

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**VLOGA ZLATA V MEDNARODNIH DENARNIH REZERVAH**

Ljubljana, oktober 2003

Katja Koren

## IZJAVA O AVTORSTVU IN MENTORSTVU

Študentka Katja Koren izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom prof. dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis: \_\_\_\_\_

## KAZALO

UVOD .....	1
<b>1. MEDNARODNI DENARNI SISTEM IN MEDNARODNE DENARNE REZERVE .....</b>	<b>4</b>
<b>1.1. Denar in njegove oblike .....</b>	<b>4</b>
<b>1.2. Valuta ali veljava .....</b>	<b>6</b>
1.2.1. Zlata valuta .....	8
<b>1.3. Mednarodni denarni sistem .....</b>	<b>10</b>
<b>1.4. Mednarodne denarne rezerve .....</b>	<b>11</b>
1.4.1. Monetarno zlato .....	13
1.4.2. Rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu .....	13
1.4.3. Posebne pravice črpanja (SDR) pri Mednarodnem denarnem skladu .....	13
1.4.4. Devizna imetja centralnih bank v tujini .....	15
<b>2. ZGODOVINSKI PREGLED VLOGE ZLATA V MEDNARODNEM DENARNEM SISTEMU.....</b>	<b>16</b>
<b>2.1. Sistem zlate valute (obdobje pred 1. svetovno vojno) .....</b>	<b>16</b>
<b>2.2. Naraščanje deleža zlata v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank v letih od 1890 do 1914 .....</b>	<b>20</b>
<b>2.3. Obdobje med obema vojnama.....</b>	<b>21</b>
2.3.1. Poskus obnovitve sistema zlate valute (obdobje od 1919 do 1926) .....	22
2.3.2. Obnovljeni sistem zlate valute (obdobje od 1926 do 1933).....	24
<b>2.4. Obdobje po 2. svetovni vojni (obdobje od 1944 do 1971) .....</b>	<b>28</b>
<b>2.5. Propad bretonwoodskega sistema, Smithsonianski sporazum in drugi amandma statuta Mednarodnega denarnega sklada (obdobje od 1971 do 1978).....</b>	<b>31</b>
<b>3. TRG ZLATA.....</b>	<b>33</b>
<b>3.1. Osnovni pojmi pri trgovanju z monetarnim zlatom .....</b>	<b>33</b>
<b>3.2. Udeleženci globalnega trga zlata ter ponudba in povpraševanje na tem trgu .....</b>	<b>36</b>
<b>3.3. Finančni instrumenti na trgu zlata .....</b>	<b>40</b>
3.3.1. Depozit v zlatu .....	41
3.3.2. Valutna zamenjava v zlatu .....	44
3.3.3. Posojilo z zastavo zlata.....	45
3.3.4. Terminski depozit v zlatu .....	46
3.3.5. Dogovor o terminski obrestni meri za zlato .....	46

3.3.6.	<i>Obrestna zamenjava v zlatu</i> .....	48
3.3.7.	<i>Obveznica v zlatu</i> .....	49
3.3.8.	<i>Zamenjava lokacije</i> .....	50
<b>3.4.</b>	<b>Gibanje cene zlata</b> .....	<b>51</b>
<b>3.5.</b>	<b>Donos naložb v zlatu</b> .....	<b>55</b>
<b>3.6.</b>	<b>World Gold Council (WGC) in London Bullion Market Association (LBMA)</b> .....	<b>57</b>
<b>4.</b>	<b>DANAŠNJA VLOGA ZLATA V MEDNARODNIH DENARNIH REZERVAH DRŽAV IN V MEDNARODNIH FINANČNIH INSTITUCIJAH</b> .....	<b>59</b>
4.1.	Današnja porazdelitev monetarnega zlata v svetu .....	59
4.2.	Centralnobančni sporazum o zlatu .....	63
4.3.	Zlato v Evrosistemu.....	67
4.4.	Zlato Mednarodnega denarnega sklada.....	71
4.5.	Zlato Banke za mednarodne poravnave .....	74
4.6.	Zlato Banke Slovenije.....	75
4.7.	Današnja vloga zlata v mednarodnih denarnih rezervah .....	79
4.7.1.	<i>Razlogi za zlato v mednarodnih denarnih rezervah</i> .....	79
4.7.2.	<i>Razlogi proti zlatu v mednarodnih denarnih rezervah</i> .....	82
<b>5.</b>	<b>SKLEP</b> .....	<b>83</b>
	<b>LITERATURA</b> .....	<b>86</b>
	<b>VIRI</b> .....	<b>89</b>
	<b>PRILOGE</b>	

## UVOD

Zlate rezerve pri monetarnih oblasteh (monetarno zlato) so najstarejša oblika mednarodnih denarnih rezerv. V zgodovini je prihajalo do pomembnih sprememb tako v samem obsegu mednarodnih denarnih rezerv kakor tudi v njihovi sestavi. Medtem ko so bile v obdobju pred 1. svetovno vojno le-te tako rekoč izključno v obliki zlata, pa so v obdobju med obema vojnoma in še zlasti po 2. svetovni vojni mednarodne denarne rezerve naraščale predvsem v obliki deviznih sredstev (Mrak, 2002, str. 304-305).

Zlato se je že pred našim štetjem uporabljalo kot menjalno sredstvo oziroma t.i. blagovni denar, vendar pa se je njegova vloga vsesplošno sprejetega denarnega sredstva v mnogih državah prvič povsem uveljavila šele sredi 19. stoletja (Green, 1999, str. 2). V tem času so začela naraščati tudi zlata imetja pri centralnih bankah, zato se magistrsko delo pri proučevanju vloge zlata v zgodovini osredotoča na čas od sredine 19. stoletja dalje do danes.

Vloga zlata v mednarodnih denarnih rezervah se je danes v primerjavi s časom, ko je v večini držav na svetu prevladoval sistem zlate valute, precej spremenila. Centralne banke, ki še imajo še danes določen del svojih mednarodnih denarnih rezerv v zlatu, imajo za to različne razloge. Po podatkih Mednarodnega denarnega sklada in organizacije World Gold Council posedujejo centralne banke skupaj z Mednarodnim denarnim skladom in Banko za mednarodne poravnave danes približno četrtno svetovnih zalog zlata (Gold in the Official Sector, No. 21, 2002a, str. 2).

Danes je ena izmed ugodnih lastnosti zlata ta, da se z njim, če ima posebno predpisano obliko in težo, lahko trguje na t.i. finančnem trgu zlata. Zanimivo je tudi, da vrednost zlata narašča v posebnih okoliščinah oziroma gospodarskih razmerah. K pomembnosti zlata v finančnem svetu so veliko pripomogle različne mednarodne finančne institucije, ki so zlato tako ali drugače vključile v svoje delovanje. Tudi slovenska centralna banka ima določen delež zlata v mednarodnih denarnih rezervah in je prisotna na trgu zlata, na katerem uporablja določene finančne instrumente.

Potrebno je poudariti, da se magistrsko delo osredotoča na vlogo zlata v finančnem svetu in ne proučuje zlata kot surovine. Magistrsko delo torej ne proučuje vloge zlata v industriji ter njegove vrednosti v očeh privatnega sektorja, temveč analizira njegovo vlogo v državnem sektorju. Predmet obravnave je torej zlato, ki je v rokah držav oziroma njihovih centralnih bank, ter zlato pri mednarodnih finančnih institucijah.

Namen magistrskega dela je:

- analizirati vlogo zlata v mednarodnem denarnem sistemu skozi zgodovino;
- proučiti sodoben trg zlata v smislu proučitve finančnih instrumentov, s katerimi se lahko trguje v zlatu;
- prikazati značilnosti gibanja cene zlata in donosa depozitnih naložb v zlatu;
- opredeliti prednosti in slabosti imetja zlata v mednarodnih denarnih rezervah ter prikazati današnjo vlogo zlata v mednarodnih denarnih rezervah.

V skladu s tematiko in namenom je cilj magistrskega dela dokazati, da je imelo zlato v sistemu zlate valute centralno vlogo, danes pa je njegova vloga v mednarodnih denarnih rezervah predvsem strateška (za primer nepričakovanih dogodkov, kot jamstvo pri najemanju kreditov,...). Prav tako so cilji dela dokazati:

- da zlato na finančnih trgih lahko prinaša donos v smislu naložb v različne finančne instrumente;
- da igra zlato v kriznih razmerah vlogo t.i. varnega pribežališča kapitala, zato njegova vrednost takrat narašča;
- da ima večina centralnih bank danes še vedno zlato v svojih mednarodnih denarnih rezervah.

Metode dela, ki so uporabljene pri izdelavi magistrskega dela, temeljijo na:

- proučevanju strokovne literature s področja delovanja mednarodnega denarnega sistema v zgodovini in s tem proučevanja okoliščin, ki so privedle do različne pomembnosti zlata v mednarodnem denarnem sistemu skozi čas;
- analizi značilnosti finančnih instrumentov, s katerimi se lahko trguje v zlatu, in sicer na podlagi strokovne literature tujih bank in drugih finančnih institucij ter pogovorov s strokovnjaki s tega področja;
- spoznavanju medsebojne povezanosti gibanja cene zlata in vrednosti posameznih svetovnih valut in delniških indeksov na podlagi grafičnih prikazov dejanskega gibanja teh vrednosti v določenem obdobju;
- primerjavi donosnosti depozitnih naložb v zlatu in glavnih svetovnih valutah na podlagi grafičnih prikazov njihovega dejanskega gibanja v določenem obdobju ter računanju oportunitetnih stroškov imetja depozitnih naložb v zlatu glede na depozitne naložbe v eni izmed glavnih svetovnih valut;
- odkrivanju prednosti in slabosti imetja zlata v mednarodnih denarnih rezervah na podlagi teoretičnih in praktičnih spoznanj;
- spoznavanju delovanja določenih mednarodnih finančnih institucij na področju zlata.

Podlaga magistrskega dela je predvsem tuja strokovna literatura s področja vloge zlata v mednarodnih denarnih rezervah. Magistrskemu delu daje aktualnost dejstvo, da so se prošnji za literaturo, ki jo uporabljajo za informiranje morebitnih investorjev, odzvale mnoge tuje investicijske in poslovne banke ter posamezne mednarodne finančne institucije, kot npr. Banka za mednarodne poravnave, World Gold Council in London Bullion Market Association. Pomemben del virov se navezuje tudi na spletne strani različnih mednarodnih finančnih institucij in centralnih bank na internetu. Praktični prikazi so zasnovani tudi na podlagi pogovorov s strokovnjaki iz omenjenih institucij, medtem ko sta glavna vira statističnih podatkov informacijska sistema Bloomberg in Reuters.

Magistrsko delo je sestavljeno iz uvoda, štirih vsebinskih delov in sklepa. Prvo poglavje je namenjeno opredelitvi denarja, valute, mednarodnega denarnega sistema in mednarodnih denarnih rezerv ter služi boljšemu razumevanju nadaljnje vsebine. Izpostavljene so predvsem mednarodne denarne rezerve, saj je njihov sestavni del poleg rezervne tranše pri Mednarodnem denarnem skladu, posebnih pravic črpanja in deviznih imetij centralnih bank v tujini tudi monetarno zlato, ki ga v delu proučujemo.

