

## ALI EVRO POSTAJA VODILNA SVETOVNA REZERVNA VALUTA?

**Povzetek.** Z uvedbo nove evropske valute je dolar dobil resnega konkurenta v tekmi za položaj vodilne svetovne rezervne valute. Zmanjšanje pomena dolarja v rezervah centralnih bank gre pripisati predvsem vztrajnemu naraščanju evrskih rezerv. Postopna rast deleža evrov je v prvi vrsti posledica gladkega delovanja evro-območja, vse bolj povezanega kapitalskega trga okrog evra in krepitev njegove vrednosti v zadnjih letih. Vsekakor lahko evro, ob nadaljevanju obstoječih trendov, postane vodilna svetovna valuta, še posebej, če bo prišlo do pridružitve Velike Britanije in s tem Londona kot najbolj uveljavljenega svetovnega finančnega središča.

**Ključni pojmi:** svetovna rezervna valuta, devizne rezerve, evro, dolar, razvite države, manj razvite države

### Uvod

Status svetovne (rezervne) valute so skozi zgodovino imele različne valute. Pred prvo svetovno vojno je bila vodilna mednarodna valuta britanski funt. Ameriški dolar se je v tej vlogi prvič pojavil na začetku prve svetovne vojne in od takrat naprej vztrajno pridobival pomen. Prevladujoč položaj je dosegel po drugi svetovni vojni tako na domačem ozemlju kot tudi v mednarodnih transakcijah. V sedemdesetih letih se je v ZDA pojavilo plačilnobilančno neravnotežje, poleg tega pa se je zmanjšala sorazmerna pomembnost njihovega gospodarstva zaradi pospešene rasti drugih držav sveta, in to je bil vzrok za devalvacijo dolarja. Kljub temu se vloga ameriške valute kot menjalnega posrednika, mere vrednosti in hranilca vrednosti ni zmanjšala. S pojavom ECU in pozneje evra je dolar nekoliko izgubil mednarodni pomen, vendar to zaenkrat še ne pomeni resne grožnje.

Dolar je od druge svetovne vojne naprej najpomembnejša svetovna rezervna valuta. Leta 1999 je bil uveden evro in takoj postal velik tekmeč dolarju na mednarodnem denarnem in finančnem trgu. Evro je trenutno na

\* Dr. Aleksander Aristovnik, docent na Fakulteti za upravo, Univerza v Ljubljani.

\*\* Mag. Tanja Čeč, univ. dipl. ekon., Ministrstvo za finance, Davčna uprava RS, Generalni davčni urad.

drugem mestu, pred jenom in funtom, ter hitro pridobiva ugled, vendar je še vedno v zaostanku za ameriškim dolarjem, ki zaseda prvo mesto. Nekatere študije pripisujejo v prihodnosti vlogo prevladujoče valute evru, druge dolarju, vse pa napovedujejo, da bodo spremembe, če bo do njih prišlo, postopne.

V splošnem se je oblikovalo mnenje, ki odseva pesimistični scenarij za ameriško gospodarstvo, saj naj bi dolar v prihodnjih letih izgubil vlogo vodilne svetovne rezervne valute (glej npr. Bergsten, 1997a; Mundell, 1998; Wyplosz, 2001; Chinn in Frankel, 2005). To naj bi se zgodilo zaradi sprememb pri trgovanju z nafto, ki jo bodo države izvoznice začele zaračunavati v evrih in s tem izpodrinile vodilno vlogo dolarja. Tako je novembra 2000 Irak že začel prodajati svojo nafto v evrih, saj večina iraške trgovine z nafto poteka z EU, Indijo in Kitajsko in ne z ZDA. Vendar se ta ukrep ni obnesel in se je končal z vojno ZDA proti Iraku, prišlo je do zaprtja iraške borze z nafto, kjer se je trgovalo z evri. Po ukrepu Iraka se je zgledovalo še nekaj držav, in sicer Iran, Libija, Venezuela, Rusija, Indonezija in Malezija (Sharma et al., 2004).

Podobno se je oblikovalo mnenje, da lahko začetek konca prevlade dolarja kot vodilne mednarodne denarne valute pomeni odločitev Kitajske, ki je julija 2003 naznanila, da bo del svojih dolarskih rezerv spremenila v evrske (Sharma et al., 2004). Kitajska je imela svojo valuto vezano na ameriški dolar, zdaj pa jo ima na košarico valut. Sledile so ji nekatere azijske centralne banke in del svojih rezerv pretvorile v evre.

Nenazadnje se tudi zaradi finančne in gospodarske krize (2008/09), ki se je z ozkega področja slabih hipotekarnih posojil razširila tudi na druge finančne trge/banke ter na realni sektor, po eni strani pričakuje dodatno povečanje pomena evra. Namreč, umik finančnega kapitala je negativno vplival predvsem na nacionalne valute držav, ki niso del evroobmočja (npr. Madžarska, Poljska, Češka, Švedska, Islandija in Danska). Zaradi omenjenega je v teh državah podpora evru vse večja, o prevzemu evra pa je začela razmišljati tudi Velika Britanija, kar bi pomenilo ključni zagon evru. Po drugi strani, kljub dejstvu, kot so relativno višja stopnja ekspanzivnosti centralne banke ZDA (angl. FED) (glede na Evropsko centralno banko), velik proračunski primanjkljaj ZDA, relativno slabe gospodarske objave najmočnejšega svetovnega gospodarstva itd. večina investorjev daje prednost denarju pred drugimi naložbami, kar povečuje povpraševanje po dolarjih in njegovo vrednost (igra vlogo varnega zatočišča oz. angl. »save heaven«). Vsekakor lahko v obdobju ponovne rasti na delniških trgih pričakujemo padec ameriške valute in povečan pomen evra kot svetovne rezervne valute.

Za odgovor na vprašanje, ali bo evro postal vodilna svetovna rezervna valuta, je potrebna natančna opredelitev pojma rezervne valute, ki je tesno povezana z mednarodno valuto. Mednarodna rezervna valuta je opredeljena z

dvema pomembnima lastnostma: to je valuta, ki se uporablja v velikem obsegu, finančne in vladne institucije pa jo sprejemajo med svoje devizne rezerve. Rezervna valuta se uporablja v večini mednarodnih transakcij pri surovinah, s katerimi se trguje na svetovnem trgu (npr. nafta, zlato itn.).

