prva loči evropski in ameriški način kotacije. Uporablja se pri trgovanju z devizami, kjer je v transakciji vključen ameriški dolar. Po evropskem načinu se izrazi kot število enot tuje valute za nakup enega USD. Na ta način lahko kotacijo med EUR in USD zapišemo kot 0,71 EUR/USD. Pri ameriškem načinu pa kotacijo med USD in EUR izrazimo kot število enot USD za nakup enote tuje valute. Torej se kotacija med EUR in USD zapiše kot 1,4 USD/EUR.

Druga klasifikacija deli kotacije valut na direktne in indirektne. Direktna kotacija izraža število enot domače valute, potrebnih za nakup ene enote tuje valute. Indirektna kotacija pa nasprotno izraža število enot tuje valute za nakup enote domače valute.

3.3.1.2 Navzkrižni devizni tečaji in arbitraža

Večina svetovnih valut, z izjemo največjih, med seboj nima neposredne kotacije. Pri izračunavanju deviznih tečajev med temi valutami si pomagamo s kotacijami teh valut na katero od skupnih valut. Danes večina valut kotira na dolar, ki ga lahko uporabimo kot skupni imenovalec za preračunavanje valut. Tako dobimo navzkrižni devizni tečaj, torej tečaj, ki ga izračunavamo preko povezave dveh valut s tretjo valuto.

3.3.2 Terminske devizne transakcije (forward transactions)

Terminska devizna pogodba med banko in kupcem (lahko je to druga banka) določa izvršitev pogodbe na določeni dan v prihodnosti, z menjavo določenih valut, po ceni, določeni na dan, ko se je pogodba sklenila. Terminske pogodbe se sklepajo za obdobje 1 meseca, 3 mesecev, 6 mesecev, 9 mesecev in 1 leta.

V praksi tipična terminska transakcija zgleda takole: Slovensko podjetje uvaža blago iz ZDA. Za nabavljeno blago mora v roku 90 dni plačati 1 milijon USD. Slovensko podjetje lahko takoj oziroma promptno kupi dolarje po ceni 0,71 EUR, da bo poravnalo obveznosti do partnerja. Tako bo slovensko podjetje nosilo tveganje, da se bo vrednost dolarja glede na evro dvignila in s tem podražilo ameriško blago. Temu tveganju se lahko slovensko podjetje izogne s sklenitvijo terminske pogodbe za 90 dni. Podjetje bo tako od svoje banke zahtevalo 3-mesečni terminski devizni tečaj za USD. V našem primeru ta znaša 0,72 EUR.

90 dni po sklenitvi pogodbe bo slovensko podjetje dalo banki 0,72 milijona EUR in za to dobilo 1 milijon USD.

3.3.2.1 Udeleženci terminskih trgov³

Udeležence deviznih trgov lahko delimo na arbitražnike (arbitrageurs), trgovce (traders), hedgerje in špekulante.

Arbitražniki na trgu poizkušajo uresničiti dobiček brez tveganja, s tem ko izkoriščajo razlike v obrestnih merah med državami. Uporabljajo terminske transakcije za prenos sredstev med državami.

Trgovci uporabljajo forward pogodbe z namenom izničiti oziroma zmanjšati tveganje izgube pri poslih, povezanih z izvozom ali uvozom, denominiranim v tujih valutah.

Hedgerji, ki so večinoma multinacionalke, poizkušajo s forward pogodbami zaščititi vrednost domače valute različnih sredstev in obveznosti, ki so denominirane v tuji valuti in zapadejo pred izvršitvijo forward pogodbe.

Špekulanti se za razliko od ostalih udeležencev, ki se želijo izogniti tveganju z določitvijo deviznih tečajev, temu tveganju zavestno izpostavljajo z namenom ustvariti dobiček s spremembami tečajev. Stopnja njihove udeležbe na trgih torej ni odvisna od njihovih poslovnih transakcij v drugih valutah, temveč temelji izključno na trenutnih terminskih deviznih tečajih in njihovih predvidevanjih, kakšni bodo promptni devizni tečaji v prihodnosti.

3.3.2.2 Terminalske kotacije

Terminalske kotacije lahko izrazimo na dva načina. Prvi je s celovito kotacijo (outright rate), ki nam običajno poda celotno dejansko ceno. Drugi način, ki je mnogo bolj pogost, pa je točkovna kotacija, ki se uporablja na medbančnih trgih. Točka v kontekstu točkovne kotacije pomeni zadnjo številko v kotaciji, pri čemer za večino valut velja splošno pravilo, da se kotacija daje na štiri mesta. Ena točka je torej ekvivalentna 0,0001. Izjema sta JPY in ITL, ki sta običajno kotirana samo z dvema decimalnima mestoma. Kotacija terminskega deviznega tečaja v obliki točk tako ne predstavlja deviznega tečaja kot takšnega, temveč razliko med terminskim in promptnim deviznim tečajem. To posledično pomeni, da kotacija promptnega deviznega tečaja nikoli ne more biti izražena v obliki točkovne kotacije. Razlika med terminsko in promptno kotacijo se v žargonu imenuje swap rate. (Mrak 2002, 152)

Točkovna kotacija običajno pomeni terminsko premijo ali terminski diskont. Za valuto pravimo, da kotira s terminskim diskontom, kadar je na terminskem deviznem trgu vredna manj (se je pocenila v primerjavi z drugo valuto) kot na promptnem. In obratno, valuta kotira s terminsko premijo, kadar je na terminskem trgu vredna več kot na promptnem.

Točkovno kotacijo je mogoče tudi spremeniti v celovito kotacijo, s prištetjem premije (v točkah) k promptnemu tečaju ali pa odštetjem diskonta od promptnega tečaja. Iz običajne točkovne kotacije, ki lahko izgleda tako: 190 – 180, in nima nobenega predznaka, pa moramo najprej določiti, ali kotira z diskontom ali premijo. To lahko določimo z

³ Povzeto po: Shapiro 1996.

naslednjim pravilom: kadar je terminski nakupni tečaj, izražen v točkah, manjši od terminskega prodajnega tečaja, izraženega v točkah, takrat terminski tečaj kotira s premijo in je te točke treba prišteti promptnemu tečaju, da dobimo celovito kotacijo. V obratnem primeru, kadar je terminski nakupni tečaj večji od prodajnega, je treba točke odšteti od promptnega tečaja, da dobimo celovito kotacijo.

3.3.3 Devizne zamenjave (FX swap)

Zamenjava (swap) običajno pomeni dogovor med dvema stranema, da bo v prihodnosti prišlo do denarnega toka med njima. Dogovor vključuje datum, na katerega bo prišlo do izvršitve dogovora, in način izračuna plačila. Enostavna terminska pogodba (forward contract), ki smo jo spoznali v prejšnjem poglavju, je enostavna oblika devizne zamenjave (swapa) in vodi do denarnega toka na določen datum v prihodnosti. Tipična devizna zamenjava (swap) pa običajno vsebuje denarne tokove na različne datume v prihodnosti. (Clark 2002, 222)

Mrak (2002, 127) navaja dve osnovni skupini deviznih zamenjav. Prva skupina so tako imenovane promptno-terminalske zamenjave. Gre za transakcijo, pri kateri subjekt sočasno kupi/proda določen znesek deviz na promptnem deviznem trgu in ta isti znesek deviz proda/kupi istemu partnerju na terminskem trgu. Udeležencev deviznih zamenjav pa ne zanimajo toliko promptni in terminski devizni tečaji, temveč *swap rate* (tečaj terminske zamenjave). To lahko izračunamo po formuli (Mrak 2002, 127–128):

$$A = \frac{b}{c} \times d \quad (3)$$

Druga skupina deviznih zamenjav, katerih obseg je bistveno manjši, pa so tako imenovane terminsko-terminalske zamenjave. Gre za transakcijo, pri kateri subjekt sočasno kupi/proda določen znesek deviz na enem, na primer na enomesečnem terminskem trgu ter ta isti znesek sočasno proda/kupi na drugem, na primer 12-mesečnem terminskem trgu. Logika teh zamenjav je enaka prvi skupini, le da se tu obe transakciji odvijeta na terminskem trgu, vendar na dveh segmentih, ki imata različni ročnosti.

3.3.4 Standardizirane terminske pogodbe (futures)

Leta 1972 je *Chicago Mercantile Exchange* odprla oddelek *International Monetary Market* (IMM). IMM predstavlja platformo za valutne špekulante in tiste, ki želijo zmanjšati valutno tveganje. Na IMM se trguje samo s standardiziranimi terminskimi pogodbami. Te se izdajo le v določenih valutah, določenih zneskih in z določeno dospelostjo, kar določi upravni odbor IMM. Te pogodbe so izpeljane po vzoru pogodb za žito in druge dobrine, s katerimi se je na čikaški borzi trgovalo več kot 100 let.

Standardizirana terminska pogodba je dogovor med dvema subjektoma o zamenjavi določenega zneska dveh valut v prihodnosti, po določenem menjalnem tečaju. Po vsebini so standardizirane terminske pogodbe enake enostavnim terminskim pogodbam (forwards). Ena stran se zaveže k prodaji valute (gre short) in druga stran k nakupu valute (gre long).

Navkljub podobnostim pa obstajajo pomembne razlike, po katerih ločimo enostavne in standardne terminske pogodbe. Pillbeam (2006, 326) loči naslednje:

- Standardizirana terminska pogodba je standardizirana pogodba med dvema subjektoma o zamenjavi določenega zneska valute na določen datum v prihodnosti. Enostavna terminska pogodba pa je dogovor o menjavi valute v prihodnosti, kot sta se dogovorili pogodbeni stranki.
- S standardiziranimi terminskimi pogodbami se trguje na borzi, medtem ko so enostavne terminske pogodbe OTC (over-the-counter) instrumenti in se z njimi trguje direktno med strankama.
- Za standardizirane terminske pogodbe jamči borza, na kateri se z njimi trguje, medtem ko za enostavne terminske pogodbe ne jamči. To dejstvo pomeni, da pri standardiziranih terminskih pogodbah ni prisotno tveganje neplačila (counterparty risk), kar pri enostavnih ostaja. Zato je treba pri enostavnih terminskih pogodbah temeljito razmisliti o izbiri pogodbenega partnerja. To dejstvo zelo omejuje trg enostavnih terminskih pogodb.
- Standardizirane terminske pogodbe so bolj likvidne od enostavnih. Dejstvo, da so standardizirane, bistveno olajša prodajo teh instrumentov drugi stranki kadarkoli, do njihove dospelosti, po trenutni *futures* ceni. Pri enostavnih terminskih pogodbah pa je obligacijo do pogodbenega partnerja nemogoče prodati, in zato ostajajo nelikvidna sredstva.

3.3.5 Opcije (options)

Ob vseh prednostih enostavnih (forwards) in standardiziranih (futures) terminskih pogodb pa imata oba instrumenta skupno pomanjkljivost. Kupca tega inštrumenta sicer obvarujeta pred morebitnimi hitrimi spremembami deviznega tečaja, vendar pa mu tudi onemogočata ustvarjanje dobička v primeru zanj ugodnih gibanj deviznega tečaja. Posledično so zaradi te slabosti poslovne banke začele svojim strankam ponujati opcije (currency options), ki omogočajo tudi ustvarjanje dobička. Na organiziranem trgu se je začelo trgovati z opcijami leta 1983, ko jih je ponudila borza v Filadelfiji (PHLX).

Opcija je finančni instrument, ki daje kupcu pravico, ne pa tudi obveznost kupiti oziroma prodati valuto v prihodnosti, po vnaprej določeni ceni. Pri tem poslu vedno sodelujeta dve strani. Kupec opcije ima torej pravico, ne pa tudi obveznosti kupiti valuto po vnaprej določeni ceni. Takšno vrsto opcije imenujemo nakupna (call) opcija. V primeru, da ima kupec opcije pravico prodati valuto v prihodnosti po vnaprej določeni ceni, pa takšno opcijo imenujemo prodajna (put) opcija. Opcijo, ki jo je mogoče izkoristiti kadarkoli do izteka trajanja pogodbe, imenujemo ameriška opcija (american option), medtem ko opcijo, ki se lahko izkoristi samo ob izteku trajanja pogodbe, imenujemo evropska opcija (european option). Tako bo kupec opcije v primeru zanj ugodnega gibanja deviznega tečaja lahko sklenil posel in s tem dosegel dobiček. To stanje imenujemo tudi, da je opcija *in the money*. V primeru, da opcija prinese izgubo, pa pravimo, da je opcija *out of money*.

4 ANALIZIRANJE SPREMEMB DEVIZNEGA TEČAJA

Na spreminjanje deviznega tečaja vplivajo najrazličnejši dejavniki, tako v notranjem gospodarskem okolju države kakor tudi v mednarodnem okolju. Prav tako nam niso poznani vsi dejavniki, ki vplivajo na spreminjanje deviznega tečaja. Predstavili bomo ključne dejavnike in njihov teoretični vpliv na devizni tečaj v tržnih pogojih. Pri tem se bomo oprli na delitev dejavnikov, kot jo je uporabil Mrak (2002, 56).

4.1 Dejavniki, ki vplivajo na spremembo deviznega tečaja⁴

Analizo dejavnikov, ki vplivajo na spremembo deviznega tečaja, je mogoče organizirati na dva načina. Prvi je plačilnobilančni način, ki temelji na analizi vplivov posameznih segmentov plačilne bilance na devizni tečaj. Drugi način, ki ga imenujemo makroekonomski način, pa temelji na analizi makroekonomskih indikatorjev na devizni tečaj.

4.1.1 Spreminjanje deviznega tečaja v odvisnosti od sprememb v posameznih segmentih plačilne bilance

Plačilnobilančni način temelji na sistematičnem preučevanju vplivov, ki jih imajo spremembe v posameznih vrstah ekonomskih transakcij v plačilni bilanci na oblikovanje oziroma spreminjanje deviznega tečaja. Za takšno analizo je smiselno razdeliti plačilno bilanco v tri dele, in sicer tekoči del, kapitalsko-finančni del in del mednarodnih denarnih rezerv.

V tekočem delu so za analiziranje pomembne zlasti spremembe v izvozu blaga in storitev. Povečano povpraševanje po tujem blagu bo povzročilo povečanje povpraševanja po devizah in s tem spremembo deviznega tečaja in obratno. Na velikost povpraševanja po tujem in domačem blagu pa vpliva veliko dejavnikov, od inflacije do osebnih preferenc potrošnikov.

Prav tako pomemben vpliv na ponudbo in povpraševanje po devizah imajo transakcije v finančno-kapitalskem delu plačilne bilance. V zadnjih desetletjih se je pomembnost vpliva tega dela bilance še večala. Vzrok za to je v povečani mobilnosti kapitala, ki išče boljše stopnje donosa kjerkoli po svetu.

Tretji segment plačilne bilance, katerega spremembe imajo potencialno močan vpliv na gibanje deviznega tečaja, pa so mednarodne rezerve. Z dodatno ponudbo le-teh na deviznem trgu skušajo monetarne oblasti preprečiti depreciacijo domače valute, z dodatnim povpraševanjem po devizah pa skušajo preprečiti njeno apreciacijo.

4.1.2 Spreminjanje deviznega tečaja v odvisnosti od sprememb posameznih makroekonomskih indikatorjev

Ključni makroekonomski indikatorji, kot so inflacija, obrestne mere, dohodek, pričakovanja in še nekateri drugi, imajo velik vpliv na spreminjanje deviznega tečaja. Pred analizo posameznih indikatorjev pa velja opozoriti, da je pri preučevanju vedno govora

⁴ Povzeto po: Mrak 2002

izključno o vplivu posameznega faktorja na devizni tečaj, pri čemer za vse ostale velja *ceteris paribus*. V praksi je seveda težje določiti vpliv posameznega dejavnika, saj ogromno dejavnikov hkrati vpliva na spremembo tečaja.