V drugem poglavju je prikazana vloga zlata v mednarodnem denarnem sistemu skozi zgodovino. Začetek opisovanja sega v sredino 19. stoletja, ko je postala zlata kovina širše sprejeto denarno sredstvo v mnogih državah, prav tako pa zgodovinske statistike kažejo, da so v času od 1890 do 1914 tudi centralne banke držav začele kopičiti zlato v svojih mednarodnih denarnih rezervah. Sistem zlate valute so konec 19. stoletja sprejele skoraj vse države na svetu. Sledijo podpoglavja, ki odkrivajo obdobje med obema svetovnjima vojnama in takratno vlogo zlata, obdobje po drugi svetovni vojni in nazadnje še propad brettonwoodskega sistema v začetku sedemdesetih let.

Tretje poglavje raziskuje sodoben finančni trg zlata in finančne instrumente, ki jih uporabljajo centralne banke pri upravljanju z zlatom, ter gibanje cene zlata in donosnost naložb v zlatu. Na koncu sta predstavljeni še dve pomembni organizaciji, in sicer World Gold Council in London Bullion Market Association, ki sta imeli tako nekoč kot tudi danes pomembno vlogo pri razvoju trga zlata.

Četrto poglavje prikaže razloge za zlato in proti zlatu v mednarodnih denarnih rezervah ter današnjo vlogo in delež zlata v mednarodnih denarnih rezervah držav in v določenih mednarodnih finančnih institucijah. Pri tem so izpostavljene Evropska centralna banka in EMU, Mednarodni denarni sklad, Banka za mednarodne poravnave ter Banka Slovenije. Proučimo tudi centralnobančni sporazum o zlatu in njegov vpliv na gibanje cene zlata v zadnjih štirih letih.

V sklepu pa so predstavljene ugotovitve glede zastavljenih ciljev magistrskega dela.

## **1. MEDNARODNI DENARNI SISTEM IN MEDNARODNE DENARNE REZERVE**

To poglavje je namenjeno opredelitvi pojmov, kot so denar, valuta, mednarodni denarni sistem in mednarodne denarne rezerve, ki so pomembni za nadaljnje proučevanje vloge zlata v mednarodnih denarnih rezervah.

### **1.1. Denar in njegove oblike**

O denarju lahko govorimo samo v blagovnem gospodarstvu, kjer prihaja do menjave blaga oziroma dobrin. Prvotna menjava je bila neposredna, kar pomeni, da so posamezne celice v gospodarstvu menjale blago, ki ga niso potrebovale, neposredno za drugo blago. Z večanjem produktivnosti dela, ki je omogočila večje količine in več vrst blaga, pa je menjava postajala posredna – verižna, kar pomeni, da so ljudje šele po več menjavah dobili želeno blago. Ko se je pojavilo blago, ki so ga ljudje na splošno sprejemali v plačilo, govorimo o nastanku splošnega menjalnega posrednika, to je denarja. Pojavil se je splošni ekvivalent oziroma mera vrednosti vsega blaga. Možno je bilo, da je eno blago opravljalo funkcijo splošnega menjalnega posrednika, drugo pa funkcijo splošnega ekvivalenta, vendar pa je slej ko prej obe funkciji prevzelo eno blago. To sta torej najpomembnejši funkciji denarja, vendar pa različni teoretiki pripisujejo denarju še druge funkcije, med katerimi je večkrat omenjena predvsem funkcija denarja kot hranilca vrednosti ali zaklada. Denar se torej ne uporablja samo za posredovanje pri menjavi blaga, temveč gospodarske celice povprašujejo po denarju tudi samo za to, da bi v njem hranile vrednost (Ribnikar, 1993, str. 5-8).

Denar se je v svojem zgodovinskem razvoju pojavil v obliki stvarnega denarja, kamor sodita blagovni in kovani denar, ter v obliki listinskega denarja, kamor uvrščamo papirnati in knjižni denar. Zlato je odigralo pomembno vlogo pri stvarni obliki denarja.

Sčasoma je blago, ki se je uporabljalo kot blagovni denar, izgubilo svojo prvotno uporabno funkcijo in se je čedalje bolj uporabljalo samo kot menjalni posrednik. Kot dober menjalni posrednik so se zaradi svojih fizikalnih lastnosti izkazale zlasti kovine, ker se lahko delijo, so homogene, imajo veliko vrednost v majhnih



količinah in niso kvarljive. Med kovinami se je čedalje več uporabljalo žlahtne kovine, od teh pa predvsem zlato.

Čeprav so za blagovni denar začeli na splošno uporabljati kovine, so bile pri plačevanju s tem denarjem precejšnje nevšečnosti. Kovino je bilo treba tehtati, poleg tega pa še preizkušati njeno čistost, kar je podražilo menjavo. Ker so kovine tehtali, govorimo o penzatornem načinu plačevanja. Sčasoma se je uveljavil kovani denar. Šlo je za kos posebno oblikovane kovine (v začetku je bila oblika kovancev zelo različna in nepravilna), za katerega določena avtoritativna institucija (v začetku vladar, pozneje pa država oziroma njena centralna banka) jamči, da ima tisto vrednost, ki je na njem napisana. Prve kovance je izdala država Lidija (na ozemlju današnje Turčije) okoli 8. stoletja pr.n.š., pozneje pa so se pojavili tudi v drugih državah starega veka, posebno v Grčiji in v Rimu (Monetary Uses of Gold, 2003). Po propadu Rimskega imperija je v Evropi zamrlo blagovno gospodarstvo, zato so tudi izginili skoraj vsi kovanci, ki so v glavnem odtekli v Bizanc. Blagovna produkcija je v Evropi ponovno oživila šele okrog 15. stoletja in šele takrat se je spet pojavilo nekaj več kovanega denarja (Ribnikar, 1993, str. 11).

V primeru kovanega denarja se je denar štel, kar pomeni numeratorni način plačevanja. Pravico kovati denar so si navadno pridržali vladarji (kovni regal), vendar pa je v normalnih razmerah lahko vsakdo dal skovati nekovano zlato ali drugo kovino. V tem primeru govorimo o kovni prostosti. Pri blagovnem denarju ni problema vrednosti denarja, saj je le-ta enaka vrednosti blaga, ki služi za splošni menjalni posrednik. Pri kovanem denarju pa je vrednost denarne enote določena z vrednostjo kovine, iz katere je narejena, samo če velja kovna prostost. V primeru, da ni kovne prostosti in daje zlato kovati samo vladar, bo večja količina blaga zahtevala več denarja v obtoku. Če pa vladar kljub temu ne daje v obtok dodatnega denarja, bodo posledično začele padati cene blaga, ker bo morala nespremenjena količina denarja posredovati menjavo povečane količine blaga. Pri tem bo padla tudi cena zlata v nekovanem stanju, kar posledično pomeni, da bo zlatnik postal več vreden, kakor je vredno zlato, iz katerega je skovan. Pri kovni prostosti se to ne more zgoditi, saj bi ljudje v primeru večanja vrednosti zlata v kovanem stanju glede na vrednost zlata v nekovanem stanju toliko časa nosili zlato v kovnico, dokler ne bi bila vrednost zlata v obeh oblikah enaka. Samo pri kovni prostosti je torej vrednost denarja odvisna od vrednosti kovine, iz katere je denar narejen. Takšen denarni sistem, pri katerem je vrednost denarja odvisna od vrednosti kake kovine, imenujemo vezano valuto (Ribnikar, 1993, str.13-14). Od tod izhajata izraza zlata valuta oziroma srebrna valuta. Papirna valuta pa je denarni sistem, kjer vrednost denarja ni določena z vrednostjo nobenega konkretnega blaga.

## 1.2. Valuta ali veljava

Pojem valute lahko pomeni več stvari (Ribnikar, 1991, str. 3):

- denarni sistem, glede na to, kako je določena vrednost denarne enote (npr. zlata, srebrna, vezana, papirna valuta),
- nacionalni denar (npr. slovenska valuta je tolar),
- tuja gotovina (npr. ameriški dolarji, s katerimi Slovenci razpolagajo v Sloveniji).<sup>1</sup>

V magistrskem delu je pojem valute ustrezno uporabljen v vseh naštetih pomenih.

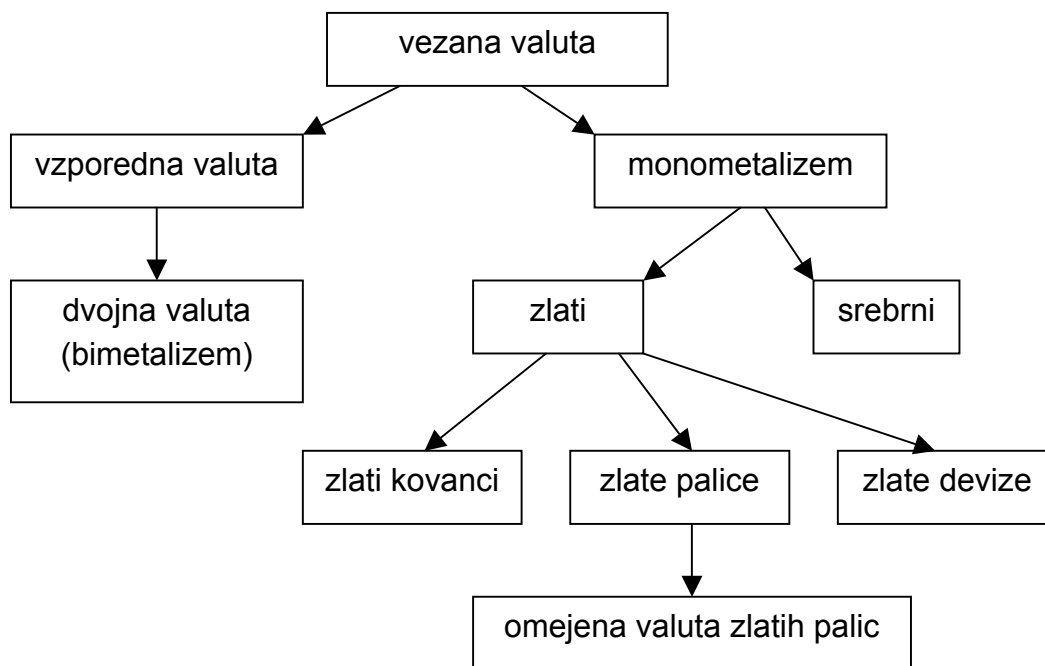
Če mislimo na denarni sistem v smislu, kaj je denar in kako se denar ustvarja, govorimo o valuti (veljavi) ali o valutnem sistemu (Ribnikar, 1995, str. 47). Tradicionalno se valute delijo na vezane (*commodity standard*) in proste ali papirne valute (*fiduciary monetary standard*). Značilnost vezane valute je, da je vrednost denarja določena z vrednostjo nekega blaga. Abstraktno gledano, bi to bilo lahko katerokoli blago, vendar pa sta doslej v splošnem služili kot blago, na katerega je bila »privezana« vrednost denarja, samo žlahtni kovini – zlato in srebro. V primeru, da se vrednost denarja »priveže« na vrednost nekega blaga, ki s tem postane valutno blago, mora država izraziti vrednost denarne enote z vrednostjo določene količine izbranega valutnega blaga (npr. 1 USD je 0,29 gramov zlata) oziroma določiti ceno valutnega blaga (npr. zlata) v domačem denarju. Poleg tega mora biti pripravljena kupovati in prodajati valutno blago po tej določeni ceni v zameno za valutne kovance in dovoljevati pretapljanje valutnih kovancev v valutno blago v nekovanem stanju. Če v obtoku ni denarja, narejenega iz valutnega blaga, potem mora po določeni ceni kupovati valutno blago z bankovci, se pravi z denarjem centralne banke. Prav tako pa mora po določeni ceni prodajati za svoj denar valutno blago. Pri sistemu vezane valute na valutno blago morata biti dovoljena tudi prost uvoz in izvoz valutnega blaga.