O dolarju in evru kot mednarodnih valutah je bilo že veliko napisanega, veliko manj pa je napisanega o rezervni valuti in verjetnih strukturnih spremembah v deviznih rezervah centralnih bank držav sveta. Tako v strokovni literaturi nismo zasledili zbranih podatkov o valutni sestavi deviznih rezerv po posameznih državah. Na podlagi sekundarnih podatkov, pridobljenih na spletnih straneh in s pomočjo internih podatkov posameznih centralnih bank, smo prikazali valutno sestavo deviznih rezerv za 22 držav (podatki katerih so bili razpoložljivi) ter za skupini razvitih in manj razvitih držav. Glavni namen predstavljene analize je dokazati, da delež evrov v deviznih rezervah v preučevanem obdobju narašča.

## Mednarodni denarni sistem in pojav svetovne rezervne valute

Ribnikar (1999/2003b: 71) opredeljuje mednarodni denarni sistem kot t. i. povezovalni mehanizem med nacionalnimi denarnimi sistemi, ki omogoča menjavo med ekonomskimi subjekti in različnimi nacionalnimi denarnimi sistemi. Gre za skupek dogovorov, pravil, postopkov in institucij, ki izvajajo vodenje finančnih povezav med narodi (Pilbeam, 1998: 277). Njegova vloga je zagotavljati stabilnost deviznih tečajev, spodbujati odpravljanje plačilnobilančnih neravnotežij in zagotavljati normalen dostop do mednarodne likvidnosti (Mrak, 2002: 299).

### *Razvoj mednarodnega denarnega sistema*

Mednarodni denarni sistem do druge svetovne vojne je zaznamoval sistem zlatega standarda. Bil je zelo preprost, saj je denar predstavljalo zlato. Edina vloga denarnih oblasti je bila zagotavljanje popolnega pokritja domačega denarja z zlatom. V teoriji je imelo zlato kot mednarodni denar osrednjo vlogo, kar pomeni, da so vsa mednarodna plačila potekala v zlatu in plačilnobilančno neravnotežje je bilo poravnano z zlatom (Gibson, 1996: 18).

Sistem zlatega standarda je ob izbruhu prve svetovne vojne prenehal obstajati; devizni tečaj je bil popolnoma odvisen od tržnih razmer, to je od ponudbe oziroma povpraševanja po devizah. Obdobje med obema vojnama Mrak (2002: 326–336) razdeli na naslednja tri obdobja:

- Za obdobje 1918–1926 sta značilni prosto drsenje valut in želja držav po vrnitvi na zlati standard.
- Obdobje 1926–1931 oziroma obdobje delovanja obnovljenega zlatega standarda. Močno spremenjena gospodarska in politična slika sveta ob

koncu prve svetovne vojne ni nudila realnih možnosti za njegov relativno hiter povratek na stabilne razmere gospodarjenja. Fleksibilni devizni tečaji so bili ocenjevani kot izključno začasna rešitev, ki jo je potrebno čim prej zamenjati s trajnejšo rešitvijo, to je vrnitvijo na predvojni sistem zlatega standarda. Najpomembnejše razlike med zlatima standardoma med obema vojnoma in pred prvo svetovno vojno so: ponovna vezava valut na zlato, izvedena na »napačni ravni«, in od tu izhajajoče ponavljajoče se težave v plačilnobilančnem prilagajanju, delovanje sistema v obliki zlatega deviznega standarda, ne pa v obliki pravega zlatega standarda, nespoštovanje pravil zlatega standarda oziroma zamenjane prioritete nacionalnih ekonomskih politik, in spremenjen pomen kratkoročnih tokov kapitala.

- Za obdobje tridesetih let oziroma obdobje ekonomskega nacionalizma je značilno, da so se države borile z recesijo, zato so v želji po večjem izvozu devalvirale svoje valute in s tem poskušale prenesti recesijo v druge države, zato to obdobje imenujemo tudi obdobje kompetitivnih devalvacij (Burda in Wyplosz, 1993/2005: 497).

*Mednarodni denarni sistem po drugi svetovni vojni* je zaznamoval bretonwoodski denarni sistem, ki je bil ustanovljen leta 1944 na konferenci v Bretton-Woods in spada v obdobje 1944–1971/73. Takrat se je svet ponovno vrnil na sistem fiksnih deviznih tečajev. Države so fiksirale tečaj svoje valute glede na dolar in prek dolarja na zlato (Pilbeam, 1998: 279). Sistem je deloval po načelu, da je prevladujoča država (ZDA) zajamčila konvertibilnost svoje valute v zlato po fiksni ceni. Ostale države so zagotavljale konvertibilnost svojih valut v dolarje po fiksnem deviznem tečaju (Gandolfo, 1995: 457).

Sistem je propadel 15. avgusta 1971, ko so ZDA odpravile zamenljivost dolarjev za zlato. Zamenjalo ga je obdobje, v katerem so mnoge države sprejele sistem uravnano drsečih deviznih tečajev, kjer ne obstajajo uradno določene paritete (razen mogočih dogovorov med posameznimi državami, kot npr. evropske države, ki so oblikovale EMS) in se devizni tečaji spreminjajo (Gandolfo, 1995: 23). Glavne gospodarske regije (ZDA, Evropa in Japonska) imajo valute, ki so si razmeroma blizu druga drugi. Večina manjših držav ima svoje valute vezane na dolar ali na ostale valute, npr. evro.

### *Pojav svetovne rezervne valute*

Mednarodna valuta je tista nacionalna valuta, ki jo v večjem obsegu uporabljajo države in rezidenti drugih držav kot menjalni posrednik, hranilec vrednosti in mero vrednosti. Glavne tri vloge lahko izpolnjujejo različne valute, vendar pa je zgodovinsko gledano mednarodna valuta tista valuta, ki prevladuje kot menjalni posrednik in hranilec vrednosti (Galati in Wooldridge, 2006: 1–2). Mednarodne valute so največkrat povezane z velikimi konku-

renčnimi gospodarstvi, še posebej s tistimi z obsežnimi trgovinskimi in finančnimi vezmi (Lim, 2006: 6).

Rezervna valuta je valuta, ki predstavlja večino deviznih rezerv, saj se z njo največ trguje na svetovnem trgu. V rezervni valuti so denominirane mednarodne devizne rezerve oziroma mednarodne devizne rezerve centralnih bank. Centralne banke in druge vodilne finančne institucije jo imajo kot sredstvo za poravnavo mednarodnega dolga oziroma za vplivanje na devizni tečaj domače valute. Trdimo lahko, da je ameriški dolar glavna rezervna valuta, ki jo uporabljajo številne države. Z velikim deležem surovin, kot sta npr. zlato in nafta, se največkrat trguje v dolarjih, zato druge države držijo to valuto, da z njo plačajo kupljeno blago.

