

UNIVERZA V MARIBORU
EKONOMSKO-POSLOVNA FAKULTETA

Diplomsko delo

IZZIVI KITAJSKE TEČAJNE POLITIKE

April 2016

Ranko Perič

UNIVERZA V MARIBORU
EKONOMSKO-POSLOVNA FAKULTETA

Diplomsko delo

IZZIVI KITAJSKE TEČAJNE POLITIKE

Challenges of China Foreign Exchange Policy

Kandidat: Ranko Perič

Študijski program: visokošolski strokovni

Študijska usmeritev: Bančništvo in finance

Mentor: dr. Sebastjan Strašek

Jezikovno pregledala: Tatjana Hren Dizdarević, prof. slo.

Študijsko leto: 2015/2016

Maribor, april 2016

POVZETEK

Politika menjalniškega tečaja v moderni mednarodni ekonomiji predstavlja pomembno orožje zunanje trgovinske politike svetovnih gospodarskih velesil predvsem v primerih, ko drugi vzvodi monetarne politike pri reševanju tekočega računa in zunanjega trgovinskega primanjkljaja ali presežkaniso uspešni. Pri tem se vsaka od držav mednarodnega finančnega ustroja sooča z vprašanjem načina reševanja zunanje trgovinskega ravnovesja od izbire deviznega režima, prepričevanja nasprotnika v spremembo makroekonomske politike, uravnovešenja medsebojnega menjalniškega tečaja do spremembe lastne monetarne in/ali fiskalne politike. Kitajska kot ekonomska velesila pri oblikovanju menjalniškega tečaja do ameriškega dolarja ni izjema. Diplomsko delo predstavlja različne poglede na oblikovanje menjalniškega tečaja kitajske valute do ameriškega dolarja kot svetovne valute in druge makroekonomske ukrepe za reševanje neravnovesij v tekočem računu kot tudi v zunanjetrgovinski bilanci.

Ključne besede: menjalniški tečaj, revalvacija, deprecijacija, politika menjalniških tečajev, teorija menjalniških tečajev.

ABSTRACT

The exchange rate policy in the modern international economy represents an important weapon of external trade policy of the world's major economic powers especially in cases where other levers of monetary or fiscal policy are not successful in resolving the external trade deficit or surplus. In doing so, each of the countries of the international financial architecture is faced with the question of how to solve the foreign trade balance. Persuasion in change of macroeconomic policy, accept a change in mutual exchange rate or alter in their own monetary and / or fiscal policy are possible basic choices of conduct. China as an economic superpower in the design of the exchange rate against the US dollar is no exception. The thesis presents different views on the policy of the exchange rate of the Renminbi against the US dollar as a global currency beside other macroeconomic measures to settle current account and trade imbalances.

Keywords: exchange rate, exchange rate policy, revaluation, depreciation, exchange rate theory

KAZALO

1	UVOD	1
1.1	Opis področja in opredelitev problema.....	1
1.2	Namen, cilji in osnovne trditve.....	1
1.3	Predpostavke in omejitve.....	2
1.4	Predvidene metode raziskovanja	2
2	ZNAČILNOSTI DEVIZ	3
2.1	Valuta	3
2.2	Konvertibilnost	3
2.3	Devizni režim	4
2.4	Devizni tečaj	5
2.4.1	Nominalni devizni tečaj	6
2.4.2	Realni devizni tečaj.....	6
3	TEORIJE DEVIZNIH TEČAJEV	8
3.1	Plačilno-bilančna teorija	8
3.2	Premoženjska ali portfeljska teorija.....	11
3.3	Teorija paritete kupne moči.....	12
3.4	Bipolarna teorija	14
3.5	Martingalna teorija	14
3.6	Sistemi menjalnih tečajev	15
3.7	Regije deviznih režimov	17
4	KITAJSKA TEČAJNA POLITIKA	18
4.1	Obdobje trde vezave 1994–2005	19
4.2	Vpliv trde vezave na domačo in globalno ekonomijo	22
4.3	Gospodarska rast in težave v mednarodni trgovini.....	25
4.4	Obdobje drseče vezave od leta 2005 naprej.....	27
5	ZAKLJUČEK	35
	LITERATURA IN VIRI	36

KAZALO GRAFOV

GRAF 1: Gibanje vrednosti deviznega tečaja USD/EUR in cen nafte v obdobju 1990–2015.....	6
GRAF 2: Big Mac indeks podcenjenost kitajske valute do ameriškega dolarja v % v obdobju 1992–2016	13
GRAF 3: Kitajska valuta v razmerju do USD in razlika v odstotni spremembi cen na drobno ZDA–Kitajska v obdobju 1993–2010	21
GRAF 4: Kitajska – cene na drobno, BDP in brezposelnost 1990–2005 v nacionalni valuti	21
GRAF 5: Tuje direktne investicije v kitajsko gospodarstvo po državah v obdobju 1994–2005	23
GRAF 6: Tuji direktni investicijski prilivi v obdobju 1990–2005 kot odstotni delež BDP v državah G7 in Kitajske	25
GRAF 7: Domače varčevanje v obdobju 1990–2005 kot odstotni delež BDP v državah G7 in Kitajske..	25
GRAF 8: Devizni nadzor	27
GRAF 9: Menjalni tečaji kitajske valute do ameriškega dolarja in sprememba politike centralne banke .	32
GRAF 10: Tuji direktni investicijski prilivi v obdobju 2005–2015 kot odstotni delež BDP	33
GRAF 11: Domače varčevanje v obdobju 2005–2015 kot odstotni delež BDP	33
GRAF 12: Zunanjetrgovinski primanjkljaj ZDA v trgovanju s Kitajsko.....	34

KAZALO TABEL

TABELA 1: Regresijska analiza košarice valut.....	30
TABELA 2: Regresijska analiza sistema plazeče vezave	31

KAZALO SLIK

SLIKA 1: Prikaz pravilne monetarne politike	28
---	----

1 UVOD

1.1 Opis področja in opredelitev problema

Oblikovanje tečajne politike v modernih mednarodnih monetarnih in finančnih sistemih se v marsičem razlikuje od systemskega koncepta, ki je veljal po Bretton-Woodskega dogovoru, kjer je bil uveljavljen sistem fiksnih, vendar prilagodljivih deviznih tečajev v izogib kompetentnim depreciacijam, ki bi vodile v neskladja. Sistem je v osnovi omogočal dovolj maneverskega prostora za uravnavanje temeljnih neravnovesij, v katerem so vsi kapitalski tokovi igrali postransko vlogo pri financiranju plačilno-bilančnih neravnovesij. Seveda pod nadzorom Mednarodnega denarnega sklada, ki je poleg nadzora financiral začasna neravnovesja in tako onemogočil velika nihanja tekočih ter zunanjetrgovinskih računov kot tudi proizvodnje in stopnje zaposlenosti.

Pod vplivom tržnih sil, ki v današnjem mednarodnem okolju vplivajo na oblikovanje deviznih tečajev, in pod vplivom zasebnih kapitalskih tokov, ki uravnavajo neravnovesja tekočih računov, so industrijske države ter države v razvoju opustile nadzor kot temelj Bretton-Woodskega sistema. Razvoj telekomunikacij in informatizacija mednarodnega finančnega prostora sta omogočila znižanje stroškov mednarodnih finančnih transakcij, globalizacijo in liberalizacijo ter razvoj mednarodnega finančnega in kapitalskega trga s hkratnim povečanjem občutljivosti obeh na sleherna nihanja v kapitalskih tokovih in politiki oblikovanja menjalniškega tečaja.

Tečajna politika predstavlja pomemben vplivnik notranje in zunanje ekonomske politike svetovnih gospodarskih velesil predvsem v primerih, ko drugi vzvodi monetarne politike niso dovolj uspešni pri reševanju neravnovesja tekočega računa ter zunanjega trgovinskega primanjkljaja ali presežka. Pri tem se vsaka država mednarodnega finančnega ustroja sooča z vprašanjem načina reševanja zunanje trgovinskega neravnovesja od izbire ustreznega deviznega režima, prepričevanja nasprotnika v spremembo makroekonomske politike, oblikovanja ustreznega deviznega tečaja do spremembe lastne monetarne in/ali fiskalne politike.

Kitajska kot rastoča ekonomska sila, ki se strmo vzpenja na svetovni lestvici gospodarskih velesil, je že desetletje pred izzivi oblikovanja ustrezne tečajne politike, ki bi uravnovesila razhajanja temeljnih makroekonomskih kot tudi mikroekonomskih kazalcev.

1.2 Namen, cilji in osnovne trditve

Namen diplomskega dela je predstaviti teorije deviznih režimov in metode oblikovanja deviznih tečajev ter sisteme deviznih tečajev z vsemi vplivi na druge temeljne ekonomske parametre in z izzivi, s katerimi se sooča hitro rastoče gospodarstvo pri oblikovanju ustrezne tečajne politike.

Cilj diplomskega dela je predstaviti in oceniti ustreznost kitajske tečajne politike od obdobja trde vezave do prestopa v drsečo vezavo, ki s popravki vodenja tečajne politike

ob hkratnem upoštevanju vseh ekonomskih posledic vodenja posamezne politike velja še danes.

Povezanost mednarodnih finančnih in kapitalskih trgov zahteva multilateralno vodenje ekonomskih politik posameznih držav za doseganje zunanjetrgovinskih in plačilno bilančnih ravnovesij. Zaradi tega lahko z gotovostjo trdimo, da tudi oblikovanje ustrezne tečajne politike ni enostranska dolžnost posamezne države, temveč skrb vseh gospodarstev, vpetih v globalni finančni sistem.

1.3 Predpostavke in omejitve

Predpostavljamo, da Kitajska vodi ustrezno tečajno politiko in da bi se morala mednarodna skupnost, predvsem pa posamezne države, kot so ZDA, bolj aktivno vključiti v reševanje globalnih ekonomskih neravnovesij.

Pri delu pričakujemo predvsem omejitve pri pridobivanju bistvenih ekonomskih podatkov, na katerih bodo temeljile premise diplomskega dela.

Pri pisanju diplomskega dela bomo uporabili inv delo vključili vire ter literaturo domačin in tujih avtorjev ter podatke, ki so dostopni na spletu.

1.4 Predvidene metode raziskovanja

Pri izdelavi diplomskega dela bomo uporabili:

- deskriptivno metodo, pri kateri gre za postopek povzemanja opazovanj, spoznanj, stališč, sklepov in rezultatov drugih avtorjev, na osnovi katerih je mogoče priti do novih samostojnih in posplošenih sklepov;
- metodo kompilacije, ko navajamo zapise, navedbe in citate drugih avtorjev;
- deduktivno metodo, ko razlagamo dejstva in zakone;
- induktivno metodo, ko na podlagi dejstev iz diplomskega dela v zaključku povzemamo vsebino le-te;
- analitično-sintetično metodo, ko bomo s pomočjo javno dostopnih podatkov raziskovali tečajno politiko;
- metodo sinteze v zaključku, ko prihajamo do svojih spoznanj.

2 ZNAČILNOSTI DEVIZ

2.1 Valuta

V literaturi se velikokrat pojavlja zmeda pri opredeljevanju pojma deviza, saj se pogosto uporablja sopomenka valuta (npr. tuj denar oz. gotovina, ki ni deviza, ampak valuta).

Deviza je tuji knjižni denar, imetje lastnika denarja pri bankah v tujini in je ne smemo enačiti kot devizno vlogo pri slovenskih bankah ali pa doma hranjena tuja denarna sredstva. K točnosti definicije devize moramo prišteti še kratkoročne terjatve do tujine, izražene v tujih denarnih sredstvih.

Zakon o deviznem poslovanju tujo valuto (devizo) opredeljuje kot: »Tuja gotovina so bankovci in kovanci v tuji valuti, ki jih je izdala centralna banka ali država.« (Uradni list RS, št. 16/08, 85/09 in 109/12).

V kratkem lahko opredelimo devizni tečaj kot ceno enote tujega knjižnega denarja ali kratkoročno terjatev do tujine.

Valuto torej lahko v širšem pomenu štejemo za devizo, ki gledano s stališča domače države pomeni tuja denarna sredstva, s katerimi razpolagamo v državi, medtem ko je deviza tuja denarna sredstva, razpoložljiva v tujini.

Z valuto običajno opredeljujemo efektivni tuji papirnati in kovani denar, ki lahko v določenih primerih pomeni tudi veljavni sistem v posamezni državi (op. avt. v deviznih ureditvah s tujo denarno valuto).

Funkcijsko vlogo valute v mednarodnem poslovanju in pri mednarodnih plačilih delimo na posredniško ali neposredniško. Posredniška vloga valute je izkazana predvsem pri mednarodnih finančnih transakcijah, kjer poslovni subjekti (transaktorji) uporabljajo določeno valuto, ki ni njihova nacionalna valuta, v plačilne namene (npr. v svetu je znana dolarizacija poslovanja, kjer se večina finančnih transakcij opravlja v ameriških dolarjih). Neposredna valuta pa pojmuje tisto valuto, pri kateri le-ta pomeni nacionalno valuto enega od transaktorjev v mednarodnem plačilnem prometu (npr. finančne transakcije med državami v Evro območju in državami izven njega v evrih).

2.2 Konvertibilnost

Ločimo zunanjo in notranjo konvertibilnost ali zamenljivost valute. Pri zunanji konvertibilnosti pomeni, da je država v vsakem trenutku sposobna odkupiti presežke svoje valute od nerezidentov ali tujcev. Nekonvertibilnost ali notranja konvertibilnost valute pa pomeni, da je valuta zamenljiva za tuja denarna sredstva, blago in storitve samo v državi izdajateljici, kar pomeni, da taka valuta nima zunanje zamenljivosti in ni del multilateralnega sistema mednarodnega plačevanja.

Po razpadu Bretton-Woodskega sporazuma leta 1971 in odpravi konvertibilnosti ameriškega dolarja kot svetovnega denarja v zlato, je večina razvitih svetovnih gospodarstev uvedla drseče devizne tečaje. Oblikovanje tako imenovanih tržnih

deviznih tečajev temelji na prosti trgovini blaga in storitev ter mednarodnih plačilih in se odvija na prostih deviznih trgih.

2.3 Devizni režim

Režimi deviznih tečajev se v današnjem mednarodnem monetarnem in finančnem sistemu v veliki meri razlikujejo tako v konceptu kot tudi v funkciji od tečajev, določenih z Bretton-Woodskim dogovorom leta 1944. Temelji Bretton-Woodskega sistema deviznih tečajev so izhajali iz fiksnih, vendar prilagodljivih deviznih tečajev, da bi odpravili čezmerno nihanje tečajev, ki so značilni za drseče devizne tečaje in da bi preprečili konkurenčne apreciacije. Sistem je dovoljeval dovolj fleksibilnosti pri deviznih tečajih za ohranjanje mednarodnega plačilno-bilančnega ravnovesja. V tem sistemu kapitalski tokovi naj ne bi imeli velikega vpliva na financiranje plačilnih neravnovesij. Financiranja občasnih plačilnih neravnovesij preko MDS-a pa naj bi zgladila potencialna nihanja tekočega računa, trgovinskih tokov in stopnje zaposlenosti.

Današnja ureditev sistema oblikovanja deviznih tečajev industrijskih držav je v veliki meri opustila fiksn režim, saj večina pomembnih valut spreminja medsebojno menjalno razmerje na podlagi vpliva tržnih sil z značilnimi kratkotrajnimi nihanjem in občasnimi srednje velikimi skoki. Na spremembe v deviznem režimu so večinoma vplivale valutne krize. Vsekakor so današnji mednarodni denarni tokovi vir financiranja stvarnih neravnovesij v tekočih računih, njihovo nihanje pa govori v prid makroekonomskim motnjam globalnega finančnega ustroja. Večina industrijsko razvitih držav je opustila nadzor (beri fiksn devizni tečaj), kar velja tudi za mnoge države v razvoju.