Razlike v stopnjah inflacije

Spremembe v relativnih stopnjah inflacije imajo pomemben vpliv na mednarodno trgovino, le-ta pa preko sprememb v ponudbi in povpraševanju po devizah učinkuje na spremembe v deviznih tečajih. Na primeru predpostavimo, da je v tujini prišlo do nenadnega povečanja stopnje inflacije, medtem ko je doma splošna raven cen ostala nespremenjena. Nenadni dvig cen v tujini bo vplival na devizni tečaj na dva načina. Po eni strani bo ta dvig cen povečal tuje povpraševanje po slovenskem blagu, kar bo vodilo do povečanega izvoza Slovenije v tujo državo. To bo vodilo k povečani ponudbi tuje valute na deviznem trgu. Po drugi strani bo dvig cen v tuji državi znižal povpraševanje v Sloveniji po njihovih izdelkih in posledično bo prišlo do zmanjšanja uvoza v Slovenijo. To bo zmanjšalo povpraševanje po tuji valuti. Tako bosta povečana ponudba tuje valute in zmanjšano povpraševanje po njej povzročila znižanje deviznega tečaja, torej apreciacijo domače valute in depreciacijo tuje. Iz tega primera se lepo vidi, da so razlike v inflacijskih stopnjah pomemben faktor vplivanja na spremembo deviznega tečaja.

Razlike v obrestnih merah

Spremembe relativnih obrestnih mer vplivajo na spreminjanje obsega kapitalskih tokov. To pomeni, da imajo te spremembe vpliv na spremembe v ponudbi in povpraševanju po devizah in posledično tudi na spremembe v deviznem tečaju. Če se na primer v tuji državi dvignejo obrestne mere, medtem ko obrestne mere doma ostanejo nespremenjene, bo povišanje teh obrestnih mer vplivalo na devizni tečaj na dva načina. Prvič se bo glede na to, da so višje tuje obrestne mere za slovenske investitorje postale bolj privlačne, najverjetneje povečalo povpraševanje po tujih vrednostnih papirjih, denominiranih v tej tuji valuti, in s tem tudi povpraševanje po tuji valuti, s katero je možen nakup teh vrednostnih papirjev. Drugič pa bodo investitorji iz tuje države zaradi večje privlačnosti domačih vrednostnih papirjev in posledične manjše privlačnosti slovenskih zmanjšali povpraševanje po le-teh. S tem se bo zmanjšala tudi ponudba tuje valute, ki bi jo tuji prodajali ob nakupu slovenskih vrednostnih papirjev. Tako privede povečano povpraševanje po tuji valuti kakor tudi njena manjša ponudba do apreciacije tuje valute in s tem spremembe deviznega tečaja. Ta primer pokaže, da lahko država, ki poveča svoje obrestne mere, v primerjavi z državo partnerko pričakuje apreciacijo svoje valute v odnosu do druge države. Izkušnje iz zadnjih desetletij nedvoumno potrjujejo to povezanost.

Razlike v ravni dohodka

Relativna raven dohodka med državama pomembno vpliva na devizni tečaj. Ob primeru dviga dohodka v tuji državi in ob nespremenjeni ravni dohodka doma bi to imelo vpliv na ponudbo tuje valute, ne pa tudi na povpraševanje po njej. To bi se zgodilo predvsem zaradi večjega dohodka v tuji državi in s tem povečanega povpraševanja po slovenskem blagu, kar bi povzročilo povečanje izvoza iz Slovenije v tujo državo in s tem povečanje ponudbe tuje valute. Ob tem pa bi izvoz iz tuje države v Slovenijo ostal nespremenjen in tako tudi povpraševanje po tuji valuti. Takšno povečanje ponudbe tuje valute bi imelo za posledico

spremembo deviznega tečaja v obliki depreciacije tuje valute. Tako vpliva sprememba v ravni dohodka na devizni tečaj.

Pričakovanja

Udeleženci deviznih trgov pridobivajo informacije, na podlagi katerih si izoblikujejo pričakovanja o prihodnjem gibanju deviznega tečaja. Nato tudi delujejo v skladu s svojimi pričakovanji, še spreden se zgodi (ali pa tudi ne) pričakovana sprememba deviznega tečaja. Tako lahko določeni dogodki, katerih posledice se odrazijo v spremembi deviznega tečaja, povzročijo, da bodo udeleženci deviznih trgov s svojim ravnanjem povzročili spremembo deviznega tečaja še pred pričakovanim dogodkom, ki bi povzročil spremembo.

Tako se mnogi institucionalni investitorji odločajo o valutni strukturi svojih investicij na podlagi predvidenih gibanj inflacije in obrestnih mer v posameznih državah. Na primer pričakovana višja obrestna mera v ZDA bo povzročila priliv tujega kapitala in s tem povečano povpraševanje po USD, kar bo vodilo k apreciaciji USD. Nikakor pa ni nujno, da se bodo pričakovanja uresničila. Dovolj je, da se udeleženci odločajo na podlagi pričakovanja te spremembe in s tem odločilno vplivajo na devizni tečaj.

Drugi faktorji

Naslednja skupina faktorjev, ki lahko vpliva na oblikovanje in spreminjanje deviznih tečajev, so politični in psihološki faktorji. Tako so znani številni primeri v zgodovini, ko je razvoj političnih dogodkov povzročil spremembe v tečaju posameznih valut. Izbruhi političnih kriz v posameznih delih sveta so običajno spremljani z odlivom kapitala iz prizadetih držav v bolj varne, kar seveda povzroči apreciacijo njihovih valut. Prav to je eden od ključnih razlogov, zaradi katerih USD aprecira ob izbruhu tako rekoč vsake regionalne krize v svetu. Na podoben način vplivajo na gibanje deviznih tečajev psihološki faktorji. Primer tega so izbruhi različnih škandalov v posamezni državi, ki povzročijo odliv kapitala iz te države in posledično depreciacijo njene valute. (Mrak 2002, 63)

4.2 Teorije deviznega tečaja

Po kratki predstavitvi dejavnikov, ki vplivajo na spremembe deviznega tečaja, je za razumevanje sprememb le-tega potrebno predstaviti tudi osnovne teorije, ki s svojimi modeli razlagajo vpliv teh dejavnikov na devizni tečaj.

4.2.1 Plačilnobilančna teorija deviznih tečajev

Teorija pojmuje devizni tečaj kot neposredno posledico stanja tekočega računa plačilne bilance. Kadar gospodarstvo ustvarja presežek v menjavi s tujino, bo devizni priliv večji od deviznega odliva. Ob tem bo ponudba deviz na tržišču večja od deviznega povpraševanja, kar bo vplivalo na krepitev domače valute. Prav nasproten proces (zniževanje zunanje vrednosti denarja) bo razviden od deficitu plačilne bilance. Ker bodo tuje valute vedno dražje, se bo povpraševanje po njih zmanjševalo, manjši bo uvoz blaga, izvoz pa se bo pričel večati, kajti izvozniki dobivajo za devize na deviznem tržišču vedno več enot domačega denarja. S tem bo po teoriji postopoma doseženo ravnovesje v menjavi s tujino. (Zbašnik 1999, 24)

Ta tradicionalna teorija temelji na Keynesovi ekonomski teoriji. Tečaj je cena, ki izenačuje ponudbo in povpraševanje po blagu v mednarodni menjavi ter po devizah na deviznem tržišču. Tečaj je relativna cena družbenega produkta. Spremembe tečaja spreminjajo cene in mednarodno konkurenčnost. V tekoči bilanci je mogoče neposredno razbrati nihanje oziroma osciliranje tečaja, saj je povpraševanje po devizah le druga plat razmerja med ponudbo in povpraševanjem po blagu in storitvah v mednarodni menjavi. Deficit tekoče bilance bo vodil k depreciaciji valute, suficit pa k apreciaciji. V keynesijanskem modelu sta dve povezavi med trgovinsko bilanco in menjalnim tečajem. Prva je dohodkovni učinek, druga povezava pa je učinek relativnih cen, ki preko menjalnega tečaja prehaja na trgovinsko bilanco. Sprememba tečaja vpliva na cene in na stroške. Kratkoročni učinek depreciacije/apreciacije je rast/padec uvoznih cen in padec/rast izvoznih cen. Sprememba relativnih cen omogoči prilagoditev tekoče bilance. Z depreciacijo/apreciacijo povzročena rast/padec ravni cen zmanjša/poveča realni dohodek, zato se domače povpraševanje postopoma zmanjša/poveča. Manjše/večje povpraševanje po uvoznem blagu in zmanjšano/povečano povpraševanje po domačem blagu sprostita/absorbirata del blaga za izvoz. (Zbašnik 1999, 25)

Poudariti pa je potrebno, da tekoča bilanca ni edina determinanta deviznega tečaja. Upoštevati je potrebno še kapitalski del tekoče bilance. Primanjkljaji oziroma presežki tekočega dela bilance se bodo izravnavali na kapitalnem delu. Pri tem pa je še potrebno ločiti kapitalske tokove, ki so nastali avtonomno, in tiste, ki so nastali kot posledica neravnovesja. Tako bi bilo potrebno upoštevati še te avtonomne kapitalske tokove in njihov vpliv na devizni tečaj.

4.2.2 Teorija paritete kupne moči

Osnovna logika teorije paritete kupne moči je v tem, da naj bi blagovna arbitražna zagotovila izenačitev cen blaga na svetovnem trgu, če so cene tega blaga izražene v isti valuti. Teorija torej predpostavlja aplikacijo »zakona ene cene«. Teorija PKM temelji na predpostavki, da bi spreminjanje deviznega tečaja moralo zagotavljati uresničevanje »zakona ene cene« ne le na ravni posameznega proizvoda, temveč na ravni mednarodne menjave košaric blaga, ki vsebujejo identične proizvode. (Mrak 2002, 162)

Ta absolutna inačica PKM, ki upošteva zakon ene cene, torej temelji na dejstvu, da se bo v primeru, ko bo v tujini mogoče kupiti večjo količino proizvodov enake kvalitete kot doma, povpraševanje po tuji valuti povečalo. To dodatno povpraševanje bo vplivalo na rast cene tuje valute, dokler se ne bo njena kupna moč izenačila s kupno močjo domače valute. Tako se po tej teoriji razlike med ravnimi cen v različnih državah izenačijo preko deviznega tečaja.

Ker absolutna verzija upošteva zakon ene cene, s čimer predpostavlja, da ni stroškov transporta, da so ekonomski subjekti popolno informirani, da ni razlik med kvaliteto primerjanega blaga in da ne obstajajo nikakršne ovire v mednarodni menjavi blaga in na finančnih trgih, kar je praktično nemogoče, so uvedli relativno verzijo teorije PKM. Ta primerja spremembe menjalnih tečajev s spremembami domačih in tujih cen. Odstotna sprememba menjalnega tečaja bi se morala ujemati z enako veliko (vendar z nasprotnim predznakom) spremembo med domačimi in tujimi cenami. Relativna velikost inflacije

določa spreminjanje deviznega tečaja. (Zbašnik 1999, 26) Ob tem pa je potrebno poudariti, da relativna različica predpostavlja enako raven cen na začetku obdobja oziroma je za točnost potrebno uporabiti raven cen, ki so osnova za absolutno različico. Prav določitev prave ravni cen pa je večinoma problematična, že zaradi različne kvalitete dobrin v košarici, ki jo primerjamo.

Pri določitvi primerjalne kvalitete dobrin nastane problem, ker za določeno blago ne obstajajo mednarodni standardi. Določene države imajo za proizvodnjo določenega blaga prednosti, kot so: viri energije, rudno bogastvo, določene surovine, tradicija ... Le-te vplivajo na vrednost izdelka in s tem neposredno na vrednost kupne košarice. Problemi lahko nastanejo zaradi različne metodologije podajanja podatkov o inflacijski stopnji. Upoštevati je treba še različne intervencije države. (Beko 1998, 16)

Ali teorija drži, je bolj vprašljivo. Visser (2004, 115-116) ugotavlja, da če bi PKM držala, pa čeprav le v svoji relativni verziji, bi se realni devizni tečaji po šoku bolj ali manj konstantno vrnili v svoje začetne vrednosti. Empirični dokazi so različni. Relativna PKM se je v eni raziskavi za obdobje čez desetletja potrdila, medtem ko so bili rezultati drugih raziskav bolj negativni. Večina raziskav ugotavlja, da PKM ni strogo veljavna, ampak da se dobro obnese v obdobju monetarne ekspanzije in visoke inflacije, še posebej med hiperinflacijo. Kljub temu da teorija ni strogo veljavna, pa rezultati novjših raziskav vseeno namigujejo, da se devizni tečaji po šoku gibljejo proti prvotnim vrednostim. To velja sicer za obdobje 5 ali pa 10 let, tako da je lahko teorija PKM dobra približna ocena za gibanje tečajev.

4.2.3 Monetarna teorija določanja menjalnih tečajev

Po monetarni teoriji je plačilna bilanca države odvisna od ponudbe in povpraševanja po denarju v tej državi in drugod po svetu. V majhni državi bo vsakršen razkorak med ponudbo in povpraševanjem po denarju vodil v uvoz ali izvoz kapitala, brez kakršnega koli vpliva na obseg proizvodnje, obrestne mere ali raven cen. Raven domačih cen bo enaka ravni cen v tujini, seveda ob predpostavki, da pariteta kupne moči drži. Pri monetarnih modelih določanja menjalnih tečajev so domače in tuje obrestne mere identične in kapitalski tokovi neskončni elastični glede na obrestne mere. Vsak pritisk na dvig obrestnih mer, povzročen z večjo ponudbo kot povpraševanjem, bo sprožil priliv kapitala in obratno. Pri tem pod domačo ponudbo denarja razumemo domače kredite ter presežek v plačilni bilanci oziroma nakupe na trgih v primeru primanjkljaja. (Visser 2004, 8-9)

Teorija torej razume tečaj kot relativno ceno posameznih valut. Tako je po tej teoriji devizni tečaj določen s sedanjo in pričakovano ponudbo in povpraševanjem po denarju in njegovih substitutih. Povečanje ponudbe denarja v državi povzroči neravnovesje na finančnem trgu. Včasih je lahko to povečanje zelo majhno, pa bo vplivalo na veliko spremembo menjalnega tečaja. Dogajanje na denarnem trgu bo investitorje spomnilo, da lahko v prihodnosti pričakujejo pomembnejše spremembe v rasti ponudbe denarja. To pričakovanje bo vodilo v prepričanje, da bo domača valuta izgubila del svoje vrednosti. Investitorji se bodo pred kapitalskimi izgubami zavarovali tako, da bodo zmanjšali povpraševanje po naložbah v domačem denarju in povečali povpraševanje po naložbah v tujem denarju. Zato bo prišlo do depreciacije domačega denarja, še preden se bo domača ponudba denarja zares povečala. Na blagovnem trgu se bo povečalo povpraševanje, kar bo

pripeljalo do zvišanja cen, pozneje pa do povečanja uvoznega povpraševanja. Uvoz se bo povečal, kar bo prispevalo k depreciaciji domače valute. Ker je izvoz postal donosnejši (depreciacija valute), se bo del ponudbe blaga, po katerem v domači državi ne povprašujejo (zmanjšana kupna moč), preusmeril v izvoz. (Zbašnik 1999, 28)

Seveda je uporabnost monetarne teorije pri razlagi gibanja tečajev omejena, že zaradi ogromno predpostavk, ki se le težka uresničijo. Prav tako ima težave razložiti gibanje realnega tečaja kakor tudi strukturnih sprememb v gospodarstvu.