Rezervne valute imajo lastnosti naravnega monopola oziroma mreže, zato se redko pojavi več kot ena prevladujoča valuta. Moč mreže je razlog, da imajo centralne banke držav med svojimi rezervami veliko večji delež dolarjev (70 %), kot je delež trgovine teh držav z ZDA (30 %). To je tudi razlog, zakaj je večina surovin, kot npr. nafta, baker in kava, v dolarjih, ne glede na to, kje je proizvedene oziroma prodane (Persaud, 2004).

### *Vloga deviznih rezerv*

Devizne rezerve sestavljajo mednarodne denarne rezerve, operativne devizne rezerve in imetja nebančnih ekonomskih subjektov v tujini. Vsaka centralna banka ima devizne rezerve, saj brez njih ne more voditi politike deviznega tečaja. To so predvsem imetja pri bankah v tujini. Uvrščamo jih k mednarodnim denarnim rezervam, kamor spadajo tudi monetarno zlato, rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu – IMF, in posebne pravice črpanja – SDR (Veselinovič, 1995/1998: 6).

Mednarodne denarne rezerve omogočajo državam, da s posredovanjem vplivajo na vrednost svoje valute v primerjavi s preostalimi valutami. Če oblasti uravnavajo devizni tečaj ali ga fiksirajo, ima zaloga mednarodnih rezerv ključno vlogo za njihov uspeh. Poleg tega imajo denarne oblasti rezerve kot rezervne zaloge zaradi neželenega in takojšnjega prilagajanja plačilne bilance njenemu ravnotežju (Gibson, 1996: 214).

Centralne banke držijo devizne rezerve zaradi več razlogov, med drugim tudi zaradi potreb drugih transakcij, intervencije in diverzifikacije. Transakcijske potrebe so manj pomene za razvita gospodarstva, ki imajo dober dostop do mednarodnih kapitalskih trgov, medtem ko imajo večjo vlogo pri državah z natančnim nadzorom deviznega tečaja. Potrebe intervencije nastanejo takrat, ko se države odločijo za konvertibilne valute, hkrati pa želijo obdržati vpliv na devizni tečaj. Najpomembnejše so za tiste države, ki imajo dobro razvite kapitalske trge. Pri končni izbiri valutne sestave rezerv pa ima pomembno vlogo tudi učinek bogastva, ki je bil v zadnjih letih deležen veli-

ke pozornosti. Povečala se je potreba centralnih bank po večji transparentnosti glede vloge in uporabe deviznih rezerv, ki so del nacionalnih prihrankov. Velikost in rast deviznih rezerv je s kredibilnostjo državne denarne politike in kreditno sposobnostjo lahko povod za znamenja globalnim finančnim trgom, pri čemer je donos na držanje rezerv lahko pomemben (Ramaswamy, 1999: 1).

## Nastanek in razvoj dolarja in evra kot mednarodnih valut

### *Razvoj dolarja kot mednarodne valute*

V obdobju zlatega standarda je bil glavna mednarodna valuta britanski funt. Leta 1899 je bil delež funtov v znanih tujih deviznih imetjih uradnih institucij več kot dvakrat večji od najbližjih tekmecev, franka in marke, in veliko večji od deleža dolarjev (Chinn in Frankel, 2005: 11–16). Britanski ekonomist John Maynard Keynes je menil, da je prihodnji položaj Londona odvisen od tega, ali bo poslovni svet funt uporabljal kot zamenjavo za zlato ali ne. Da bi ohranila verodostojnost funta kot mednarodnega menjalnega sredstva je Velika Britanija ohranila njegovo zamenljivost za zlato še ob izbruhu prve svetovne vojne. Med vojno pa se je država iz mednarodne upnice spremenila v mednarodno dolžnico, to pa je dalo dolarju zagon v tekmi s funtom. Funt je postopoma izgubljal status vodilne valute, obenem pa je postopoma pojemala tudi britanska politična in vojaška prevlada (Chinn in Frankel, 2005: 11–16). Poleg omenjenega sta na vzpon dolarja pomembno vplivala tudi razvoj finančnih trgov v New Yorku v dvajsetih letih 20. stoletja in ustanovitev FED (Papaioannou et al., 2006: 13–14).

Čeprav je bilo zlato uradno mednarodno rezervno sredstvo denarnega sistema, ustanovljenega leta 1944 v Bretton Woodsu, je bil dolar rezervno sredstvo povojnega sistema. Brettonwoodski sporazum je uvedel sistem trdnih deviznih tečajev, vezanih na dolar in prek dolarja na zlato. Leta 1971 je prišlo do pomembne spremembe v mednarodnem denarnem sistemu – razveljavitve zamenjave ameriškega dolarja za zlato. Uveden je bil dolarski standard, ki je povečal dovoljene meje nihanja evropskih valut glede na paritetno vrednost dolarja. 1973 je bila določena nova pariteta dolarja kot poskus obrambe trdnega deviznega tečaja. Vendar pa se je večina industrijskih držav odločila, da ne bo več ohranjala tečaja dolarja v okviru dogovorjenih mej in je prešla na drseče tečaje. Depreciacija dolarja se je nadaljevala, najbolj so bila izpostavljena tri obdobja, in sicer eno na desetletje: 1977–79, 1985–88 in 1993–95. V vsakem obdobju je devizni tečaj dolarja postal jabolko spora med ZDA in njenimi trgovskimi partnerji, še posebej Evropo (Chinn in Frankel, 2005: 11–16).

Chinn in Frankel (2005) poskušata odgovoriti na vprašanje, ali bo dolar

sledil primeru funta in odstopil status vodilne svetovne rezervne valute. O tem so potekale razprave že pred desetletjem in več, ko še ni bilo resnega konkurenta – evra. V sedemdesetih in osemdesetih letih je mednarodna uporaba japonskega jena in nemške marke močno narasla, zato se je delež dolarjev zmanjšal. Nekateri ekonomisti v zgodnjih devetdesetih letih so menili, da lahko jen ali marka sčasoma prevzame vlogo vodilne mednarodne valute.

Z novim tisočletjem sta Japonska in Nemčija doživeli desetletje izredno nizke gospodarske rasti, jen je oslabil, marka pa je popolnoma izginila. Zaskrbljenost, da je bil dolar v vlogi mednarodne valute izzvan, se je izkazala za prezgodnjo. Dolar je v mednarodni vlogi, merjen vsaj kot delež mednarodnih rezerv centralnih bank, leta 1990 prenehal pojemati, preobrat pa je dosegel v zgodnjih devetdesetih letih, ko je zasedel prvo mesto (Chinn in Frankel, 2005: 2).