Za vezano valuto velja, da je količina denarja v obtoku odvisna od razpoložljive količine valutnega blaga in da ima denarna oblastvena institucija vezane roke glede emisije denarja. Pri papirni valuti pa lahko o emisiji denarja popolnoma avtonomno določa država oziroma njena centralna banka (Ribnikar, 1993, str.38-40).

---

<sup>1</sup> Pri tem ne smemo zamenjati tega pojma z devizo. Deviza je tuj denar, s katerim domače osebe razpolagajo v tujini (npr. ameriški dolarji, ki jih imamo Slovenci na računu v ZDA) (Ribnikar, 1991, str. 9).

Slika 1: Sistemi vezane valute



Vir: Ribnikar, 1993, str. 40.

Pri vzporedni valuti sta bila valutno blago zlato in srebro. Kovanci so se kovali iz obeh kovin. Utežno razmerje med zlatniki in srebrniki je ustrezalo menjalnemu razmerju med zlatom in srebrom. Ker se je menjalno razmerje spreminjalo, bi se morale ustrezno spreminjati tudi utežno razmerje med zlatniki in srebrniki. Vendar se kovanci niso na novo kovali, zato je prihajalo do tega, da se srebrniki niso več menjali za zlatnike »al pari« (oziroma menjalno razmerje ni več ustrezalo utežnemu razmerju). To pa pomeni, da so bile za sistem vzporedne valute značilne dvojne cene (zlate in srebrne) (Ribnikar, 1993, str. 41).

Slabosti pri vzporedni valuti so se poskušale odpraviti z dvojno valuto - bimetalizmom. V tem sistemu je država določila menjalno razmerje med zlatom in srebrom in ga ni več prepuščala trgu. Država je menjalno razmerje med zlatom in srebrom podpirala tako, da je bila vedno pripravljena zamenjati en denar za drugega, ali kovino za denar iz druge kovine. S tem se je en denar vselej menjal za drugega »al pari« in ni bilo več potreb po dvojnih cenah. Vendar pa se je v tem sistemu pojavila druga slabost, to je, da je slabši denar začel izpodrivati boljšega (Greshamov zakon). Tisti denar, ki je doma precenjen, se pravi, da država podpira ugodnejše menjalno razmerje, kot je na trgu ali v tujini, postane slabši denar. V praksi se tako kot plačilno sredstvo uporablja samo tista kovina, katere je na voljo relativno več. V skladu s tem zakonom je »slab denar« tisti, ki ga je v izobilju, in ta

izpodriva iz obtoka »dober denar« oziroma tistega, ki je redek. Ta denar namreč ljudje držijo pri sebi in ga uporabljajo v njegovi vlogi hranilca vrednosti (Mrak, 2002, str. 316). Ta sistem bi deloval dobro, če bi:

- vse države, ki bi uvedle bimetalizem, podpirale isto menjalno razmerje med zlatom in srebrom, poleg tega pa bi
- to menjalno razmerje morale ustrezati razmerju produkcijskih stroškov obeh kovin.

To pa na splošno ni bilo izpolnjeno, zato je ta sistem slabo deloval. V obtoku je bil navadno samo en denar – tisti, ki je bil precenjen. Zato nekateri imenujejo to valuto alternativno valuto. Zanimiv je bil odnos med ZDA in Francijo. ZDA so leta 1791 uvedle bimetalizem in podpirale tečaj 1:15. V Franciji pa je bilo razmerje 1:15,5. Posledica tega je bila, da se je v ZDA zbiralo srebro, v Franciji pa zlato. Leta 1834 so ZDA spremenile tečaj v 1:16. Za ZDA pravijo, da so imele od leta 1834, to je od spremembe tečaja na 1:16, pa do leta 1861, ko so uvedle v času državljanske vojne papirno valuto, v bistvu zlato valuto (Ribnikar, 1993, str. 42).

Po odpravi srebrnega monometalizma konec 19. stoletja, je v večini industrijsko razvitih držav zavladała zlata valuta. Do leta 1914 je bila to valuta zlatih kovancev, kar pomeni, da so bili v obtoku poleg bankovcev tudi zlatniki. Za zlatnike je veljala kovna prostost, za bankovce pa zamenljivost za zlatnike. Po 1. svetovni vojni so države, ki so ponovno uvedle zlato valuto, uvedle valuto zlatih palic in/ali zlatih deviz. Pri valuti zlatih palic ni bilo zlatnikov v obtoku. Centralna banka je morala biti pripravljena neomejeno kupovati in prodajati zlato v palicah po uradni ceni, to je po tisti, ki je izhajala iz vrednosti denarne enote, izražene v zlatu. Pri valuti zlatih deviz pa so bili bankovci zamenljivi za devize tistih držav, ki so imele zlato valuto (valuto zlatih kovancev ali zlatih palic). Navadno sta se oba sistema kombinirala in so bili bankovci zamenljivi ali za zlate palice ali za zlate devize (Ribnikar, 1993, str. 42).

### *1.2.1. Zlata valuta*

V tem razdelku so opredeljene teoretične značilnosti sistema zlate valute, kasneje, v poglavju o zgodovinskem pregledu vloge zlata v mednarodnem denarnem sistemu, pa je prikazano, kako je ta sistem dejansko deloval.

V sistemu zlate valute morajo biti izpolnjeni pogoji, ki veljajo za sistem vezane valute. Države, ki so prešle na sistem zlate valute, so se začele obnašati po nenapisanih »pravilih igre«. Delovanje zlate valute kot mednarodnega denarnega sistema predpostavlja, da se države držijo naslednjih dveh temeljnih »pravil igre« (Spahn, 2001, str. 99):

- določile so zlato pariteto svoje valute, se pravi količino zlata, vsebovano v eni enoti domače valute, in zagotavljale, da bodo njihove centralne banke po tej ceni kupovale oziroma prodajale neomejeno količino zlata,
- zagotavljale so prost izvoz oziroma uvoz zlata.

V sistemu zlate valute je vsaka od valut, vključenih v sistem, opredeljena z določeno količino zlata, iz česar sledi, da so tudi devizni tečajji med temi valutami fiksni. Tako definiran devizni tečaj se imenuje kovna pariteta (*mint parity*). Če pogledamo primer deviznega tečaja GBP/USD, ki je bil v celotnem obdobju do 1. svetovne vojne nespremenjen pri  $4,8665 \text{ USD} = 1 \text{ GBP}$ , ugotovimo, da je bil izračunan na osnovi odnosa med količino zlata, vsebovano v enem funtu (v skladu z angleškim zakonom), in količino zlata, vsebovano v enem dolarju (v skladu z ameriškim zakonom). Angleški zakon (*Coinage Act*) iz leta 1816 je opredelil, da en funt vsebuje 113 gramov čistega zlata, ameriški zakon pa je določil, da en dolar vsebuje 23,22 grama zlata. Kovna pariteta med dolarjem in funtom je torej znašala  $113 : 23,22$  oziroma  $4,8665 \text{ USD} = 1 \text{ GBP}$  (Mrak, 2002, str. 320).

Denarni sistem zlate valute (podobno velja za kakršenkoli sistem vezane valute) je lahko takšen, da so (Ribnikar, 1993, str. 43):

- v obtoku samo zlatniki (valutni denar) in listinski denar (papirnati in knjižni denar), ki je 100% krit z zlatom, in
- da so v obtoku poleg zlatnikov še bankovci, ki niso 100% kriti z zlatom, in še morebitne druge oblike denarja (drobiž iz manj žlahtnih kovin ter knjižni denar, ki ima delne rezerve).

V prvem sistemu je lahko v obtoku samo toliko denarja, kolikor je zlata v monetarnem področju. Bankovci so potrdilo o zlatu, ki leži v bankah in so v vsakem primeru, tudi če pride do splošnega navala na banke, zamenljivi za zlato. Takšen sistem zlate valute je samo teoretična zanimivost, saj ga ni imela še nobena država. Še najbližje temu sistemu je bila Anglija v 19. stoletju (Ribnikar, 1993, str. 43).

V splošnem so imele države takšne sisteme zlate valute, kjer so bili bankovci samo delno kriti z zlatom. Bankovci so prihajali v obtok tudi s krediti, bodisi samo državi bodisi tudi podjetjem. Tudi v takšnem sistemu so morali biti bankovci zamenljivi za zlato, vendar pa se je morala zamenljivost odpraviti v času splošnega navala na banke. V normalnih razmerah se je zagotavljala konvertibilnost bankovcev že z 20 do 25% kritjem. Institucija delnega kritja bankovcev je omogočila nekajkratno povečanje količine denarja v obtoku (zlatnikov in bankovcev) glede na valuto blaga, ki se je uporabljalo za monetarne

potrebe in je bilo v obtoku bodisi v obliki kovancev bodisi kot kritje med aktivni centralnih bank.

Izjemnost valutnega blaga, na primer zlata, je v tem, da je njegova absolutna, v denarju izražena cena določena, in se ne spreminja. Zaradi tega se relativna cena med zlatom in vsem drugim blagom lahko spreminja samo prek spreminjanja splošnega nivoja cen.

### **1.3. Mednarodni denarni sistem**

Nacionalni denarni sistem tvorijo centralna banka in poslovne banke v svoji denarni funkciji. Denarni sistem s centralno banko na čelu odločilno vpliva na količino denarja v obtoku in prek nje na pomemben del narodnogospodarskega dogajanja (Ribnikar, 1993, str. 72). Mednarodni denarni sistem pa je nekakšen povezovalni mehanizem med nacionalnimi denarnimi sistemi, ki omogoča menjavo med transaktorji iz različnih nacionalnih denarnih sistemov, in sicer tako, da omogoča prenos kupne moči. Cilji mednarodnega denarnega sistema so zagotavljanje stabilnosti deviznih tečajev, vzpodbujanje odpravljanja plačilnobilančnih neravnotežij in zagotavljanje normalnega dostopa do mednarodne likvidnosti (Mrak, 2002, str. 299).

Glede na to, da ima mednarodni denarni sistem več ciljev, obstaja več možnih kriterijev za njegovo opredelitev. Dva osnovna kriterija za klasifikacijo mednarodnih denarnih sistemov sta sistem deviznega tečaja, na katerem temelji posamezni mednarodni denarni sistem, in način, na katerega mednarodni denarni sistem zagotavlja mednarodne denarne rezerve (Mrak, 2002, str. 299). Vsak konkreten mednarodni denarni sistem je nujno kombinacija sistemov iz ene in druge klasifikacije, pri čemer ni nujno, da je ta kombinacija vedno povsem enaka. Na primer: sistem zlate valute je bil sistem popolnega fiksnega deviznega tečaja z zlatom kot edino obliko mednarodnih denarnih rezerv. Lahko pa bi enak sistem fiksnega deviznega tečaja deloval brez kakršnekoli povezave z zlatom oziroma bi deloval izključno na osnovi mednarodnih deviznih rezerv v obliki ene ali več nacionalnih valut.