4.2.4 Portfeljska teorija

Monetarni modeli določanja deviznih tečajev imajo ključno predpostavko, da so domače oziroma tuje obveznice popolni substituti. To pomeni, da so donosi pri domačih in tujih obveznicah enaki. Mednarodni investitorji torej razlikujejo obveznice samo po valuti, v kateri so izdane. Modeli portfeljske teorije se tukaj razlikujejo od monetarnih, ker dopuščajo možnost, da se tuje obveznice ob različnih valutah med seboj razlikujejo še po nekaterih drugih lastnostih. Tako lahko obstajajo različni razlogi, zaradi katerih lahko investitorji nekatere obveznice štejejo za bolj tvegane kakor druge. Ob tej predpostavki bi obveznice z večjim tveganjem morale imeti večji donos, da kompenzirajo obstoječe dodatno tveganje. (Pillbeam 2006, 178)

Portfeljska analiza preučuje gibanje deviznega tečaja v zelo kratkih obdobjih. Preučuje učinek, ki ga ima prerazporejanje premoženja na devizni tečaj. Če torej domači in tuji vrednostni papirji niso popolni substituti, potem delujejo obrestne mere in devizni tečaji vzajemno med seboj. Povečano povpraševanje po vrednostnih papirjih tuje države se bo poznalo kot pritisk na povpraševanje po tuji valuti. To bo nadalje dvignilo vrednost valute in s tem spremenilo devizni tečaj. Seveda bo zaradi spremenjenega tečaja donosnost tujih vrednostnih papirjev v primerjavi z domačimi padla in s tem povpraševanje po njih. Tako je poenostavljeno po tej teoriji devizni tečaj številna povezava med domačimi in tujimi cenami obveznic.

Ugotovimo lahko, da teorije deviznih tečajev podajajo številne in različne vzroke za spremembo deviznega tečaja. Spremembe makroekonomskih oziroma temeljnih dejavnikov očitno igrajo odločilno vlogo, prav tako tudi pričakovanja glede bodoče vrednosti valute, ki takoj povzročijo spremembo deviznega tečaja. Problem teh teorij pa ostaja, da ni nekega univerzalnega modela, ki bi veljal in bi ga ekonomski subjekti lahko uporabljali. Pri tem pa vseeno ostaja dejstvo, da temeljni ekonomski dejavniki lahko služijo kot pripomoček za napovedovanje gibanja deviznega tečaja na zelo dolgi rok, še posebej pariteta kupne moči. Po drugi strani pa so na primer monetarni modeli zelo omejeni in se težko uporabljajo v realni situaciji. Portfeljski modeli so že bolj uporabni, saj nimajo toliko omejitev in se lahko uporabljajo kot okvir za analizo posameznih procesov, ki so nastopili v specifičnih situacijah. O modelih lahko torej rečemo, da so nepopolni, čeprav nekateri lahko držijo, vendar samo v zelo ekstremnih situacijah.

5 ANALIZIRANJE SPREMEMB DEVIZNEGA TEČAJA EUR/USD

Devizni tečaj EUR/USD je vse od uvedbe evra najpomembnejši devizni tečaj v svetovnem gospodarstvu. Njegovo gibanje ima izrazite posledice na gospodarsko dogajanje ne le v obeh gospodarskih območjih, ki ju povezuje, temveč po vsem svetu. V tem poglavju bom predstavil gibanje tečaja in analizo gibanja v obdobju od leta 2005 do leta 2011, kar je tudi glavni namen diplomskega dela. Izbrano obdobje vsebuje tudi zelo zanimiv začetek svetovne finančne krize, ki je kmalu prešla v gospodarsko. V tem poglavju bom podrobneje predstavil gospodarsko okolje na obeh izbranih območjih kakor tudi analizo vzrokov za spremembe deviznega tečaja. Ugotovitve poglavitnih vzrokov za spremembe deviznega tečaja sem povzel po ugotovitvah letnih poročil centralnih bank. Prav tako sem zaradi večje preglednosti analize opazovano obdobje razdelil v tri manjša. To je obdobje padanja vrednosti evra, ki sem ga omejil na leto 2005. Naslednje obdobje je obdobje rasti vrednosti evra, ki zajema leti 2006 in 2007. Zadnje obdobje, obdobje krize, pa zajema leta 2008, 2009 in 2010. Ob splošni analizi bom poskušal tudi analizirati vpliv posameznih izbranih ekonomskih spremenljivk na gibanje deviznega tečaja. Pri analizi si bom pomagal s teoretično osnovo, ki je predstavljena v prejšnjem poglavju. Podrobneje bom analiziral vpliv inflacije, obrestne mere, plačilne bilance, pričakovane inflacije in paritete kupne moči. Pri analizi bom obravnaval vsako spremenljivko posebej in za ostale uporabil pravilo *ceteris paribus*.

5.1 Analiza gibanja deviznega tečaja EUR/USD

Slika 1: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD v obdobju od 2005 do 2011



Vir: ECB, Euro exchange rates USD,
<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

5.1.1 Obdobje padanja

5.1.1.1 Gospodarsko okolje

Mednarodno gospodarsko okolje

V letu 2005 je svetovno gospodarstvo beležilo hitro rast. Podobno kot v prejšnjem letu so bila glavni generator svetovne gospodarske rasti azijska gospodarstva. Predvsem sta k temu pripomogli visoka rast na Kitajskem in okrepljena rast na Japonskem. Gospodarska rast je bila večinoma spodbujena zaradi izredno ugodnih pogojev financiranja. Kot posledica hitre gospodarske rasti in s tem vedno večjih potreb po surovinah se je močno dvignila tudi cena nafte in v septembru dosegla rekordnih 67,5 USD. Nasproti pričakovanju pa visoka cena nafte ni vidneje upočasnila gospodarske rasti in tudi njen vpliv na inflacijo je bil majhen. Energetska komponenta je sicer imela vpliv na skupni indeks cen življenjskih potrebščin, vendar so inflacijski pritiski v večini držav ostali omejeni. Tako je inflacija v državah članicah OECD v letu 2005 znašala 2,7%.

Gospodarsko okolje ZDA

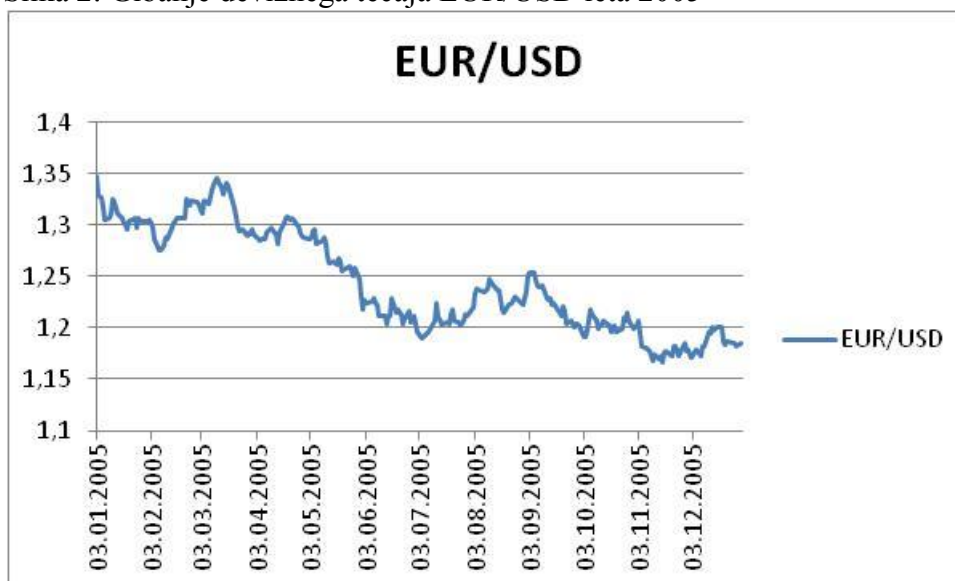
Ameriško gospodarstvo je v letu 2005 beležilo visoko rast, ki je na koncu leta znašala 3,5%. Gospodarsko rast je poganjala večinoma visoka zasebna in investicijska potrošnja. Predvsem osebna potrošnja je beležila visoko rast, spodbujeno zaradi ugodnih pogojev financiranja, naraščajočih cen nepremičnin in povečanja števila zaposlenih. Ob tem pa je treba izpostaviti, da je rast plač ostala nizka in v povezavi z rastjo cen energentov in je razpoložljiv dohodek ostal bolj ali manj nespremenjen. To je v tekočem letu vodilo k večji zadolženosti gospodinjstev. Prav tako so naraščale poslovne naložbe, saj se je ob zmerni rasti plač in naraščanju produktivnosti povečevala profitna stopnja podjetij. Majhen negativen učinek na BDP pa je imela neto menjava s tujino. Saldo menjave se je leta 2005 poslabšal in dosegel novo rekordno vrednost 6,4% BDP. Inflacija je ostala zmerna. Navkljub naraščanju cen nafte in surovin ter negativnim posledicam zaradi orkanov sta apreciacija realnega efektivnega deviznega tečaja dolarja in zmerna rast stroškov pomagali ublažiti cenovne pritiske in tudi inflacijska pričakovanja so ostala nizka. Zaradi prej omenjene rasti potrošnje se je obrestna mera povečala na 4,25% do konca leta. Odbor FED-a je ob tem napovedal, da bo najverjetneje potrebno še nadaljnje zaostrovanje denarne politike.

Gospodarsko okolje evroobmočja

Gospodarska rast v evroobmočju se je v prvi polovici leta upočasnila. To se je zgodilo kot posledica naraščajočih cen nafte, začasne upočasnitve svetovne menjave in zakasnelih učinkov pretekle apreciacije evra. V drugi polovici leta pa se je gospodarska rast okrepila, kar gre pripisati predvsem visokemu svetovnemu povpraševanju in ugodnim pogojem financiranja. Gospodarska aktivnost je torej ostala razmeroma odporna na visoke cene nafte. Inflacija je pri tem ostala dokaj skromna. Prav tako so dolgoročna inflacijska pričakovanja ostala stabilna. Menjava s tujino je v plačilni bilanci ustvarila primanjkljaj v višini 0,4% BDP, kar je bila predvsem posledica zmanjšanja blagovnega presežka, saj je cena uvožene nafte zelo porasla. Denarna rast v evroobmočju je ostala močna skozi večji del leta 2005. Spodbujala jo je izredno nizka obrestna mera, ki se je proti koncu leta zaradi povečanih inflacijskih pritiskov povečala na 2,25%.

5.1.1.2 Analiza gibanja deviznega tečaja

Slika 2: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD leta 2005



Vir: ECB, Euro exchange rates USD,

<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

V zadnjih mesecih leta 2004 je evro po močni apreciaciji dosegel svoj vrhunec. V prvi polovici leta 2005 je nato sledilo njegovo upadanje, čeprav se je marca uspel približati vrhu iz preteklega leta. Depreciiral pa ni le do USD, temveč do večine valut. V času izgubljanja vrednosti evra je bilo več znakov, da se gospodarska aktivnost v ameriškem gospodarstvu povečuje, medtem ko se je za evroobmočje predvidevala zmerna rast gospodarstva tudi v prihodnje. Na naraščanje vrednosti USD so vplivale predvsem pozitivne novice o gospodarskem okrevanju in naraščajočih inflacijskih pritiskih, ki so preusmerile pozornost od posledic ogromnega primanjkljaja tekočega računa k pričakovanemu zvišanju obrestnih mer s strani FED-a, kar je močno podprlo vrednost USD nasproti evru. Padanje evra se je v prvi polovici leta prekinilo le v februarju in marcu, ko se je USD znašel pod pritiskom špekulacij, da bi lahko nekatere centralne banke razpršile svoje devizne rezerve. Pesimizem glede dolarja pa se je obrnil v optimizem in ob hkratnih problemih v evroobmočju, ko sta Francija in Nizozemska zavrnili Pogodbo o ustavi za Evropo, ki so zmanjšali zaupanje v skupno evropsko valuto, je USD začel dalje pridobivati vrednost. Upad evra se je začasno končal v začetku druge polovice leta in do začetka oktobra je beležil rast naproti USD. Nato je nadaljeval z upadanjem do dna sredi novembra, ki je tudi pomenilo obrat trenda in začetek dveipolletne rasti evra. Druga polovica leta je bila še naprej pod vplivom cikličnih dejavnikov, medtem ko so strukturne reforme ostale v ozadju. Podpora USD je dajala predvsem večja razlika med obrestnimi merami v ZDA in ostalimi večjimi gospodarstvi. Dodatno so vrednost valute podprli povečani podjetniški tokovi znotraj ZDA, povezani z Zakonom o domačih investicijah, in novice, da ostaja tuje povpraševanje po ameriških finančnih produktih na visokem nivoju, kar je imelo najverjetneje za posledico zmanjšanje skrbi glede financiranja velikega primanjkljaja na tekočem računu. Prav tako pa se je krepila podpora evru, saj so se pojavili znaki, ki so kazali na izboljšanje gospodarske klime v evroobmočju. Prav to je ublažilo

hitrost padanja evra naproti USD do konca leta. Tečaj se je na koncu leta ustalil približno 12% pod vrednostjo iz začetka leta.

5.1.2 Obdobje rasti

5.1.2.1 Gospodarsko okolje

Mednarodno gospodarsko okolje

V letu 2006 se je tempo rasti svetovnega gospodarstva pričel počasi umirjati. Umirjanje je nastopilo večinoma v drugi polovici leta, medtem ko so v prvi države beležile še visoke stopnje rasti. Stabilno gospodarsko rast je tako bilo pripisati nadaljnjim ugodnim pogojem financiranja in dobrih dobičkov podjetij. Ob tem pa je k celotni rasti svetovnega gospodarstva ogromno prispevala visoka rast v nekaterih rastočih gospodarstvih. Navkljub večji uravnovešenosti gospodarske rasti pa so se mednarodna zunanja neravnovesja povečala, predvsem zaradi trgovinskih presežkov držav izvoznic nafte, saj je cena le-te tudi v letu 2006 ostala visoka. Ostala je približno na nivoju iz predhodnega leta in tako so se lažje obvladovali inflacijski pritiski, ki so v letu 2006 za države OECD znašali 2,6%.

V letu 2007 je sledilo nadaljnje umirjanje rasti svetovnega gospodarstva. To je mogoče pripisati svetovnim finančnim napetostim, ki so se pojavile v sredini leta 2007, kakor tudi dozorevanjem svetovnega proizvodnega cikla. Poslabšanje razmer na nepremičninskem trgu v ZDA je prav tako spremenilo obete glede rasti ameriškega gospodarstva, kar je imelo vpliv na ostala gospodarstva. Na nastajajočih trgih so finančni pretresi povzročili povečano volatilitnost njihovih finančnih trgov, vendar to ni imelo večjega vpliva na njihovo gospodarsko rast, ki je ostala zelo visoka. Vsi ti pretresi v letu 2007 so povečali negotovost glede prihodnjih gibanj svetovnega gospodarstva. Posledica tega je bilo potrebno prevrednotenje tveganja, strožji pogoji financiranja in zmanjšanje kazalnikov zaupanja. S tem so se inflacijski pritiski v drugi polovici leta 2007 močno povečali. Inflacija se je v članicah OECD na letni ravni povečala na 3,3%, kar je bila posledica neugodnih razmer in nadaljnje rasti cen nafte in surovin. To se je poznalo v močnem dvigu cen nekaterih kmetijskih proizvodov.