### *Uvedba evra in njegov razvoj*

Uvedba evra pomeni mejnik v razvoju EU in največjo denarno spremembo v zgodovini sodobne Evrope. Tako kot EMU je tudi uvedba evra potekala v treh fazah. *1. januarja 1999 (prva faza)* je enajst držav članic EU (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Nemčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Portugalska in Španija) oblikovalo denarno unijo in sprejelo skupno valuto – evro. Nacionalne valute enajstih držav članic so se pridružile EMU, ki je še nekaj let prej veljala za utopijo. Pomenila je področje enotne valute s 300 milijoni potrošniki, kar je približno 10 % več od takratnega števila prebivalcev ZDA (Krugman in Obstfeld, 2000: 608).

Evro je bil uveden kot negotovinski, knjižni denar; trajno in nepreklicno so bili fiksirani konverzijski tečaji nacionalnih valut držav članic EMU v razmerju do evra (Ribnikar, 1999/2003a: 405). 31. decembra 1998 se je ECU preimenoval v evro, vrednost evra je bila takrat enaka vrednosti ECU (razmerje 1 : 1), ki pomeni tehtano povprečje dvanajstih valut članic EMS glede na njihovo moč in trgovino znotraj EU (Gibson, 1996: 176–177). Razmerja do evra so bila določena upoštevajoč dejstvo, da se nekatere države, npr. Velika Britanija, katerih valute so del ECU, ne bodo pridružile prvemu valu (Pillbeam, 1998: 469). Razmerje evra proti dolarju je znašalo 1,17 \$ za 1 EUR in je hkrati pomenilo vrednost evra, izraženo z ameriškimi dolarji (Salvatore, 2004: 712).

*1. januarja 2002 (druga faza)* se je dvanajst članic EMU (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija), s tem ko so v obtok prišli evrokovanci in evrobankovci, odpovedalo svojim nacionalnim valutam (Liaw, 2004: 402). Tri mesece kasneje, *1. marca 2002 (tretja faza)*, je bilo prehodno obdobje končano, evro je zamenjal dvanajst nacionalnih valut in postal edino zakonito plačilno

sredstvo znotraj evroobmočja. Zamenjava v evrobankovce in kovance, ki je vključevala proizvodnjo in distribucijo 14 milijard bankovcev in 50 milijard kovancev, pomeni obsežen logističen izziv brez primere v ekonomski zgodovini (McDonald in Dearen, 2005: 104).

Temperton (1998: 7) navaja dva temeljna razloga za uvedbo evra. Politični razlog je želja obdržati mir v Evropi, katere temelji so bili postavljeni kmalu po drugi svetovni vojni. Ekonomski razlogi za uvedbo evra so povezani s problemi evropskega gospodarstva v sedemdesetih in osemdesetih letih, zlasti s počasno rastjo in visoko brezposelnostjo. Avtor tudi navaja, da bo kombinacija enotnega trga in enotne valute veliko prispevala k višji stopnji rasti EU.

Uvedba evra je imela neposreden vpliv na denar in devizne trge, saj od takrat obstaja le evro nasproti tretjim valutam. Prav tako je bil opazen neposreden vpliv evra na medbančnem trgu, saj se od takrat medbančno poslovanje vodi v evrih. Celo na tem področju se trgi niso popolnoma integrirali, saj so nacionalne značilnosti ostale – instrumenti, ki se uporabljajo v različnih državah (Gros in Lannoo, 2000: 162). Evro je bil uveden z namenom tesnejšega ekonomskega povezovanja in s tem oblikovanja EMU. Vendar je treba poudariti, da evro nima pomembne vloge le na svojem območju, temveč tudi na finančnih trgih in drugih državah zunaj EMU. Skupna evropska valuta pomeni temeljno spremembo v mednarodnem denarnem sistemu, saj je postala druga najpomembnejša mednarodna valuta – takoj za ameriškim dolarjem. Prihod evra je pomembno vplival na povpraševanje po rezervah v različnih državah od sedemdesetih let naprej. To so dokazovali Bergsten (1997), Alogokoufis et al. (1997) ter Portes in Rey (1997). Takrat je v evroobmočju živelo 22 milijonov ljudi več kot v ZDA, in to je razlog za vsakodnevno uporabo evra. Rezidenti evroobmočja so tudi učinkovitejši v mednarodni trgovini kot rezidenti ZDA; celoten (zunanji) izvoz in uvoz sta v evroobmočju takrat znašala 25 % proizvodnje in dohodka, v ZDA pa le 20 %. Prihod evra je ustvaril zelo velik evropski finančni trg, ki lahko sčasoma postane celo večji od ameriškega. Tržna vrednost obveznic, delnic in bančnih sredstev, izdanih v državah EU, je konec leta 1995 skupno znašala približno 27 bilijonov dolarjev, v ZDA pa 23 bilijonov dolarjev. To je med drugim argument, zakaj lahko evro prevlada nad dolarjem (Wyplosz, 2001: 284).

Ekonomisti so še pred uvedbo evra leta 1999 imeli različne poglede na to, kakšen vpliv bo imela nova valuta na dolar, ki je imel status vodilne svetovne rezervne valute. Nekateri so bili optimistični, saj so evro videli kot neposreden izziv dolarju, in menili, da bi ga sčasoma lahko celo nadomestil v vlogi vodilne valute. Bergsten (1997a) je predvideval, da bi lahko celo en bilijon ameriških dolarjev mednarodnega vlaganja prešel iz dolarjev v evre, Mundell (1998) pa je napovedoval, da bo evro postal mednarodna valuta, enakovredna dolarju. Nekateri drugi ekonomisti so menili drugače, npr. McKin-

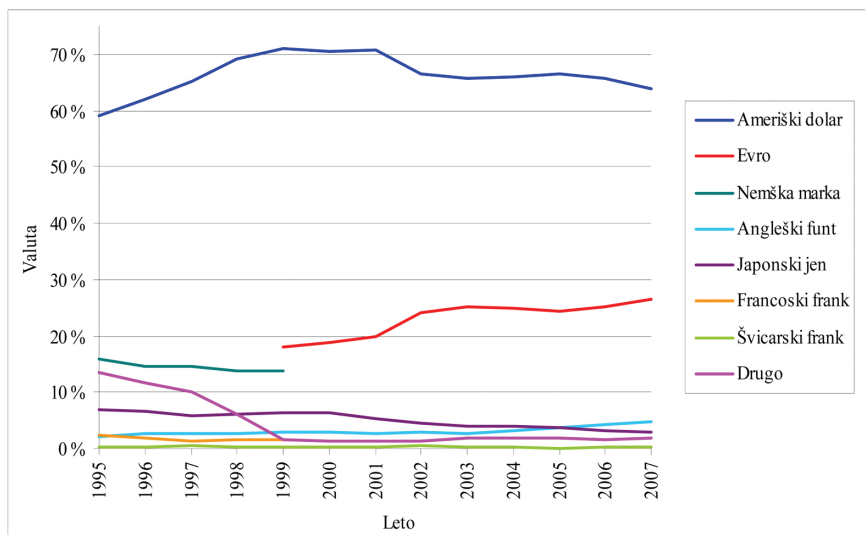


non (1998), ki pravi, da je evro lahko le pomembna regionalna valuta, in Cooper (1997). Vsi pa so prepričani, da svet potrebuje mednarodni denar, in sicer zaradi njegovih vlog hranilca vrednosti, menjalnega posrednika in mere vrednosti (Lim, 2006: 3–5).