Kvaliteta mednarodnega denarnega sistema pa je odvisna tudi od zaupanja oziroma od njegove kredibilnosti. Magistrsko delo se pri opredeljevanju mednarodnega sistema naslanja predvsem na kriterij zagotavljanja mednarodnih denarnih rezerv. Pri tem ločimo sistem zlate valute, kjer je zlato edina oblika mednarodnih denarnih rezerv, sistem, ki temelji izključno na zaupanju v eno ali

več valut, ter sistem zlatih deviz kot kombinacijo prejšnjih dveh sistemov, v katerem so valute zamenljive za zlato posredno prek druge valute.

#### **1.4. Mednarodne denarne rezerve**

Mednarodne denarne rezerve omogočajo centralni banki posege na deviznem trgu, na daljši rok pa omogočajo financiranje plačilnobilančnih primanjkljajev držav (Ribnikar, 1993, str. 2). Nameni mednarodnih denarnih rezerv so različni, pa vendar večina držav izpostavlja predvsem dva namena (Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management (Executive Summary), 2003, str. 3):

- mednarodne denarne rezerve so instrument politike deviznega tečaja, prav tako služijo za doseganje nekaterih ciljev denarne politike,
- mednarodne denarne rezerve zmanjšujejo »občutljivost« države pri mednarodnih denarnih plačilih.

Tudi države, ki vzdržujejo sistem drsečega deviznega tečaja, imajo mednarodne denarne rezerve, saj tako vzdržujejo možnost morebitnega posredovanja na deviznih trgih. Večina držav ima namreč sistem t.i. uravnava drsečega deviznega tečaja in ne sistem čistega drsečega deviznega tečaja, kjer ni potrebe po rednih intervencijah na deviznih trgih in s tem ni potrebe po mednarodnih denarnih rezervah. Namene mednarodnih denarnih rezerv je v nekaterih državah treba iskati v tem, da jih imajo za primer morebitnih kriznih razmer, zato da povečujejo zaupanje v državo in njen denarni sistem ter zato, da vzdržujejo stabilnost deviznih tečajev. Nekaj pa je tudi držav, ki imajo mednarodne denarne rezerve predvsem za povečevanje nacionalnega premoženja oziroma so le-te hranilec vrednosti za prihodnje generacije. Mednarodne denarne rezerve so lahko tudi garancija za obveznosti države v tujini.

Razlogi za držanje mednarodnih denarnih rezerv izhajajo torej predvsem iz značilnosti posameznih držav in njihovega ekonomskega položaja. Mednarodne denarne rezerve uporabljajo centralne banke neposredno za financiranje odpravljanja plačilnobilančnih neravnovesij, lahko pa jih uporabijo tudi za preprečevanje nastanka neravnovesij, tako da vplivajo na devizni tečaj s posegi na deviznem trgu. Centralne banke lahko zmanjšujejo neravnovesja tudi tako, da povečujejo ali zmanjšujejo obveznosti do tujine, vzpodbujajo druge sektorje k izposojanju v tujini, omejujejo pretok kapitala in dopuščajo prosto gibanje deviznega tečaja (Del Fabro, 1993, str. 2-3). Iz tega izhaja, da država lahko odpravi plačilnobilančno neravnovesje na dva načina: z mehanizmi plačilnobilančnega prilagajanja ali pa z uporabo mednarodnih denarnih rezerv, tako da primanjkljaj financira. Se pravi, da je eden izmed glavnih razlogov, da

imajo centralne banke mednarodne denarne rezerve, v možnosti nastanka plačilnobilančnega primanjkljaja, katerega ne bi mogle ali hotele odpraviti z drugimi mehanizmi plačilnobilančnega prilagajanja (Lavrač, 1985, str. 5).

K mednarodnim denarnim rezervam prištevamo tiste rezerve, ki so v rokah monetarnih oblasti (centralnih bank). Ker centralna banka z rezervami, ki jih ima, zagotavlja mednarodno ali zunanjo likvidnost, se včasih te rezerve imenujejo mednarodna likvidnost. Gre za zunanjo likvidnost centralne banke in prek nje vseh pravnih in fizičnih oseb v državi ali na področju njenega denarja. Devizne rezerve poslovnih bank in devizna imetja nebančnih subjektov ne moremo šteti k mednarodni likvidnosti, saj centralne banke teh rezerv ne morejo zaseči in jih prodajati na deviznem trgu. Uporabnost deviznih rezerv centralnih bank je širša od uporabnosti deviznih rezerv poslovnih bank in deviznih imetij nebančnih subjektov. Devize, ki jih imajo nebanke (npr. podjetja), prispevajo k zunanji likvidnosti najmanj, saj jih lahko uporabijo le same. Več prispevajo devize, ki jih imajo poslovne banke, saj jih lahko uporabijo vsi njihovi komitenti. Največ pa k zunanji likvidnosti prispevajo devize centralne banke, saj jih lahko preko poslovnih bank uporabijo vsi (Ribnikar, 1998, str. 43-44).

Glede na definicijo Mednarodnega denarnega sklada se mednarodne denarne rezerve nahajajo v obliki mednarodno sprejemljivih plačilnih sredstev, predvsem konvertibilnih deviz, ter v drugih likvidnih oblikah, ki jih je mogoče po potrebi zamenjati v devize. Mednarodne denarne rezerve tako sestavljajo:

- monetarno zlato,
- tuja gotovina in devizna imetja v tujini,
- rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu,
- posebne pravice črpanja (SDR) pri Mednarodnem denarnem skladu.

V zgodovini je prihajalo do pomembnih sprememb tako v samem obsegu mednarodnih denarnih rezerv kot tudi v njihovi sestavi. Ko govorimo o sestavi mednarodnih denarnih rezerv, ločimo obdobje do leta 1914 in v njegovem okviru obdobje zlate valute od 1880 do 1914, obdobje med vojnama in čas po letu 1945. Do leta 1914, če ne upoštevamo občasnega opuščanja vezane valute – zlate, srebrne ali bimetalizma, so bile mednarodne denarne rezerve predvsem v zlatu in deloma v srebru. Zlato pa ni bilo le najpomembnejša oblika mednarodnih denarnih rezerv, ampak je državljanom zagotavljalo konvertibilnost bankovcev. Dejstvo, da je bilo zlato hkrati kritje za nacionalni denar in najpomembnejša oblika mednarodnih denarnih rezerv, je zagotavljalo zlato valuto kot mednarodni denarni sistem. Od leta 1913 do 1945 ali do konca leta 1957, to je do vzpostavitve zunanje konvertibilnosti v zahodni Evropi, je v mednarodnih denarnih rezervah naraščal delež deviznih rezerv (funtsterlinških in dolarskih). Po letu 1945 so devizne



rezerve naraščale še bolj izrazito, in sicer v absolutnem in relativnem merilu. Kmalu po ustanovitvi Mednarodnega denarnega sklada se je namreč pokazalo, da z zamislijo o povojnem mednarodnem denarnem sistemu ne bo nič. Zamišljeno je namreč bilo, da bodo mednarodne denarne rezerve naraščale predvsem kot zlate rezerve. Da bi se odpravilo stanje, ko je bilo zbranega največ monetarnega zlata v ZDA, so le-te prevzele obveznost, da bodo zagotavljale zamenljivost dolarjev za zlato za tuje denarne oblastvene institucije, kar je bilo formalno v veljavi do 15. avgusta 1971. Poleg tega se je s tem mednarodni denarni sistem navezal na zlato. Pritoka zlata v monetarno področje ni bilo in prazen prostor, ki je nastal, so začeli polniti ameriški dolarji, v začetku deloma tudi angleški funti, pozneje, še posebej po uvedbi drsečega deviznega tečaja, pa še nekatere druge valute (Ribnikar, 1991, str. 26-28).

#### *1.4.1. Monetarno zlato*

Zlate rezerve pri monetarnih oblasteh (monetarno zlato) so najstarejša oblika mednarodnih denarnih rezerv. V času zlate valute so bile edina oblika mednarodnih denarnih rezerv in so se dejansko uporabljale za izvajanje mednarodnih plačilnih neravnotežij. Vloga zlata v mednarodnih denarnih rezervah včasih in danes je bolj podrobno opisana v nadaljevanju.

#### *1.4.2. Rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu*

Rezervna (zlata) tranša pri Mednarodnem denarnem skladu je avtomatična in brezpogojna pravica do kredita, ki pripada državi članici Mednarodnega denarnega sklada zaradi vplačila 25% kvote v zlato ali rezervnih valutah. Od leta 1976 dalje se ta del kvote plačuje samo v rezervnih valutah ali v posebnih pravicah črpanja (SDR). Glede na to, da država sredstva v višini rezervne tranše dobiva brezpogojno, lahko to neizkoriščeno rezervno tranšo šteje k svojim mednarodnim denarnim rezervam. Do rezervne tranše pri Mednarodnem denarnem skladu kot avtomatične in brezpogojne pravice do kredita pa lahko država članica pride tudi, če Mednarodni denarni sklad uporablja njeno valuto za kreditiranje drugih držav. Država članica lahko črpa rezervno tranšo kadarkoli oziroma jo odkupi z domačo valuto (Ware, 2001, str. 14).

#### *1.4.3. Posebne pravice črpanja (SDR) pri Mednarodnem denarnem skladu*

Posebne pravice črpanja (SDR – *Special Drawing Rights*) so imetja na posebnem računu, ki se sicer ne morejo neposredno uporabiti za posege na deviznem trgu, ampak šele potem, ko se prenesejo na neko drugo centralno banko in se dobi od nje njen denar ali denar kakšne tretje države (Ribnikar, 1991, str. 25).

Predstavljajo del mednarodnih denarnih rezerv držav oziroma posebno enoto vrednosti.

Zamisel o uvedbi posebnih imetij na računu pri Mednarodnem denarnem skladu je bila sprejeta leta 1967. Do nastanka SDR je prišlo zaradi takratnih problemov mednarodnega denarnega sistema, h katerim štejemo problem mednarodne likvidnosti, problem zaupanja v rezervno valuto (ameriški dolar, funtsterling) ter problem plačilnobilančne izravnave, ki so ogrožali obstoj takratne mednarodne denarne ureditve. Mednarodni denarni sklad je bil zaskrbljen, ker so rezerve monetarnega zlata in posledično tudi mednarodne denarne rezerve naraščale počasneje kot mednarodna menjava. Zato je bila osnovna ideja uvedbe imetij SDR, da bi mednarodne denarne rezerve naraščale skladno z mednarodno menjavo. Zaradi skrbi, da bi bil celoten obseg razpoložljivih mednarodnih denarnih rezerv na svetu premajhen v primerjavi s potrebami, je torej v šestdesetih letih prišlo do nastanka posebnih pravic črpanja (SDR) (Ware, 2001, str. 21).

Mednarodni denarni sklad dodeljuje imetja na računih SDR posameznim državam v skladu z višino t.i. kvot<sup>2</sup> posameznih držav in državam ni potrebno dati protivrednosti niti v svojem niti v tujem denarju. Znesek dodeljenih SDR je obveznost z neznanim rokom zapadlosti. Država bi morala ta sredstva vrniti, če bi izstopila iz tega sistema, ali pa če bi se države članice z večino glasov odločile za odpravo tega sistema. Vrnila pa bi jih tako, da bi uporabljene SDR odplačala s konvertibilnimi valutami.

Ko države ta sredstva uporabijo, nastane razlika med dodeljenimi SDR in imetji SDR, za katero plačujejo stroške oziroma obresti. Če ima država več imetij SDR, kot jih je bilo njej dodeljenih, potem prejema obresti. Pri tem se znesek vseh dodeljenih SDR knjiži na pasivni strani bilance stanja centralne banke, imetja SDR pa na aktivni strani. Posamezna država oziroma njena centralna banka lahko uporabi imetja SDR tako, da jih prenese na drugo centralno banko in dobi od nje njeno nacionalno valuto, lastno valuto ali valuto neke tretje države. Mednarodni denarni sklad določi, katere države so tiste, ki prejemajo SDR; to so seveda tiste s plačilnobilančnim presežkom.