Gospodarsko okolje ZDA

V letu 2006 je gospodarska rast v ZDA ostala trdna, na ravni 3,3%. Je pa bilo možno zaznati njeno postopno upočasnitev skozi leto. Upočasnitev je večinoma zakrivil padec stanovanjskih naložb, saj je rast zasebnega trošenja ostala močna. Na trdno rast trošenja so ugodno vplivale robustna rast dohodkov in ugodni pogoji financiranja. Prav tako je ostala robustna rast nestanovanjskih naložb. Saldo menjave s tujino ni imel vpliva na gospodarsko rast. V primerjavi z letom 2005 se je sicer poslabšal, vendar je kljub temu bilo zaznati izboljšanje izvoza, za kar je kriva predvsem močna gospodarska rast drugod po svetu in depreciacija realnega efektivnega tečaja dolarja. Inflacija je bila stabilna. V prvi polovici leta so se inflacijski pritiski sicer povečevali, vendar so se v drugi polovici ob padcu cen energentov znižali. Denarna politika na začetku leta se je nadalje zaostrovala, dokler obrestna mera ni dosegla 5,25%.

Upočasnitev rasti ameriškega gospodarstva se je v letu 2007 nadaljevala. V celotnem letu je gospodarstvo zraslo za 2,2%. Pok nepremičninskega balona in s tem prisotna korekcija

je ostal poglavitni razlog za nizko gospodarsko rast. Ob tem pa so se pretresi na finančnih trgih, povezani z drugorazrednimi posojili, proti koncu leta stopnjevali in še dodatno zavirali gospodarsko rast. Kljub manjši rasti pa je rast osebne potrošnje ostala presenetljivo visoka, kar je večinoma posledica nadaljnje rasti zaposlenosti in dohodkov. Prispevek neto trgovinske menjave h gospodarski rasti je bil v letu 2007 po dolgem času spet pozitiven, kar je predvsem posledica močne rasti svetovnega gospodarstva in depreciacije realnega efektivnega tečaja dolarja. Vpliv finančni pretresov je ostal omejen bolj ali manj na finančni sektor. Inflacija se je v letu 2007 glede na prejšnje leto znižala za 0,4% na 2,8%. Skozi leto so se inflacijski pritiski stopnjevali in popuščali. Zaradi pojavljajočih se pritiskov se je znižala tudi obrestna mera s 5,25% na začetku leta na 4,25% na koncu leta. Ob tem je ameriška centralna banka izvajala še vrsto drugih orodij denarne politike z namero stabilizacije razmer na finančnih trgih.

Gospodarsko okolje evroobmočja

Gospodarska rast evroobmočja je bila leta 2006 robustna. Po okrevanju v drugi polovici 2005 je v začetku leta 2006 dobila zagon. Glavni razlog za pospešeno rast je bilo povečano domače povpraševanje, še zlasti naložbe v osnovna sredstva. Prav tako je izvoz podpiral gospodarsko rast. Na rast izvoza je še naprej vplivala močna rast svetovnega gospodarstva. Tudi rast naložb se je večala, kar se je zgodilo predvsem zaradi nadaljevanja ugodnih pogojev financiranja in velike rasti podjetniških dobičkov. Tudi rast potrošnje se je povečala, saj se je razpoložljivi dohodek povečal in stopnja brezposelnosti zmanjšala. Inflacija je v letu 2007 ostala nespremenjena glede na prejšnje leto, pri stopnji 2,2%. Poglavitni vpliv na nihanje stopnje inflacije skozi leto so imele nestabilne cene nafte. Tudi dolgoročna inflacijska pričakovanja so ostajala stabilna. Da bi se ta stabilnost ohranila, je ECB povečal obrestne mere z namenom umiritve močne denarne ekspanzije in obsežne likvidnosti. Do konca leta je obrestna mera narasla na 3,50%.

Gospodarska aktivnost v evroobmočju se je tudi v letu 2007 povečevala. Izvoz je ohranil ugoden vpliv na gospodarsko rast, kljub temu da je prišlo do upočasnjene svetovne gospodarske rasti. Domače povpraševanje je še naprej ostalo poglavitni generator gospodarske rasti. Tudi naložbe so beležile trdno rast. Podpirali so jih predvsem ugodni pogoji financiranja, ki pa so se v drugi polovici leta zaostri. So pa finančni pretresi, ki so se začeli avgusta 2007, močno poslabšali pričakovanja glede prihodnje gospodarske rasti. Ob tem pa so ostajali temeljni evroobmočja trdni. Tveganja so ostajala povezana z zunanjimi gibanji, predvsem nadaljnjo rastjo cene nafte in primarnih surovin. Ključnega pomena pa so ostajala tveganja, povezana s finančnimi trgi, ki bi lahko še poslabšala gospodarsko klimo. Inflacija je v letu 2007 ostala na nizki ravni 2,1%, čeprav je med letom zelo nihala, predvsem zaradi gibanj cen energentov. Proti koncu leta pa je inflacija doživela izrazit vzpon. Denarna politika ECB-ja je ob tem do polovice leta ostala restriktivna in obrestna mera se je zvišala na 4%. Po avgustu, ko so nastopili finančni pretresi, je ECB zaradi nejasnih gibanj v prihodnosti pustila obrestno mero nespremenjeno do konca leta.

5.1.2.2 Analiziranje gibanja deviznega tečaja

Slika 3: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD leta 2006 in 2007



Vir: ECB, Euro exchange rates USD,

<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

Trend rasti evra, ki se je začel kazati na koncu leta 2005, se je v letu 2006 le še okrepil. Nominalni efektivni tečaj evra v prvi polovici 2006 ni zrasel le nasproti USD, temveč tudi do večine drugih svetovnih valut. To velja predvsem za posledico apreciacije USD, kar je vplivalo na druge valute. Sicer je vrednost evra v februarju precej upadla, vseeno pa je preostali del prve polovice leta beležila močno rast. Močan upad USD so povzročile ocene trgov, da so gospodarska gibanja v evroobmočju vse ugodnejša, po drugi strani pa so podatki o nadaljnjem večanju primanjkljaja tekočega računa ZDA predstavljali pritisk na upad vrednosti USD v prvi polovici leta. Pozornost trgov se je prav tako preusmerila k razlikam v poslovnem ciklu ter prihodnjim spremembam denarnih politik obeh območij. Do te preusmeritve je prišlo zaradi zagona evropskega gospodarstva in znakov upočasnjevanja gospodarske aktivnosti v ZDA. V drugi polovici leta 2006 je prišlo do umiritve rasti evra naproti USD. Ustelitev je bila kratkotrajna, saj se je krepitev evra oktobra nadaljevala ob novih podatkih o nadaljevanju upočasnjevanja gospodarskega cikla v ZDA in ob zmernem povečanju inflacije in krizi na stanovanjskem trgu. To je imelo za posledico, da so se razlike med obrestnimi merami v obeh območjih za finančna sredstva zmanjšale, kar je povzročilo nadaljnjo apreciacijo evra. Vrednost evra nasproti USD je bila na koncu leta za 11,4% višja kot na začetku.

Leta 2007 se je trend rasti evra nadaljeval. Za evroobmočje so bili objavljeni precej ugodni podatki, medtem ko so ZDA že beležile pritiske na gospodarsko aktivnost in so bili podatki že občutneje slabši. To je vodilo v zniževanje obrestnih mer v ZDA in s tem dodatno približevanje ravni obrestnih mer v evroobmočju, kar je ustvarilo dodaten pritisk na USD v drugi polovici leta. V prvi polovici je bil trend rasti le začasno prekinjen med majem in sredino avgusta. V tem obdobju je tečaj nihal, ko so trgi na novo prevrednotovali ocene glede relativne ciklične moči gospodarstev. V avgustu je evro zaradi pretresov na finančnih trgih tudi depreciiral glede na USD. Ti pretresi so tudi sprožili skrb glede likvidnostnih razmer na svetovnih denarnih in kreditnih trgih. Preostali del leta je evro beležil še močnejšo apreciacijo kot na začetku leta. Močna apreciacija do USD je temeljila predvsem

na spremenjeni tržni oceni relativnih cikličnih obetov v obeh gospodarstvih, ki je bila v korist evroobmočju, saj so bili obeti glede nadaljnje rasti gospodarstva ZDA slabi, kar se je posebej kazalo v izrazito slabših podatkih za stanovanjski trg in trg dela, kot pa so jih trgi pričakovali. Drugi močan pritisk na USD pa je predstavljala zmanjšana razlika med obrestnimi merami. Ob tem je najverjetneje k pritisku na USD tako kot v prejšnjih obdobjih prispeval visok primanjkljaj tekočega računa ZDA. Tako je do konca leta evro do USD pridobil 11,8% glede na začetek leta.

5.1.3 Obdobje krize

5.1.3.1 Gospodarsko okolje

Mednarodno gospodarsko okolje

V letu 2008 so se pretresi na finančnih trgih še dodatno okrepili, kar je imelo resne posledice za realno gospodarstvo. Sicer so svetovno gospodarstvo še naprej podpirale ugodne razmere na razvijajočih se trgih, vendar so se razmere septembra s propadom velike ameriške investicijske banke še poslabšale. K hitremu slabšanju razmer so večinoma pripomogli zmanjšano zaupanje potrošnikov in podjetij, strožji kreditni pogoji povsod po svetu in negativne posledice, izvirajoče iz padca cen stanovanj in finančnih naložb. Ob teh dogajanjih so bile vlade in centralne banke prisiljene k zelo močnim ukrepom, da bi omilile posledice krize. Kljub ukrepom pa se je večina razvitih gospodarstev do konca leta znašla v recesiji. Kot posledica negotovosti in spremenljivih razmer v svetovnem gospodarstvu je tudi inflacija močno nihala. Do sredine leta 2008 je dosegla vrhunec, medtem ko je do konca leta upadla in je v državah članicah znašala 1,5%.

Leto 2009 je svetovno gospodarstvo začelo z veliko stopnjo zaznane negotovosti v vseh razredih finančnega premoženja. Finančni trgi so v tem obdobju delovali precej okrnjeno. Nadaljevala se je visoka stopnja nezaupanja potrošnikov in podjetij, ki je zgodovinsko gledano dosegla izjemno nizke ravni. Tako se je na začetku leta 2009 nadaljevalo krčenje večine svetovnih gospodarstev. Ob upadu zaupanja je bila svetovna gospodarska aktivnost ovirana tudi s strani gospodinjestev in podjetij, ki so morala prilagoditi svoje bilance. To je vodilo v močen upad svetovne trgovinske menjave. V drugem četrtletju pa je svetovno gospodarstvo začelo kazati prve znake okrevanja in opazni so bili pozitivni učinki gospodarskih in monetarnih ukrepov vlad in centralnih bank. V drugi polovici leta 2009 je gospodarska rast še dodatno pridobila hitrost in BDP se je v večini držav do konca leta vrnil v pozitivno območje. Ob rasti pa ostajajo skrbi, kaj se bo zgodilo z gospodarsko rastjo ob postopnem umikanju izrednih ukrepov denarne in fiskalne politike. Inflacija je v prvi polovici leta 2009 dalje padala, kar je bila posledica močnega znižanja cen primarnih surovin. V sredini leta je inflacija v državah OECD postala celo rahlo negativna, vendar so se inflacijski pritiski v drugi polovici leta povečali in je decembra na medletni ravni znašala 1,9%.

Po močnem krčenju gospodarske aktivnosti v letu 2009 je bila prva polovica leta 2010 gospodarsko aktivnejša. Gospodarstva so večinoma okrevala zaradi spodbujevalnih ukrepov denarne in javnofinančne politike, nadaljnje normalizacije svetovnih pogojev financiranja ter krepitve zaupanja potrošnikov in podjetij. K oživitvi gospodarske aktivnosti so največ prispevale predelovalne dejavnosti in mednarodna menjava je ponovno oživela. Ponovna oživitev gospodarstev pa ni potekala z enako močno povsod po

svetu. Medtem ko so azijska in ostala gospodarstva v razvoju beležila visoke stopnje rasti, so razvita gospodarstva beležila skromnejše stopnje. V drugi polovici leta se je svetovna gospodarska rast malenkost umirila. Kazati so se začeli javnofinančni problemi, predvsem v razvitih gospodarstvih. Tako so začela ta gospodarstva napovedovati konsolidacijske ukrepe za umiritev problemov javnih financ. Prav tako je k malenkostni upočasnitvi rasti prispevala rast cen primarnih surovin. Kljub rasti cen surovin pa so inflacijski pritiski v letu 2010 ostali zmerni.

Gospodarsko okolje ZDA

V letu 2008 se je gospodarska aktivnost v ZDA močno upočasnila. Realni BDP se je v celotnem letu povečal za 1,1%. To povečanje gre predvsem pripisati rasti v prvi polovici leta, ko so prevladali pozitivni vplivi vzpodbujevalnih fiskalnih ukrepov in močne zunanje menjave. V drugi polovici leta pa je gospodarstvo doživelo krčenje, saj je prevladala negotovost na finančnih trgih, strožji pogoji podeljevanja kreditov in zmanjšan izvoz. Prav tako se je zmanjšal razpoložljiv dohodek in brezposelnost se je povečala, kar je imelo za posledico zmanjšanje domačega povpraševanja. Podobno se je dogajalo s podjetniškim povpraševanjem, ki se je zaradi upada dobičkov podjetij prav tako zmanjšalo. Ogromno je k zmanjšanju rasti gospodarstva prispevala tudi nepremičninska kriza, ki se je zaradi finančne le še poglobila. Menjava s tujino je na celoletni ravni imela izrazito pozitiven učinek na BDP, saj je pretežni del leta tuje povpraševanje po ameriškem blagu ostalo močno, na kar so še dodatno blagodejno vplivali zakasneli učinki pretekle depreciacije ameriškega dolarja. Tako se je tudi primanjkljaj na tekočem računu v letu 2008 znižal. Inflacija je v letu 2008 zrasla na 3,8%. Skozi leto je doživela vrh julija, v nadaljnjem delu leta pa je vztrajno upadala. Centralna banka je kot odgovor na krizo znižala obrestne mere s 4,25% na razpon od 0,00% do 0,25% na koncu leta. Pričakovali so, da bodo z ugodno denarno politiko pomagali šibkejšemu gospodarstvu.

V letu 2009 se je gospodarstvo ZDA skrčilo za 2,4%. Predvsem v prvi polovici leta je beležilo močen upad aktivnosti. V drugi polovici leta se je stanje začelo umirjati. Poznati so se začeli učinki stabilizacije na finančnih trgih, precejšnje fiskalne in denarne spodbude kakor tudi obrat v ciklu zalog, kar je vodilo k pozitivni gospodarski rasti v drugi polovici leta. Zasebna potrošnja je bila umirjena, saj so se gospodinjstva še vedno spopadala z zaostrenimi kreditnimi pogoji in zmanjšanjem dolga gospodinjstev. Prav tako so potrošnja hromile razmere na trgu dela, kjer se je samo v letih 2008 in 2009 izgubilo 8,4 milijona delovnih mest. Posledično je država z ukrepi poskušala podpreti povpraševanje v avtomobilskem in nepremičninskem sektorju. Podjetja so se obnašala podobno kot gospodinjstva, ta so v zaostrenih in negotovih razmerah še naprej zmanjševala vlaganja v osnovna sredstva. Majhno domače povpraševanje pa je bil tudi razlog, da je neto zunanja menjava prispevala pozitivno k rasti BDP, saj je uvoz upadel močneje kot izvoz. Tako se je primanjkljaj na tekočem računu nadalje znižal. Inflacija je v letu 2009 doživela močan upad, tako da je indeks cen življenjskih potrebščin znašal -0,4%. To je bila predvsem posledica upada cen primarnih surovin. Centralna banka je tudi v letu 2009 ohranjala obrestne mere v razponu med 0,00% in 0,25% in s tem nadaljevala svojo politiko s konca leta 2008. Ob tem pa je za pospeševanje gospodarske aktivnosti in izboljšanja na finančnih trgih uvedla še vrsto drugih ukrepov.