## Deleži najpomembnejših svetovnih rezervnih valut

Pri pregledu povojnega obdobja uporabe mednarodnih valut kot uradnih rezerv lahko v zadnjih dveh desetletjih opazimo premik k tripolarnemu mednarodnemu denarnemu in finančnemu sistemu, vendar brez kakršne koli sledi, da bi prišlo do prave simetrične tripolarnosti. V začetku sedemdesetih let, ko se je vzpostavil povojni denarni red, je bila opazna postopna diverzifikacija stran od dolarja k nemški marki in japonskemu jenu, ki pa se je v začetku devetdesetih let ustavila in ni pomembno ogrozila prevlade dolarja (Maccauley, 1997).

Slika 1: Mednarodna akumulacija tujih rezervnih valut v letih 1995–2007 (v %)



Vir: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), IMF, 2008; The accumulation of foreign reserves, ECB, 2006.

Ameriški dolar zaseda mesto najpomembnejše mednarodne valute na svetovni ravni v vseh glavnih funkcijah denarja – menjalni posrednik, mera vrednosti in hranilec vrednosti (Wenhao, 2004). Kot je razvidno iz slike 1, je bilo skozi celotno zadnjo dekadno več kot 50 % deviznih rezerv v ameriških dolarjih, zato ima dolar upravičeno prvo mesto med rezervnimi valutami.

Delež dolarjev je naraščal vse do uvedbe evra leta 1999, ko je znašal slabih 71 %, potem pa je začel upadati, in sicer je leta 2007 znašal 64,6 %.

Wooldridge (2006) navaja, da so velike premike v velikosti deleža dolarjev povzročili različni dejavniki, in sicer mehanski učinek gibanja deviznega tečaja, odločitve pri upravljanju z devizami in različen tempo kopičenja rezerv po državah. Balakrishnan in Tulin (2006: 3) poudarita dejstvo, da imajo ZDA zaradi statusa dolarja kot svetovne rezervne valute ogromen privilegij, ki omogoča velik in dolgotrajen primanjkljaj tekočega računa, financiran z njihovo lastno valuto. Čeprav je bil primanjkljaj tekočega računa ZDA v preteklosti preprosto financiran, ostajajo odprta vprašanja o razpoložljivosti nadaljnjega financiranja. V devetdesetih letih je sledilo poslabšanje, leta 2005 je primanjkljaj ameriškega tekočega računa dosegel največjo vrednost, in sicer je znašal 6,5 % BDP. Znatno povečanje zunanega financiranja, vključujoč tako formalne kot tudi zasebne pritoke, v preteklosti ni imelo večjega vpliva na ameriške obrestne mere oziroma na trend zmanjšanja deviznega tečaja. Avtorja pri tem izpostavita vprašanje, kako dolgo bo trajalo tako financiranje.

Po drugi svetovni vojni je marka pridobila status druge najpomembnejše svetovne (rezervne) valute, in sicer takoj za ameriškim dolarjem. Euro je leta 1999 zamenjal marko in preostale evropske valute (z izjemo nekaterih) ter podedoval status nemške marke. Od takrat se je njegov prispevek k uradnim rezervam nenehno večal, saj so banke v želji po širitvi razpršile svoje rezerve in trgovino v državah evroobmočja. Danes je euro druga najpomembnejša svetovna rezervna valuta. Njegov delež je v deviznih rezervah od leta 1999, ko je znašal slabih 18 %, pa do leta 2007, ko je znašal slabih 26 % vseh deviznih rezerv, naraščal (glej sliko 1).

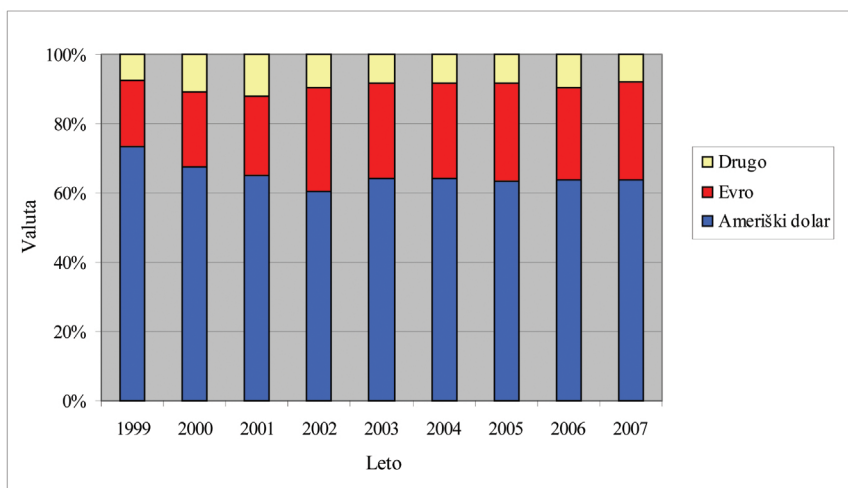
Angleški funt je bil v 18. in 19. stoletju svetovna rezervna valuta. Vendar pa je stalen tekoči račun in javnofinančni primanjkljaj, financiran s poceni krediti, nevzdržna denarna in fiskalna politika ter relativen upad Velike Britanije kot prevladujoče vojaške in ekonomske sile, povzročilo, da je funt izgubil ta status. V zadnjih letih je funt zamenjal jen in postal tretja največja rezervna valuta (Wooldridge, 2006: 33). Delež funtov se je v zadnjem desetletju povzpел z 2,1 % vseh deviznih rezerv (leta 1995) na 4,2 % (leta 2007) (glej sliko 1).