Sodobni mednarodni monetarni in finančni ustroj oblikujejo tri značilnosti, in sicer (Mussa et. al., 2006):

- razvoj telekomunikacij ter informacijske tehnologije je znižal stroške transakcij finančnih storitev in pospešil razvoj finančnih inovacij ter omogočil liberalizacijo in deregulacijo domačih ter mednarodnih finančnih transakcij. Prav tako so inovacije v finančnih storitvah omogočile večjo mobilnosti kapitala, odpravile so ovire pri trgovanju s finančnimi produkti kot tudi povečale občutljivost finančnih trgov na povečana tveganja. Oblikoval se je globalni finančni trg, v katerega so posamezne ekonomije povezane z mednarodnim deviznim in kapitalskim trgom, katerih nihanja se v večji ali manjši meri odražajo na slednjem;
- države v razvoju postajajo del svetovne ekonomije, tako na globalnem trgu blaga in storitev kot tudi na globalnem finančnem trgu. Mnoge od njih so v veliki meri izkoristile ugodnosti globalizacije, hkrati pa izpostavile gospodarstva finančnim tveganjem. Vstop na globalni finančni trg jim je omogočil tudi pridobitev tujega, predvsem privatnega kapitala za financiranje razvoja;
- z rojstvom evra se je postavil mejnik razvoja v smeri bi- ali tri-polarnega deviznega sistema in s tem zmanjševanja pomena ameriškega dolarja v globalni ekonomiji kot dominantne valute.

Ekonomije posameznih držav se glede na lastno ekonomsko politiko odločajo za način oblikovanja deviznega tečaja.

Fischer (2001, 10) razvršča oblikovanje deviznih tečajev v tri skupine, in sicer: čvrst devizni režim (hard peg), vmesni devizni režim (intermediate peg) ter drseči devizni režim (float peg). Ena tretjina svetovnih ekonomij, večinoma držav v razvoju, je izbrala vmesni devizni režim. Mnenja o pravilnem izboru deviznega režima posamezne ekonomije so deljena. Summers (2000, 8) opaza, da vir finančnih kriz nista fiskalni deficit in tekoči račun, temveč velike pomanjkljivosti in slabosti bančnega ter finančnega sektorja in kratkoročnih kapitalskih tokov. Poudarja, da fiksni devizni tečaj ne opravlja svoje naloge na trgih, kjer prevladujeta finančna deregulacija in svobodni pretok kapitala; predlaga izbiro vmesnega deviznega tečaja, ki bo omogočil neodvisno monetarno politiko.

Fischer (2001, 11) sklepa, da je izbor deviznega režima države odvisen od značilnosti ekonomije, predvsem pa od zgodovine inflacije. Fiksni devizni režimi so primerni za ekonomijo, ki ima dolgo zgodovino nestabilnosti, ali za ekonomijo, kjer je vpetost kapitalskih in tekoče bilančnih transakcij tesno povezana z drugo ekonomijo.

2.4 Devizni tečaj

Devizni tečaj je ena izmed najpomembnejših cen v svetovni ekonomiji, ki pomembno vpliva na gospodarsko dinamiko. Kot vsaka druga cena se tudi le-ta oblikuje kot rezultat ponudbe in povpraševanja, in sicer ponudbe ter povpraševanja po tuji valuti na deviznem trgu. Gre za zelo občutljivo ceno, ki se hitro odziva na spremembe pri ekonomskih faktorjih. Skoraj vse ekonomske spremembe v državi in njenem mednarodnem okolju, kot so spremembe produktivnosti, osebnih dohodkov, cen energije, predvsem naftnih derivatov, skupaj z ukrepi ekonomske politike vplivajo na tri ključne makroekonomske indikatorje, in sicer na:

- cene (inflacijo);
- obrestne mere;
- dohodek.

Spremembe v teh indikatorjih vplivajo na ponudbo in povpraševanje po devizah ter s tem posledično na oblikovanje in spreminjanje deviznega tečaja. V današnjem globalnem okolju devizni tečaji reagirajo celo na pričakovane oz. napovedane spremembe v ekonomiji, zaradi česar se devizni tečaji objavljajo dnevno ali celo urno (forex devizni trg).

Zadnje empirične raziskave (Ferraro in sodelavci, 2015) dokazujejo, da spremembe sočasnih izvoznih cen blaga države lahko napovedujejo dnevne menjalniške tečaje države, vendar niso dober pokazatelj gibanja menjalniških tečajev na dolgi rok.

GRAF 1: Gibanje vrednosti deviznega tečaja USD/EUR in cen nafte v obdobju 1990–2015



(VIR:<http://www.tradingeconomics.com>.)

Devizni tečaj v ekonomiji opravlja pomembne funkcije alokacije, redistribucije in usmerjanja razvoja. To pomeni, da ima velik vpliv na posamezne cenovne komponente uvoza in izvoza blaga ter storitev kot tudi na same cene znotraj posameznega gospodarstva.

2.4.1 Nominalni devizni tečaj

Današnje objave deviznih tečajev v medijskih sredstvih so izražene v nominalnih bilateralnih vrednostih. Nominalni devizni tečaj se doseže s kotacijo na deviznem trgu (pripravljenostjo za trženje). Tečaj nam pove, koliko enot neke valute lahko na deviznem trgu kupimo z eno enoto neke druge valute.

Nominalni devizni tečaji se izražajo na dva načina, in sicer kot:

- direktna kotacija, kar pomeni, da je vrednost (cena) ene enote tujega denarja izražena z določeno količino domačega denarja (1 USD/0,7587 EUR direktna kotacija USD in EUR);
- indirektna kotacija je obratno sorazmerna direktni kotaciji in predstavlja eno enoto domačega denarja, izraženo z določeno količino tujega denarja (1 EUR/1,3180 USD indirektna kotacija USD in EUR).

2.4.2 Realni devizni tečaj

Nominalni tečaji izražajo trenutno ceno ponudbe in povpraševanja na deviznih trgih, s katero ni mogoče določiti kupno moč določene valute, tako imenovano realno vrednost denarja. Pri izračunu realnih tečajev moramo upoštevati spremembo različne ravni cen v posamezni državi partnerici. Cenovne indekse dobimo na podlagi paritete kupne moči, ki kot osnovo za izračun lahko uporablja indekse splošne ravni cen, potrošniške košarice, proizvodnih cen ali deflatorja bruto družbenega proizvoda. Vsaka izmed teh metod ima določene pomanjkljivosti.

$$E = \frac{eP^*}{P} \quad (1)$$

E – realni devizni tečaj, e – nominalni devizni tečaj, P* – raven cen v tujini, P – raven domačih cen

Realni tečaji (Luis A.V. Catão, 2007) zaradi vpliva spremembe cen pri bilateralnih partnerjih nihajo v obe smeri. Gibanje se odraža na konkurenčni sposobnosti določenega gospodarstva v razmerju do bilateralnega partnerja. Pri tem je potrebno poudariti, da padanje realnega bilateralnega deviznega tečaja pomeni realno zvišanje vrednosti domače valute v primerjavi s tujo, kar posledično povzroči zmanjšanje konkurenčne sposobnosti države do partnerske države oz. na mednarodnem trgu. Pri zvišanju realnega bilateralnega tečaja pa je potek nasproten opisanemu.

3 TEORIJE DEVIZNIH TEČAJEV

Z gospodarskim razvojem in evolucijo mednarodnih trgovinskih ter finančnih odnosov je tudi ekonomska znanost na podlagi vse kvalitetnejših informacij razvijala hipoteze in teorije determiniranja deviznih tečajev. Mejniki oz. točka preobrata je bil razpad Bretton-Woodskega dogovora in s tem sistema fiksnih tečajev ter prehod na fleksibilne devizne tečaje. Danes lahko trdimo, da je svet ena velika globalna vas, v kateri vsaj na ekonomskem in finančnem področju sleherne informacije ter pričakovanja investorjev lahko povzročijo velika nihanja deviznih tečajev in posledično nepopravljive posledice. Teorije sistema fiksnih tečajev, predvsem teorija absorpcije in teorija elastičnosti, so bile osredotočene na razlago plačilno bilančnih postavk ob zanemarjanju vpliva finančnega trga, medtem ko novejša teorija sistema fleksibilnih deviznih tečajev poskušajo dognati, kateri so tisti ekonomski dejavniki, ki povzročajo spremembe deviznih tečajev na kratki oz. srednji rok.

3.1 Plačilno-bilančna teorija¹

Plačilno-bilančna teorija (angl. Balance of Payments Theory (Approach)) pojmuje, da se cena deviznega tečaja oz. ravnovesni devizni tečaj oblikuje na podlagi ponudbe in povpraševanja na trgu. Ravnovesni devizni tečaj je seveda pri tej teoriji neposreden, odvisen od sprememb plačilne bilance, ki je razlika med uvozom in izvozom blaga, storitev, portfeljskih investicij in neposrednih investicij določenega gospodarstva. Ravnovesni tečaj je dosežen takrat, ko imamo uravnoteženo plačilno bilanco. Devizni tečaj se spreminja v skladu s spremembami činiteljev plačilne bilance.

Vse spremembe v plačilni bilanci, ki pomenijo finančni pritek v gospodarstvo, se pojmujejo kot pozitivni denarni tok. Finančni odtoki se pojmujejo obratno. Rečemo lahko, da je plačilna bilanca bilanca poslovanja s tujino in kot taka bi morala biti vedno uravnotežena, torej enaka 0.

Plačilna bilanca je običajno razdeljena na tekoči račun (CA), kapitalski in finančni račun (KA) ter na uradne rezerve (OR).

$$\text{BOP} = \text{CA} + \text{KA} + \text{OR} = 0 \quad (2)$$

Tekoči račun (CA) vsebuje bilanco izvoza in uvoza blaga ter storitev, razliko med prilivi in odlivi plačil za obstoječe investicijeter nevrnjenimi transferji. Izvoz blaga in storitev ter prilivi iz drugih držav povečujejo tekoči račun plačilne bilance in obratno.

Kapitalski in finančni račun (KA) vsebuje vse kratkoročne ter dolgoročne kapitalske in finančne transakcije, kot so direktne investicije, portfeljske investicije, ostali prilivi predvsem kratkoročnega kapitala in neto napake ter opustitve.

Neposredne investicije predstavljajo razliko v neto zneskih neposrednih nakupov podjetij rezidentov v tujini, ki je negativna postavka v kapitalnem računu (debet) in

¹Povzeto po predavanjih Susmel R., 2002., Bauer College Of Business.

nakupi tujcev v državi, ki se obravnavajo kot povečanje kapitalskega računa (kredit). Kapitalski račun vsebuje vse kapitalne transakcije nakupa ali prodaje nefinančnega premoženja, medtem ko finančni račun obravnava vse transakcije spremembe lastništva s tujino.

V kapitalnem računu so izvzete vse transakcije centralne banke, ki jih obravnavamo v računu monetarnih rezerv, ki odseva spremembe v zlatu in deviznih rezervah. Vsaka transakcija centralne banke, ki pomeni prodajo tujih denarnih valut na deviznem trgu in prejem domače valute v zameno, povečuje plačilno bilanco in obratno. Ob tem moramo opomniti, da račun monetarnih rezerv na eni strani odraža spremembe v deviznih rezervah kot tudi spremembe neto zadolženosti centralne banke pri tujih centralnih bankah.

Vsekakor bi morali v plačilni bilanci upoštevati tudi opuščene in nepopolne transakcije, ki jih imenujemo tudi statistične neskladnosti (SD).

$$CA + KA + SD = - OR \quad (3)$$

Pri prebiranju plačilnih bilanc lahko opazimo, da le-te pogosto niso uravnotežene (enake 0). Vzrokov za neuravnoteženost je veliko, kot npr. uporaba različnih časovnih in prostorskih metod obravnavanja ter beleženja mednarodnih transakcij, nenatančni zapisi transakcij, nenatančna poročila o opravljenih mednarodnih transakcijah ipd.

Iz enačbe plačilne bilance (2) je razvidno, da mora biti tako kapitalski kot tudi tekoči račun z upoštevanjem statističnih napak usklajen z negativno vrednostjo deviznih rezerv. Z drugimi besedami, neuravnoteženost se usklajuje iz deviznih rezerv, kar nakazuje na dejstvo, da neskladnosti pomenijo pritisk na spremembo deviznega tečaja.

Plačilno bilančna teorija loči nekaj pristopov, ki determinirajo spremembo. Le-ti so:

Tekoči račun je poglavitni dejavnik določanja deviznega tečaja. Uravnoteženi devizni tečaj je dosežen takrat, ko je tekoči račun plačilne bilance v ravnovesju. Vsa neskladja med uvozom in izvozom blaga ter storitev odpravlja devizni tečaj, ki se spreminja v skladu z gibanji tekočega računa. Tako izvoz kot uvoz sta funkciji realnega deviznega tečaja (R_t) in ravni domačega (Y_d) ter tujega dohodka (Y_f).

$$CA = X - M = f(R_t, Y_d, Y_f) \quad (4)$$

Primer: predpostavimo, da je slovensko gospodarstvo v ravnovesju tekočega računa ($CA=0$). Povečanje domačega dohodka in s tem kupne moči bo povečalo povpraševanje po blagu in storitvah iz uvoza ter posledično bo prišlo do deficita v tekočem računu ($CA < 0$). Po teoriji devizni tečaj aprecira in povzroči zmanjšanje vrednosti domače valute, višje domače cene, nižje cene v tujini ter zmanjšanje dohodka v tujini, kar odpravi neskladnost v tekočem računu. V primeru povečanja dohodka v tujini lahko analogno pričakujemo depreciacijo deviznega tečaja.

Teorija mora upoštevati koeficient elastičnosti uvoza in izvoza ter njegovo občutljivost na spremembo deviznega tečaja;

Absorpcijska teorija ne upošteva uvoza in izvoza kot vzroka spremembe tekočega računa plačilne bilance, temveč kot dejavnik upošteva spremembo med domačim dohodkom in domačo potrošnjo.

$$Y = C + I + G - T + (X - M) \quad (5)$$

Y – narodni dohodek, C – potrošnja, I – investicije privatnega sektorja, G – javna poraba, T – davki, X – izvoz, M – uvoz (Dunn in Mutti, 2004, str. 286). Absorpcija (A) je definirana s potrošnjo, z zasebnimi investicijami in javno porabo (C+I+G).

V primeru, ko je narodni dohodek Y večji kot je absorpcija A; gospodarstvo ima presežni izvoz, kar povečuje tekoči račun plačilne bilance. Slika se spremeni ob presežni absorpciji, ki vodi v zmanjšanje tekočega računa. V primeru devalvacije (zmanjšanja zunanje vrednosti domače valute) se izvoz poveča in poveča se narodni dohodek seveda pod pogojem, da gospodarstvo ni v položaju polne zaposlenosti. V slednjem primeru bo devalvacija samo okrepila inflacijske pritiske.

Če upoštevamo, da je neto varčevanje zasebnega sektorja S razlika med narodnim dohodkom in javnimi odhodki ter davkom

$$S = Y - G - T \quad (6)$$

ugotovimo, da je tekoči račun plačilne bilance

$$CA = S - (I + (G - T)) \quad (7)$$

mogoče povečati:

- s povečanjem varčevanja zasebnega sektorja za dano raven investicij, javne porabe in davkov;
- z zmanjšanjem investicij za dano raven zasebnega varčevanje, davkov in javne porabe;
- z zmanjšanjem deficita javne porabe (G-T) za dano raven zasebnega varčevanja in investicij.

Obe teoriji imata veliko pomanjkljivosti, saj ne upoštevata kapitalskih tokov in finančnega toka.

Monetarni pristop k plačilni bilanci upošteva kapitalске in finančne tokove ter pojmuje neravnovesje plačilne bilance kot monetarno neravnovesje, ki se odraža v kapitalskem in finančnem računu.

Pri monetarni teoriji je dejansko kapitalski račun enak negativni vrednosti tekočega računa pod pogojem, da so uradne rezerve majhne. Presežek v tekoči bilanci je torej enak deficitu kapitalskega računa. To nas vodi do spoznanja, da v primeru deficita tekočega računa gospodarstvo akumulira dolg ali zmanjšuje devizne rezerve in obratno.

$$KA = -CA \quad (8)$$

V režimu fiksnih deviznih tečajev monetarna teorija tolmači, da se presežek denarne ponudbe centralne banke glede na povpraševanje lahko sterilizira z odlivi kapitala. Povečana denarna ponudba povzroči dvig splošne ravni cen, kar zaradi pogojev fiksnega deviznega tečaja poceni blago in storitve v tujini ter poveča odliv kapitala v tujino vse dokler se cene domačega blaga in storitev ne izenačijo s cenami v tujini (pariteta kupne moči). Analogno se dogaja ob presežku denarnega povpraševanja nad ponudbo, vendar v nasprotno smer. V pogojih fiksnega deviznega režima kapitalski tokovi izravnajo monetarno neravnovesje.