V letu 2010 se je gospodarska aktivnost večala s počasnim tempom. Rast je spodbujala monetarna in fiskalna politika in splošno ugodne finančne razmere. Na trgu dela se je stanje tudi počasi izboljševalo. Plače so se malenkost dvignile in tudi brezposelnost se je zmanjšala, pri čemer je potrebno upoštevati, da je raven brezposelnosti ostala visoko nad predkrizno. Inflacija se je skozi leto stalno zmanjševala, kljub povečanju cen nekaterih dobrin proti koncu leta. Ob inflaciji so ostala tudi pričakovanja za prihodnjo inflacijo na zmerni ravni. Finančni trgi so ob tem kljub visoki volatilnosti podpirali gospodarsko rast. Več problemov je povzročal bančni sektor, ki je še naprej zelo omejeval podeljevanje kreditov. Še posebej v drugi polovici leta je zaskrbljenost prihajala iz EU, kjer so se nakazovali javnofinančni problemi nekaterih evropskih držav. Hkrati so se nekateri gospodarski dejavniki v primerjavi z letom 2009 poslabšali, kar je imelo za posledico, da so se prihodnje gospodarske napovedi poslabšale.

Gospodarsko okolje evroobmočja

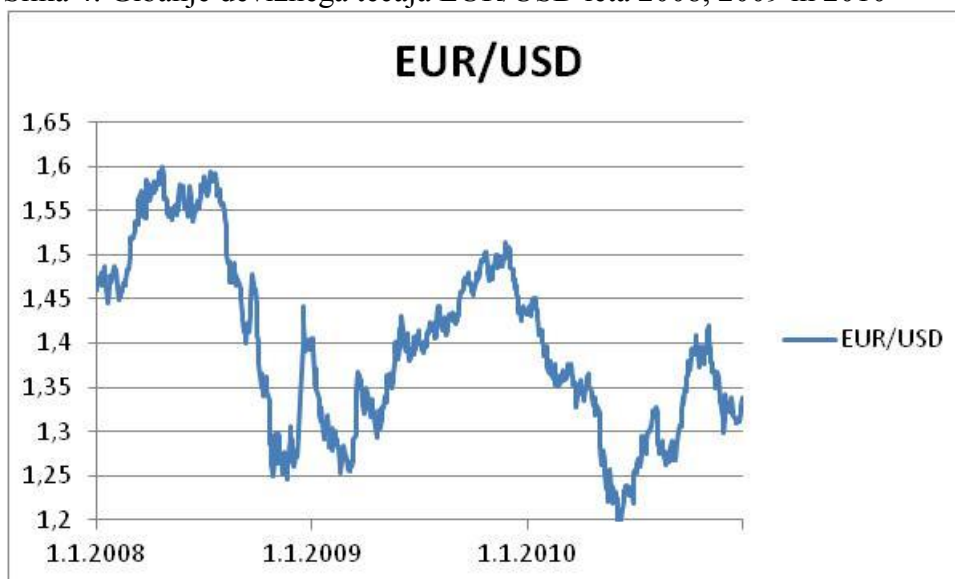
Realna rast BDP se je v evroobmočju v letu 2008 nadaljevala. Vendar se je v primerjavi s prejšnjim letom zelo upočasnila, in sicer na 0,8%. Napovedi za gospodarsko rast so na začetku leta bile ugodne in so se v prvi polovici leta tudi delno uresničile. Delno so k tej rasti prispevale tudi nenavadne vremenske razmere in njihov vpliv na gradbeno dejavnost. V drugi polovici leta so se ob zaostitvi razmer na finančnih trgih poslabšale tudi gospodarske razmere. Finančna kriza se je razširila v realno gospodarstvo močnejše, kot so to sprva mnogi pričakovali. V tretjem in četrtem četrtletju se je gospodarstvo že začelo krčiti. Krčilo se je predvsem zaradi negativnega vpliva neto trgovinske menjave, pri čemer je bil kriv močen porast uvoza in zelo majhna rast izvoza. Tako je evroobmočje beležilo v letu 2008 primanjkljaj tekočega računa v višini 0,7% BDP. Inflacijski pritiski so se v začetku leta 2008 nadalje povečevali vse do vrhunca v juliju, ko je inflacija dosegla 4%. Nato so se pritiski začeli zmanjševati in inflacija je do konca leta upadla na 3,3%. Ob tem so se zaostrovale tudi razmere na trgu dela. ECB je ob vrhuncu inflacije, da bi zajezil pritiske, povečal obrestno mero na 4,25%. Ob nastopu resnejših finančnih pretresov so se spremenila tveganja in s tem tudi politika ECB, ki je odtlej konstantno nižala obrestno mero. Ta je do konca leta dosegla 2,5%.

V začetku leta 2009 se je nadaljevalo močno krčenje gospodarstva. Predvsem propad ameriške investicijske banke je finančno krizo še poslabšal. To je povzročilo rekorden upad zaupanja potrošnikov in podjetij po vsem svetu. V prvem četrtletju je BDP v evroobmočju glede na prvo četrtletje prejšnjega leta upadel za kar 2,5%. V drugi polovici leta so se turbulence na finančnih trgih postopoma umirjale. Tako se je z izboljšanimi pogoji na finančnih trgih gospodarstvo tudi izboljšalo, k čemur so pomembno prispevali ukrepi javnofinančne in denarne politike. Realni BDP evroobmočja se je tako leta 2009 znižal za 4%. V letu 2009 je evroobmočje beležilo veliko nižji primanjkljaj tekočega računa v primerjavi z letom poprej. Ta je znašal 0,4% BDP. To gre pripisati predvsem ponovni rasti izvoza v drugi polovici leta. Inflacijski pritiski so bili leta 2009 nizki. Medletna inflacija je znašala 0,3%, kar je najnižja raven od uvedbe evra. Nekaj mesecev je zdrsnila celo v negativno območje. Svet ECB je ob nadaljnjem zaostrovanju krize nadaljeval z nižanjem obrestne mere, ki je dosegla najnižji nivo v zgodovini evroobmočja. Do konca maja se je spustila na 1%. S tem je ECB poskušala okrepiti kreditiranje podjetij.

Leta 2010 se je nadaljevala gospodarska rast s konca leta 2009, predvsem v začetku leta, ko so bile stopnje rasti višje od pričakovanih. To je bila predvsem posledica precejšnje podpore s strani javnofinančnih spodbud, akomodativne denarne politike in oživitve svetovne gospodarske aktivnosti. Proti koncu leta se je gospodarska rast začela počasi umirjati. V celotnem letu je gospodarstvo zraslo za 1,7%. Inflacijski pritiski so v letu 2010 ostali omejeni. Medletna inflacija, merjena s HICP, je znašala 1,6%, prav tako so ostala pričakovanja za prihodnjo inflacijo nizka. Zaradi majhnih inflacijskih pritiskov je centralna banka lahko ohranila tudi obrestno mero nespremenjeno na nizki ravni, z namenom nadaljnega zagotavljanja likvidnosti in spodbujanja gospodarstva. Mednarodna menjava je z večanjem povpraševanja gospodarstev v razvoju ugodno vplivala na evropska gospodarstva. Prav tako se je povečalo tudi notranje povpraševanje, kar je še dodatno prispevalo k stabilizaciji razmer. Na koncu leta pa je naraščajoči javni dolg že načel gospodarsko rast v državah evroobmočja z javnofinančnimi problemi in napovedovati se je začel nov cikel umirjanja gospodarske aktivnosti.

5.1.3.2 Analiza gibanja deviznega tečaja

Slika 4: Gibanje deviznega tečaja EUR/USD leta 2008, 2009 in 2010



Vir: ECB, Euro exchange rates USD,

<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

Finančni pretresi, ki so se začeli izrazito kazati avgusta 2007, so bili tudi v letu 2008 poglavitni vpliv za spreminjanje deviznega tečaja. Tako so pritiski na dolar tudi v začetku leta prispevali k depreciaciji USD glede na evro. Evro pa so še naprej podpirala optimistična tržna pričakovanja glede prihodnje gospodarske aktivnosti. Ta optimizem je privedel aprila do rekordne vrednosti pri 1,60 USD za evro. Do avgusta je tečaj ostal bolj ali manj nespremenjen. Optimizem, da finančna kriza ne bo zajela evroobmočja, je pojenjal in trgi so čakali na nove podatke glede prihodnjih gibanj gospodarstva. Kljub pojenjanju zaupanja trga pa so evro še naprej podpirala pričakovanja o vedno večji razliki v obrestnih merah v korist finančnega premoženja evroobmočja. Ko pa se je pokazalo, da bodo finančni pretresi prizadeli evroobmočje veliko bolj močno, kot se je sprva pričakovalo, se je obrnil tudi trend rasti evra in ta je glede na USD do decembra močno depreciiral. Močno depreciacijo evra je povzročilo prepričanje, da bodo finančni pretresi,

povezani s trgom drugorazrednih hipotek v ZDA, globalno vplivali na upočasnitev gospodarstev. Jeseni so se napetosti na svetovnih denarnih in kreditnih trgih obnovile, kar je še dodatno povečalo pritisk na padanje evra. Tako je evro oktobra depreciral na 1,25 USD za evro. Deloma je tako močno depreciacijo zakrivilo pomanjkanje dolarske likvidnosti po vsem svetu, kar je zahtevalo vračanje tujih naložb v matično državo. Ob zaostrovanju krize se je nenaklonjenost tveganju močno povečala. Od tega je pridobil USD, saj je njegov mednarodni status podprl vrednost USD. Najverjetneje pa so dolar na deviznih trgih podpirali tudi drugi prehodni dejavniki, kar je mogoče med drugim sklepati iz slabitve povezave med razlikami v obrestnih merah in gibanjem deviznega tečaja evro/USD ob deprecaciji evra. Ob prenehanju prehodnih dejavnikov so razlike v obrestnih merah ponovno podprle vrednost evra. Prav tako so obeti gospodarske rasti podpirali evro in do konca leta je ponovno pridobil na vrednosti proti USD.

Ob koncu leta 2008 je evro ponovno začel izgubljati vrednost glede na USD. V začetku leta 2009 se je padanje evra nadaljevalo vse do marca, ko so bili prisotni močni portfeljski tokovi v nekatere segmente ameriškega trga, zatem ko je evro izgubil skoraj 10% vrednosti glede na USD. Poglavitni vzrok padanja evra je bilo zmanjševanje razlike v obrestnih merah med evroobmočjem in ZDA in s tem povezanimi portfeljskimi tokovi. Dodatno je manjša razlika v obrestnih merah ob napetostih na finančnih trgih in veliki negotovosti povzročila upad prenosnega trgovanja⁵, kar je vodilo k zelo veliki volatilnosti deviznega tečaja v začetku leta. Z marcem so omenjeni dejavniki izgubljali na moči in evro se je ob ugodnejših gospodarskih napovedih začel krepiti. Ob popuščanju napetosti na finančnih trgih se je evro v primerjavi z USD začel močno krepiti. K ugodnim razmeram za krepitev evra so prispevali tudi pritiski na USD, povzročeni s ponovno krepitvijo prenosnega trgovanja, ki ga je verjetno povzročilo umirjanje implicitne volatilnosti. Evro je nato do konca oktobra apreciral skoraj za 19%. Do konca leta se razmere niso več veliko spreminjale, le ob koncu leta je krepitev USD povzročila rahlo rast USD proti evru.

V prvi polovici leta 2010 se je nadaljeval trend padanja vrednosti evra nasproti USD, ki se je nakazal že konec leta 2009. Vrednost evra je nižala zaskrbljenost glede državnega dolga nekaterih držav evroobmočja. Na drugi strani pa je rast USD spodbujalo močnejše makroekonomsko okrevanje v ZDA kakor v evroobmočju. Volatilnost je ostajala visoka skozi vse leto. Na polovici leta so se gospodarske razmere začele spreminjati in smer gibanja deviznega tečaja EUR/USD se je obrnila. V evroobmočju se je izvedel stresni test, ki je pokazal robustnost bančnega sistema, ta se je namreč pokazala trdnjšo, kot se je predvidevalo, hkrati pa se je začel pojavljati strah pred upočasnitvijo gospodarske rasti v ZDA, saj so se nekateri makroekonomski kazalniki začeli slabšati. Nadaljnjo rast evra so podprle trenutno manjše skrbi glede javnega dolga določenih držav evroobmočja, v nasprotju pa so v ZDA postajali vse bolj zaskrbljeni glede prihodnje gospodarske rasti in vlada je odobrila dodatne ukrepe za gospodarsko pomoč. Konec leta se je trend deviznega tečaja ponovno obrnil, ko je postalo jasno, da je dolžniška kriza v evroobmočju resnejša, kot so sprva pričakovali, in da obstaja verjetnost državnih bankrotov. To je povzročilo močan padec evra. Tako je ta na celoletni ravni izgubil naproti USD 7,3% svoje vrednosti.

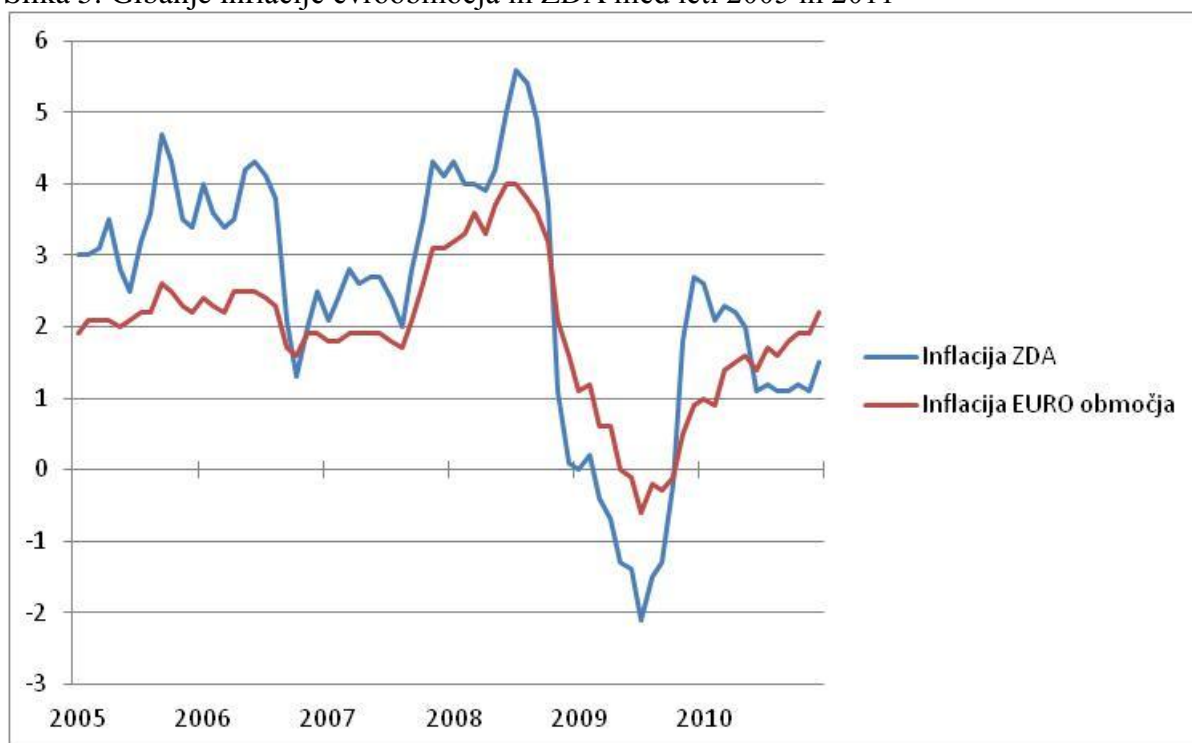
⁵ Prenosno trgovanje je trgovanje, pri katerem se posojilo najame v valuti z nizkim donosom in se investira v valuto z visokim donosom.