Medtem ko so deleži največjih treh svetovnih valut naraščali, so se deleži drugih valut v obdobju med 1995 in 2007 zmanjšali. Delež jena je padel s 6,8 % na 2,8 %, delež preostalih valut pa je s 13,6 % padel na 2,0 % (slika 1). Japonski jen je bil dolgo časa tretja najpomembnejša svetovna rezervna valuta, vendar je v zadnjih letih doživel padec in se znašel na četrtem mestu, takoj za angleškim funtom. Švicarski frank zaradi svoje stabilnosti prav tako zaseda mesto rezervne valute, čeprav je podobno kot jen v zadnjih letih izgubil priljubljenost (Galati in Wooldridge, 2006: 7). Delež vseh deviznih re-

zerv v švicarskih frankih je v preučevanem obdobju zasedal vrednosti med 0,1 in 0,4 % (slika 1). Drugi narodi in skupine narodov, kot npr. Rusija, Združeni arabski emirati in nekatere države OPEC, so prav tako izrazili željo po tem, da bi njihove valute postale svetovne rezervne valute.

Delež evrov, dolarjev in ostalih valut smo preverili tudi na osnovi sekundarnih podatkov, pridobljenih na spletnih straneh in preko elektronskih sporočil posameznih centralnih bank. V vzorec smo zajeli 22 držav (11,4 % na svetu priznanih držav). Države smo na podlagi delitve IMF razdelili na razvite (angl. developed countries) in manj razvite (angl. emerging and developing economies). V skupini razvitih držav so Avstralija, Belgija, Hong Kong, Kanada, Švica in Velika Britanija. V drugi skupini so Barbados, Costa Rica, Češka, Čile, Estonija, Gvatemala, Hrvaška, Jamajka, Kirgizstan, Latvija, Litva, Namibija, Peru, Slovaška, Svazi in Urugvaj. Analizo deleža dolarjev, evrov in ostalih valut v obdobju med 1999 in 2007 smo naredili za vse preučevane države skupaj ter za skupini razvitih in manj razvitih držav. Glavni namen analize je dokazati, da delež evrov v deviznih rezervah v izbranih državah v preučevanem obdobju narašča in da se le-ta razlikuje v skupini razvitih in manj razvitih držav.

Slika 2: Valutna sestava deviznih rezerv v vseh preučevanih državah v letih 1999–2007 (v %)



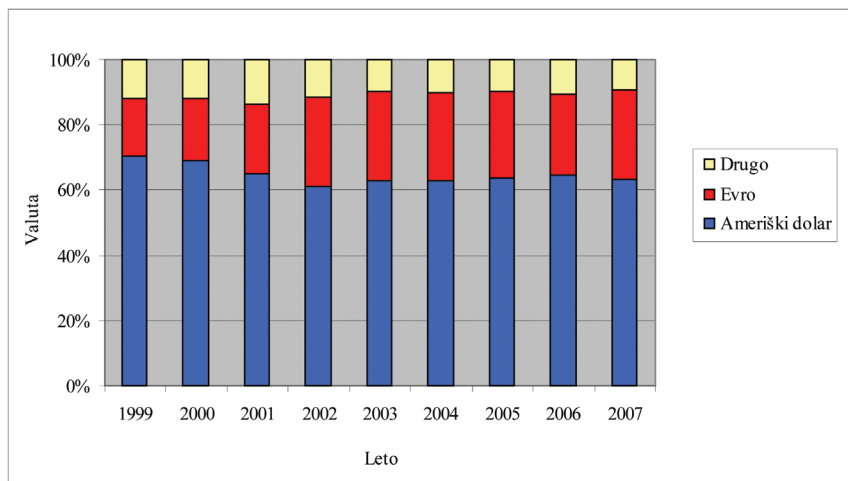
Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Dve tretjini svetovnih mednarodnih rezerv je v dolarjih (Gourinchas in Rey, 2005), kar potrjuje tudi empirična analiza, narejena na podlagi vzorca, v katerem je bilo zajetih 22 držav. Zgornja slika prikazuje, da je bila v obdobju 1999–2007 v preučevanih državah opazna diverzifikacija deviznih rezerv, in sicer iz dolarjev v evre. Delež dolarjev se zmanjšal s 73,5 % na 63,6 %, na

račun tega se je povečal delež evrov, in sicer z 19,2 % na 28,6 %. Delež preostalih valut je ostal na približno enaki ravni. Na podlagi nenehne rasti deleža evrov v obdobju 1999–2007 lahko predvidevamo, da se bo proces diverzifikacije deviznih rezerv nadaljeval, kar podkrepi domnevo, da bo evro v vlogi svetovne rezervne valute lahko postopoma prevladal nad dolarjem.

Slika 3 prikazuje gibanje deleža evrov, dolarjev in preostalih valut v obdobju med 1999 in 2007. Opazna je diverzifikacija deviznih rezerv iz dolarjev v evre. Delež dolarjev je padel s 70,5 % na 63,4 %, medtem ko se je delež evrov povečal s 17,8 % na 27,3 %. Delež drugih valut se je gibal med 9,3 % in 13,8 %.

Slika 3: Valutna sestava deviznih rezerv v razvitih državah v letih 1999–2007 (v %)

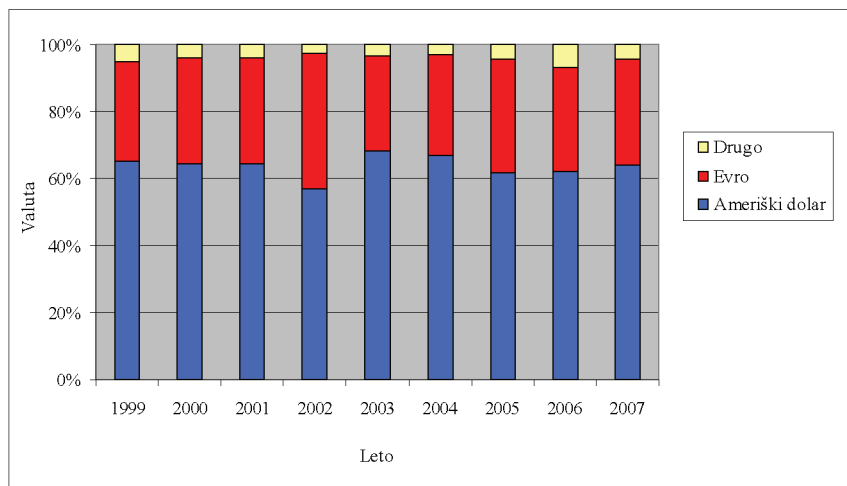


Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Iz slike 4 je razvidno, da so v manj razvitih državah deleži valut nihali, vendar sta deleža obeh svetovnih valut na začetku in koncu preučevanega obdobja dosegla približno enako raven. Povprečni delež dolarjev je znašal 63,7 %, evrov 32,1 % in drugih valut 4,2 %.