V režimu fleksibilnih deviznih tečajev mehanizmi ravnovesja delujejo povsem drugače. Kapitalski račun (KA) poleg finančnih transakcij mednarodnega trgovanja blaga in storitev vsebuje tudi vse finančne tokove v zvezi z nakupi tujih vrednostnih papirjev in bančnih depozitov. Teorija domneva, da je kapitalski račun odvisen od razlike v obrestni meri (pariteta obrestne mere). Zaradi dejstva, da večino investorjev skrbidonos v domači valuti, je kapitalski račun odvisen od donosa S_t tako, da lahko izrazimo kapitalski račun kot funkcijo razlike v obrestni meri in donosa.

$$KA = f(i_d - i_a, S_t) \quad (9)$$

Primer: slovensko gospodarstvo je v ravnovesju. V določenem trenutku se domače obrestne mere relativno povišajo bolj kot obrestne mere v tujini. Investitorji zaradi ugodnejših pogojev nadomestijo premoženje, denominirano v tuji valuti, za ekvivalentno denominirano v domači valuti, kar vodi v njeno apreciacijo in vrne plačilno bilanco v ravnovesje zaradi pocenitve tujega premoženja, blaga in storitev.

3.2 Premoženska ali portfeljska teorija²

Premoženska teorija obravnava denarne valute kot vrsto premoženja, ki ima svojo ceno in ki, kot vsako drugo premoženje, vpliva na ravnovesje mednarodnih finančnih in blagovnih tokov. Devizni tečaj je relativna cena med dvema valutama in kot taka je določena z željo rezidenta po imetju tujega ter domačega finančnega premoženja. Teorija temelji na pričakovanju, ki pomembno vpliva na vsako, tako tudi na ceno deviznega tečaja. Visoka mobilnost posameznega finančnega premoženja, denominiranega v različnih tujih valutah, je pogoj te teorije. Glavna težava teorije je pravilna sestava premoženjskega portfelja.

Enostavna različica teorije temelji na kvantitativni teoriji denarja in ne na teoriji paritete kupne moči.

$$M_s * V = PY \quad (10)$$

kjer je V hitrost denarnega obtoka, P cenovna raven, Y narodni dohodek in M_s denarna ponudba, katera je v pogojih ravnovesja enaka denarnemu povpraševanju.

$$S_t = \frac{V_d}{V_f} * \frac{Y_f}{Y_d} * \frac{M_{Sd}}{M_{Sf}} \quad (11)$$

²Povzeto po predavanjih Susmel R., 2002., Bauer College Of Business.

Popolna fleksibilnost cen, pariteta kupne moči in konstantna hitrost denarnega obtoka na kratki rok so pogoj za določitev deviznega tečaja ob predpostavki, da je hitrost denarnega obtoka konstanta:

$$S_t + T = Y_{f,T} - Y_{d,T} + m_{sd,T} - m_{sf,T} \quad (12)$$

Majhne črke pomenijo odstotno spremembo.

Pri naprednejšem pristopu portfeljske teorije upoštevamo povpraševanje po pravemu denarju. Na oblikovanje deviznega tečaja vpliva razlika med tujimi in domačimi obrestnimi merami. Trenutni devizni tečaj je odvisen od pričakovanega deviznega tečaja v prihodnosti.

Teorija predvideva, da se trenutni devizni tečaj obnaša kot vsaka druga špekulativna cena in da do sprememb prihaja ob spremembi relevantnih informacij.

Messe in Rogoff (1983, 3–24) sta ugotovila, da zgoraj navedeni strukturni modeli niso dobri napovedovalci sprememb deviznih tečajev, predvsem zaradi neupoštevanja strukturnih sprememb gospodarstev, ki pomembno vplivajo na dejavnike oblikovanja deviznih tečajev.

3.3 Teorija paritete kupne moči

Že iz poimenovanja teorije lahko ugotovimo (Dornbusch, 1985), da teorija temelji na hipotezi svetovne cene (The Law of One Price) in na notranji vrednosti denarja. Sleherni produkt zunanjetrgovinske menjave ima povsod enako ceno. V primeru, da bomo lahko v tujini s tujim denarjem nakupili večjo količino istovrstnega blaga, se bo povečalo povpraševanje po tuji valuti, kar bo privedlo do podražitve le-te z zvišanjem deviznega tečaja dokler se cene domačega in tujega blaga ne izenačijo. Devizni tečaj je funkcija cene istovrstnega blaga na domačem in tujem tržišču.

Absolutna različica teorije devizni tečaj dveh valut pojmuje kot razmerje med ravnima cen istovrstnega blaga v dveh državah. Ravnotežni tečaj ustreza razmerju med domačimi in tujimi cenami.

$$P_t = \frac{p_t^*}{e_t} \quad (13)$$

p – raven domačih cen, p^* – raven tujih cen, e – menjalni tečaj

Relativna različica teorije temelji na predpostavki spremembe domačih in tujih cen (inflacije). Sprememba deviznega tečaja bi se odstotno morala ujemati z odstotno spremembo cen v obeh državah.

$$1 + \pi_t = (1 + \pi_t^*) (1 + e_t) \quad (14)$$

π_t , π_t^* in e_t predstavljajo domačo inflacijo, tujo inflacijo in depreciacijo.

Teorija ima veliko pomanjkljivosti (Salvatore, 2010, 455–471), še posebej na kratek rok, ker ne upošteva:

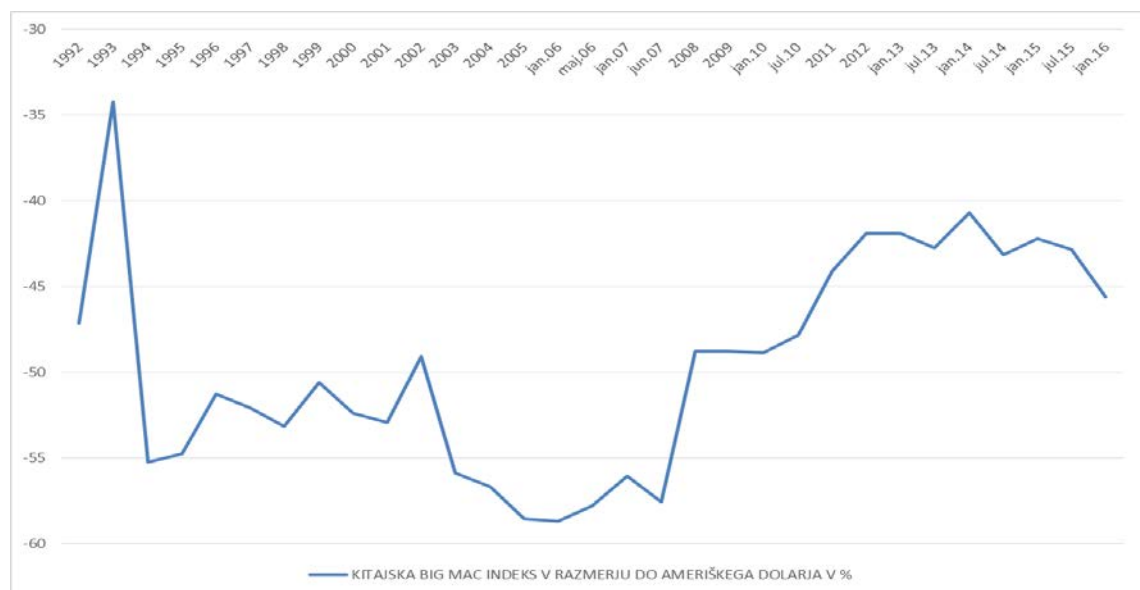
- strukturnih sprememb (npr. tehnološki napredek) v gospodarstvih;
- transportnih, zavarovalnih in finančnih stroškov;
- državne pomoči določenim sektorjem;
- da inflacijske stopnje niso edine, ki vplivajo na plačilne bilance;
- ne upošteva trgovskega in netrговskega blaga (v nekaterih državah predstavlja netrговsko blago tudi 50% BDP).

Realna pariteta kupne moči je pogosto merilo vzdržnosti deviznega tečaja in kot osnovo uporablja cenovne indekse. Po Big Mac indeksu paritete kupne moči je kitajska valuta podcenjena za približno 45% (Economist, januar 2016, Graf 2).

Trgi posameznih držav niso povsem vpeti v mednarodno izmenjavo blaga in storitev, kar pomeni, da cenovni mehanizmi ne opravljajo arbitraže cen blaga, ki ni predmet mednarodne trgovine.

Obstajajo empirični dokazi, da cene takega blaga naraščajo s porastom produktivnosti, realnih osebnih dohodkov in realnega dohodka. Produktivnost narašča hitreje pri proizvodnji blaga mednarodne trgovinske menjave kot tistega, ki ni predmet take trgovine (Balassa-Samuelsonova hipoteza).

GRAF 2: Big Mac indeks podcenjenost kitajske valute do ameriškega dolarja v % v obdobju 1992–2016



VIR: The Economist.

Graf 2 prikazuje gibanje Big Mac indeksa (neobdelani podatki *op. avt.*) kitajske valute juana do ameriškega dolarja, iz katerega je razvidna velika podcenjenost deviznega tečaja v celotnem prikazanem obdobju, ki se je z uvedbo spremembe deviznega režima po gospodarski krizi leta 2008 nekoliko zmanjšala.

3.4 Bipolarna teorija

Imenujejo jo tudi hipoteza o manjkajoči sredini ali teorija o izginjanju srednjih režimov deviznega tečaja.

Teorija (Fischer, 2011, Krugman, 1996) je nastala v povezavi z evropskim mehanizmom deviznih tečajev ERM, ki so bili v obdobju 1992–93 pod močnimi špekulativnimi napadi kapitala na posamezne valute članic ERM iz katerega sta se morali nato umakniti Italija in Velika Britanija. Analize teh špekulativnih napadov in ERM so pokazale, da ni varnega srednjega režima deviznih tečajev med režimi trde vezave in režimi drsečih deviznih tečajev.

Razvijajoče krize tržnih gospodarstev so podkrepile teorijo. Vzroki za finančne krize so na kapitalskih trgih (Montiel, 2014, str. 69), ki so tako ali drugače povezani s srednjimi režimi deviznih tečajev.

Na podlagi teh dejstev je bila oblikovana bipolarna teorija, ki trdi, da srednji oz. hibridni devizni tečaji niso vzdržni in da so režimi trde vezave ter drsečih deviznih tečajev edini devizni režimi, ki so primerni za sedanjo stopnjo razvitosti globalnega finančnega trga.

3.5 Martingalna teorija

Pomanjkljivosti večine teorij določanja deviznega tečaja še posebej na kratek rok so dokaz, da so finančni trgi izredno učinkoviti in da devizni tečaj kot cena vsebujejo vse razpoložljive informacije o bodočem deviznem tečaju ter da so vse ostale informacije nepomembne za oblikovanje bodočega deviznega tečaja.

Martingalne teorije oblikovanja deviznega tečaja temeljijo na trditvi, da je najboljši napovedovalec bodočega deviznega tečaja trenutni devizni tečaj (Susmel, 2002).

$$E_t[S(t + T) - S_t] = 0 \quad (15)$$

E_t – koeficient pričakovanja glede na razpoložljive informacije v času t .

V trenutku (Susmel, 2002) t je pričakovan devizni tečaj za čas T enak nič, kar pomeni, da je verjetnost, da bo devizni tečaj apreciral ali depreciral enaka 50%. Ni mogoče napovedati bodočega deviznega tečaja na podlagi preteklih informacij. Spremembe v deviznih tečajih niso v serijski korelaciji, temveč nastopajo naključno.

Messe in Rogoff (1983) sta s testiranjem dokazala, da so martingalni modeli določanja deviznega tečaja vsaj tako dobri kot ostale teorije deviznih tečajev. Nekateri avtorji (Young-Sook et. al., 2004) dokazujejo, da so martingalni modeli z drugačnim pristopom pri izračunih deviznih tečajev lahko kakovostnejši določevalci in napovedovalci deviznih tečajev.

Najnovejše študije (Wang in Wu, 2009 in Lansing in Ma, 2015) raziskujejo pomen monetarnih ukrepov, kot so Taylorjeva pravila, na oblikovanje deviznega tečaja. Rezultati, ki so podkrepjeni z empiričnimi dokazi, potrjujejo povezavo med deviznim tečajem in temeljnimi ekonomskimi dejavniki.

3.6 Sistemi menjalnih tečajev

Po metodi določanja uradne zunanje vrednosti domačega ali tujega denarja v grobem ločimo naslednje (Babula A. in Otker-Robe I., 2004):

- fiksne menjalne tečaje (angl. hard pegs);
- omejeno drseče menjalne tečaje (angl. intermediate pegs);
- prosto drseče menjalne tečaje (angl. floating pegs).

Razvrščanje režimov menjalnih tečajev v samo tri kategorije ni zajemalo razlik, ki so se dejansko dogajale pri politiki določanja menjalnih tečajev posameznih držav. Zato se je MDS odločil za razvrščanje režimov menjalnih tečajev, ki odražajo dejansko dogajanje na globalnem deviznem trgu. Leta 2009 je tim. *de facto* klasifikacija režimov menjalnih tečajev doživela zadnjo revizijo, in sicer (Habermeier *at.el.*, 2009, str. 11–14):

- **režim z drugo valuto kot uradno valuto države** (angl. no separate legal tender arrangement), država uporablja valuto druge države kot edino legalno valuto (legal tender). Npr. dolarizacija, kjer gre za popolno odpoved države svoji monetarni neodvisnosti. V to kategorijo sodi 13 držav članic MDS (MDS, 2014);
- **režime valutnega odbora** (angl. Currency board arrangement): država se v tem primeru zaveže, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksnem deviznem tečaju ter da bo izdajala domači denar le, če bo obstajalo kritje v deviznih rezervah (običajno več kot 50%). To pomeni, da centralna banka izgubi tradicionalne funkcije, kot je posojilodajalec v skrajni sili (angl. last resort), ter monetarno politiko. V to kategorijo sodi 12 držav članic MDS (MDS, 2014);
- **režime konvencionalnega fiksnega deviznega tečaja** (angl. Conventional arrangement), kjer se država zaveže, da bo devizni tečaj vzdrževala na določeni ravni glede na določeno tujo valuto ali pa košarico tujih valut. Košarico običajno tvorijo valute najpomembnejših trgovskih partnerjev države, država pa lahko valuto veže tudi na neko umetno valuto, kot je na primer SDR. Devizni tečaj se lahko giblje v mejah $\pm 1\%$ okrog centralnega deviznega tečaja ali pa največja in najmanjša vrednost deviznega tečaja ostaneta v pasu 2 % vsaj šest mesecev. Država mora biti pripravljena ohraniti fiksno pariteto z neposrednimi na deviznem trgu ali posrednimi intervencijami s politiko obrestnih mer, spreminjanjem deviznih zakonov, z ukrepi, ki omejujejo devizno trgovanje, ali z ukrepi drugih državnih institucij. Fleksibilnost in avtonomnost monetarne politike je sicer okrnjena, vendar večja kot pri režimih trde vezave. Namreč centralna banka ohrani sicer okrnjene funkcije, prav tako pa ima država možnost, čeprav redko, da spremeni raven deviznega tečaja. V to kategorijo sodi 44 držav članic MDS (MDS, 2014);
- **režim stabilnega deviznega tečaja** (angl. Stabilized arrangement): devizni tečaj sledi trenutni (tekoči) vrednosti na finančnih trgih v pasu 2% vsaj šest mesecev ali več in ne drsi ter se oblikuje na podlagi vezave na domače valute na določeno tujo valuto ali košarico valut. V to kategorijo sodi 21 držav članic MDS (MDS, 2014);
- **režim plazečega fiksnega deviznega tečaja** (angl. Crawling arrangement): valuta je sicer vezana na določeno tujo valuto ali košarico tujih valut, vendar je raven paritetne vrednosti valute v rednih intervalih prilagojena

kot odgovor na spremembe na nekatere makroekonomske indikatorje (razlika med domačo in tujo inflacijo v preteklem ter v prihodnjem obdobju) ali pa je samodejno prilagojena za manjše fiksne vrednosti. Ločimo nazaj in naprej obrnjen plazeči fiksni devizni tečaj. Devizni tečaj je obrnjen nazaj takrat, kadar s spremembo paritete država odgovarja na pretekle razlike med domačo in tujo inflacijo, naprej pa takrat, kadar je devizni tečaj uporabljen kot sidro proti inflaciji, kadar je torej nova pariteta postavljena na neko prej določeno raven, ki je nad ali pod pričakovano razliko med domačo in tujo inflacijo. V to kategorijo sodita 2 državi članici MDS (MDS, 2014);