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

5.2.1 Vpliv inflacije na gibanje deviznega tečaja

Inflacija predstavlja eno izmed ključnih spremenljivk v vsakem gospodarstvu. Nadzor in uravnavanje njenega gibanja predstavlja enega izmed glavnih ciljev večine ekonomskih politik. Prav tako naj bi po teoriji inflacija imela velik vpliv na gibanje deviznega tečaja. Natančneje, razlika med inflacijskima stopnjama naj bi bila ključnega pomena za gibanje tečaja. Pri analizi vpliva inflacije na gibanje tečaja EUR/USD bom opazovano obdobje zaradi večje nazornosti razdelil na tri podobdobja: obdobje padanja, rasti in obdobje krize. Po predstavitvi gibanja inflacije obeh območij bom poskušal poiskati korelacije med gibanjem deviznega tečaja in gibanjem razlike v stopnji inflacije evroobmočja in ZDA.

Slika 5: Gibanje inflacije evroobmočja in ZDA med leti 2005 in 2011



Vir: ECB, <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>
 U.S. Department Of Labor, <ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpi.txt>

Obdobje padanja

V evroobmočju je inflacija v letu 2005 kljub velikemu povečanju cen energentov beležila nizko rast. Prav tako so inflacijski pritiski ostali omejeni in v skladu s pričakovanji. Tako so ostala dolgoročna inflacijska pričakovanja v skladu s cenovno stabilnostjo. Na višino inflacije so pozitivno vplivali ugodni trendi gibanja cen uvoženih industrijskih proizvodov, negativno pa so na inflacijo vplivale višje cene primarnih surovin in energentov, katerih pritisk se je skozi leto večal. Na koncu leta je medletna stopnja inflacije evroobmočja znašala 2,2%, kar je bilo nekoliko nad povprečjem zadnjih let.

V ZDA je bila podobno kot v evroobmočju inflacija v veliki meri poganjana s strani visokih cen energentov, še posebej po hurikanu Katrina, ko je bila močno motena proizvodnja v Mehškem zalivu.

V letu 2005 je evroobmočje beležilo nižjo inflacijo kot ZDA in do konca leta se je ta razlika še povečevala. Višja inflacija v ZDA bi po predstavljeni teoriji morala ustvariti pritisk na padanje vrednosti USD v primerjavi z EUR. Med letom pa se je dogajalo prav nasprotno, evro je vztrajno padal skoraj čez vse obdobje. Opaziti je bilo mogoče edino obdobje, ko je inflacija ZDA v septembru doživela svoj vrh in je dolar proti evru depreciriral. Ob manjšanju razlike med inflacijskima stopnjama obeh območij po septembru je evro ponovno začel izgubljati vrednost nasproti USD.

Obdobje rasti

Inflacija je v evroobmočju v letu 2006 nadaljevala trend rasti iz predhodnega leta. Vzrok rasti so bile še naprej vse višje cene primarnih surovin in energentov. Ob znižanju cen letih konec septembra je tudi inflacija močno padla. V prvi polovici leta 2007 so bili inflacijski pritiski še naprej majhni in stopnja inflacije je ostala nizka. V zadnji četrtini leta pa se je inflacija močno povečala. To gre pripisati predvsem močnemu dvigu cen nafte na svetovnih trgih. Kljub močnemu porastu konec leta pa je na medletni ravni v letu 2007 inflacija znašala 2,1%.

V ZDA je inflacija na začetku leta 2006 še naprej beležila visoko stopnjo, ki je ostala bolj ali manj nespremenjena v prvi polovici leta. V drugi polovici leta je nato prišlo do močnega znižanja cen nafte, kar je imelo za posledico močan upad inflacije. Po oktobru, ko je medletna inflacija znašala 1,3%, so se inflacijski pritiski okrepili in inflacija je dalje naraščala. Po rahlem padcu inflacije avgusta 2007 so se cene nafte in zemeljskega plina ponovno močno povišale in inflacija se je proti koncu leta močno povečevala.

Razlika v inflaciji med obema območjema je tudi v prvi polovici leta 2006 ostala konstantna. V tem času pa je doživel devizni tečaj EUR/USD obrat trenda in evro je začel pridobivati vrednost. Naraščanje vrednosti evra je se konec prve polovice leta ustavilo, brez predhodne spremembe razlike med inflacijskima stopnjama. Ta se je začela spreminjati par mesecev za tem in dosegla celo obrat. Za kratko obdobje je bila inflacija v ZDA nižja kot v evroobmočju, kar pa prav tako ni izzvalo nobene spremembe v trendu gibanja deviznega tečaja. V prvi polovici leta 2007 je evroobmočje beležilo nižjo inflacijo in trend apreciacije evra se je nadaljeval. Ta trend je trajal vse do konca leta, kjer je ob močni rasti inflacije razlika med obema območjema ostajala nespremenjena.

Obdobje krize

V začetku leta 2008 so se inflacijski pritiski ponovno okrepili, predvsem kot posledica rasti cen primarnih surovin. Dodaten pritisk na inflacijo v evroobmočju je povzročil dvig cen hrane. Tako je inflacija v evroobmočju v prvi polovici leta še naprej močno naraščala. Ob močnih zaostritvah na svetovnih finančnih trgih in padcu cen primarnih surovin so se inflacijski pritiski vztrajno zmanjševali. Tako vztrajno padanje stopnje inflacije v evroobmočju se je nadaljevalo do konca prve polovice leta 2009. Proti koncu leta so se s stabiliziranjem razmer v gospodarstvu tudi inflacijske stopnje vrnile v pozitivno območje.

Skoraj identična je slika inflacije v ZDA v obravnavanem obdobju. Razlika je edino ta, da so nihanja stopenj inflacije v ZDA bila bolj izrazita in močna. Prav tako so bili podobni vzroki za inflacijske pritiske: to so bili padci in rasti cen surovin in energentov, v ZDA je na nižji stopnjo inflacije nekoliko močnejše vplival padec cen na nepremičninskih trgih. Slednji so v Evropi doživeli močan padec cen le v nekaterih državah. V letu 2010 so se pritiski na inflacijo povišali. Cene primarnih surovin so se skupaj s povečanjem gospodarske aktivnosti začele zviševati, kar se je še posebej poznalo na rasti inflacije evroobmočja. V slednjem se je inflacija skozi vse leto postopoma zviševala in na medletni ravni dosegla 1,6%. V ZDA je inflacija v prvi polovici leta padala, vse dokler v drugi polovici leta niso prevladali učinki visokih cen energentov, še posebej nafte, in padanje se je ustavilo. Proti koncu leta je sledil še rahel dvig in inflacija na medletni ravni je znašala 1,6%.

V prvi polovici leta 2008 je inflacija v ZDA rasla hitreje kot v evroobmočju. Tako se je razlika med inflacijskima stopnjama nadalje povečevala. Ob tem dogajanju je evro ponovno začel pridobivati vrednost nasproti USD. V drugi polovici leta 2008 je inflacija v obeh območjih začela močno upadati. Padec pa je bil v ZDA dosti večji in tako je že pred koncem leta evroobmočje beležilo višjo stopnjo inflacije kot ZDA. Devizni tečaj se je ob tem prav tako spremenil. Evro je začel zelo hitro izgubljati svojo vrednost. Padanje tečaja evra se je ustavilo ob koncu leta.

V začetku leta je v mesecu dni pridobil nazaj večino svoje izgubljene vrednosti, a jo je takoj zatem ponovno izgubil. Ob teh spremembah deviznega tečaja pa je inflacija na obeh območjih dalje padala ob nespremenjeni razliki med stopnjama. Do obrata je prišlo šele sredi leta 2009, ko so se inflacijski pritiski v ZDA dosti močnejše okrepili kot v evroobmočju in je bila inflacijska stopnja v ZDA kmalu višja kot v evroobmočju. Tudi ob tem obratu ni bilo očitnejših sprememb v deviznem tečaju. Evro je nadaljeval svojo apreciacijo nasproti USD, ki jo je začel že v aprilu in je trajala vse do konca leta.

V prvi polovici leta 2010 je inflacija v ZDA padala. Nekako z začetkom padanja inflacije v ZDA se je zgodil tudi obrat trenda v deviznem tečaju in evro je pričel izgubljati vrednost v primerjavi z USD. Evro je depreciral, čeprav je bila inflacija v ZDA višja. Ob izenačitvi inflacijskih stopenj v sredini leta 2010 se je trend deviznega tečaja ponovno obrnil in evro je začel apreciirati. Evroobmočje je do konca leta 2010 beležilo vedno višjo stopnjo inflacije v primerjavi z območjem ZDA. V nasprotju s predstavljenimi teorijami pa se je moč apreciacije evra le še stopnjevala. Tako sta se v letu 2010 obrata trendov deviznega tečaja in inflacije časovno pokrivala, vendar je bilo gibanje tečaja ravno obratno od pričakovanega po teoriji.

Sklep

Tabela 1: Gibanje inflacije evroobmočja in ZDA v obdobju od 2005 do 2011

LETO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Evro-območje	2,2%	2,2%	2,1%	3,3%	0,3%	1,6%
ZDA	3,4%	3,2%	2,8%	3,8%	-0,4%	1,6%

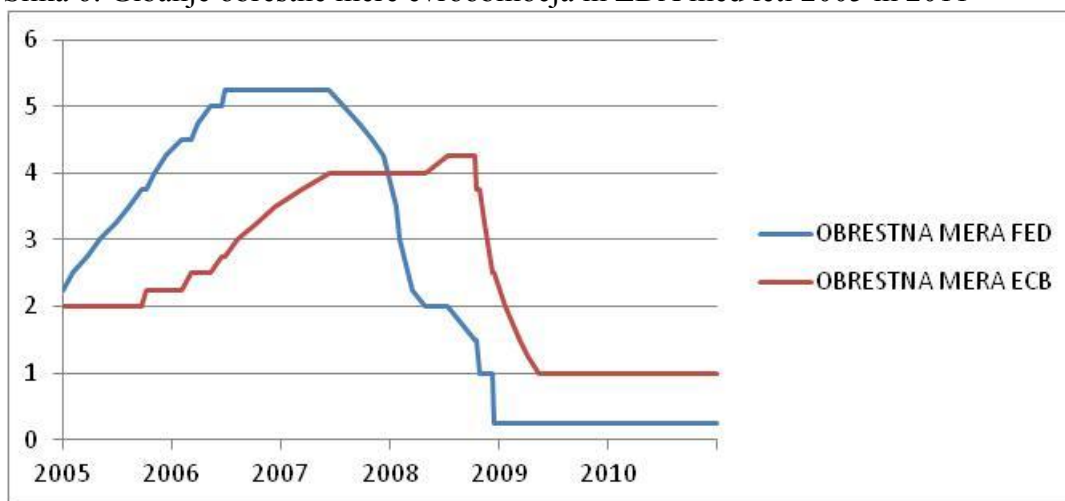
Vir: ECB <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>
 U.S. Department Of Labor <ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiiai.txt>

Stopnja inflacije je bila predvsem odsev cen nafte na svetovnih trgih. Opaziti je bilo, da inflacija v ZDA močnejše reagira na spremembe cen nafte. Tako se spremembe cen ostalih dobrin, katerih proizvodnja ni tako močno odvisna od cen energentov, niso tako izrazito poznale v indeksu za merjenje inflacije. Po predstavljeni teoriji pa naj bi cene teh dobrin vplivale preko povečanega oziroma zmanjšanega izvoza in uvoza na gibanje deviznega tečaja. Večino opazovanega obdobja je sicer višja inflacijska stopnja pomenila padanje vrednosti valute, kar je v skladu s teorijo. Prav tako so močne spremembe v inflaciji povzročile ustavitev trenda rasti evra v letu 2006. Vendar kljub vsemu večina obratov v trendu deviznega tečaja ni sovpadala z ustrezno spremembo v razlikah stopnje inflacije. Prav tako je bila v celotnem obdobju padanja tečaja evra inflacija evroobmočja nižja kot v ZDA. Če povzamem, je možno zaznati določeno stopnjo korelacije med inflacijo in deviznim tečajem EUR/USD v opazovanem območju, ki pa vsekakor ni dovolj izrazita, da bi lahko na njeni podlagi predvidevali gibanje deviznega tečaja oziroma ji pripisali močno vzročno povezanost.

5.2.2 Vpliv obrestne mere na gibanje deviznega tečaja

Obrestne mere so poglavitni dejavnik, ki vpliva na obseg kreditiranja in likvidnosti v določenem gospodarskem območju. Zaradi pomembnosti obrestnih mer je njihovo uravnavanje večinoma prepuščeno centralnim bankam kot neodvisnim strokovnim inštitucijam. Ob svojem pomenu za gospodarstvo pa imajo obrestne mere, vsaj kar se predstavljenе teorije tiče, verjetno največji pomen izmed vseh obravnavanih dejavnikov pri spreminjanju deviznega tečaja. Tako naj bi po predstavljeni literaturi višje obrestne mere vodile k dvigu apreciaciji domače valute in obratno. Za nazornejšo predstavitev vpliva obrestne mere na tečaj EUR/USD bom tudi tokrat razdelil opazovano obdobje na tri podobdobja.

Slika 6: Gibanje obrestne mere evroobmočja in ZDA med leti 2005 in 2011



Vir: ECB⁶ <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
 FED, Historical Changes of the target federal funds and discount rates
<http://www.ny.frb.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>

⁶ ECB obrestna mera je obrestna mera glavnih operacij refinanciranja ECB.

Obdobje padanja

V letu 2005 je bila obrestna mera v evroobmočju večino časa ustaljena na stopnji 2%. Zaradi povišanih inflacijskih pritiskov, ki jih je spremljala hitra denarna rast in povečana likvidnost, se je ECB odločila, da proti koncu leta zviša obrestno mero na 2,25%.

V območju ZDA so v tem letu veliko močneje reagirali na inflacijske pritiske. Dvig obrestne mere je bil že v prvem polletju višji, kot so pričakovali tržni udeleženci. V drugi polovici so se inflacijski pritiski še povečali. Ob njih pa se je povečala tudi prepričanost investorjev v dolgoročno stabilnost rasti ameriškega gospodarstva. Ob teh dejstvih je FED še dodatno dvignil obrestne mere na nivo 4,25% ob koncu leta.