Primerjava deležev valut v razvitih in manj razvitih državah je pokazala, da imajo manj razvite države v svojih deviznih rezervah nekoliko večji delež evrov, in sicer na račun preostalih valut. Pri razvitih državah je opazno povečanje deleža evrov v preučevanem obdobju. To potrjujeta tudi Wijnholds in Sondergaard (2007), ki navajata, da je diverzifikacija stran od dolarja in v prid evru omejena na industrijske države. Delež dolarjev ostaja velik, vendar se je leta 2002 zmanjšal, na račun tega pa je evro pridobil enak odstotek.

Slika 4: Valutna sestava deviznih rezerv v manj razvitih državah v letih 1999–2007 (v %)



Vir: Centralne banke izbranih držav, lastni izračun.

Ob koncu lahko povzamemo nekatere dejavniki, ki v zadnjem obdobju pozitivno vplivajo na rast vrednosti evra (oz. negativno na rast vrednosti dolarja) in s tem posledično tudi na njegovo vlogo kot vodilne svetovne rezervne valute (glej tudi tabelo 1), in sicer:

- Posredovanje centralnih bank. Dolar izgublja vrednost že od leta 2002, na drugi strani pa evro pridobiva na vrednosti. Nadaljnja depreciacija dolarja bi dolgoročno lahko povzročila neizravnano v svetovni trgovini.
- Posledica finančne krize je bila agresivna denarna politika FED-a, ki je s hitrim zniževanjem obrestne mere in vse večjim obsegom denarja v obtoku skušala blažiti stanje. Rezultat je relativno nizka vrednost ameriške valute in višja stopnja inflacija.
- Visok primanjkljaj v trgovinski bilanci ZDA. Medtem ko se izvoz blaga in storitev vrednostno povečuje, je šibka rast uvoza predvsem odraz upočasnjene domače gospodarske rasti.
- Pritiske na ameriško valuto krepijo tudi napovedi Kitajske in Japonske o razpršitvi deviznih rezerv v druge valute (Kitajska beleži dobrih 20 % vseh svetovnih rezerv).
- Kljub zmanjšanju potrošniškega zaupanja je bila ameriška gospodarska rast sprva močna, vendar pa se je v letu 2008 zmanjšala.
- Ob predpostavki cikličnega gibanja evra in v zadnjem času večje izgube njegove vrednosti, bi se moral ta trend obrniti v pozitivno smer. Na vrednost evra bi lahko vplivala nižja gospodarska rast v ZDA, večja selitev kapitala iz azijskih borz na evropske borze ter predvsem močnejša in stabilnejša gospodarska rast v Evroobmočju.

Tabela 1: IZBRANI DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA VLOGO EVRA OZIROMA DOLARJA KOT VODILNE SVETOVNE REZERVNE VALUTE

<i>Dejavniki, ki vplivajo na vlogo evra kot vodilne svetovne rezervne valute</i>	<i>Dejavniki, ki vplivajo na vlogo dolarja kot vodilne svetovne rezervne valute</i>
<i>Apreciacija evra.</i> V zadnjih letih je gibanje nominalnega deviznega tečaja dolar/evro spremenilo smer in evro je začel večinoma nominalno apreciiirati glede na dolar.	<i>Apreciacija dolarja.</i> V zadnjem obdobju pozitivno na vrednost dolarja vplivajo nižja gospodarska rast v EU, selitev kapitala iz azijskih borz ter močnejša in stabilnejša gospodarska rast v ZDA.
<i>Trgovanje nafte v evrih.</i> Nafta, ki bi jo bodo države izvoznice začele zaračunavati v evrih, bi ključno prizadela ameriško gospodarstvo. Novembra 2000 je Irak začel prodajati svojo nafto v evrih, saj večina iraške trgovine z nafto poteka z EU, Indijo in Kitajsko, ne z ZDA. Po ukrepu Iraka se je zgledovalo še nekaj držav, in sicer Iran, Libija, Venezuela, Rusija, Indonezija in Malezija.	<i>Ohranjanje trgovanja z nafto v dolarjih.</i> Novembra 2000 je Irak začel prodajati svojo nafto v evrih, vendar se ta ukrep ni obnesel in se je končal z vojno ZDA proti Iraku, prišlo je do zaprtja iraške borze za nafto, kjer se je trgovalo z evri. Države proizvajalke oziroma izvoznice nafte še vedno zaračunavajo v dolarjih, ne v evrih oziroma dugih valutah.
Prevlada evra na mednarodnih valutnih trgih je povezana z nadaljnjim vključevanjem držav članic v EMU. Veliko vlogo pri tem bi imela <i>pridružitve Londona</i> kot najbolj uveljavljenega finančnega središča ne le v Evropi, ampak tudi v svetu.	Položaj svetovne rezervne valute je odvisen od <i>politične in vojaške nadvlade</i> , ki jo še vedno uživajo ZDA. Mundell (1998) pravi, da »ko država propade, se valuta razblini«. Poudarja močno zgodovinsko povezavo, ki obstaja med mednarodnimi valutami in močnimi državami, kjer moč pomeni politično stabilnost, ki poveča željo po denarni stabilnosti.
<i>Velikost gospodarstva v EMU.</i> Povpraševanje po evru naj bi se povečalo, saj gospodarstvo v EMU po velikosti in številu prebivalstva presega ameriško gospodarstvo. Z vstopom Slovaške v euroobmočje 1.1.2009 evro uporablja že 329 milijonov ljudi.	<i>»Mrežne eksternalije«</i> so pojav, prav tako povezan z mednarodnimi valutami – več je ljudi, ki jih uporablja, večjo vrednost dosežejo blago ali storitve. Večja kot je uporabnost dolarja v funkciji menjalnega posrednika, manjši so njeni transakcijski stroški in likvidnost, to pa posledično pomeni, da je privlačnejša za nove uporabnike.
Razlog za večje zaupanje v evro je tudi večja <i>fiskalna in protinflacijska disciplina v državah članicah EMU</i> , in sicer zaradi Maastrichtskega sporazuma ter Pakta stabilnosti in rasti.	<i>Zaupanje v vrednost valute (vloga hranilca vrednosti).</i> Dolar še vedno prevladuje v vlogi hranilca vrednosti

Vir: Galati in Wooldridge, 2006: 2–3; Lim, 2006: 6–8; lastni prikaz.

## Sklep

Z uvedbo evra je ameriški dolar dobil resnega konkurenta v tekmi za položaj vodilne svetovne rezervne valute. Evro postaja vse bolj prepoznavna, priljubljena in zato zastopana rezervna valuta. Uvedba nove evropske valute je pospešila razvoj evrskih finančnih trgov, to pa je pripomoglo k zmanjšanju nekaterih prednosti ameriške valute. Njegov proces širitve na preostale države EU še ni končan. Čeprav so dolarski finančni trgi po velikosti, kreditni sposobnosti in likvidnosti še vedno na prvem mestu, se jim evrski finančni trgi hitro približujejo, to pa pripomore k okrepitvi evra kot mogoče alternative ameriškemu dolarju v uradnih rezervah. Razpoložljivi podatki kažejo, da imajo centralne banke manj v zadnjem času pridobljenih deviznih rezerv v dolarjih in vse več v evrih oziroma v drugih valutah.