- **režim, podoben plazečemu fiksному deviznemu tečaju** (angl. Crawl-like arrangement): devizni tečaj mora ostati v pasu 2% vsaj šest mesecev ali več od relativno statistično določenega trenda in ne sme drseti. Režim izpolnjuje pogoje, če je sprememba tečajne vrednosti kontinuirana ter večja kot pri režimu stabilnega deviznega tečaja in z letnim nihanjem v višini najmanj 1%. V to kategorijo sodi 15 držav članic MDS (MDS, 2014), med njimi tudi Kitajska;
- **režim fiksne devizne tečaja znotraj horizontalnega pasu** (angl. Pegged exchange rate within horizontal bands): v tem primeru se valuta lahko giblje v mejah $\pm 1\%$ okrog centralnega paritetnega deviznega tečaja z dovoljeno mejo med najnižjo in najvišjo, ki ne sme presežati 2% vrednosti. Monetarna oblast je zavezana, z direktnimi ali indirektnimi intervencijami na deviznih trgih, ohranjati oziroma vzdrževati meje gibanja deviznega tečaja. V to kategorijo sodi 13 držav članic MDS (MDS, 2014);
- **režim fiksne devizne tečaja znotraj plazečega pasu** (angl. Pegged exchange rate within horizontal bands): monetarna oblast vzdržuje devizni tečaj v mejah najmanj $\pm 1\%$ odstotek okrog centralno določenega paritetnega tečaja (npr. ERM II), ki se lahko prilagaja za manjše fiksne vrednosti v rednih intervalih oziroma se prilagaja spremembam nekaterih makroekonomskih indikatorjev. Prav tako kot pri režimu plazečega fiksne devizne tečaja lahko tudi tukaj razlikujemo med naprej in nazaj obrnjenim režimom. Sama fleksibilnost režima je odvisna od širine pasu, znotraj katerega se giblje devizni tečaj. Monetarna politika je zaradi obvezanosti, da bo ohranjala devizni tečaj znotraj meja, še vedno omejena. V to kategorijo sodi ena država članica MDS (MDS, 2014);
- **režim drsečega devizne tečaja** (angl. Floating arrangement): monetarna oblast vpliva na gibanje deviznega tečaja z aktivno intervencijo, neposredno ali posredno na deviznem trgu, ne da bi pred tem javno napovedala ali se zavezala za vzdrževanje določene ravni gibanja deviznega tečaja. To pomeni, da se pri monetarni politiki lahko uporablja različni nabor indikatorjev, kot so: stanje plačilne bilance, velikost deviznih rezerv ipd. V to kategorijo sodi 36 držav članic MDS (MDS, 2014);
- **režim neodvisnega drsenja** (angl. Free floating arrangement): devizni tečaj se oblikuje na podlagi delovanja tržnih mehanizmov in pod pogojem, da monetarna oblast ni v zadnjih šestih mesecih izvedla več kot tri intervencije na trgu in da posamična intervencija ni trajala več kot tri poslovne dni. Intervencije na deviznem trgu se izvajajo samo z namenom usmerjanja tečajnih sprememb in preprečevanja velikih nihanj deviznega tečaja. V to kategorijo sodi 29 držav članic MDS (MDS, 2014), med njimi tudi članice EMU, Združene države, Avstralija, Kanada, Japonska in Velika Britanija;

- **drugi uravnavani režimi** (angl. Other managed arrangements) so tisti režimi, katere ne moremo uvrstiti v nobeno od predhodno navedenih režimov. V to kategorijo sodijo režimi s pogostim spreminjanjem monetarne politike. V to kategorijo sodi 18 držav članic MDS (MDS, 2014);
- **režim uravnavanega fleksibilnega tečaja plus** (angl. Managed floating plus arrangement). Goldstein (2002, str. 43) smatra, da je ta vrsta deviznega režima primerna za velike države v razvoju, saj dovoljuje uporabo različnih ukrepov za odpravo kratkoročnih nihanj deviznega tečaja s ciljem uravnavanja ravnovesnega deviznega tečaja. Devizni režim dovoljuje predvsem monetarno politiko doseganja ciljne inflacije, pri kateri imajo prednost zahteve domačega (notranjega) trga pred zahtevami tujega (zunanjega) trga.

3.7 Regije deviznih režimov

Z razpadom Bretton-Woodsa in s spremembo evropske strategije v smeri večje kapitalske odprtosti ter odpiranja trga blaga in storitev so se devizni režimi trde vezave v mnogih državah spremenili v drseče plavajoče devizne režime. Nekateri ekonomisti (Dooley et. al., 2003) so mnenja, da sta bili ti dve spremembi le tranzicijsko stanje danega trenutka, ko ni obstajala podlaga za razvojne strategije, osnovane na predpostavki izvozno usmerjene gospodarske rasti kot prevladujočega cilja ekonomske politike.

Po razpadu evropskih komunističnih sistemov se je ustvarilo novo območje okrog osi ZDA-EU-JAPONSKA. Spremembi družbene ureditve so sledila preoblikovanja finančnih trgov v bolj odprte in transparentne. Analogno razvoju novih trgov v Evropi so se razvijali azijski trgi s ceneno delovno silo, podcenjenimi deviznimi tečaji, z intervencijami na deviznih trgih, s strogo kontrolo bančnega sistema, z akumulacijo deviznih rezerv in s pospeševanjem izvoza v države »centra«.

Današnji globalni finančni ustroj lahko razdelimo na tri osnovna ekonomska in valutna območja, ki so geografsko opredeljena na relaciji Vzhodna Azija–Evropska unija–ZDA.

Boljši globalni pogled nam prikazuje funkcionalna delitev regij (Dooley et. al., 2003):

- regija trgovinskega računa, Azija s podcenjenimi deviznimi tečaji, ki predvsem izvažata v ZDA in vodi politiko ekspanzije izvoza, kar pomeni gospodarsko rast. Monetarna politika je usmerjena v nakup nizko donosnih vrednostnih papirjev, nominiranih v USD brez upoštevanja tveganj. Investicije v azijska gospodarstva so v obliki ameriških neposrednih investicij z visoko donosnostjo in repatriacijo. ZDA tako pridobijo sredstva za financiranje fiskalnega deficita;
- osrednja regija, ZDA;
- regija kapitalskega računa, EU, Kanada in Latinska Amerika.

4 KITAJSKA TEČAJNA POLITIKA

Od nekoč svetovno najrazvitejše kulturne in gospodarske sile (od prvega do trinajstega stoletja) in sedem stoletij trajajočega ekonomskega zatona, zaradi zanemarjanja znanstvenega razvoja ter mednarodne menjave, je Kitajska prehodila dolgo in trnovo pot preobrazbe političnega sistema ter države, od revščine do ekonomskega čudeža.

Spodbujena z ekonomskimi, predvsem strukturnimi reformami leta 1978, se je Kitajska povzdignila iz tako imenovanega »Srednjega kraljestva« v industrijsko velesilo, ki je v zadnjih 20-ih letih gospodarski razvoj države pripeljala do točke razpotja. Hitrost ekonomskega razvoja države, visoko razmerje investicij v osnovna sredstva do bruto družbenega proizvoda (BDP), visok delež slabih kreditov bančnega sektorja in neučinkovito vodenje državnih podjetij porajajo vprašanja o sprejemljivosti ter vzdržnosti razvoja v prihodnosti.

Vpetost in vpliv vse močnejše kitajske ekonomije na globalni politični, ekonomski ter finančni sistem zapletata in omejujeta fiskalne, denarne ter druge odločitve nadaljnega razvoja kitajskega političnega sistema in gospodarstva nasploh. Veliki pritiski ZDA kot »svetovnega skrbnika kapitala«, da bi vplivale na pomembne ekonomsko-politične odločitve v kitajskem gospodarstvu (predvsem pritisk na revalvacijo domače valute, juana), zaradi lastnih ekonomskih težav (velik zunanje-trgovinski primanjkljaj) in nezmožnosti obvladovanja ter reguliranja finančnega, gospodarskega in političnega sistema, v svetu še dodatno otežujejo mednarodni položaj te države in nakazujejo na kompleksnost odločitev pri ohranjanju globalnega ekonomskega ravnotežja.

Prav tako je prehiter razvoj ustvaril nove socialne in okoljevarstvene težave, ki kitajsko družbo postavljajo pred nove veliko resnejše izzive v prihodnosti.

Kitajski razvojni model je nadaljevanje oz. nadgradnja ali, rečemolahko, tudi različica splošno znanega »Azijskega modela« ekonomskega razvoja, ki se je začel z vzponom japonskega gospodarstva v petdesetih letih s svojimi specifičnimi značilnostmi hitrega razvoja, vzpodbujenega z visoko ravno kapitalskih investicij, vključno s tujimi direktnimi investicijami in z uvozom naprednih tehnologij; pospešen razvoj izvozno usmerjene industrije z vzpodbujanjem globalne konkurence, kar običajno vodi k visokim presežkom v tekočem računu: zaščite domačega trga pred tujo konkurenco; agresivnih intervencij ekonomske politike na razvoj države, predvsem preko bančnega sektorja; visoka stopnja domačega varčevanja, ki omogoča visoko raven investicij v gospodarstvo. Kitajski model se v marsičem razlikuje od zgoraj omenjenega modela predvsem zaradi velikosti države, brezmejnega vira delovne sile in političnega sistema, ki upravlja državo.

Azijski razvojni model je dokazal svojo uspešnost v prvi fazi gospodarskega razvoja, ki se kaže v strmem razvoju vseh gospodarskih panog in spremljajoče infrastrukture ter z dvigom prihodkov na prebivalca. Splošna ugotovitev/ocena uspešnosti modela glede na gospodarske težave Japonske v zadnjih dveh desetletjih, kot pionirja azijskega razvojnega modela, in vpricho velikih gospodarskih težav ob globalni svetovni krizi ter po njej (Shnabl, 2013 in Nouyoki in Farhad, 2015) je vprašljiva. Nizka rast BDP-ja in visok delež investicij zasebnega sektorja v BDP-ju v primerjavi z drugimi razvitimi

državami govorita v prid nižji učinkovitosti kapitala ter posledično manjših kapitalskih donosih, kar z velikim javnim

dolgom ustvarja neželene stranske učinke. Seveda Kitajska kakšno desetletje zaostaja v gospodarskem razvoju za Japonsko, vendar izkušnje iz preteklosti opozarjajo na slabosti, ki jih bodo oblikovalci kitajske razvojne politike morali vzeti v zakup.

Mckinnon (2006, str. 54) opozarja, da bi nepremišljena apreciacija domače valute, kot posledica mednarodnih pritiskov in posledično izvedena liberalizacija finančnega trga, zaradi nezmanjšanega tveganja na deviznem trgu privedla do vdora »vročega« kapitala na kapitalski trg. Slednji bi povzročil intervencije centralne banke na deviznem trgu in akumulacijo že tako velikih deviznih rezerv ter rast monetarne baze, kar bi privedlo do padanja obrestnih mer in ustvarjanja deflacijskih pritiskov, kar se je v letu 2015 vsaj deloma uresničilo. Likvidnostna past, v kateri se je znašla Japonska v devetdesetih letih, bi se tako lahko ponovila.

V kolikšni meri je politika deviznega tečaja (exchange rate policy) pomemben vplivnik globalnega položaja Kitajske v svetovnem gospodarstvu in v kolikšni meri oblikuje zunanjo trgovinsko politiko do azijskih držav, ZDA, EU ter sveta, bom predstavil v nadaljevanju diplomskega dela.

4.1 Obdobje trde vezave 1994–2005

Države v razvoju morajo pri izbiri deviznega režima vzeti v zakup specifične okoliščine danega ekonomskega in razvojnega položaja gospodarstva. Predvsem razvitost finančnega sektorja, omejitve bilance tekočega računa, zahteve za zaščito konkurenčnosti gospodarstva na tujih trgih ter spremembe mednarodnega monetarnega in finančnega okolja.

Predpogoji za uvedbo fleksibilnega deviznega tečaja so dobro razvite finančne inštitucije, finančni instrumenti in finančni trg. Razvit finančni sistem vključuje banke, finančne posrednike in infrastrukturo (finančni plačilni sistem). Le-ta inštitucijam omogoča konkurenčno in učinkovito koordiniranje ponudbe ter povpraševanje po naboru finančnega premoženja. Raven razvitosti finančnih sistemov držav v razvoju je v prevladujoči vlogi bančnega sistema, ki je običajno podhranjen po velikosti in strukturi v primerjavi z enakim v razvitih državah.

Nabor razpoložljivih finančnih instrumentov, ki omogočajo enostavnejši plasmá ter trgovanje s finančnim premoženjem, je kazalec razvitosti finančnega sistema. Na finančnih trgih industrijsko najrazvitejših držav banke in drugi finančni posredniki trgujejo s kratkoročnimi državnimi ter zasebnimi zadolžnicami, bančnimi depoziti, deviznimi valutami in bančnimi posojili. Banke ponujajo samo del ponujenih finančnih instrumentov.

Kitajska je z ekonomskimi reformami začela leta 1978 z dvotirnim sistemom, (koeksistenca tržne in planske ekonomije), ki je potekal v nekaj fazah, in sicer (Zhen Cao et. al., 1994):

- od 1978 do 1984 reforma ruralnega dela gospodarstva (liberalizacija kmetijstva);
- od 1984 do 1988 reforma usmerjena v gospodarski razvoj mest;

- od 1988 do 1992 makroekonomski stabilizacijski program in upočasnitev reform;
- od 1992 naprej pospešene reformske aktivnosti v smeri deregulacije cen, prestrukturiranja gospodarstva ipd.

V tem času (1984–1993) se je kitajska vlada odločila za zasledovanje režima uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja, ki ji je omogočal večji nadzor nad izvajanjem reform.

Leta 1994 je bil uveden fiksni devizni tečaj v razmerju do ameriškega dolarja.

Ekonomске reforme in razvoj sta terjala hkratno evolucijo ter prilagajanje deviznega režima nastalim gospodarskim razmeram, ki so vodili v drugo fazo (Mckinnon in Schnabl, 2009, 4) deviznega režima (1994–2005) ameriški dolar-juan. Zaradi hitrejšega gospodarskega razvoja od predvidenega je bila izvedena reforma davčnega sistema in spremembe ustroja zunanje trgovinske politike ter odprava popolnega nadzora nad uvozom, izvozom, obrestno mero ter dividendami. Uveden je bil enotni devizni tečaj v celotnem gospodarstvu, ki je bil sprva v letu 1994, zaradi visokih inflacijskih pritiskov, nekoliko višji v razmerju do ameriškega dolarja.

Ustanovljen je bil medbančni devizni trg, na katerem so veljale določene omejitve in kvote za domače in tuje banke ter nebančne finančne ustanove pri trgovanju z devizami.

Za obdobje je značilna večja odprtost prostim finančnim transakcijam in reforme v smeri konvertibilnosti tekočega računa, za katerega preoblikovanje so se kitajske oblasti obvezale Mednarodnemu denarnemu skladu.

Vodili za trdo vezavo deviznega tečaja sta bili devizni tečaj kot sidro ravni domačih cen in stabiliziranje stopnje rasti gospodarstva.

Ameriški dolar kot svetovna valuta je v deviznih režimih trde vezave mnogih držav sidro monetarne politike. Razlog za trdo vezavo deviznih režimov je tudi prevladujoča vloga ameriškega dolarja v mednarodni menjavi, ki se odraža v stabilnosti cen mednarodne trgovine.

Prednosti režimov trde vezave so predvsem (Petursson, 2000, str. 36) naslednji:

- zmanjšanje transakcijskih stroškov;
- odpravljanje negotovosti deviznih tečajev v mednarodni menjavi;
- pospeševanje blagovne menjave;
- povečanje tujih investicij;
- uporaba fiksnega deviznega režima kot sidra monetarne politike in inštrumenta za zmanjšanje inflacije.