Obrestne mere obeh območij so na začetku leta 2005 beležile podobne vrednosti. Že takrat je bil prisoten trend apreciacije USD, ki ga je vzpodbujalo pričakovanje rasti obrestnih mer v ZDA. Skozi leto se je tako razlika med obrestnimi merami vztrajno povečevala ob konstantni rasti obrestnih mer v ZDA. Prav tako je devizni tečaj skozi vse leto kazal bolj ali manj stabilno apreciacijo USD. Tečaj EUR/USD se je torej gibal v skladu s predstavljenimi teorijo, čeprav bi se morala apreciacija USD skozi leto povečevati tako kakor razlika v obrestnih merah. Pri tečaju pa je bilo opaziti prav nasprotno, saj se je apreciacija USD proti koncu leta zmanjševala.

Obdobje rasti

V letu 2006 so se nadaljevali navzgor obrnjeni cenovni pritiski. Svet ECB je tako z rahlo zamudo začel z zviševanjem obrestnih mer, da bi močneje omejil denarno ekspanzijo. Ker je evroobmočje beležilo robustno gospodarsko rast, so lahko obrestno mero tudi močno zvišali. Tako je obrestna mera konec leta 2006 znašala že 3,5%. Leta 2007 se je zviševanje obrestne mere nadaljevalo vse do junija, ko je dosegla vrednost 4%. V drugi polovici leta 2007 je negotovost glede nadaljnje gospodarske rasti sprožila zaustavitev spreminjanja obrestnih mer s strani ECB. Ta je čakala na nove ocene gospodarskega stanja in do konca leta pustila obrestne mere nespremenjene.

V ZDA so obrestno mero zviševali neprimerno hitreje, kot se je to dogajalo v evroobmočju. Že junija 2006 je dosegla vrednost 5,25%. Ta vrednost je pomenila tudi njen vrh, saj so se v drugi polovici leta 2006 pojavili znaki umirjanja inflacijskih pritiskov in postopnega zmanjševanja gospodarske rasti. Tako je FED pustil obrestno mero nespremenjeno vse do septembra 2007. Takrat je zaradi znakov krize močno odreagirал in začel hitro zniževati obrestno mero. Ta je ob koncu leta 2007 znašala le še 4,25%.

Leto 2006 je nadaljevalo trend gibanja obrestnih mer iz leta 2005. Kljub vsemu je prišlo do preobrata v gibanju tečaja EUR/USD in odslej je evro začel apreciirati nasproti USD. Trend apreciacije je bil v drugi polovici leta 2006 nekoliko upočasnen, istočasno se je razlika med obrestnimi merami spet zviševala po hitrejšem naraščanju vrednosti obrestnih mer v ZDA. Po dosegu vrhunca vrednosti obrestnih mer v ZDA se je razlika med obrestnimi merami ponovno začela zmanjševati in evro je pričel hitreje pridobivati

vrednost. Tako je proti koncu leta 2007, ko je bila razlika med obrestnimi merami že zelo majna, evro beležil izredno močno rast.

Obdobje krize

Leta 2008 je ob finančnih pretresih ECB v prvi polovici leta pustila obrestne mere nespremenjene, saj ni bilo jasnih znakov prihodnjega gibanja gospodarstva in inflacije. Junija 2008 je ECB obrestno mero celo dvignila na 4,25%. Po tem je kmalu postalo jasno, da bo tudi gospodarstvo v evroobmočju beležilo močno upočasnitev rasti kot posledice krize. Takrat je tudi ECB začela močno zniževati obrestno mero in do konca leta 2008 se je njena vrednost zmanjšala na 2,5%. V letu 2009 se je nadaljevalo zniževanje obrestne mere vse do vrednosti 1% v maju. To vrednost je ohranjala vse do konca leta 2009, z namenom omiliti kreditni krč, ki je še dodatno zaostroval gospodarske razmere. V letu 2010 je obrestna mera prav tako ostala nespremenjena z namenom spodbujanja gospodarske aktivnosti.

V ZDA je v letu 2008 FED nadaljeval z močnim nižanjem obrestnih mer, ki je postopno trajalo skozi vse leto. Tako so obrestne mere konec leta bile med 0% in 0,25% z namenom pospešiti kreditiranje med finančno krizo. V letu 2009 in 2010 se politika FED ni kaj dosti spremenila in obrestne mere so skozi vse leto ohranile nespremenjeno vrednost.

V začetku leta 2008 je začelo evroobmočje beležiti višje obrestne mere kot ZDA. Medtem ko so obrestne mere v ZDA padale, so v evroobmočju večino leta ostale nespremenjene. Tako se je razlika med obrestnima merama spet povečevala. Medtem je evro nasproti USD dalje apreciiral in ohranjal visoko vrednost. V tretji četrtini leta 2008 so začele obresti v evroobmočju hitro upadati in razlika se je pričela ponovno zmanjševati. V tem obdobju je tudi evro začel izgubljati vrednost. V letu 2009 so se vrednosti obrestnih mer obeh območij ustalile na najnižjih vrednostih in tako ohranjale konstantno razliko. V tem obdobju je evro ponovno začel pridobivati vrednost, kar je v skladu s predstavljenimi teorijami, saj so bile obrestne mere evroobmočja višje. Leta 2010 se je trend deviznega tečaja večkrat obrnil navkljub nespremenjeni razliki med obrestnima merama, za kar ni bilo nobene podlage v spremembi obrestnih mer.

Sklep

Obrestne mere so se v opazovanem obdobju oblikovale izrazito pod vplivom pričakovane inflacije in posledic finančne krize. Njihovo oblikovanje ni bilo posledica vplivov dejavnikov, kakor to poteka v stabilnih gospodarskih razmerah. Kljub temu pa opazimo veliko vzporednic med deviznim tečajem in obrestnimi merami. Sicer pa je obrat trenda deviznega tečaja in celotno obdobje rasti vrednosti evra ter leto 2010 v čistem nasprotju s predstavljenimi teorijami, saj se je večino tega obdobja devizni tečaj obnašal ravno obratno, kakor naj bi se. Tako lahko zaključimo, da očitno obrestne mere v opazovanem obdobju niso bile poglavitni razlog za oblikovanje deviznega tečaja, so pa marsikdaj nakazale nadaljnje gibanje deviznega tečaja in obrat trenda.

5.2.3 Vpliv plačilne bilance na gibanje deviznega tečaja

Stanje plačilne bilance je eden izmed najpomembnejših načinov, kako ugotoviti stanje gospodarstva. Bilanca pokaže, kako se giblje izvoz in uvoz ter tok kapitala. Preko tega se

hitro pokaže konkurenčnost gospodarstva v mednarodnem okolju. Ti tokovi imajo ob tem pomemben vpliv na gibanje deviznega tečaja, saj uvoz in izvoz zmanjšuje oziroma povečuje povpraševanje po domači valuti. Za primerjavo med gospodarstvi je plačilna bilanca problematična, saj različne institucije objavljajo različne podatke o stanju plačilne bilance. Tako pri plačilni bilanci nisem upošteval podatkov iz letnih poročil centralnih bank, temveč podatke MDS, saj je tako primerjava obeh območij primernejša. Tako bom na letni ravni primerjal gibanje tekočega računa plačilne bilance obeh preučevanih območij in letno spremembo gibanja deviznega tečaja.

Analiza

Tabela 2: Stanje (tekočega računa) plačilne bilance držav evroobmočja in ZDA v obdobju od 2005 do 2011 (% BDP)

LETO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Evro-območje	0,439%	0,425%	0,378%	-0,741%	-0,406%	0,095%
ZDA	-5,915%	-5,990%	-5,107%	-4,655%	-2,680%	-3,208%

Vir: IMF, World economic outlook database

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>

Leta 2005 je evroobmočje zmanjšalo presežek tekočega računa plačilne bilance, kar je bila predvsem posledica poslabšanja v blagovnem presežku, to pa naj bi po predstavljeni teoriji povzročilo negativen pritisk na vrednost evra. V istem letu se je primanjkljaj ZDA še bolj povečal kakor v evroobmočju. V tem obdobju je evro izgubil vrednost nasproti USD.

V letu 2006 se je presežek v blagovni menjavi evroobmočja še dalje manjšal, kar se je pokazalo v nekoliko povečanem primanjkljaju tekočega računa plačilne bilance. ZDA so prav tako beležile poslabšanje v blagovni menjavi, vendar je primanjkljaj ostal na nivoju preteklega leta. Ob skoraj nespremenjenem stanju tekočega računa plačilne bilance obeh območij glede na preteklo leto je prišlo v gibanju deviznega tečaja EUR/USD do obrata trenda in evro je skozi celotno leto pridobival vrednost.

Leta 2007 je evroobmočje po podatkih MDS beležilo poslabšanje tekočega računa plačilne bilance⁷, medtem ko so v ZDA zabeležili močno izboljšanje. Kljub temu pa se gibanje deviznega tečaja na to ni odzvalo z obratom trenda. Prav nasprotno se je stopnja rasti vrednosti evra skozi leto le še stopnjevala.

Med letom 2008 je tekoči račun plačilne bilance evroobmočja doživel močan padec, kar je bila predvsem posledica močno oslabiljenega izvoza. Nasprotno so ZDA še naprej zmanjševale primanjkljaj na tekočem računu predvsem zaradi močnejšega izvoza kot posledice šibkega USD. Kljub temu da je evroobmočje imelo veliko manjši primanjkljaj plačilne bilance, pa naj bi sprememba glede na prejšnje leto predstavlja pritisk na evro in spodbuja k rasti USD. V tem letu se je devizni tečaj gibal v skladu s pričakovanji iz teorije in evro je na letni ravni izgubil del vrednosti.

Leta 2009 je v evroobmočju prišlo do izboljšanja stanja na tekočem računu, čeprav se je na letni ravni še vedno beležil primanjkljaj. ZDA so medtem beležile močno izboljšanje

⁷ ECB v svojem letnem poročilu za leto 2007 navaja izboljšanje tekočega računa plačilne bilance.

tekočega računa, ki je bilo predvsem posledica velikega zmanjšanja uvoza. Devizni tečaj tudi v tem letu ni odreažiral v skladu s teorijo in evro je na letni ravni ponovno pridobil vrednost.

Leta 2010 se je tekoči račun evroobmočja ponovno izboljšal in prišel v pozitivno območje predvsem kot posledica rasti izvoza v azijska območja in zaradi ugodnih vplivov depreciacije evra. Nasprotno pa se je tekoči račun ZDA dodatno poslabšal. Polovico obdobja je evro pridobil vrednost, vendar je drugo polovico padal, tako da se tečaj ponovno ni obnašal, kakor bi pričakovali po teoriji.

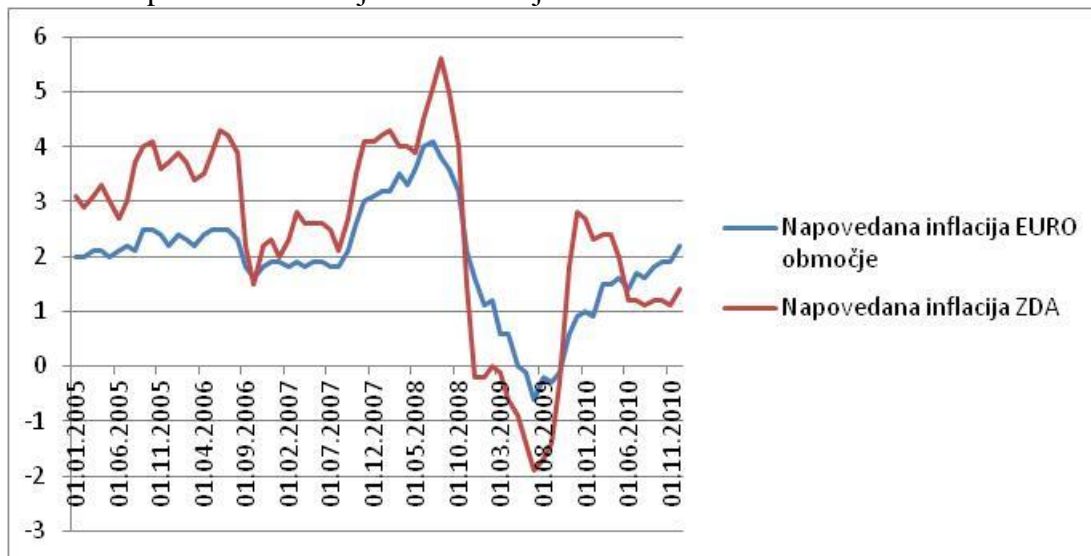
Sklep

V opazovanem obdobju ni bilo mogoče ugotoviti nikakršne povezave med spremembami stanja na tekočem računu plačilne bilance in spremembo gibanja deviznega tečaja. Prej je bilo mogoče opaziti vpliv deviznega tečaja na stanje tekočega računa, še posebej v obdobju nizke vrednosti USD. Tako je bilo mogoče sklepati, da vpliv tekočega računa plačilne bilance ni dovolj močan, da bi samo njegovo spreminjanje povzročalo ustrezno spreminjanje deviznega tečaja EUR/USD v opazovanem obdobju.

5.2.4 Vpliv napovedane inflacije na gibanje deviznega tečaja

Napovedana inflacija vpliva na tečaj preko pričakovanj o inflaciji v prihodnosti in njenega potencialnega vpliva na gibanje deviznega tečaja. Tako poskušajo investitorji na deviznih trgih pridobiti čim zanesljivejše informacije o prihodnjem gibanju inflacije, saj so bila prav v analizah centralnih bank pričakovanja glede prihodnjih gibanj inflacije dejavnik, ki je vplival na gibanje deviznega tečaja. Problem vsekakor ostaja pravilno napovedovanje prihodnje inflacije. V diplomskem delu sem se odločil uporabiti napoved inflacije iz Bloomberg, ki jo oblikujejo na podlagi ankete in objavljajo mesečno. Učinek napovedane inflacije bi po predstavljeni teoriji učinkoval na devizni tečaj preko pričakovanj enako kakor dejanska sprememba.

Slika 7: Napovedana inflacija evroobmočja in ZDA med leti 2005 in 2011



Vir: Bloomberg

Analiza

Tabela 3: Napovedana letna inflacija evroobmočja in ZDA v obdobju od 2005 do 2011

LETO	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Evro-območje	1,9%	2,0%	2,0%	2,5%	0,9%	1,3%
ZDA	3,1%	3,9%	2,0%	4,2%	-0,2%	2,7%

Vir: ECB, Inflation forecasts⁸

http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/table_hist_hicp.en.html

Bloomberg⁹

Napovedana inflacija se je skozi celotno obdobje petih let gibala zelo blizu dejanske inflacije. Tako lahko v grobem uporabimo ugotovitve o korelaciji med gibanjem inflacije in gibanjem deviznega tečaja. Pričakovana inflacija v ZDA je bila v prvih dveh letih višja kot v evroobmočju. Euro, ki je skozi leto 2005 izgubljal vrednost, je sicer skozi leto 2006 appreciiral nasproti USD, vendar iz gibanja napovedane inflacije ni razvidno, da bi se obrat trenda gibanja deviznega tečaja zgodil zaradi le-te. Skozi leto 2007 sta se napovedani inflaciji obeh območij približevali, saj se je pričakovana inflacija v ZDA nižala hitreje kot v evroobmočju. V tem letu pa se je appreciacija evra le še stopnjevala, kar prav tako ni v skladu s teorijo, saj bi se s tem morala rast tečaja umirjati. V letu 2008 sta se pričakovani stopnji inflacije junija skoraj izenačili, kar približno ustreza obratu trenda tečaja, ko je začel euro izgubljati vrednost nasproti USD. Proti koncu leta 2008 je beležila napovedana inflacija evroobmočja višje stopnje kakor v ZDA. Istočasno je USD ohranjal svojo vrednost nasproti evru z manjšimi nihanjem. V letu 2009 je vse do zadnje četrtine ostala napovedana inflacija ZDA nižja kakor v evroobmočju. Šele proti koncu leta se je trend obrnil. Tečaj ni sledil spremembam, saj je skozi večino leta euro appreciiral nasproti USD. Leta 2010 se je tečaj obnašal ravno obratno, kot naj bi se. V prvi polovici leta so ZDA beležile višjo pričakovano inflacijo in je euro depreciiiral, v drugi polovici leta, ko je evroobmočje beležilo višjo pričakovano inflacijo, pa je euro pridobival vrednost.