Vrednost SDR je bila prvotno določena z isto količino zlata (0,888671 gramov zlata) kot ameriški dolar, torej je bil en SDR enak enemu ameriškemu dolarju. S propadom brettonwoodskega sistema fiksnih deviznih tečajev pa ni bilo več razloga za določanje vrednosti SDR s fiksno vrednostjo v zlatu, tako se je z julijem

---

<sup>2</sup> Velikost kvote je določena glede na relativni ekonomski položaj posamezne države članice v svetovnem gospodarstvu.

1974 vrednost SDR pričela določati s košarico valut. Danes so v tej košarici z ustreznimi deleži zastopane naslednje valute: evro (29%), ameriški dolar (45%), japonski jen (15%) in britanski funt (11%) (International Financial Statistics, 2002, str. 12). Vrednost SDR se izračunava dnevno v ameriških dolarjih (17. oktobra 2003 je veljal tečaj SDR = 1,42730 USD; vira: Reuters, Bloomberg).

#### *1.4.4. Devizna imetja centralnih bank v tujini*

Sem sodijo tuja gotovina v konvertibilnih valutah, vloge v tujini (vpogledni in vezani računi v tujini) in prvovrstni vrednostni papirji tujih izdajateljev v lasti centralne banke. Centralne banke pri upravljanju deviznih rezerv sledijo trem ciljem v naslednjem vrstnem redu: varnost, likvidnost, donosnost. Glede na to, da je varnost na prvem mestu, je za devizne rezerve centralnih bank ponavadi značilno, da so izpostavljene zelo nizkemu kreditnemu tveganju, saj ima večina naložb najboljšo bonitetno oceno (AAA – oziroma najnižje kreditno tveganje), poleg tega ponavadi odpade večji delež rezerv na t.i. državno tveganje, manjši pa na nedržavno (npr. bančno, podjetniško). Centralne banke kot upravljavci deviznih rezerv stremijo k temu, da so njihove devizne rezerve kar najbolj likvidne, kar pomeni, da jih je možno v kratkem času spremeniti v likvidna sredstva brez večjih kapitalskih izgub. V okviru zagotavljanja varnosti in likvidnosti deviznih rezerv pa centralne banke v zadnjem času stremijo k čim višji donosnosti.

Valutna struktura deviznih rezerv posamezne države je odvisna predvsem od valutne strukture njenega zunanjega dolga. V državah z majhnim zunanjim dolgom pa je valutna struktura deviznih rezerv odvisna od faktorjev, kot so valute najpomembnejših trgovinskih partnerjev teh držav, valute, potrebne za posredovanje na deviznem trgu in pa donos, ki ga prinašajo posamezne valute.

Devizne rezerve so edina oblika mednarodnih denarnih rezerv, ki jih lahko centralna banka direktno uporabi za svoje intervencije na deviznem trgu v primeru plačilnobilančnega primanjkljaja in za poravnavanje mednarodnih plačilnih obveznosti (Goedhuys, Pringle, 1996, str. 5).

## **2. ZGODOVINSKI PREGLED VLOGE ZLATA V MEDNARODNEM DENARNEM SISTEMU**

Zlato se je že pred našim štetjem uporabljalo kot menjalno sredstvo oziroma t.i. blagovni denar, vendar pa se je njegova vloga vsesplošno sprejetega denarnega sredstva v mnogih državah prvič povsem uveljavila šele sredi 19. stoletja (Green, 1999, str. 2). Prav tako o mednarodnem denarnem sistemu lahko začnemo govoriti šele okoli sedemdesetih let 19. stoletja, čeprav so mednarodna trgovina in določene vrste finančnih transakcij potekale že mnogo pred tem. Razlog za to je, da je v mednarodnih finančnih odnosih šele takrat začel veljati splošen okvir mednarodnega denarnega sodelovanja, ki so ga sprejemale vse takratne gospodarsko najbolj pomembne države na svetu. Pred letom 1870 zato ne moremo govoriti o nekem konsistentnem mednarodnem denarnem sistemu (Mrak, 2002, str. 316). V tem poglavju sta zato prikazana razvoj centralnobančnih zlatih rezerv in vloga zlata v mednarodnem denarnem sistemu od sredine 19. stoletja dalje.

Pred letom 1870 je mednarodno finančno poslovanje med posameznimi državami potekalo na osnovi različnih ureditev. Kljub temu pa je bila ena od pomembnih skupnih značilnosti teh ureditev uporaba sistema bimetalizma. Čeprav je vrednost zlata in srebra nihala tako med državami kakor tudi med različnimi časovnimi obdobji, se je ta odnos vendarle v povprečju gibal okoli ravni 14:1. To pomeni, da je imelo 14 unč srebra približno enako vrednost kot 1 unča zlata. Države, ki so uporabljale sistem bimetalizma, so se pogosto srečevale z že omenjenim Greshamovim zakonom, ki pravi, da se v praksi, kjer je odnos menjave med obema kovinama fiksiran, kot plačilno sredstvo uporablja samo tista kovina, katere je na voljo relativno več.

Vse države pa v tem času seveda niso imele bimetalizma. Zgodovina namreč kaže, da so imele države v tem času zlato ali pa srebrno valuto. Velika Britanija je na primer vzdrževala bimetalizem do leta 1816, ko je sprejela zakon o prehodu funta izključno na zlato valuto, kar pomeni, da je bila vloga srebra pri določanju njegovega deviznega tečaja odpravljena. Velika večina drugih gospodarsko najpomembnejših držav na svetu pa je prešla na zlato valuto v obdobju med letoma 1870 in 1880 (Mrak, 2002, str. 316).

### **2.1. Sistem zlate valute (obdobje pred 1. svetovno vojno)**

Sredi 19. stoletja je postala zlata kovina širše sprejeto denarno sredstvo v mnogih državah. Zgodovinske statistike kažejo, da so v tem času tudi centralne banke

držav začele kopičiti zlato med svojimi mednarodnimi denarnimi rezervami. Krepitev pomembnosti vloge zlata v mednarodnem denarnem sistemu je sovpadala z razvojem industrije, trgovine in mednarodnega bančništva (Green, 1999, str. 3).

Sistem zlate valute je prvi celovit mednarodni denarni sistem, ki je deloval v obdobju od približno leta 1870 do izbruha 1. svetovne vojne in potem še krajši čas v dvajsetih letih 20. stoletja (med letoma 1926 in 1931). V času delovanja sistema zlate valute je mogoče ločiti dve podobdobji. Obdobje pred 1. svetovno vojno je obdobje t.i. klasične zlate valute, v katerem je sistem deloval bolj ali manj v skladu s teorijo. V dvajsetih letih tega stoletja pa je nastopilo obdobje t.i. upravljane zlate valute. To je bilo obdobje, v katerem je prihajalo do kršitve številnih »pravil igre«, na katerih temelji sistem zlate valute (Mrak, 2002, str. 316).

Velika Britanija je naredila prvi pomemben korak na poti k sistemu zlate valute kot mednarodnemu denarnemu sistemu, ko se je leta 1816 odločila, da bimetalizem zamenja s sistemom zlate valute. Sistem zlate valute je sicer v Veliki Britaniji neuradno deloval že od leta 1717, ko je zlato postalo rahlo precenjeno v primerjavi z dotlej prevladujočim srebrom v denarnem sistemu. Uradno pa od leta 1816, ko je nov zakon o kovanju denarja uveljavil nov denar, zlati funt (katerega vrednost je ustrezala teži zlata v višini enega funta oziroma 0,454 kg) kot edino zakonito plačilno sredstvo<sup>3</sup>. Tega leta se je angleška kovnica opremila tudi s prešami na parni pogon, kar je omililo probleme, povezane s ponarejanjem kovancev. Ponarejanje kovancev v tem času je bil namreč resen problem, saj je bil postopek kovanja še ročen (in kovanci zaradi tega med seboj dokaj različni), poleg tega pa je nominalna vrednost kovancev presegala vrednost kovine, iz katere so bili narejeni, kar je še dodatno spodbujalo ponarejevalce. Težave pri odkrivanju ponarejenih kovancev so bile eden od ključnih razlogov, da je bila zlata valuta v večini takratnih gospodarsko pomembnih držav uvedena šele v drugi polovici 19. stoletja, ko je bilo s prešami na parni pogon mogoče zagotoviti mnogo večjo stopnjo natančnosti pri izdelavi kovancev (Mrak, 2002, str. 317).

K vsesplošnemu prehodu držav na sistem zlate valute so mnogo prispevale težave, s katerimi se je v sistemu bimetalizma srečevala večina držav, in sicer gre zlasti za probleme, kako vzdrževati razliko med tržno in uradno ceno zlata, izraženo v srebru v obsegu, ki ne bo stimulirala arbitraže in s tem delovanja Greshamovega zakona. Povečan obseg mednarodnih transakcij, do česar je prišlo

---

<sup>3</sup> Zlata valuta je kljub temu stopila povsem v veljavo dejansko šele leta 1821, saj je bila v času napoleonskih vojn (od leta 1797) ustavljena zamenjava papirnatega denarja v neomejenih zneskih za zlato po fiksni ceni.

sredi 19. stoletja zaradi zmanjšanja carinskih in drugih omejitev, ter drastično znižani transportni stroški so namreč povzročili, da je v nekaterih državah prišel v obtok povečan obseg tujih kovancev, zlasti srebrnikov. Nominalna vrednost večine teh srebrnikov je bila višja od vrednosti vsebovane kovine in to je začelo predstavljati vse večji mednarodni problem. To še toliko bolj, ker so se države med seboj razlikovale po tem, koliko srebra so dejansko vsebovali njihovi srebrniki<sup>4</sup> (Mrak, 2002, str. 317).

K uvedbi zlate valute so poleg industrijske revolucije prispevale tudi zaostrene politične razmere v Evropi, ki so dosegle vrhunec v francosko-pruski vojni. Le-ta je številne države, med njimi Francijo, Rusijo, Italijo in Avstro-Ogrsko, prisilila, da se odpovedo konvertibilnosti svojih valut. Nemčija, ki je iz te vojne odšla kot zmagovalka (mirovni sporazum je bil podpisan leta 1871), je ob podpori vojne odškodnine, dobljene od Francije, opustila bimetalizem in uvedla novo valuto (marko), katere vrednost je bila določena izključno v zlatu. K temu so jo privedli tudi razlogi, da so njeni pomembni gospodarski partnerji ravno tako prešli na sistem zlate valute, zato Nemčiji vzdrževanje srebrne valute ne bi prav nič pomagalo v trgovanju s temi državami. Večina analitikov se nagiba k oceni, da je bil ključen razlog za verižno reakcijo na področju uvajanja sistema zlate valute v močnem interesu vsake posamezne države, da sprejme takšen mednarodni denarni sistem, kakršnega imajo njeni najpomembnejši gospodarski in finančni partnerji.

Hiter razvoj sistema zlate valute v vseh pomembnejših državah je omogočila tudi naraščajoča ponudba zlata. Svetovna proizvodnja zlata se je po letu 1850 z odkritjem novih nahajšč zlata v ZDA, Avstraliji in Južni Afriki do konca 19. stoletja povečala kar za desetkrat, tako da je dosegla 10.400 ton. Samo v letih od 1847 do 1852 se je letna proizvodnja povečala s 35 na 265 ton zlata (Green, 1999, str. 3).