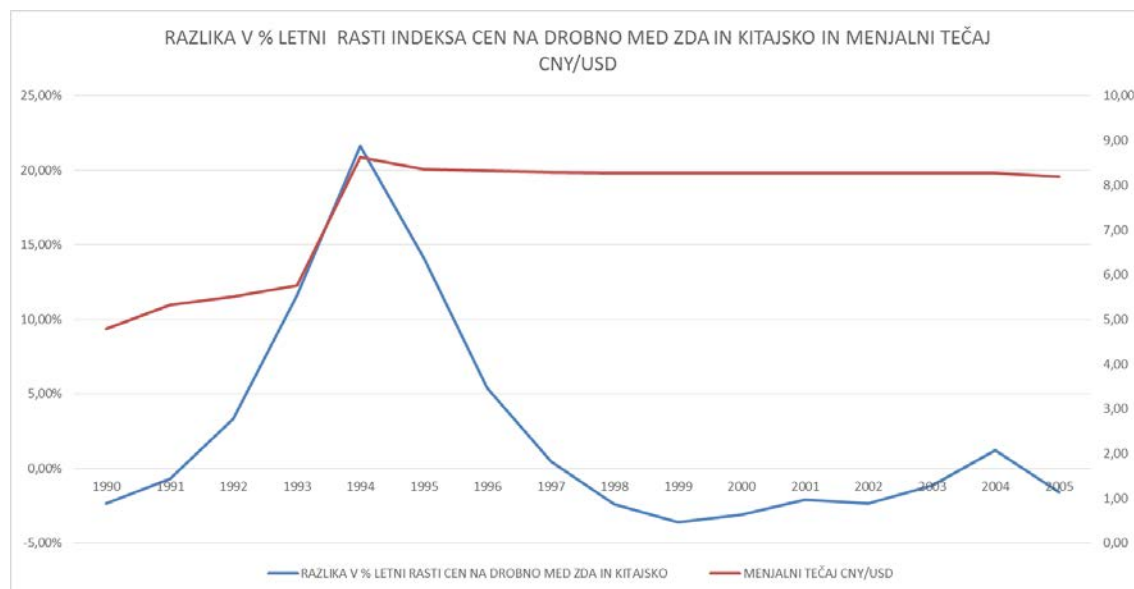
Ob taki izbira določanja deviznega tečaja se centralna banka odpove inštrumentom monetarne politike in notranje ravnovesje v celoti podredi zunanjemu ravnovesju.

Negativna plat: odprto gospodarstvo je izpostavljeno zunanjim šokom, vdoru vročega denarja, odvisnosti od ekonomske politike države, na katero je domača valuta vezana. V državah z nerazvitim finančnim trgom oz. z zgodovino visokih stopenj inflacije je lahko vir finančnih kriz in tudi pregrevanja gospodarstva v primerih prehitre liberalizacije letih.

Od 1995 do 2005 Kitajska uporablja čisto trdo vezavo domače valute juana do ameriškega dolarja v razmerju 8,28 RMB/1 USD z dovoljenim odstopanjem $\pm 0,3\%$.

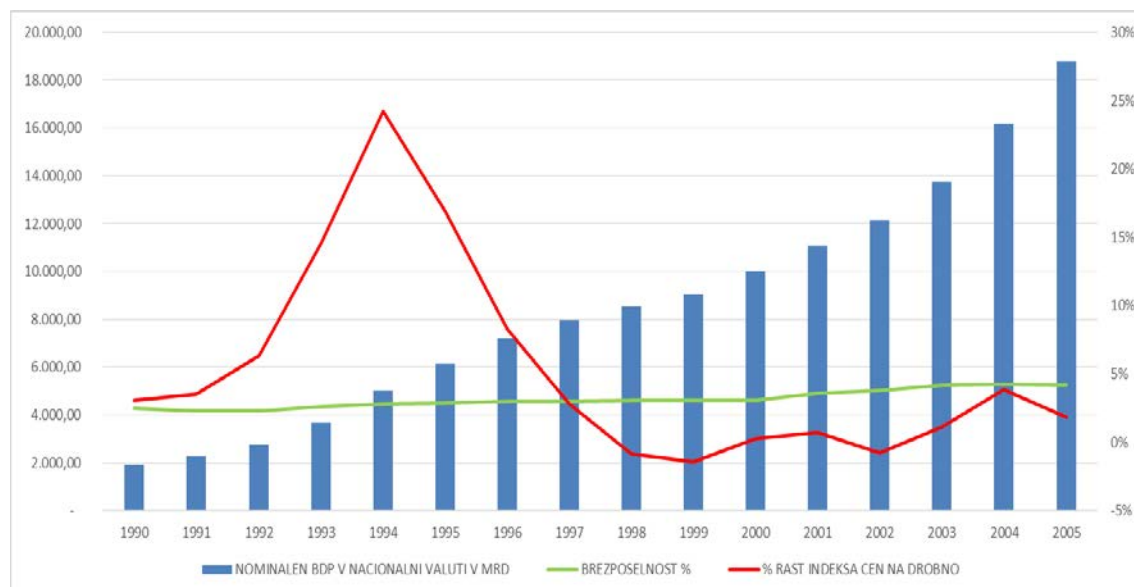
Iz Grafa 3 je razvidno, da je s poenotenjem deviznega tečaja realna deprecijacija minimalna.

GRAF 3: Kitajska valuta v razmerju do USD in razlika v odstotni spremembi cen na drobno ZDA–Kitajska v obdobju 1993–2005



VIR: International Financial Statistic.

GRAF 4: Kitajska – cene na drobno, BDP in brezposelnost 1990–2005 v nacionalni valuti



VIR: International Financial Statistic.

Graf 3 nazorno prikazuje neenakomerno rast bruto domačega proizvoda BDP in še bolj neenakomerne nevzdržne ter v letu 1994 izredno visoke spremembe cen na drobno (inflacije). Če vsemu temu dodamo nerazvit kapitalski trg in opuščanje centralno

planske politike kot tudi neposrednega cenovnega nadzora, monetarna oblast ni imela drugega izhoda kot prehod na devizni režim trde vezave, ki je omogočal stabilno nominalno sidro monetarne politike, saj so bili inštrumenti notranje monetarne politike dejansko izčrpani.

Azijska finančna kriza leta 1997 je zaradi negativnih sprememb vrednosti nekaterih pomembnih azijski valut do ameriškega dolarja povzročila močne deflacijske pritiske in težnje po uvedbi bolj fleksibilnega deviznega režima (Corsetti G. *et.al.*, 1999). Politika trde vezave deviznega tečaja se je v azijski finančni krizi potrdila kot pravilna, saj je omogočila fiskalno politiko, usmerjeno v velike infrastrukturne investicije, kar je omogočilo hitrejše okrevanje sosednjih s finančno krizo najbolj prizadetih držav.

Uspešnost monetarne politike izbranega deviznega režima, kot sidra nadzora inflacije s strogim neposrednim nadzorom bančnih kreditov, obveznih rezerv bank, kreditnih kvot in omejitev kreditne ponudbe na eni strani ter z nakupi tujih valut, predvsem ameriških dolarjev, na deviznem trgu na drugi strani. Opomnim, da do leta 2004 intervencije na deviznem trgu niso presegale zneska rasti monetarne baze (glej enačbo monetarne baze), kar ni ustvarjalo zahtev po sterilizaciji. Visoka elastičnost denarnega povpraševanja (večja od 1) v kombinaciji z zgoraj navedenimi inštrumenti monetarne politike so zadovoljevali denarno ponudbo hitro rastočega gospodarstva.

Nerazvitost kitajskega finančnega trga in rigidna politika obrestnih mer ni dovoljevala operacij t.i. odprtega trga za določitev obrestne mere kot inštrumenta doseganja ciljne inflacije, kar je omogočala trda devizna vezava.

4.2 Vpliv trde vezave na domačo in globalno ekonomijo

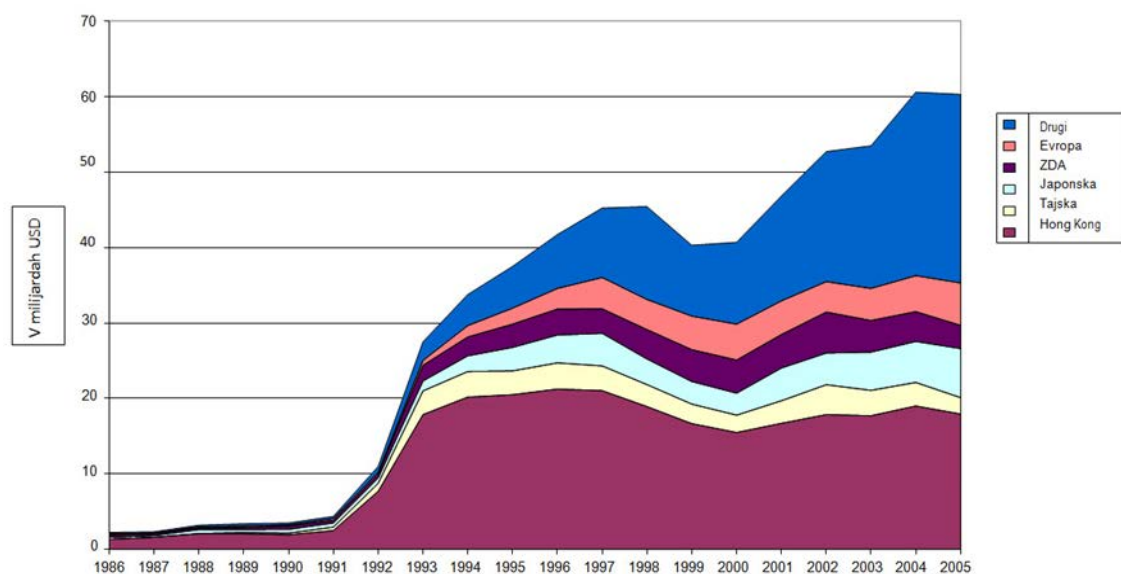
Ekonomisti si niso enotni (poglej primerjave precenjenosti) glede tega, v kolikšni meri je bil juan v tem obdobju precenjen v razmerju do ameriškega dolarja, predvsem zaradi različnih pristopov in metod izračunavanja precenjenosti domače valute. Ocene se gibljejo od 15% in vse do 50%, odvisno od metodologije izračuna precenjenosti valute. V primeru ugotavljanja precenjenosti kitajske valute (Cline in Williamson, 2005) so strokovnjaki uporabljali:

- pariteto kupne moči (PPP);
- vedenjski ravnovesni devizni tečaj (BEER);
- temeljni ravnovesni devizni tečaj (FEER).

Vsekakor je očitana precenjenost domače valute prinašala tako negativne kot tudi pozitivne učinke za domačo in globalno ekonomijo, predvsem ekonomijo ZDA, ki so tudi največji kritik kitajske politike deviznega režima.

Trda vezava podcenjene domače valute je tujim ekonomijam omogočala poceni uvoz kitajskega blaga, kateri bi bil veliko dražji pri tržnem oblikovanju deviznega tečaja; hkrati je omogočila strm razvoj izvoznih podjetij, mnogih v lasti ameriških korporacij. Obratni učinek je imel podcenjeni devizni tečaj na domače uvoznike blaga in storitev, kar je povzročilo nesorazmerno alokacijo kapitala v prid izvoznikom. Izločitev valutnega rizika trde vezave je povečal privlačnost tujih investicij v izvozno naravnane panoge gospodarstva.

GRAF 5: Tuje direktne investicije v kitajsko gospodarstvo po državah v obdobju 1994–2005



VIR: Statistični letopisi Kitajske, 1998–2007.

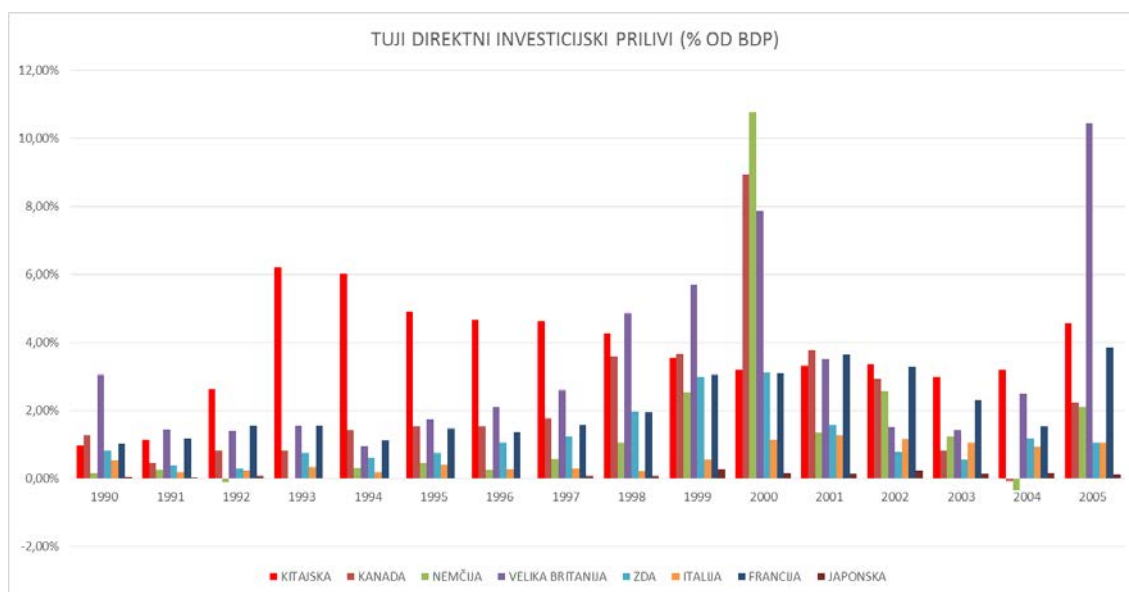
Posledice trde vezave za globalno ekonomijo so naslednje (Morisson in Labonte, 2006):

- učinek na uvozno-izvozno konkurenco. Kot sem že v uvodu poglavja opisal, poceni uvoz kitajskega blaga in storitev na kratek rok je povzročil padec povpraševanja po drugem tujem blagu in storitvah, kar je prizadelo predvsem delovno intenzivne sektorje gospodarstev uvoznic, poslabšanje trgovinskih bilanc držav uvoznic (npr. ZDA) in zmanjšanje agregatnega povpraševanja. Po drugi plati so proizvajalci končnih izdelkov z uvozom polizdelkov, ki so sestavni del njihovih končnih proizvodov, zaradi poceni uvoza povečali svojo konkurenčnost na globalnem trgu;
- učinek na terjatve. Višina primanjkljaja tekočega računa ZDA v trgovinski menjavi s Kitajsko je sorazmerna kitajskim kapitalnim pritokom v ZDA. To pomeni, da večinoma kitajska centralna banka presežek deviznih sredstev, pridobljenih z izvozom, investira v ameriške vrednostne papirje. Nakup vrednostnih papirjev, predvsem zakladnih obveznic, povzroči znižanje obrestnih mer ceteris paribus, kar omogoči alokacijo kapitala v prej manj ali nedobičkonosne gospodarske projekte in na kratek rok poveča agregatno potrošnjo. Dolgoročni učinki so v povečanju obsega ekonomije. Poleg ugodnega učinka na samo gospodarsko dejavnost znižanje obrestnih mer ugodno vpliva tudi na gospodinjsko potrošnjo, ki prav tako poveča gospodarske aktivnosti;
- učinek na potrošnike. Blagostanje neke družbe se običajno meri v višini potrošnje in ne v velikosti produkcije dobrin. Podcenjena kitajska valuta omogoča porast potrošnje cenejšega uvoženega kitajskega blaga in hkrati tudi višjo prodajo domačega blaga, kar pomeni izboljšanje pogojev menjave. Le-ti izražajo konvertibilnost domačega dela in kapitala s tujim delom ter kapitalom. Agregatna potrošnja je v našem primeru začasna. Dolgoročno pa podcenjena kitajska valuta vpliva na povečanje kupne moči ameriškega potrošnika;

- učinek na trgovinske odnose med ZDA in Kitajsko ter na delovna mesta v sekundarnih dejavnostih. Kritiki kitajske politike deviznega tečaja in nizke vrednosti kitajske valute svoje trditve opravičujejo z izgubo skoraj treh milijonov delovnih mest v sekundarnih (proizvodnih) dejavnostih po letu 2000. Te trditve nimajo osnove, saj ni bila ugotovljena povezava med porastom brezposelnosti v sekundarnem sektorju in uvozom s Kitajske, ker je v tem obdobju obstajala le peščica izvoznikov, ki so izvažali lastne proizvode na Kitajsko ali neposredno tekmovali z uvozom s Kitajske. Visoka vrednost ameriškega dolarja in porast trgovinskega primanjkljaja, ki ni bil omejen samo na trgovinsko menjavo s Kitajsko, sta tudi botrovala izgubi delovnih mest. Razlog za izgubo delovnih mest v sekundarnem sektorju je tudi trend razvitih gospodarstev po opuščanju delovno intenzivne proizvodnje oz. visoki modernizaciji le-te in selitvi delovne sile v terciarni (storitveni) sektor, v čimer ZDA niso izjema (graf). Delovno intenzivna proizvodnja se dejansko seli v države s ceneno delovno silo, predvsem v Vzhodno Azijo, ne glede na vpliv neuravnoveženega deviznega tečaja;
- študija Federal Reserve Bank Of Chicago (2003) je pokazala, da je bila leta 2001 uvozna penetracija kitajskega blaga v celotnem obsegu proizvedenega in porabljenega (prodanega) blaga ameriške ekonomije le 2,7%. Izračuni so pokazali, da so vzroki za izgubo delovnih mest posledica upočasnitve gospodarske aktivnosti tako v ZDA kot tudi na najpomembnejših ameriških izvoznih trgih;
- pozitivni učinek na ameriško gospodarstvo. Ugodni učinki podcenjenega deviznega tečaja na srednji rok niso spremenili agregatnega povpraševanja, so pa povzročili alokacijo kapitala iz uvoznih in izvoznih podjetij na kapitalsko intenzivna podjetja ter proizvajalce trajnih dobrin, ki so občutljivejša na višino obrestne mere, ki so je zaradi kapitalskih pritokov iz kitajskega gospodarstva znižala.