Evro na kratek rok še ne ogroža ameriškega dolarja, vendar nekateri avtorji (npr. Chinn in Frankel, 2005) izpostavljajo, da lahko v prihodnosti postane resni tekmeč dolarju pri prevzemu vloge svetovne rezervne valute. Na to vplivajo številni dejavniki; najpomembnejši je zagotovo možna vključitev Velike Britanije v evroobmočje, ki bi bistveno vplivala na uveljavitev evropske valute kot vodilne rezervne valute. London je namreč najbolj uveljavljeno finančno središče tako v Evropi kot tudi v svetu. Ta proces lahko pospeši tudi velika finančna in gospodarska kriza (2008/09), ki je močno prizadela finančni in realni sektor Velike Britanije ter povzročila visok upad vrednosti britanskega funta v primerjavi z evrom. Britanska centralna banka je bila prisiljena močno znižati obrestne mere in kot kaže je izenačitev vrednosti omenjenih valut le še vprašanje časa. Če k temu dodamo tudi nadaljevanje splošnih valutnih teženj iz bližnje preteklosti (depreciacija dolarja oz. apreciacija evra), bo evro lahko pridobil nadvlado relativno hitro, po nekaterih napovedih že do leta 2020. Nedvomno trenutna finančna in gospodarska kriza za evro pomeni največjo preizkušnjo v njegovem desetletnem obstoju, a hkrati tudi edinstven izziv, da svojo mednarodno vlogo v prihodnosti še poveča.

## LITERATURA

- Alogoskoufis, George in Portes, Richard (1997): *The euro, the dollar, and the international monetary system*. Washington: IMF.
- Balakrishnan, Ravi in Tulin, Volodymyr (2006): *U.S. Dollar Risk Premiums and Capital Flows*. IMF Working Paper No. 06/160. Washington: IMF.
- Bergsten, Fred C. (1997): *The impact of the euro on exchange rates in international policy coordination*. Washington: IMF.
- Bergsten, Fred C. (1997a): *The Dollar and the Euro*. *Foreign Affairs* 76 (4): 83–95.
- Burda, Michael in Wyplosz, Charles (2005): *Macroeconomics: a European text*. Oxford: Oxford University Press.

- Chinn, Menzie in Frankel, Jeffrey (2005): Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency? NBER Working Paper No. 11510. Chicago: University of Chicago Press.
- Cooper, Richard N. (1997): Key Currencies after Euro. Working Paper 98-03. Weatherhead Center for International Affairs, Harvard University.
- Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) (2008), IMF. Dostopno preko <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>, 31.3.2008.
- De Beaufort Wijnholds, J. Onno in Sondergaard, Lars (2007): Reserve Accumulation Objective or By-product? ECB Working Paper No. 694. Frankfurt: ECB.
- Galati, Gabriele in Wooldridge, Phillip (2006): The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar? BIS Working Paper No. 218. Basle: BIS.
- Gandolfo, Giancarlo (1995): International Economics II. International Monetary Theory and Open-Economy Macroeconomics. Berlin: Springer-Verlag.
- Gibson, Heather D. (1996): International Finance. London: Longman.
- Gourinchas, Pierre-Oliver in Rey, Helene (2005): From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege. Centre for Economic Policy Research Discussion Paper No. 5220. Chicago: The University of Chicago Press.
- Gros, Daniel in Lannoo, Karel (2000): The Euro Capital Market. Chichester: J. Wiley.
- Krugman, Paul R. in Obstfeld, Maurice (2000): International Economics. Reading: Addison-Wesley Publishing Company.
- Liaw, K. Thomas (2004): Capital markets. Mason: Thomson/South-Western.
- Lim, Ewe-Ghee (2006): The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. IMF Working Paper No. 06/153. Washington: IMF.
- Maccauley, Robert N. (1997): The Euro and the Dollar. BIS Working Paper No. 50. Basle: BIS.
- McDonald, Frank in Dearden, Stephen (2005): European Economic Integration. Harlow/Essex: FT Prentice Hall.
- McKinnon, Ronald I. (1998): The Euro Threat in Exaggerated, *The International Economy* 12: 32-33, 60.
- Mrak, Mojmir (2002): *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.
- Mundell, Robert A. (1998): What the Euro Means for the Dollar and the International Monetary System. *Atlantic Economic Journal* 26 (3): 227-37.
- Papaioannou, Elias, Portes, Richard in Siourounis, Gregorios (2006): Optimal currency shares in international reserves. The impact of the euro and the prospects for the dollar. ECB Working papers No. 694. Frankfurt: ECB.
- Persaud, Avinash (2004): When Currency Empires Fall. Dostopno preko <http://www.321gold.com/editorials/persaud/persaud101204.html>, 21. 2. 2008.
- Pilbeam, Keith (1998): International Finance. London: Macmillan Business.
- Portes, Richard in Rey, Helene (1997): The emergence of the euro as an international currency. Dostopno preko <http://www.princeton.edu/~hrey/ecopolicy.pdf>, 23. 5. 2008.



- Ramaswamy, Srichander (1999): Reserve currency allocation: an alternative methodology. BIS Working paper No. 72. Basle: BIS.
- Ribnikar, Ivan (2003a): Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Ribnikar, Ivan (2003b): Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Salvatore, Dominick (2004): International economics. New York: J. Wiley.
- Sharma, Sohan, Tracy, Sue in Kumar, Surinder (2004): The Invasion of Iraq: Dollar vs Euro. Dostopno preko [http://www.thirdworldtraveler.com/Iraq/Iraq\\_dollar\\_vs\\_euro.html](http://www.thirdworldtraveler.com/Iraq/Iraq_dollar_vs_euro.html), 25. 6. 2008.
- Temperton, Paul (1998): The euro. Chichester: John Wiley & Sons.
- The Global Financial Centres Index (2008). London: City of London.
- Veselinovič, Draško (1998): Uvod v mednarodne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Wenhao, Li (2004): Currency competition between Euro and Dollar. Business Institute Berlin Working Paper No. 18. Berlin: Business Institute Berlin.
- Wyplosz, Charles (2001): The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries. Oxford: Oxford University Press.
- Wooldridge, Phillip (2006): The changing composition of official reserves. BIS Quarterly Review. Basle: BIS.