Kot je razvidno iz tabele 1, je bila zlata valuta v Evropi in ZDA uvedena v sedemdesetih letih 19. stoletja, medtem ko je ostale dele sveta ta sistem dosegel ob koncu 19. stoletja. Tudi latinskoameriške države so v začetku 20. stoletja sprejele zlato valuto, kljub temu, da so bile med najbolj gorečimi zagovorniki sistema, ki bi temeljil na srebru oziroma bi ga tudi vključeval. Le še Kitajska in

---

<sup>4</sup> Italija je leta 1862 začela kovati srebrnike, v katerih je bilo dejansko samo še 83,5% srebra. Zaradi takšnega kovnega razmerja je v Franciji, kjer je srebrnik vseboval 90% srebra, prišlo do povečane uporabe italijanskih kovancev, medtem ko so francoske kovance ekonomski subjekti držali pri sebi in jih uporabljali kot hranilce vrednosti. Ker bi dolgoročneje nadaljevanje takšnega razmerja izrinilo francoske kovance iz obtoka, je leta 1864 Francija reagirala s spremembo kovnega razmerja. Od takrat naprej so tudi njeni kovanci začeli vsebovati le 83,5% srebra.

nekatero centralnoameriške države so vztrajale pri srebrni valuti.

Tabela 1: Leto sprejema odločitve posameznih držav o prehodu na sistem zlate valute

Država	Leto
Velika Britanija	1816
Nemčija	1871
Švedska, Norveška, Danska	1873
Francija, Belgija, Švica, Italija, Grčija	1874
Nizozemska	1875
Urugvaj	1876
ZDA	1879
Avstrija	1892
Čile	1895
Japonska	1897
Rusija, Indija	1898
Dominikanska republika	1901
Panama	1904
Mehika	1905

Vir: Buckley, 2000, str. 17.

Kljub dejstvu da je po letu 1850 zlata valuta močno zasenčila srebrno valuto in bimetalizem, pa je količina centralnobančnih rezerv v zlatu, v primerjavi z zlatimi kovanci v obtoku, ostala skromna. V letu 1875 so namreč zlate rezerve centralnih bank dosegle višino 1.100 ton, medtem ko je količina zlatnikov v obtoku dosegla skoraj 3.000 ton (Green, 1999, str. 7).

V letih od 1850 do 1855 se je v mednarodnih plačilih v zlatu začela uveljavljati posebna oblika zlata oziroma zlatih palic (t.i. *Good Delivery Status*), ki jo je določila centralna banka Velike Britanije s tem, ko je za ustrezno v mednarodnih plačilih priznala le obliko zlata, ki so jo izdelovala določena predelovalna podjetja (npr. Rothschilds, Brown & Wingrove) (Green, 1999, str. 6).

Po velikem porastu proizvodnje zlata v letih od 1847 do 1852 se je rast proizvodnje zlata nekoliko umirila, tako da se je obseg proizvodnje v naslednjih tridesetih letih ustalil v višini od 150 do 180 ton letno. Avstralija in ZDA sta takrat veljali za največji proizvajalki zlata, vsaka z letno proizvodnjo v višini od 75 do 80 ton, kar je pomenilo, da sta skupaj zagotavljali okoli osemdeset odstotkov svetovne ponudbe zlata (Green, 1999, str. 7).

## **2.2. Naraščanje deleža zlata v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank v letih od 1890 do 1914**

Do konca 19. stoletja je bilo zlato večinoma v rokah privatnega sektorja, saj statistika kaže, da so imele v letu 1895 centralne banke okoli 2.750 ton zlata, privatni sektor pa je takrat posedoval okoli 3.650 ton zlata. Do leta 1905 pa se je tehnica nagnila na stran centralnih bank, saj se je količina zlata v njihovi posesti povečala na 4.710 ton, medtem ko je privatni sektor posedoval 3.916 ton zlata. Ob začetku prve svetovne vojne pa je bilo zlato večinoma v rokah centralnih bank (okoli 8.000 ton).

Prehod lastništva zlata iz privatnega v državni sektor je »olajšalo« novo najdišče zlata v Južni Afriki. Svetovna proizvodnja zlata se je tako po letu 1890 dvignila z ravni izpod 150 ton letno na raven, ki je presegla 200 ton zlata letno, nove najdbe v zahodni Avstraliji in Kanadi pa so jo dvignile celo nad 350 ton letno. Ob začetku prve svetovne vojne (leta 1914) se je svetovna proizvodnja zlata povzpela na 700 ton letno (Green, 1999, str. 9).

V ZDA je bil prisoten močan lobi, ki je podpiral srebrno valuto, oziroma je v letu 1850 pristal na bimetalizem, ki je trajal skoraj petdeset let. V letu 1890 je bil sprejet celo t.i. Shermanov zakon o nakupu srebra, ki je zahteval, da vlada (centralna banka) letno kupi vsaj določeno količino srebra (1.680 ton oziroma do vsote 5 milijonov USD) (Bernstein, 2000, str. 269). Kljub temu pa je leta 1900 prevladala zlata valuta. Zlate valute ali sistema zlatih deviz se je tako »oprijelo« devetinpetdeset držav širom sveta, med večjimi državami je, kot že rečeno, le Kitajska ostala zvesta srebrni valuti.

Zlate rezerve bank so tako predstavljale kritje za izdane bankovce. Mnoge majhne države so imele v obtoku sicer zlatnike, med deviznimi rezervami njihovih centralnih bank pa ni bilo zaslediti prevladujočega deleža zlata, zlato so namreč nadomestile devizne rezerve v britanskih funtih, ki so imele zanje skoraj povsem enak status kot zlato. Slednje je Veliko Britanijo postavilo na mesto »največje upnice na svetu«. Če primerjamo količino zlata, ki so jo imele posamezne pomembnejše centralne banke v letu 1900, lahko ugotovimo, da količina zlata v britanski centralni banki ni dosegla 200 ton, kar je bilo malo v primerjavi s francosko centralno banko, ki je posedovala 544 ton zlata, rusko centralno banko s 661 tonami zlata in ameriško centralno banko, v kateri je bilo 602 ton zlata (The Royal Bank of Scotland, 2003, str. 229; glej prilogo 3).

V času bližajoče se prve svetovne vojne so mnoge centralne banke povečevale svoje zlate rezerve. Tako se je višina uradnih zlatih rezerv centralnih bank



Francije, Nemčije in Rusije v letih od 1900 do 1913 podvojila, v ZDA pa celo početrila. Režim zlate valute se je znašel pred težkim preizkusom, kajti države so se začele zavedati velikih stroškov vojne in so zato hitele kopičiti zlato. Slednje bi lahko omajalo zaupanje v zamenljivost bankovcev za zlato ter tudi zaupanje v Veliko Britanijo in njeno centralno banko, pri kateri so mnoge države držale svoje rezerve v zlatu. Zamenljivost papirnatega denarja za zlato sicer ni bila prekinjena (tako kot se je to zgodilo v času napoleonskih vojn), pa vendar je količina bankovcev v obtoku potihoma prav nevarno naraščala. Do leta 1916 se je kovanje novih zlatnikov - zlatih funtov (*sovereigns*) precej zmanjšalo, kar pove dejstvo, da je število zlatnikov takrat znašalo le 1,5 milijona, medtem ko je še v letu 1913 to število preseglo 30 milijonov. Prav tako se je sčasoma količina zlatnikov v obtoku zmanjševala, saj so bili le-ti s tem, ko so jih njihovi lastniki prinesli v banke, vzeti iz obtoka.ocene kažejo, da je bilo ob izbruhu prve svetovne vojne v Veliki Britaniji okoli 123 milijonov zlatih funtov (900 ton zlata), od katerih je 100 milijonov (732 ton zlata) kmalu »pristalo« v rokah britanske centralne banke. Francoska centralna banka pa je do leta 1917 iz obtoka vzela okoli 950 ton zlatnikov. Količina zlatnikov, ki je bila v času prve svetovne vojne vzeta iz obtoka, je znašala približno 3.000 ton (Green, 1999, str. 10).

### **2.3. Obdobje med obema vojnama**

Ob izbruhu prve svetovne vojne leta 1914 je britanska centralna banka z nakupi zlata iz južnoafriških in avstralskih najdišč v petih mesecih podvojila količino svojih zlatih rezerv, ki se je posledično povzpela nad 500 ton. Do leta 1920 pa se je dvignila celo na 864 ton. Ko so leta 1917 v vojno vstopile tudi ZDA, so prepovedale izvoz zlata obenem pa je kovanje zlatnikov močno upadlo. Ameriška državna kovnica je v letih od 1910 do 1914 proizvedla 387 ton zlatnikov, v letih od 1915 do 1919 pa samo še 64 ton. Sistem zlate valute uradno sicer ni bil prekinjen, praksa pa je govorila nasprotno. Države, kot Velika Britanija, Francija, Nemčija in Rusija, so namreč prekinile zamenljivost svojih valut za zlato in uvedle prepoved izvoza zlata (Green, 1999, str. 10).

»Pravila igre« zlate valute kar naenkrat niso več veljala. Valute držav so se začele prosto gibati v obsegu in smeri, ki ju je posamezna država ocenila kot zanjo najbolj primerna. Podobno kot je v sistemu zlate valute odliv oziroma priliv zlata zagotavljal, da je devizni tečaj ostal na tako rekoč nespremenjeni ravni, tako je bil sedaj devizni tečaj popolnoma odvisen od tržnih razmer, se pravi od ponudbe oziroma povpraševanja po devizah.

V nadaljevanju sta bolj podrobno opisani dve »podobdobji« v obdobju med obema

vojnama. Za obdobje v letih od 1919 do 1926 sta značilni prosto drsenje valut in želja držav po vrnitvi na zlato valuto. Drugo obdobje pa zajema čas od leta 1926 do 1931 oziroma čas obnove sistema zlate valute.

### *2.3.1. Poskus obnove sistema zlate valute (obdobje od 1919 do 1926)*

Štiri leta 1. svetovne vojne so dodobra spremenila gospodarsko sliko tako posameznih držav kakor tudi sveta kot celote. To je bilo torej obdobje, ko je bila finančna prevlada Velike Britanije dokončno prekinjena; nadomestila jo je finančna prevlada ZDA.

Ključna značilnost mednarodnega denarnega sistema neposredno od konca 1. svetovne vojne pa nekje do sredine dvajsetih let 20. stoletja so bili drseči devizni tečajji, kar pa so mnoge države ocenjevale kot izključno začasno rešitev, ki jo je treba čimprej zamenjati s trajnejšo rešitvijo, po možnosti z vrnitvijo na predvojni sistem zlate valute.

Prve države, ki so ponovno vzpostavile zamenljivost svojih valut za zlato, so bile Nemčija, Avstrija, Madžarska in Poljska. V vseh teh državah je bila visoka stopnja inflacije povzročena s tiskanjem denarja, ki so ga države potrebovale za financiranje visokih proračunskih primanjkljajev, v Nemčiji pa je bila hiperinflacija še dodatno zaostrena z nerešenim problemom plačila vojnih odškodnin. Avstrija je ponovno vzpostavila zamenljivost svoje valute za zlato že leta 1923, naslednje leto sta ji sledili Nemčija in Poljska, leta 1925 pa še Madžarska (Mrak, 2002, str. 327).