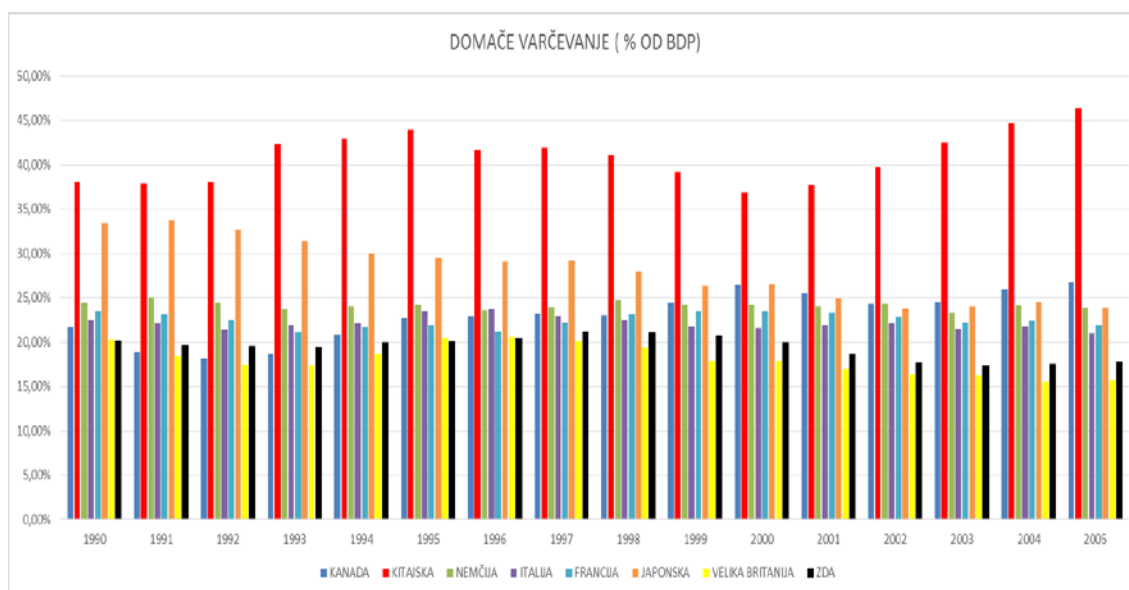
ZDA kot vodilna gospodarska sila v globalni ekonomiji v zadnjih dveh desetletjih ustvarja stalen in naraščajoč zunanjetrgovinski primanjkljaj v mednarodni blagovni menjavi. Kitajska kot neto izvoznica v blagovni menjavi z ZDA ni izjema. V letu 2005 je kitajsko blago predstavljalo 14,6% delež v uvozu ZDA in 24% delež v celotnem bilateralnem trgovinskem primanjkljaju. Čeprav ZDA vodijo politiko tržno oblikovanega tečaja do drugih valut, vztrajno ustvarjajo zunanje-trgovinski primanjkljaj. Razlog se skriva v dejstvu velikega nesorazmerja med varčevanjem in investicijami. Ameriška družba je izrazito potrošniško naravnana tako, da so komponente varčevanja države, gospodarstva in gospodinjstev še posebej v zadnjem desetletju negativne (vojne op.avt.). Visoka stopnja rasti produktivnosti, ekonomska stabilnost in sorazmerno visoka stopnja dobička so temelji za visoko stopnjo tujih investicij predvsem držav, ki z ZDA ustvarjajo največji zunanje-trgovinski presežek in katere imajo visoko stopnjo varčevanja (Japonska, Kitajska in Nemčija)(Graf 6). Ameriška ekonomija tako pridobiva finančna sredstva za gospodarsko rast in dobiček, ustvarjen z lastno delovno silo, medtem ko so kapitalskih dobičkov deležni tuji investitorji.

GRAF 6: Tuji direktni investicijski prilivi v obdobju 1990–2005 kot odstotni delež BDP v državah G7 in Kitajske



VIR: Svetovna banka.

GRAF 7: Domače varčevanje v obdobju 1990–2005 kot odstotni delež BDP v državah G7 in Kitajske



VIR: Svetovna banka.

4.3 Gospodarska rast in težave v mednarodni trgovini

Frankel (2006) trdi, da devizni režim ni nujno edini dejavnik uravnavanja trgovinske bilance kot razlike med porabo in dohodkom ter obratno. Devizni režim igra pomembno vlogo pri vzdrževanju zunanje-trgovinskega ravnovesja, vendar velike ekonomije, kar Kitajska nedvomno je, morajo zasledovati tudi druge cilje.

Elastičnost mednarodne blagovne menjave na kratek rok je popolna, tako da lahko trdimo, da se vse spremembe realnega deviznega tečaja za doseganje zunanjega

ravnovesje dogajajo z relativnimi spremembami cen netrgovskega blaga. Raven cen se torej spreminja le delno.

Če izhajamo iz klasičnega pogleda krivulj dohodka in deviznega tečaja, lahko ugotovimo, da se krivulja dohodka z razvojem gospodarstva pomika v desno in hkrati navzdol zaradi vpliva Balassa-Samuelsonovega efekta, ki vodi v realno apreciacijo.

Oblast ima na voljo dva neodvisna inštrumenta politike: spremembo v porabi (realen devizni tečaj) ali zmanjšanje porabe (monetarna in fiskalna politika), to je devizni tečaj in obrestno mero.

Če hočemo doseči zunanje ravnovesje, smo prisiljeni v politiko realne apreciacije/depreciacije deviznega tečaja ali zmanjševanja/povečevanja porabe. Kitajska se v Grafu 7 nahaja v zgornjem desnem kvadrantu, kar pomeni, da bi za dosego zunanjega ravnovesja morala znižati devizni tečaj ali obrestno mero. Slednje bi povečalo domačo porabo z ugodnim vplivom tudi na izvoz in posledično z zmanjšanjem bilance blagovne menjave, medtem ko bi zmanjšanje realnega deviznega tečaja lahko bilo doseženo z dvigom splošne ravni cen ali apreciacijo domače valute, kar bi ponovno pomenilo zmanjšanje blagovne menjave s tujino. Optimalna rešitev za države z velikim domačim trgom je sprememba deviznega tečaja oz. sprememba deviznega režima. Če bi bila blagovna menjava s tujino edini cilj ekonomske politike, bi jo lahko dosegli s fiksnim nominalnim deviznim tečajem in z inštrumenti monetarne politike.

Vsaka država stremi za doseganjem več ciljev makroekonomske politike hkrati, kot so proizvodnja, ki bo enaka potencialni proizvodnji, zaposlenost, ki bo enaka naravni stopnji zaposlenosti ipd. Zaradi tega se mora posluževati tudi inštrumentov, s katerimi bo dosegala notranje ravnovesje. Obrestna mera za doseganje notranjega ravnovesja ni dovolj. Postavimo hipotezo, da je gospodarstvo v razmerah, ko je proizvodnja nad ravnijo potencialne proizvodnje, kar vodi v pregrevanje ekonomije. Da bi se omililo nastalo neugodno ekonomsko situacijo, ima država na voljo dvig obrestnih mer ali realno apreciacijo domače valute.

Ob pogledu na graf lahko ugotovimo, da obe ravnovesji simultano lahko dosežemo le z uporabo obeh inštrumentov hkrati. Kitajska se nahaja v zgornjem desnem kvadrantu z visokim presežkom blagovne menjave in deviznih rezerv.

Celotno bilanco neke države izraža plačilna bilanca kot vsota tekočega in kapitalskega računa. Pomanjkljivost primanjkljaja plačilne bilance povzroča porabo deviznih rezerv, kar v primeru kapitalsko odprte ekonomije prej ali slej vodi v možnosti špekulativnih napadov, ki imajo lahko za napadeno ekonomijo neugodne in boleče posledice³. Dokaz temu je tudi azijska kriza, v kateri so nekatere države (Tajska, Koreja ipd.) izčrpale lastne devizne rezerve in se znašle v ekonomskem kolapsu. Po drugi strani pa pomanjkljivost presežka v plačilni bilanci v primeru Kitajske vodi v nakup ameriških zakladnic in obveznic z nizko stopnjo donosnosti, ki so vedno pod vplivom ameriške ekonomske politike. Kitajska izgublja velik del agregatnega izkupička kot razlike med visoko donosnimi tujimi direktnimi investicijami, ki jih plačuje kitajsko gospodarstvo, in hranjenjem nizko donosnih vrednostnih papirjev.

³Glej poglavje 23 Caves, Frankel and Jones (2002): »A brief survey of crises in emerging markets«.

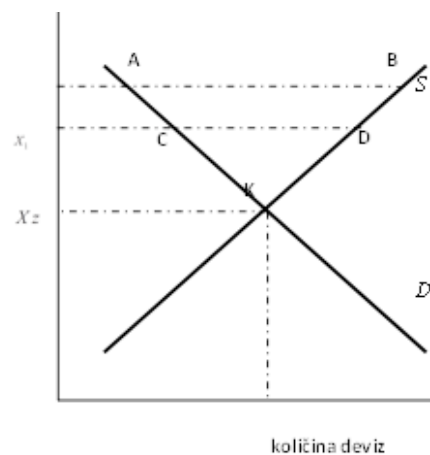
4.4 Obdobje drseče vezave od leta 2005 naprej

Revalvacija denarne valute pomeni zvišanje zunanje vrednosti denarne valute proti vrednosti denarnih valut, na katere je denarna valuta vezana in jo izvede monetarna oblast.

Pod pritiskom mednarodne skupnosti, predvsem ZDA, ki je s protekcionističnimi zakonskimi predlogi v senatu nenehno grozila z zaporo ameriškega trga za kitajsko blago, je kitajska centralna banka 21. julija 2005 napovedala revalvacijo lastne valute za 2,1% in prehod iz trde vezave na uravnani drseči tečaj z dovoljenim razponom nihanja $\pm 0,3\%$, ki je vezan na košarico valut, sestavljeno iz največjih trgovinskih partneric Kitajske.

Centralni banki je bilo zaradi stalnih pritiskov povečane količine tujih valut v interesu zvišanje zunanje vrednosti denarja (Graf 8: AB), ki jih je le-ta uravnavala z dodatno ponudbo denarja, kar je povzročilo prekomerno večanje količine denarja v obtoku (multiplikacijski proces), inflacijske pritiske, cenovno napihovanje in pregrevanje gospodarstva. Edini možni ukrep v takem primeru je revalvacija (CD) in sprememba deviznega režima, ki bo dolgoročno stremel k ravnovesju (K) med deviznim tečajem in količino deviz na trgu ter tako vplival na uravnavanje plačilne bilance.

GRAF 8: Devizni nadzor



VIR: Strašek S., 2007.

Centralna banka s svojo intervencijo na deviznem trgu vpliva na oblikovanje deviznega tečaja. Vpliva lahko na smer njegovega gibanja ali pa le odpravlja nepotrebna kratkoročna nihanja deviznega tečaja.

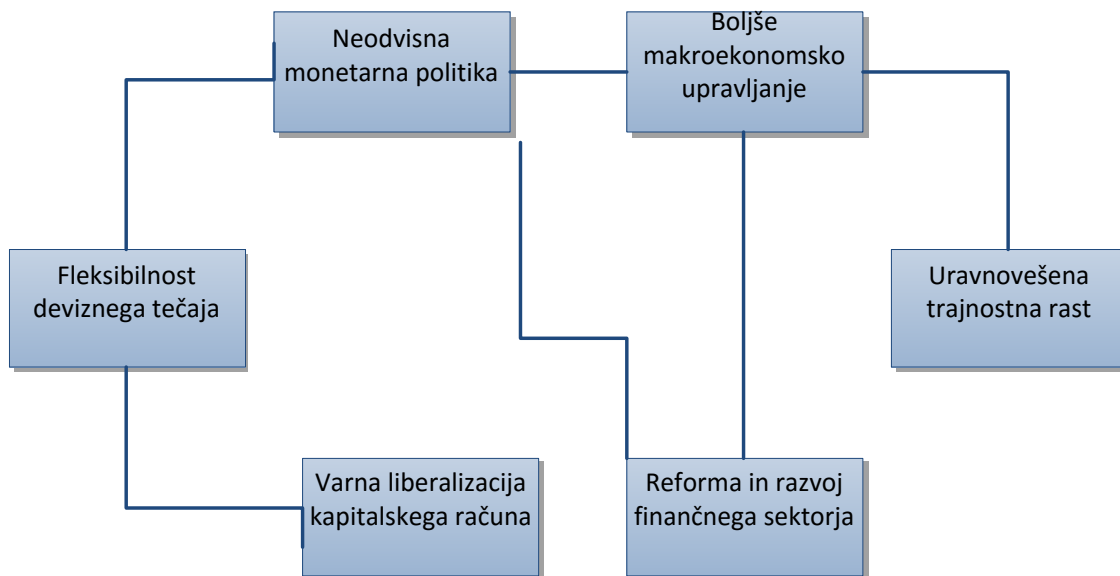
Značilnosti režima uravnane drsečega deviznega tečaja so:

- neobstoj uradnega tečaja;
- neobstoj pasu dovoljenih nihanj okrog uradnega tečaja;
- stalno apreciranje in depreciranje valute (majhne spremembe tržnega deviznega tečaja);
- prisotnost relativnih majhnih tečajnih tveganj;
- občasne diskrecijske intervencije centralne banke na deviznem trgu;
- manjše potrebne mednarodne monetarne rezerve.

Razlogi za spremembo metode določanja zunanje vrednosti domače valute so bili:

- odpravljanje valutnega neravnovesja (currency mismatch);
- odprava pritiskov na vrednost domače valute. Velik deficit v plačilni bilanci ZDA povzroča pritiske na vrednost USD in s tem hkrati tudi na domačo valuto;
- manjša občutljivost na vplive ameriške monetarne politike na vrednost USD in s tem na vrednost domače valute;
- vezava na košarico valut bo dovolila določeno fleksibilnost v določanju paritetnega razmerja do USD;
- vrednost domače valute bo na podlagi košarice valut lahko bolj vodena v smeri ciljev ekonomske politike;
- sprememba sestave deviznih rezerv v prid bolj stabilnim svetovnim valutam kot sta evro in yen.

SLIKA 1: Prikaz pravilne monetarne politike



VIR: Goldstein M., Lardy R. N.(2008).