Sklep

Predpostavka teorije, da bo napovedana inflacija preko pričakovanj vplivala na spremembo deviznega tečaja, se ni uresničila. V določenih obdobjih je sicer bilo mogoče zaslediti ujemanje spremembe napovedane inflacije in hkratne spremembe deviznega tečaja. Kljub temu pa je nemogoče govoriti o pritrditvi teoriji, saj se v večini primerov pri spremembah trenda rasti oziroma nižanja napovedane inflacije ni zgodila ustrezna oziroma sploh kakršnakoli reakcija deviznega tečaja.

5.2.5 Vpliv indeksa PPP

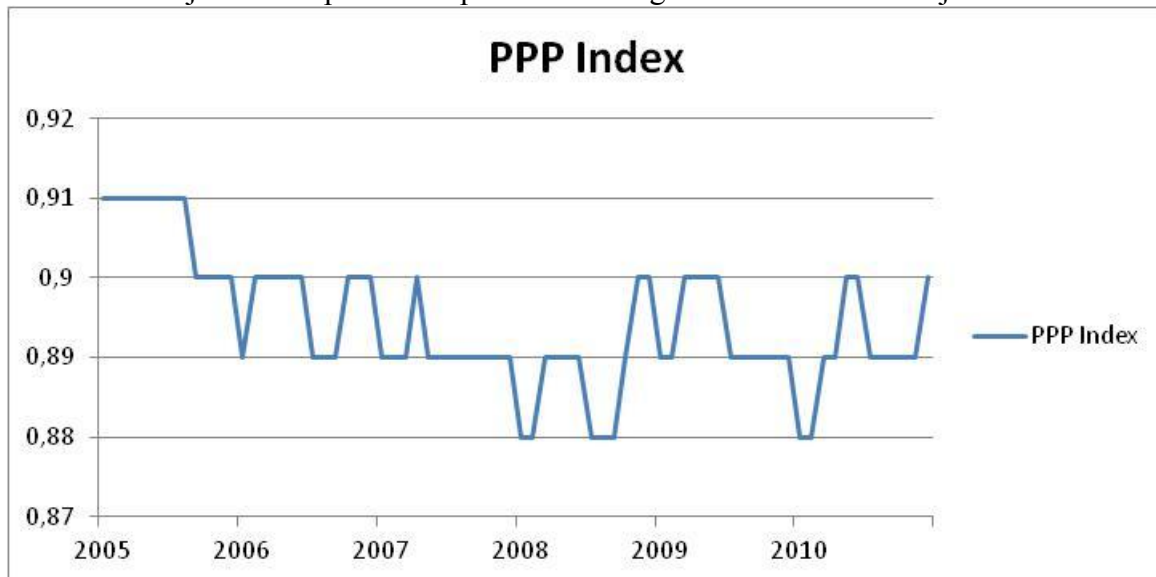
Pariteto kupne moči oziroma indeks PPP lahko uporabimo za primerjanje ravni cen med različnimi valutnimi območji. Po predstavljeni teoriji obstajajo empirični dokazi, da se teorija paritete kupne moči dobro obnese na daljše obdobje, saj devizni tečaji po šokih

⁸ ECB je napovedi inflacije dala na začetku leta (Q1) za tekoče leto.

⁹ Za ZDA so napovedi dane zadnjega v januarju za obdobje enega leta.

težijo k ravnovesju. Tako bo območje z nižjim indeksom PPP zaradi povečanega izvoza na območje z višjim indeksom sčasoma valutno apreciiiralo. Večanje vrednosti valute naj bi po teoriji trajalo vse do izenačitve vrednosti indeksa. Za analizo sem uporabil indeks PPP, ki ga izračunava Bloomberg¹⁰. Vrednosti indeksa so kotirane evro glede na USD. Euro bi tako moral glede na indeks skozi vse obdobje pridobivati vrednost v primerjavi z USD, zato se bom pri analizi osredotočil na spremembe trenda indeksa.

Slika 8: Gibanje indeksa paritete kupne moči evra glede na USD v obdobju 2005 do 2011



Vir: Bloomberg

Analiza

V letu 2005 opazimo zmanjševanje indeksa PPP, kar bi po teoriji moralo povzročiti hkraten dvig vrednosti evra glede na USD. Dogajalo se je ravno obratno, saj je evro izgubljal vrednost. Šele po koncu padanja indeksa se je trend obrnil in evro je začel apreciiirati. V letu 2006 in 2007 je evro močno pridobival vrednost, kar pa se ni dogajalo z indeksom, ki je z manjšimi nihanji ostal bolj ali manj nespremenjen. V letu 2008 je indeks ponovno padel, ob čemer se je zgodila deprecijacija evra. Tudi tokrat se je obrat v trendu tečaja zgodil ravno obratno, kakor bi pričakovali po predstavljeni teoriji. V letu 2009 je bil indeks na nivojih leta 2006 in 2007 in ponovno je evro pridobival vrednost. V letu 2010 je indeks PPP padel, dokler je depreciiiral evro. Nato je se ustalil in evro je pričel rasti. Skoraj v celotnem opazovanem obdobju je bilo videti podobnosti pri obratih trenda gibanja indeksa in deviznega tečaja EUR/USD, čeprav se smeri obrata ne ujemajo s pričakovanji iz teorije.

Sklep

Opaziti je bilo mogoče zanimivo sledenje obratov trenda tako indeksa kakor deviznega tečaja. Le smer obrata ni v skladu s teorijo. Najverjetneje je obrate v indeksu PPP povzročil prav devizni tečaj sam, saj je le-ta komponenta za izračunavanje indeksa. Indeks

¹⁰ Bloomberg za izračun indeksa PPP uporablja metodo, pri kateri oceni vrednost PPP glede na dolgoročno povprečje vrednosti inflacije in deviznega tečaja v obdobju med 1982 in 2000.

PPP se je izkazal kot zelo nenatančno orodje za napovedovanje kratkoročnega gibanja tečaja. Nasprotno pa se je zgodilo, če pogledamo trend gibanja tečaja skozi celotno obdobje naše analize. V tem obdobju lahko razberemo trend blage apreciacije evra. Tako se je evro gibal v skladu s predstavljeno teorijo, ki ob takšni vrednosti indeksa predvideva rast vrednosti evra glede na USD. V tem pogledu so torej bile spremembe v skladu s predstavljeno teorijo pa tudi z dejstvom, da teorija PPP učinkuje predvsem na daljši rok in da je na kratek rok neuporabna

6 SKLEP

Spremembe deviznega tečaja so se izkazale kot eden izmed ključnih problemov v obdobju gospodarske negotovosti. Proti koncu analiziranega obdobja tega diplomskega dela je visoka volatilitnost in negotovost prihodnjih sprememb deviznega tečaja onemogočala razporejanje resursov in plasmaje sredstev na podlagi gospodarskih indikatorjev za posamezno območje. Nezmožnost napovedi prihodnjega gibanja tečaja se je izkazala kot usodna za marsikatero podjetje. Podjetja so celo selila dele proizvodnje v drugo valutno območje, da bi se obvarovala pred valutnim tveganjem.

V opazovanem obdobju je prišlo do več obratov gibanja deviznega tečaja EUR/USD. Njihovo napovedovanje se je izkazalo za nemogoče. Obdobje padanja evra se je nepričakovano končalo, obdobje rasti je trajalo dlje kot pričakovano. Trg je sicer večkrat zaznal verjetnost obrata trenda, vendar pravilna napoved trenutka, kdaj se bo to zgodilo, ni bila mogoča. Večinoma so obrate sprožali enkratni dejavniki ali pa spoznanja, ki jih je nemogoče vključiti v ekonomske modele oziroma jih predvideti.

Pri preverjanju veljavnosti predstavljenih teorij za napovedovanje prihodnjega gibanja deviznega tečaja sem ugotovil, da v opazovanem obdobju nobena ni uspela pravilno napovedati kratkoročne spremembe deviznega tečaja. Kljub temu pa je bilo mogoče iz analize razbrati, da na določene ekonomske kazalnike devizni tečaj reagira močneje kakor na ostale. Pri tem sta močno izpostavljeni inflacija ter obrestna mera. Pomen obrestne mere v analiziranem obdobju omejuje dejstvo, da se je v tem obdobju obrestna mera prilagajala predvsem grožnji inflacije ter deflacije, šele kot drugo se je uporabljala kot vzvod za pospeševanje oziroma zaviranje gospodarske aktivnosti, kar postavlja obrestno mero v močno korelacijo z gibanjem inflacije. Kljub določenim znakom vpliva spremenljivk pa povezav med spremembami posameznih spremenljivk in gibanjem deviznega tečaja ni bilo mogoče zaznati. V določenih primerih se je celo zdelo, da spremembe nekaterih ekonomskih dejavnikov sledijo spremembam deviznega tečaja, in ne obratno. Od vseh teorij lahko le delno priznamo veljavnost teorije paritete kupne moči, ki je pravilno napovedala trend gibanja deviznega tečaja za celotno obdobje, seveda ob upoštevanju hkratne nezmožnosti napovedovanja nihanj znotraj opazovanega obdobja.

Ugotovitev, do katere sem prišel pri analizi ekonomskih indikatorjev, je, da je s posamičnimi indikatorji nemogoče napovedati gibanje deviznega tečaja. Vsakršno spremembo trenda gibanja deviznega tečaja v opazovanem obdobju je povzročil kompleksen splet več dejavnikov. Prav tako se je teža posameznega dejavnika spreminjala od situacije do situacije. Opaziti je bilo mogoče tudi, da se je nezmožnost napovedi gibanja deviznega tečaja EUR/USD v obdobju krize le še stopnjevala. Posledica te nezmožnosti je bila izjemno visoka volatilitnost tečaja. Tako se lahko predvideva, da bo, zaradi negotovih gospodarskih razmer, tudi po analiziranem obdobju napovedovanje gibanje tečaja ostalo težavno opravilo.

7 POVZETEK

Ključne besede: devizni tečaj, devizni trg, transakcije na deviznih trgih, spremembe deviznega tečaja, teorije deviznega tečaja

Zaradi vse večjega pomena deviznega tečaja za države, ki sodelujejo v mednarodni menjavi blaga, je postalo poznavanje zakonitosti njegovega gibanja izredno pomemben dejavnik. Šele z zadostnim poznavanjem osnov deviznega tečaja je mogoče razumeti vzroke za njegove spremembe kakor tudi poizkusiti napovedati njegovo gibanje v prihodnje.

Analiza gibanja deviznega tečaja EUR/USD je pokazala veliko dejavnikov in njihovo medsebojno prepletenost pri vplivanju na oblikovanje deviznega tečaja. Pokazala pa se je tudi nezmožnost osnovnih teoretičnih modelov za napovedovanje prihodnjega gibanja deviznega tečaja, da pravilno napovejo prihodnje spremembe.

ABSTRACT

Key words: exchange rate, foreign exchange market, foreign exchange market transactions, exchange rate changes, exchange rate theories

Because of ever growing importance of the exchange rate between countries, which take place in the international trade, understanding how these rates are is an important factor. Only with sufficient knowledge of what influences an exchange rate can you understand the reasons for its changing and hope to forecast its future moves.

The analysis of EUR/USD exchange rate movements showed a huge number of factors and their mutual interaction, that effect the forming of an exchange rate. The analysis also showed a fundamental inability of basic exchange rate determination theories to forecast future movement of the exchange rate.

8 LITERATURA

1. Beko, Jani. 1998. *Devizni tečaj in zunanjetrgovinska menjava v majhnih gospodarstvih*. Maribor: Institut za ekonomsko diagnozo in prognozo pri Ekonomsko-poslovni fakulteti v Mariboru
2. Ephraim Clark. 2002. *International finance*. London: Thomson
3. Isard, Peter. 1995. *Exchange rate economics*. Cambridge: Cambridge University Press
4. Mrak, Mojmir. 2002. *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV založba
5. Pillbeam, Keith. 2006. *International finance*. New York: Palgrave Macmillan
6. Ribnikar, Ivan. 1998. Devizni tečaj. *Bančni vestnik* 47(9), 76-79
7. Shapiro, Alan C. 1996. *Multinational financial management*. Upper Saddle River: Prentice-Hall
8. Visser, Hans. 2004. *A guide to international monetary economics*. Northampton: Edward Elgar Publishing
9. Zbašnik, Dušan. 1996. *Mednarodne poslovne finance*. Maribor: Ekonomsko poslovna fakulteta
10. Zbašnik, Dušan. 1999. *Mednarodno finančno ravnanje*. Maribor: Ekonomsko poslovna fakulteta

9 VIRI

1. Bloomberg, L.P. 2012. *Bloomberg professional*
2. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2006). *Annual Report 2005* [online]. Dostopno na: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual05/pdf/ar05.pdf> [1.2.2011]
3. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2007). *Annual report 2006* [online]. Dostopno na: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual06/pdf/ar06.pdf> [1.2.2011]
4. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2008). *Annual report 2007* [online]. Dostopno na: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual07/pdf/AR07.pdf> [1.2.2011]
5. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2009) *Annual report 2008* [online]. Dostopno na: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual08/pdf/AR08.pdf> [1.2.2011]
6. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2010). *Annual report 2009* [online]. Dostopno na: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual09/pdf/AR09.pdf> [1.2.2011]
7. Board of Governors of the Federal Reserve System (2011). *Annual report 2010* [online]. Dostopno na: <http://www.federalreserve.gov/publications/annual-report/files/2010-annual-report.pdf> [20.02.2012]
8. Bureau of labor statistics. 2011. *Consumer Price Index History Table* [online]. Dostopno na: <ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiiai.txt> [1.2.2011]
9. European central bank. 2011. *Euro Exchange rates USD* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html> [1.2.2011]
10. European central bank. 2011. *Measuring inflation in the euro area: The harmonised Index of Consumer prices (HICP) – Annual percentage changes* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html> [1.2.2011]
11. European central bank. 2011. *Key ECB interest rates* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html> [1.2.2011]

12. European central bank. 2011. *Inflation forecasts* [online]. Dostopno na: http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/table_hist_hicp.en.html [1.2.2011]
13. Evropska centralna banka. (2006). *Letno poročilo 2005* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005sl.pdf> [1.2.2011]
14. Evropska centralna banka. (2007). *Letno poročilo 2006* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006sl.pdf> [1.2.2011]
15. Evropska centralna banka. (2008). *Letno poročilo 2007* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007sl.pdf> [1.2.2011]
16. Evropska centralna banka. (2009). *Letno poročilo 2008* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008sl.pdf> [1.2.2011]
17. Evropska centralna banka. (2010). *Letno poročilo 2009* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2009sl.pdf> [1.2.2011]
18. Evropska centralna banka. (2011). *Letno poročilo 2010* [online]. Dostopno na: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2010sl.pdf> [20.02.2012]
19. Federal reserve Bank of New York. 2011. *Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates* [online]. Dostopno na: <http://www.ny.frb.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html> [1.2.2011]
20. International monetary fund. 2012. World Economic Outlook Database [online]. [februar, 2012]. Dostopno na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/weoselgr.aspx> [20.2.2012]