Eno od ključnih vprašanj, ki so si ga zastavile države pri prehodu na ponovno zamenljivost svojih valut za zlato, je bilo, po katerih paritetnih vrednostih naj bi bila obnovljena vezava na zlato. Velika Britanija je, na primer, zagovarjala stališče, da je paritetno vrednost valute treba obnoviti na predvojni ravni. Na drugi strani pa je Francija zagovarjala stališče, da je zaradi vojne prišlo do tako drastičnih sprememb med valutami posameznih držav, da se to mora pokazati tudi v novih paritetnih vrednostih, drugačnih od tistih, ki so veljale pred 1. svetovno vojno (Mrak, 2002, str. 327).

Posledica 1. svetovne vojne je bila, da so vlade držav hotele pridobiti zlato v svoje roke, zato so jemale zlate kovance iz obtoka. Takoj po končani vojni so se pojavile špekulacije o omejitvi odkupa papirnate valute s strani bank za zlato, katerih resničnosti se marsikdo takrat še ni zavedal.

Na londonskem trgu se je po vojni oblikovala nova standardna trgovalna oblika zlata (*good delivery*), ki je imela čistočo 995 (99,5%), in je tako zamenjala stari trgovalni standard, ko je imelo zlato čistočo 916 (91,6%). Cena<sup>5</sup> se je spremenila samo za toliko, da je odražala večjo čistost zlata (4 zlate funte, 4 šilinge ter 11½ penijev za unčo zlata z večjo čistostjo namesto 3 zlatih funtov, 17 šilingov in 10½ penijev za unčo zlata) (Green, 1999, str. 11). Cena zlata se je sicer še naslednjih 50 let kotirala v britanskih funtih, a ni bila fiksna, temveč se je spreminjala glede na gibanje tečaja GBP/USD, saj se je po vojni status glavne ekonomske moči (in s tem tudi najmočnejše valute) preselil iz Velike Britanije v ZDA.

Na svetovni konferenci leta 1922, ki jo je organizirala Liga narodov, so se predstavniki držav strinjali, da je cena zlata zaradi vojne tako porasla, da se ne bi bilo smiselno vrniti k sistemu zlate valute, ki je vladal pred vojno, saj količina zlata najverjetneje ne bi zadostovala za financiranje svetovne trgovine. Sprejet je bil dogovor, naj bo monetarna uporaba zlata bolj varčna, torej naj se države bolj osredotočijo na oblikovanje svojih rezerv v devizah kot pa v zlatu. V praksi je to pomenilo, da so centralne banke manjših in manj razvitih držav imele vse rezerve oziroma večji del svojih rezerv v britanskih funtih ali ameriških dolarjih, pri tem pa so ohranile njihovo zamenljivost za zlato. Posledica tega je bila, da se je zlato kopičilo le pri centralnih bankah močnejših in bolj razvitih držav.

Že konec leta 1920 je bilo 70% monetarnega zlata v rokah treh držav: Velike Britanije, Francije in ZDA. Med temi tremi pa so imele največjo moč ZDA, kjer se je v zakladnici in regionalnih centralnih bankah (*Federal Reserve Banks*) do leta 1925 nakopičilo okoli 45% svetovnih zlatih rezerv. Večina monetarnega zlata je bila takrat že v rokah centralnih bank, o čemer govori podatek (Green, 1999, str.11), da je bilo od 15.500 ton celotnega monetarnega zlata kar 13.575 ton v centralnih bankah. Obdobje zlatnikov v obtoku se je bližalo h koncu, saj se je samo v ZDA količina zlatnikov v obtoku v letih od 1917 do 1930 prepolovila. Leta 1929 so imele centralne banke v posesti okoli 92% monetarnega zlata (Green, 1999, str. 11).

Povojni poskus (leta 1925) vrnitve Velike Britanije k sistemu zlate valute se je izkazal za neuspešnega, saj po stari ceni v britanskih funtih za unčo zlata papirnati denar kmalu ni imel več zadostnega kritja v zlatu, zato so se lahko zamenjevale le še zlate palice s težo okoli 400 unč, torej je najmanjši nakup dosegel vrednost 1.700 britanskih funtov. To je dejansko pomenilo uvedbo sistema zlatih palic. V mednarodnih denarnih rezervah so se začele kopičiti devizne rezerve, ki so

---

<sup>5</sup> Razmerja med takrat veljavnimi enotami britanskega denarja (funt, šiling, peni):  
1 zlati funt (1 £) = 20 šilingov (20 s.); 1 šiling (1 s.) = 12 penijev (12 d.)

zamenjevale zlato. V nasprotju z obdobjem pred 1. svetovno vojno, ko sta bila zlato in GBP edini možni obliki mednarodnih denarnih rezerv, se je v medvojnem obdobju ta možnost razširila še na nekatere druge valute, zlasti na USD in FRF (Mrak, 2002, str. 332). Prav dejstvo, da je bil del mednarodnih denarnih rezerv v teh dveh valutah, je močno povečalo vlogo ZDA in Francije v mednarodnih financah. Zaradi bistveno povečanega deleža deviz v strukturi mednarodnih denarnih rezerv pravimo, da je imel medvojni denarni sistem bolj obliko sistema zlatih deviz, kot pa prave zlate valute, znane iz obdobja pred 1. svetovno vojno.

Nekakšen »površen« sistem zlate valute, ki ga je po vojni vzpostavila Velika Britanija, se torej ni obnesel. Gibanje zlata v smislu prehajanja v obtok in iz obtoka je postajalo čedalje bolj omejeno. Mnoge države, med njimi tudi Nemčija, Japonska in Španija, se niso več želele vrniti h konvertibilnosti papirnatega denarja za zlato. Francija pa je naenkrat začela zamenjevati devize v zlato in kupovati čedalje večje količine zlata, tako da je bilo do leta 1930 v njenih trezorjih kar 3.000 ton monetarnega zlata. V Franciji in ZDA je tako pristalo okoli 60% vsega monetarnega zlata (Green, 1999, str. 12).

### *2.3.2. Obnovljeni sistem zlate valute (obdobje od 1926 do 1933)*

Medvojni globalni sistem zlate valute je deloval le pet let, če štejemo dejansko vrnitev Francije v sistem zlate valute leta 1926 za trenutek ponovne vzpostavitve mednarodnega denarnega sistema zlate valute in devalvacijo britanskega funta leta 1931 za njegov konec.

Izkušnje iz obdobja 1919-1926 kažejo, da so imele države velike težave pri določanju tečajev, po katerih naj bi se njihove valute ponovno vključile v sistem zlate valute. Velika Britanija in Francija, na primer, sta določili paritetni vrednosti svojih valut v višini, za katero se je kasneje izkazalo, da ni ravnotežna oziroma da ni na ravni, ki bi zagotavljala pariteto kupnih moči (Mrak, 2002, str. 331).

Eden od temeljnih problemov medvojnega sistema zlate valute je bila stalna zaskrbljenost zaradi (ne)zadostnosti monetarnih zalog zlata v svetu. Inflacija med 1. svetovno vojno in neposredno po njej je znižala relativno vrednost zlata v odnosu do drugih proizvodov, kar je bilo neposredno povezano z zmanjševanjem obsega proizvodnje zlata v svetu. To je povzročilo, da se je delež zlata v celotni ponudbi denarja drastično zmanjšal oziroma da se je pokritost količine denarja v obtoku z zlatom močno znižala (Mrak, 2002, str. 331).

Osnovna logika delovanja sistema zlatih deviz sicer ni bistveno drugačna od logike delovanja zlate valute, vendar je pri prvem vendarle treba izpostaviti še dodaten

element zaupanja, ki mora biti zagotovljen, da bi sistem zlatih deviz uspešno deloval. Sistem namreč predpostavlja visoko stopnjo zaupanja v države z rezervno valuto, da bodo vzdrževale nemoteno zamenljivost svojih valut v zlato. To seveda pomeni dodaten pritisk na te države. Za njih ni več dovolj samo to, da bodo uspešno odpravljale neravnotežja v svojih plačilnih bilancah, temveč morajo biti pripravljene na mednarodne pretoke zlata, ki so posledica sprememb v plačilnih bilancah drugih držav.

Pojav večjega števila rezervnih valut v obdobju med obema vojnoma, pri čemer zaupanje v posamezne od teh valut ni bilo nujno enako in se je skozi čas spreminjalo, je brez dvoma povzročil dodatne zaplete v delovanju mednarodnega denarnega sistema. Sistem je bil precej nestabilen, saj je vsaka indikacija o slabosti posamezne rezervne valute povzročila odliv zlata iz te države. Tuje države, ki so imele del svojih mednarodnih denarnih rezerv v tej rezervni valuti in so imele možnost njene takojšnje zamenjave za zlato, so to možnost izkoristile takoj, ko so ocenile, da bo morda prišlo do devalvacije njene vrednosti v odnosu do zlata (Mrak, 2002, str. 332).

Kot rečeno, sta tako GBP kot FRF ob svoji ponovni vezavi na zlato vzpostavila paritetni vrednosti, ki nista bili na ravni njunih ravnotežnih tečajev. Tako je bila vrednost GBP ob njegovi vezavi na zlato leta 1925 precenjena, vrednost FRF pa je bila ob njegovi dejanski vrnitvi pod okrilje zlate valute eno leto kasneje podcenjena. Posledica precenjenosti GBP so bili kronični plačilnobilančni problemi Velike Britanije v drugi polovici dvajsetih let. Precenjena vrednost GBP je imela negativen vpliv na britanski izvoz in je povzročila špekulativen odliv kratkoročnega kapitala. Le-ta je bil usmerjen zlasti v Francijo, kjer je bilo pričakovati, da bo sčasoma prišlo do apreciacije FRF. Oboje je seveda še dodatno oteževalo plačilnobilančni položaj Velike Britanije.

V nasprotju z Veliko Britanijo je Francija, ki je začela s podcenjenim FRF, beležila v obdobju od leta 1926 dalje kontinuiran presežek v svoji plačilni bilanci, ki ga je spremljal tudi znaten obseg prilivov kratkoročnega kapitala. V kratkem času je Francija oblikovala velike devizne rezerve, ki so bile v začetnem obdobju predvsem v GBP. Pod vplivom povečevanja nezaupanja v GBP kot rezervno valuto in z željo, da postane Pariz eden od pomembnih svetovnih finančnih centrov, je Francija leta 1928 sprejela zakon, s katerim se je dejansko zahtevala zamenljivost deviznih rezerv države (zlasti GBP) v zlato. Zaradi tega ukrepa je Francija v naslednjih letih kupovala velike količine zlata predvsem v Londonu, v manjšem obsegu pa tudi v New Yorku in drugod. Ta francoski »napad na zlato« se je dogajal prav v času intenzivnih pozivov po čimbolj ekonomični uporabi zlata. Vse to je jasno odražalo dejstvo, da so nacionalni interesi v celoti prevladovali nad

interesi, ki naj bi zagotavljali uspešno delovanje mednarodnega denarnega sistema kot celote (Mrak, 2002, str. 334-335).