Ob tem nekateri avtorji (Prasad 2007) opozarjajo na nevarnosti tveganja na podlagi preteklih izkušenj nekaterih držav v razvoju, in sicer:

- nenadna zaustavitev kapitalskih prilivov bi pomenila kolaps ekonomije, ki je v pretežni meri odvisna od prilivov tujega kapitala. V primeru Kitajske je odvisnost omejena, saj večina tujega kapitala vstopa v kitajsko gospodarstvo v obliki tujih direktnih investicij in ocen, katerih upad v kratki časovni periodi ni za pričakovati;
- znižanje vrednosti ameriškega dolarja v primerjavi s pomembnimi tujimi valutami, kot ena od stalno prisotnih možnosti glede na visoko raven ameriškega tekočega bilančnega primanjkljaja. To pomeni, da bo v primeru izostanka oblikovanja deviznega tečaja na podlagi košarice valut, s poudarkom na neameriških valutah, vodilo v realno depreciacijo kitajske valute in povečanja konkurenčnosti kitajskega izvoza na neameriške trge. Neposreden vpliv na kitajsko gospodarstvo bo omejen, seveda v odvisnosti od ameriškega uvoznega povpraševanja, vendar depreciacija lahko povzroči še večji tekočebilančni presežek in tako oteži makroekonomsko politiko države;

- strm padec tujega povpraševanja, ki ga lahko v ZDA povzroči recesija, predvsem kolaps hipotekarnega in posledično finančnega trga (kar se je dejansko v letu 2008 zgodilo op.avt.), ter upočasnitev gospodarske aktivnosti in potrošnje. Ker so mednarodni finančni trgi tesno povezani, se bo t. i. spillover efekt prenesel na svetovni trg, kar bi (je) pomenilo, da bo (je) kitajski izvoz blaga in storitev, ki sestavlja 40% BDP, izgubil velik del povpraševanja;
- trgovinske sankcije ZDA. ZDA si lastijo tretjinski delež vsega kitajskega izvoza, kar bi v primeru trgovinskih sankcij, ki so stalnica v mednarodni ameriški politiki do velikih izvoznic, Kitajsko primorala v ostrejšo spremembo deviznega režima. Tveganja uvedbe trgovinskih sankcij, kot vstopne pregrade ameriškega trga, imajo lahko dolgoročne negativne posledice na kitajsko gospodarstvo;
- izguba zaupanja v bančni sistem ima eno od najvišjih stopenj tveganja. V državnih bankah za depozite neposredno jamči vlada. Preobrat v vzorcu obnašanja varčevalcev lahko povzroči sprememba vladne politike do državnih bank z bolj tržnimi smernicami, ki bi omogočila zapiranje nelikvidnih in netržno naravnanih bank. V takem primeru ekonomska kriza lahko povzroči povečanje nelikvidnih kreditov kot posledico kreditne ekspanzije.

Z uporabo regresijske analize podatkov (Frankel in Wei, 1994) lahko na podlagi izračunanih koeficientov posameznih valut v košarici dokažemo, ali neka valuta dejansko uporablja košarico valut za določanje deviznega tečaja.

Spodnja regresijska enačba (Ito, 2008) izraža sistem košarice kitajske valute, sestavljene iz treh glavnih valut. Vrednosti valut so izražene v razmerju do enega švicarskega franka.

$$\Delta CHY_t = Const + b_1 \Delta USD_t + b_2 \Delta JPY_t + b_3 \Delta EUR_t + e_t \quad (16)$$

CHY – kitajski juan, USD – ameriški dolar, JPY – japonski yen, EUR – evro, Δ – logaritemska razlika v %.

Analiza je bila opravljena za tri časovne periode (Ito, 2008): pred uvedbospremenjenega deviznega režima, prvo leto po uvedbi drsečega deviznega režima in drugo leto po uvedbi drsečega deviznega režima.

TABELA 1: Regresijska analiza košarice valut

Table 7.1 Basket regression for the Chinese renminbi

Currency	Prereform	Post-1	Post-2
US dollar	1.000	0.938	0.967
Standard error	0.000	0.018	0.015
(t)	6007.43	53.56	64.51
Probability	0.000***	0.000***	0.000***
Yen	0.000	0.070	-0.016
Standard error	0.000	0.018	0.010
(t)	0.08	3.94	-1.55
Probability	0.938	0.000***	0.122
Euro	0.000	0.022	0.007
Standard error	0.000	0.055	0.029
(t)	-0.66	0.39	0.26
Probability	0.508	0.697	0.797
Constant	0.000	-0.020	-0.020
Standard error	0.000	0.008	0.005
(t)	-0.05	-1.80	-4.07
Probability	0.962	0.073	0.000***
\bar{R}^2	1.00	0.95	0.96

*** = Estimate is statistically significant at 1 percent level.
 Prereform = January 2, 2004 to July 18, 2005
 Post-1 = First year after reform (July 19, 2005 to July 18, 2006)
 Post-2 = Second year after reform (July 19, 2006 to November 7, 2007)

VIR: Goldstein M., Lardy R. N.(2008).

Kot je razvidno iz tabele, v časovni periodi pred spremembo deviznega režima regresijska analiza košarice valut kaže na popolno vezavo kitajske valute na ameriški dolar, saj je koeficient ameriškega dolarja enak ena. V drugi časovni periodi, eno leto po spremembi deviznega režima, iz čvrste vezave v bolj fleksibilno vpliv ameriškega dolarja pri določitvi deviznega tečaja ostaja prevladujoč (94%), z nepomembno participacijo ostalih dveh deležnikov, japonskega yena in evra. Drugo leto po uvedbi deviznega režima košarice valut je slika popolnoma identična tisti pred spremembo, 7% vpliv japonskega yena izgubi na veljavi s hkratno okrepitevijo deleža ameriškega dolarja. V tem obdobju centralna banka sledi politiki povečanja dovoljenega razpona nihanja deviznega tečaja na 0,5%. Devizni režim je de facto še vedno vezan na ameriški dolar, vendar nadaljnje regresijske analize (Ito, 2008) ugotavljajo, da kitajska valuta ni več v trdi vezavi do ameriškega dolarja, temveč se uveljavlja sistem plazeče vezave (crawling peg).

$$\left(\frac{CHY_t}{USD_t}\right) = Const + d_1 t + e_t \quad (17)$$

TABELA 2: Regresijska analiza sistema plazeče vezave

Table 7.2 Crawling peg regression for the Chinese renminbi

	Prereform	Post-1	Post-2
Constant	8.2771	8.1260	8.0002
Standard error	0.0000	0.0023	0.0016
(t)	4756.93	3528.32	4922.93
Probability	0.000***	0.000***	0.000***
Trend	0.0000	-0.0005	-0.0015
Standard error	0.0000	0.0000	0.0000
(t)	-26.08	-33.81	4922.93
Probability	0.000***	0.000***	0.000***
\bar{R}^2	0.63	0.81	0.99

*** = Estimate is statistically significant at 1 percent level.
 Prereform = January 2, 2004 to July 18, 2005
 Post-1 = First year after reform (July 19, 2005 to July 18, 2006)
 Post-2 = Second year after reform (July 19, 2006 to November 7, 2007)

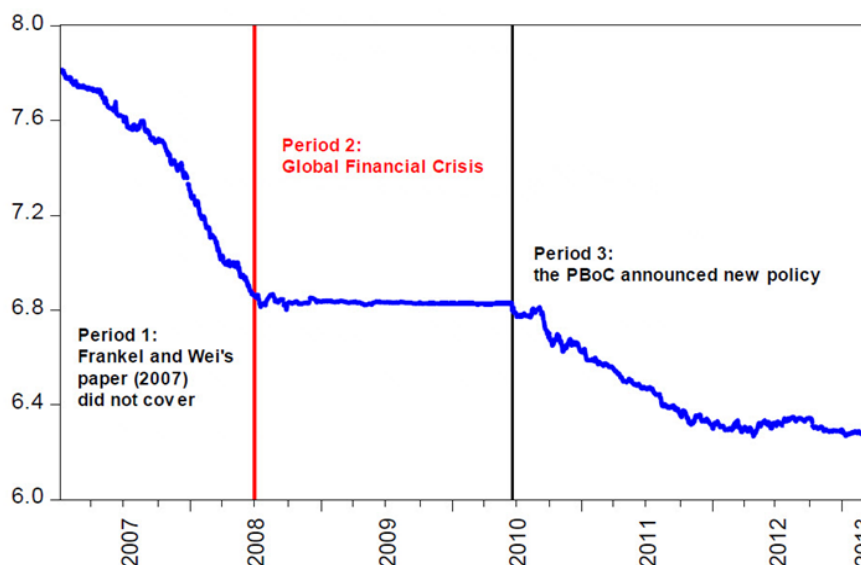
VIR: Goldstein M., Lardy R. N.(2008).

Regresijska analiza sistema plazeče vezave ugotavlja, da je povečanje vrednosti kitajske valute prvo leto 0,05%, medtem ko se že drugo leto dnevna apreciacija potroji, kar potrjuje hipotezo o spremembi deviznega režima iz čvrste vezave na sistem plazeče vezave in ne na devizni režim košarice valut, kot je uradno razglašala kitajska centralna banka. Na časovni premici devizni tečaj kitajske valute v razmerju do ameriškega dolarja trajno izgublja na vrednosti.

Frankel (2010) v posodobljenih statističnih analizah in na podlagi dodatnih podatkov potrjuje izsledke analiz drugih avtorjev.

Cui (2013) v svoji analizi tečaja kitajske valute, v kateri je analiziral obdobje, ki ga predhodne regresijske analize niso obsegale (od januarja 2007 do marca 2013) in ki ga je razdelil na tri časovne periode (Graf 9), ugotavlja, da je v prvi periodi, ki je obsegala obdobje pred finančno krizo (1. januar 2007–30. junij 2008), tečaj vezan na košarico valut, v kateri sicer prevladuje ameriški dolar z manjšo vlogo evra, japonskega jena, korejskega wona, avstralskega dolarja in ruskega rublja. V drugi periodi med globalno finančno krizo (1. julij 2008–30. junij 2010) se je vloga ameriškega dolarja pri oblikovanju tečaja povečala, pri tem pa so košarico tvorili še japonski jen, singapurski dolar in tajski baht. V tretji periodi (1. julij 2010–31. marec 2013) ameriški dolar ponovno izgublja svojo vlogo v prid singapurskega dolarja in ruskega rublja. Podrobna regresijska analiza podperiod tretje periode ugotavlja vse manjšo vlogo ameriškega dolarja v valutni košarici, kar je v skladu z dodatno sprejetimi ukrepi tečajne politike kitajske centralne banke v letih 2010 (prehod na uravnani fleksibilni tečaj), 2012 (povečanje razpona nihanja deviznega tečaja na 1%) in 2014 (povečanje razpona nihanja deviznega tečaja na 2%) v smeri bolj fleksibilnega deviznega tečaja.

GRAF 9: Menjalni tečaji kitajske valute do ameriškega dolarja in sprememba politike centralne banke



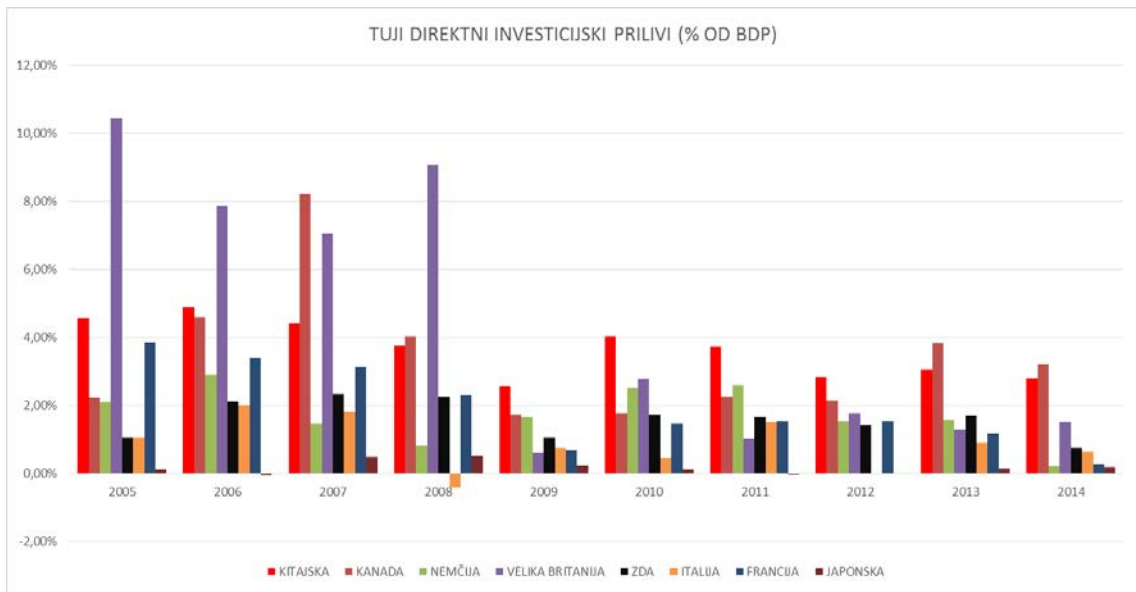
VIR: Cui, 2013 in Svetovna banka.

V obdobju od prve spremembe tečajne politike v letu 2005 in pod vplivom Bernanke-Greenspan efekta (McKinnon, 2015), ko je ameriška centralna banka začela voditi politiko izredno nizke medbančne obrestne mere po letu 2001, je bila kitajska centralna banka, zaradi vdora tako imenovanega »vročega denarja« na finančni trg, prisiljena v pogoste sterilizacijske ukrepe nakupa ameriških dolarjev, ker sama tečajna politika ni zadostovala pri zaščiti stabilne vrednosti domače valute.

Kot je razvidno iz Grafa 10, so po spremembi tečajne politike kitajske centralne banke tuji direktni investicijski prilivi še vedno na visoki ravni s trendom umirjanja, ki ga pripisujem splošni globalni gospodarski krizi z rekordno stopnjo domačega varčevanja, ustvarjenega iz korporativnih dobičkov kitajskih podjetij in zanemarljivega deleža gospodinjstev (Graf 11) ter konstantno naraščajočega zunanjetrgovinskega presežka v poslovanju z ZDA, kot glavnega kritika tečajne politike kitajske centralne banke. Zunanjetrgovinski primanjkljaj ZDA v trgovinski menjavi s Kitajsko se je v 10-ih letih po spremembi politike deviznega tečaja podvojil (Graf 12).

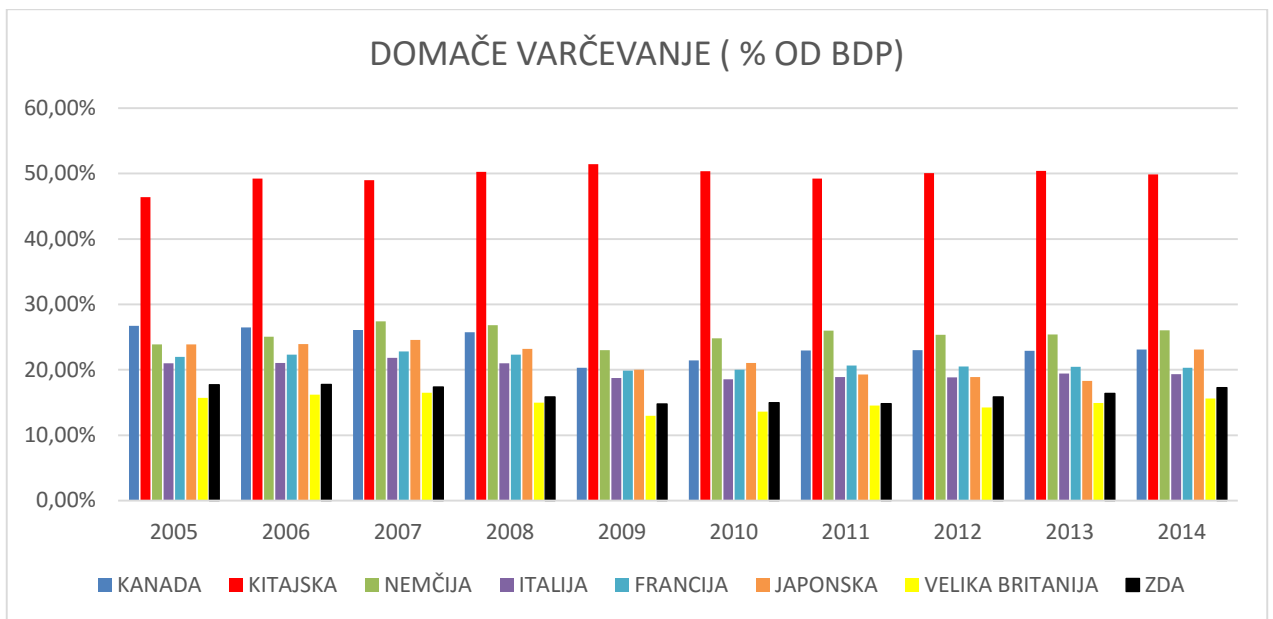
Iz prikazanih podatkov je razvidno, da sama sprememba tečajne politike *de facto* nima zelenega vpliva na uravnavanje zunanjetrgovinskega ravnovesja tekočega računa med deležniki globalnega ekonomskega ustroja in da so nujne druge makroekonomske spremembe tako v državah, ki imajo zunanjetrgovinski primanjkljaj, kot tudi v državah z zunanjetrgovinskim presežkom.

GRAF 10: Tuji direktni investicijski prilivi v obdobju 2005–2015 kot odstotni delež BDP



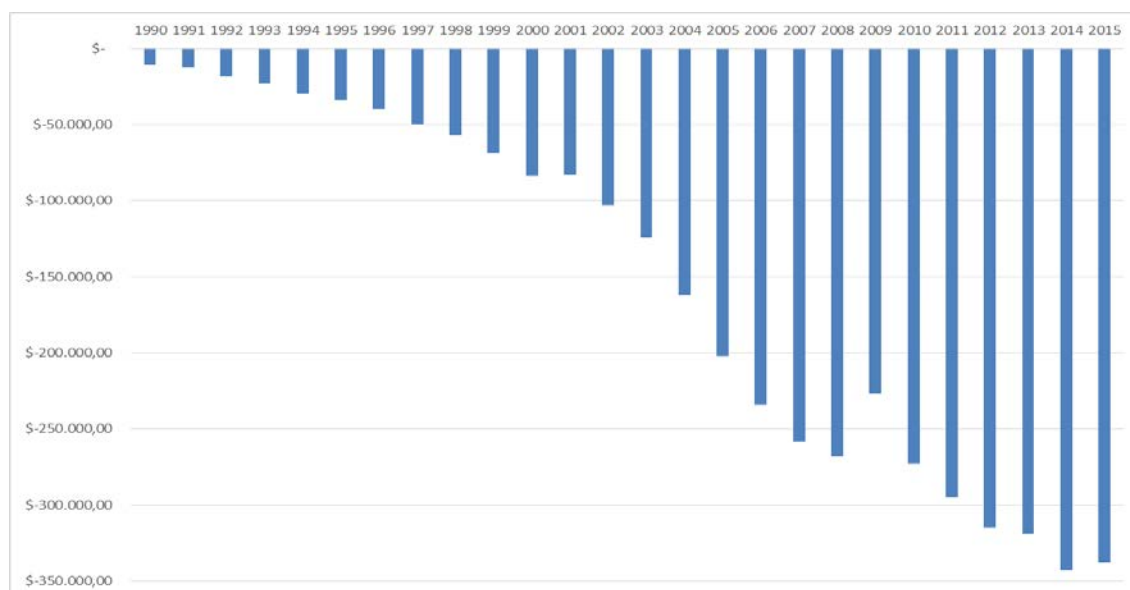
VIR: Svetovna banka.

GRAF 11: Domače varčevanje v obdobju 2005–2015 kot odstotni delež BDP



VIR: Svetovna banka.

GRAF 12: Zunanjetrgovinski primanjkljaj ZDA v trgovanju s Kitajsko



VIR: United States Census Bureau.

5 ZAKLJUČEK

V globalnem finančnem sistemu odprtih nacionalnih ekonomij s prostim pretokom blaga in kapitala spremembe v politiki deviznega tečaja kitajske centralne banke ne bo rešilo problematike velikega kitajskega zunanjetrgovinskega presežka (večinoma do ZDA), saj je v današnjem, globalnem, okolju državo neučinkovito in nesprejemljivo prisiliti v spremembo vrednosti domače valute za rešitev lastnih ekonomskih težav, temveč je potrebno voditi aktivno makroekonomsko politiko sprememb vseh deležnikov globalne ekonomije v smeri vzdržnega mikroekonomskega in makroekonomskega ravnovesja svetovnega gospodarstva.

Kitajska ima, kot največji svetovni kreditodajalec in po projekcijah za leto 2021 tudi največja svetovna gospodarska sila, v prihodnosti veliko odgovornost oblikovanja ustrezne notranje in zunanje ekonomske politike, ki bo sprejemljiva za globalno gospodarstvo. Ne glede na kritike določenih držav (ZDA *op. avt.*), je Kitajska v zadnjem desetletju poleg neverjetnega ekonomskega razvoja naredila veliko uspešnih gospodarskih reform, ki so ji konec lanskega leta (december 2015 *op. avt.*) omogočile vstop v elitni klub košarice svetovne rezervne valute.

Oblikovalci kitajske ekonomske politike se bodo v prihodnosti morali spopasti še z običajnimi vprašanji razvitega sveta, kot so: staranje prebivalstva kot rezultat strmega padca rodnosti in podaljšanja življenjske dobe, ki v veliki meri vplivata na starostno sestavo delovne sile, na stopnjo varčevanja kot pomembne komponente investicij, na stroške socialnih transferjev in na stroške pokojninskega ter zdravstvenega sistema kot tudi preobrazbe bančnega sistema, naraščajočega dolga, neučinkovitega državnega aparata, premalo razvitega pravnega in pokojninskega sistema, deviznega režima ter odpravo korupcije, ki se je zajezila v vse pore družbe.

LITERATURA IN VIRI

1. Bergsten C.F., 2010. Correcting The Chinese Exchange. Peterson Institute For International Economics. Prevezeto iz <http://www.iie.com/publications/testimony/bergsten20100915.pdf>.
2. Babula A., Otker-Robe I., 2004. The Continuing Bipolar Conundrum Finance And Development. Vol.41.No.1., IMF. Prevezeto iz <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2004/03/pdf/babula.pdf>.
3. Catão Luis A.V., 2007. Why Real Exchange Rate ?. Finance And Development. Vol.4.No3., IMF. Prevezeto iz <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/pdf/basics.pdf>.
4. Cline R.W. 2010. Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit. Peterson Institute For International Economics. Number PB 10 - 20.
5. Chinese Statistical Yearbook. 2000-2012.
6. Dooley P.M., Folkerts-Landau D., Garber P. 2003. An Essay On The Revived Bretton Woods System. NBER WORKING PAPER SERIES. Working Paper 9971. Prevezeto iz <http://www.nber.org/papers/w9971>.
7. Dooley P.M., Folkerts-Landau D., Garber M.P., 2014. The Revived Bretton Woods System's First Decade. NBER Working Paper Series No 20454. Prevezeto iz <http://www.nber.org/papers/w20454>.
8. Dornbusch Robert. 1985. Purchasing Power Parity. NBER Working Paper Series. WP No. 1591. National Bureau Of Economic Research. Cambridge. Prevezeto iz [http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/ITF-220/readings/Dornbusch-PPP NBERWP1591.pdf](http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/ITF-220/readings/Dornbusch-PPP%20NBERWP1591.pdf).
9. Dunn R. M. Jr., Mutti J.H.. 2004. International Economics. London: Routledge.
10. Fan G., 2006. Currency Asymmetry, Global Imbalance, and Rethinking again of International Currency System. Beijing: The National Economic Research Institute (NERI).
11. Eichengreen B., Tong H., 2011. The External Impact of China's Exchange Rate Policy: Evidence from Firm Level Data. IMF. IMF Working Paper. WP/11/155.
12. Eicher T., Mutti J.H., Turnovsky M.H., 2009. International Economics 7th Edition. New York. Routledge.
13. Eswar S. Prasad, 2008. Monetary Policy Independence, The Currency Regime And The Capital Account in China, Debating China's Exchange Rate Policy. Peterson Institute For International Economics. 2008. str. 77-99.
14. Evenett J. S. Editor. 2010. The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law. Centre for Economic Policy Research, April 2010.

15. Ferraro D., Rogoff K., Rossi B., 2015. Can Oil prices Forecast Exchange Rates. Arizona State University. Harvard University. Prevezeto iz <http://www.econ.upf.edu/~brossi/OilAndExchangeRates.pdf>.
16. Fischer, Stanley. 2001. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?. Journal of Economic Perspectives 15 (2). 3–24.
17. Frankel J.,2006. On the Yuan: The Choice between Adjustment under a Fixed Exchange Rate and Adjustment under a Flexible Rate. Raziskovalno gradivo. Prevezeto iz <http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/ChinaYuan-IllingPub-Feb2406.pdf>.
18. Frankel J.,2006. The Balassa-Samuelson Relationship and the Renminbi. Raziskovalno gradivo. Prevezeto iz <http://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/BalassaSamuelson%26ChinaRMB.pdf>.
19. Girardin E., Lunven S., Ma G.,2011. Inflation and China's monetary policy reaction function: 1995-2011.Bank Of International Settlement.
20. Goldstein M., Lardy R. N. editors. 2008. Debating China's Exchange Rate Policy. Washington: Peterson Institute For International Economics.
21. Habermeier K., Kokenyne A., Veyrune R., Anderson H.,2009. Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements. IMF Working Paper WP09211. Prevezeto iz <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09211.pdf>.
22. IMF – International Monetary Fund. 2008. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks. [online], 5 odstavkov. Prevezeto iz <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>.
23. IMF.2012. People's Republic Of China.IMF.IMF Country Report No. 12/195
24. IMF, 2014. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchanger Restrictions.
25. Jakab Z., Lukyantsau P., Wang S., 2015.A Global Projection Model for Euro Area Large Economies. IMF. IMF Workin Paper. WP/15/50.
26. Jingtao Yi, 2008. Policy Options for China's Exchange Rate Regime: Post-Reform Era. Literatura predavanj. Prevezeto iz <http://gfc.nottingham.edu.cn/images/file/Lecture%20Series/Policy%20Options.pdf>.
27. Kanamari T. Zhao Z., 2006. The Renminbi Exchange Rate Revaluation: Theory, Practice and Lessons from Japan. Tokyo:Asian Development Bank Institute.
28. Krugman Paul, 1996. Are Currency Crises Self-Fulfilling?.NBER Macroeconomics Annual 1996. Volume 11.MIT Press. Str. 345-407.
29. Lansing K. J., Ma J., 2015. Explaining Exchange Rate Anomalies in a Model with Taylor-rule Fundamentals and Consistent Expectations.Federal Reserve Bank of San Francisco. Prevezeto iz <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2014-22.pdf>.

30. Mattoo A., Mishra P., Subramanian A. 2012. Spillover Effects of Exchange Rates: A Study of the Renminbi. IMF. IMF Working Paper. WP/12/88.
31. MacDonald Roland. 2007. Exchange Rate Economics: Theories And Evidence. New York: Routledge.
32. McKinnon, Ronald I. 2006. China's New Exchange Rate Policy: Will China Follow Japan into a Liquidity Trap?. The Economists' Voice: Vol. 3 : Iss. 5, Article 2.
33. McKinnon, Ronald I. 2006. Why China Should Keep its Exchange Rate Pegged to the Dollar: A Historical Perspective from Japan. International Finance Volume 10 Issue 1 (Spring 2007), 43-70.
34. McKinnon R., Schnabl G. 2009. China's Financial Conundrum and Global Imbalances. China & World Economy Vol.17 No.1. str. 1-32. Prevezeto iz <http://www3.interscience.wiley.com/journal/118001863/home> ali iz http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/fulltext_McKinnon%20and%20Schnabl.pdf.
35. McKinnon, Ronald I. 2010. Why China Shouldn't Float. The International Economy. Fall 2010.
36. McKinnon, Ronald I. 2013. The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to The Rise of China. New York. Oxford University Press.
37. Meese R.A., Rogoff K., 1983. Empirical exchange rate models of the seventies: do they fit out of sample? Journal of International Economics 14, 3—24.
38. Montiel J. Peter, 2014. Ten Crisis. Routledge.
39. Morrison, W.M., Labonte M. 2006. China's Currency: Economic Issues and Options for U.S. Trade Policy. Washington: The Library Of Congress.
40. Morrison W.M., Labonte M. 2013. China's Currency: An Analysis of the Economic Issues. Congressional Research Service. 7-5700.
41. Moosa I.A. 2003. International Financial Operations: Arbitrage, Hedging, Speculation, Financing and Investment. New York: Palgrave Macmillan.
42. Mussa M., Masson P., Swoboda A., Jadresic E., Mauro P. in Berg A. 2000. Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. IMF. IMF Occasional Papers. 193.
43. Nooyuki Y., Farhad T.H., 2015. Causes and Remedies for Japan's Long-Lasting Recession: Lessons for the People's Republic of China. ADBI Working Paper 554. Prevezeto iz http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2709553_code1444574.pdf?abstractid=2709553&mirid=1.
44. Petursson G. T., 2000. Exchange rate or inflation targeting in monetary policy?. Central Bank of Iceland, Monetary Bulletin 2000/1. str. 36-38. Prevezeto iz http://www.sedlabanki.is/uploads/files/mb001_6.pdf.

45. Rosseti G., Pesent P., Roubini N., 1999. What Caused the Asian currency and financial crisis?. Prevezeto iz <http://www.newyorkfed.org%2Fmedialibrary%2Fmedia%2Fresearch%2Feconomists%2Fpesenti%2Fwhatjapwor.pdf>.
46. Salvatore Dominick, 2010. International Economics 10th Edition. Wiley & Sons Inc.
47. Sarno L., Taylor P.M., 2008. The Economics of Exchange Rates. Cambridge: Cambridge University Press.
48. Schnabl Gunther, 2013. The Macroeconomic Policy Challenges of Balance Sheet Recession: Lessons from Japan for the European Crisis. CESifo Working Paper Series No. 4249. Prevezeto iz http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2274638_code459177.pdf?abstractid=2274638&mirid=1.
49. Strašek Sebastijan. 2007. Ekonomska politika. Univerza v Maribor.
50. Summers, Lawrence. 2000. International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures. American Economic Review, Papers and Proceedings 90. 1–16.
51. Susmel Rauli. 2002. Zapiski predavanja. IV. Poglavje. Bauer College of Business. Prevezeto iz <http://www.bauer.uh.edu/rsusmel/7386/ln4.pdf>.
52. Testa W., Liao J., Zelenev A., 2003. Midwest manufacturing and trade with China. Essays On Issues. Federal Reserve Bank Of Chicago. November 2003. No. 196.
53. The Economist. 2016. The Big Mac Index. januar 2016.
54. Uradni list RS, št. 16/08, 85/09 in 109/12
55. Wang J, Wu J.J., 2009. The Taylor Rule and Interval Forecast For Exchange Rates. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers 963.
56. Wing Thye Woo (Editor), Stephen Parker (Editor), Jeffrey D. Sachs (Editor). 1997. Economies in Transition: Comparing Asia and Europe. Cambridge: MIT Press. 19-22.
57. Xiong, W. 2012. Measuring the monetary policy stance of the People's Bank of China: An ordered probit analysis, China Economic Review, 23-3, pp 512-533.
58. Yuming Cui, 2013. Revisiting China's Exchange Rate Regime and RMB Basket: A Recent Empirical Study. International Journal of Economics and Finance. Vol. 6, No. 2; 2014. str. 150-160.

PRILOGA 1: Slovar

Bipolar view – bipolarna teorija
Corner solution – teorija skrajnosti
Conventional fixed peg arrangements – konvencionalni fiksni režimi deviznega tečaja
Crawling pegs – plazeči fiksni devizni tečaj
Currency board arrangements – valutni odbor
Emerging market economies – države z razvijajočim se tržnim gospodarstvom
Exchange regimes with another currency as a legal tender – druga valuta kot uradna valuta države
Exchange regimes with no separate legal tender (currency unions) – valutna unija
Free floats – režimi prostega drsenja
Hard pegs – režimi trde vezave
Intermediate regimes – srednji režimi
Independent floating – režim neodvisnega drsenja
Pegged exchange rates within a horizontal band – fiksni devizni tečaj znotraj horizontalnega pasu
Pegged exchange rate within crawling bands – fiksni devizni tečaj znotraj plazečega pasu
Soft pegs – režimi mehke vezave
Tightly or other managed floating with no predetermined path for the exchange rate – režim uravnano drsečega deviznega tečaja
Vanishing or missing middle hypothesis – teorija o izginjajoči ali manjkajoči sredini

»Izjava o jezikovnem pregledu zaključnega dela« je priloga trdo vezanega izvoda zaključnega dela.

**IZJAVA
O JEZIKOVNEM PREGLEDU ZAKLJUČNEGA DELA**

Podpisani-a

Tatjana HREN DIZDAREVIĆ, prof. slo.
(ime in priimek ter strokovni naslov ali naziv),

izjavljam, da sem zaključno delo z naslovom

IZZIVI KITAJSKE TEČAJNE POLITIKE

avtorja/avtorice RANKA PERIČA.

pregledal in potrjujem, da je zaključno delo napisano slovnično in jezikovno pravilno.

Podpisani izjavljam, da se strinjam z javno objavo svojega imena na zaključnem delu.

Datum: 7.4.2016

Podpis: Tatjana HD.