Že tako šibak mednarodni denarni sistem je ob koncu dvajsetih let 20. stoletja ohromila gospodarska kriza, ki je izbruhnila z zlomom newyorške borze leta 1929. Ta dogodek je sprožil nezaupanje tržnih udeležencev v svoje naložbe v različnih finančnih centrih. Nanj so se odzvali predvsem v obliki zmanjševanja svojih terjatev v tistih valutah, za katere so ocenjevali, da so najbolj šibke. Sledil je bankrot avstrijske banke Credit Anstalt v letu 1931, ki je sprožil nezaupanje v bančni sistem. Britanska centralna banka je v tistem času utrpela okoli 30% padec zlatih rezerv, kar je vodilo v prekinitve sistema zlate valute na dan 21. septembra leta 1931. Britanski funt je devalviran, nova cena za unčo zlata se je gibala med 5 funti, 10 šilingi ter 6 funti, 6 šilingi in 10 peniji, dolarska cena za unčo zlata pa je zaenkrat ostala nespremenjena pri 20,67 dolarjev za unčo zlata. Mnoge manjše centralne banke iz Evrope, med katerimi sta bili tudi belgijska in nizozemska centralna banka, ki so imele večino svojih rezerv v britanskih funtih, za katere je še pred kratkim veljalo, da je njihova kakovost skoraj takšna, kot jo je imelo zlato, so utrpeli velike izgube. V letu 1931 se je število držav z zlato valuto praktično prepolovilo. Tudi večina drugih držav, ki so sicer formalno še vztrajale v tem sistemu, je to počela bolj na ravni simbolne kot pa dejanske povezave svojih valut z zlatom. Težavam so se (vsaj na začetku) izognile samo ZDA in Francija, kjer je bilo zadosti zlatih rezerv.

Prekinitve sistema zlate valute ni pomenila, da ljudje niso smeli imeti zlatih palic ali zlatnikov, temveč to, da britanska centralna banka ni bila več zavezana odkupovati papirnatega denarja za zlato po zakoniti fiksni ceni. Londonski trg zlata je torej deloval normalno. Banke in posamezniki so še vedno lahko kupovali in prodajali zlato, ga uvažali in izvažali, vendar po tržni ceni, ki se je spreminjala. Termin monetarno zlato, ki se je prej uporabljal za zlatnike v obtoku in zlate rezerve bank, se je sedaj začel nanašati le na centralnobančne rezerve v zlatu. Ljudje v Evropi so zaradi strahu pred ponovno vojno in devalvacijo valut postajali čedalje bolj nezaupljivi do papirnatega denarja, zato so začeli kopičiti zlato v svojih domovih. Pet let po tem, ko je Velika Britanija prekinila s sistemom zlate valute, je skoraj 70% takratne ponudbe zlata (okoli 3.110 ton) pristalo v rokah privatnega sektorja (Green, 1999, str. 13; Gold and the International Monetary System in a new Era, 1999, str. 42).

Usoda monetarnega zlata in zlate valute je bila v naslednjih dvajsetih letih v rokah ZDA. Leta 1933 je mesto prvega moža ZDA zasedel predsednik Roosevelt, ki mu je bilo zaupano vodenje ameriškega gospodarstva, ki po vojni ni bilo v nič kaj zavidljivem stanju. Treba je bilo ustvariti nova delovna mesta, zvišati cene in

povečati ponudbo denarja, kar pa v sistemu zlate valute ni bila lahka reč, saj bi slednje lahko ogrozilo vrednost ameriške valute in vodilo v odtekanje zlata iz države. Da bi to preprečil, je še pravočasno prepovedal izvoz zlata, ukinil zamenljivost papirnatega denarja za zlato in ukazal državljanom, naj zlato prinesejo v banke. Skoraj 500 ton zlata (predvsem zlatnikov), vrednih 321 milijonov ameriških dolarjev, je takrat prešlo v roke bank v zameno za papirnati denar. Pa vendar ti ukrepi niso rešili vprašanja ponudbe denarja, zato so se v Washingtonu odločili arbitrarno dvigniti ceno zlata. 31. januarja leta 1934 je bila cena zlata zvišana na 35 dolarjev za unčo zlata, kar je pomenilo 40% devalvacijo vrednosti ameriškega dolarja, saj je bila dotedanja cena zlata na ravni 20,67 dolarjev za unčo zlata. V ZDA se je uveljavil sistem omejene zlate valute, v katerem so banke ne le kupovale zlato po ceni 35 dolarjev za unčo, temveč po tej ceni tudi prodajale zlato centralnim bankam držav, kot so Francija, Nizozemska, Belgija in Italija, ki so se v tistem času še oprijemale zlate valute. Takšen sistem zamenjave zlata za dolarje je trajal vse do leta 1971.

Devalvacija ameriške valute je prispevala k novemu valu kompetitivnih devalvacij, ki so se začele neposredno po propadu sistema zlate valute. Poleg tega pa je devalvacija USD povzročila velik priliv zlata v državo. Visoka cena zlata je namreč stimulirala tako povečanje proizvodnje zlata v svetu kakor tudi odprodajo zlata, ki so ga ekonomski subjekti do tedaj držali v obliki zaklada. Priliv zlata v ZDA se je nadaljeval skozi vsa trideseta leta, tako da je ob izbruhu 2. svetovne vojne država razpolagala z veliko večino zlatih rezerv na svetu (Mrak, 2002, str. 337).

Kljub temu da naj bi bil tovrsten denarni sistem dvosmeren, se je v praksi izkazal za enosmernega, saj je zlato potovalo le v smeri proti New Yorku. V prvem mesecu delovanja tega sistema je samo francoska centralna banka izgubila 200 ton zlata, ko so devizni trgovci odkupovali zlato v zameno za francoske franke, ter ga prodajali v New York. Francoski frank ni več zmožal držati stare cene za zlato, zato je njegova vrednost devalvirala, Francija pa je kmalu zatem (leta 1936) ukinila sistem zlate valute. Nizozemska in Švica sta zlato valuto opustili kmalu zatem, le Belgija je uspela zdržati v tem sistemu do izbruha druge svetovne vojne. V ZDA pa so se kopičile zaloge zlata. Preden je bila cena za unčo zlata postavljena na 35 dolarjev, je bilo v ZDA okoli 6.070 ton zlata, do leta 1938 se je nakopičilo 11.340 ton, do leta 1950 pa nekaj čez 20.000 ton zlata, kar je bilo okoli 70% vsega monetarnega zlata oziroma polovica vsega do tedaj izkopanega zlata (Green, 1999, str. 13).

## 2.4. Obdobje po 2. svetovni vojni (obdobje od 1944 do 1971)

Kmalu po izbruhu 2. svetovne vojne, ki je še dodatno zaostila že tako hladne politične in ekonomske odnose v svetu, se je med zavezniki začel proces zasnove povojne mednarodne monetarne ureditve. ZDA so bile ob koncu 2. svetovne vojne edina gospodarska velesila sveta. Njene gospodarske kapacitete so v času vojne ostale popolnoma neprizadete, država pa je razpolagala tudi s približno 70% svetovnih zalog monetarnega zlata. V nasprotju s tem pa sta bili gospodarstvi Evrope in Japonske med vojno tako rekoč uničeni in močno potrebni pomoči od zunaj (Mrak, 2002, str. 342).

O vračanju na sistem zlate valute v času po 2. svetovni vojni ni bilo realno razmišljati, saj so bile razpoložljive količine monetarnega zlata premajhne, da bi lahko zadovoljile potrebe svetovnega gospodarstva po likvidnih sredstvih, poleg tega pa so bile obstoječe količine monetarnega zlata v svetu zelo neenakomerno porazdeljene med države. Eden od ciljev novega mednarodnega denarnega sistema je bil zato »učinkovito gospodariti« z razpoložljivim zlatom.

Vrhunec naporov za oblikovanje povojne mednarodne denarne ureditve je bila konferenca v Bretton Woodsu julija leta 1944, katere se je udeležilo 44 držav (predvsem današnje industrijsko razvite države in nekatere današnje države v razvoju iz Latinske Amerike). Na konferenci, katere osnovni cilj je bil postaviti temelje nove mednarodne denarne ureditve, je bil dosežen dogovor o tem, da bodo ZDA vzdrževale menjavo dolarjev za zlato po ceni 35 dolarjev za unčo. Vse ostale države so fiksirale tečaj svojih valut do USD in posredno prek njega zagotavljale njihovo zamenljivost za zlato. Svetovno gospodarstvo je torej začelo delovati po načelu sistema zlatih dolarjev (*dollar-gold exchange standard*).

Vsaka od držav, ki se je vključila v sistem, je tako določila paritetno vrednost svoje nacionalne valute, izraženo z zlatom in posledično tudi z USD. Ker so bile vse paritetne vrednosti vseh valut opredeljene na enak način, je razumljivo, da so bile prek medsebojnih povezav v obliki navzkrižnih tečajev konsistenten sistem fiksnih paritetnih tečajev (Mrak, 2002, str. 345). Dolar je torej začel igrati podobno vlogo kot zlato v sistemu zlate valute. Vse valute so bile vezane na USD, ta pa je bil edini neposredno zamenljiv za zlato.

Da bi lahko vzdrževale devizni tečaj svoje valute v dovoljenih mejah odstopanja od paritetne vrednosti, so države članice Mednarodnega denarnega sklada oziroma države, ki so sodelovale v brettonwoodskem sistemu, morale razpolagati z dovolj velikim obsegom mednarodnih denarnih rezerv. Razmere glede razpoložljivega obsega teh rezerv pa so bile konec 2. svetovne vojne za večino držav zelo



neugodne. Zaradi financiranja izdatkov, povezanih z vojno, se je obseg njihovih mednarodnih denarnih rezerv močno zmanjšal. Glede na takšne razmere je razumljivo, da je bil problem pomanjkanja mednarodne likvidnosti eden od osrednjih problemov celotnega sklopa pogajanj v Bretton Woodsu (Mrak, 2002, str. 347).

Zaradi specifične vloge, ki so jo imele ZDA v brettonwoodskem sistemu (USD je bil standard, na katerega so bile vezane vse druge valute), devalvacija dolarja tako rekoč ni bila mogoča. Devalvacija bi namreč pomenila spremembo vrednosti dolarja v odnosu do zlata, to pa bi postavilo pod vprašaj obstoj celotnega brettonwoodskega sistema.

Tabela 2: Pokritost dolarskih terjatev z zlatom v posesti ZDA

<b>Leto</b>	<b>Stopnja pokritosti*</b>	<b>Leto</b>	<b>Stopnja pokritosti*</b>
1950	2,73	1964	0,58
1952	2,38	1966	0,50
1954	1,84	1968	0,41
1956	1,59	1970	0,31
1958	1,34	1972	0,16
1960	0,92	1974	0,14
1962	0,71	1976	0,22

\*Stopnja pokritosti je razmerje med zlatimi rezervami ZDA in dolarskimi terjatvami centralnih bank vseh drugih držav.

Vir: Pilbeam, 1998, str. 286.

Medtem ko je v petdesetih letih sistem dobro deloval, saj so zlate rezerve še vedno presegale dolarske terjatve (glej tabelo 2), je povečevanje plačilno-bilančnega primanjkljaja ZDA v šestdesetih letih povečalo količino dolarjev v posesti tujih centralnih bank. Dolarske terjatve tujih centralnih bank so leta 1970 že za več kot dvakrat presegale zlate rezerve ZDA, upoštevajoč terjatve drugih ekonomskih subjektov pa je bilo to razmerje še znatno višje (Mrak, 2002, str. 359).

Kot kaže tabela 2, je okrog leta 1960 obseg dolarskih terjatev presegel količino monetarnega zlata v posesti ZDA. Zaupanje v dolar je tako prvič začelo slabeti in posledica je bila porast cene zlata na prostem trgu na raven prek 35 dolarjev za unčo. Kot odgovor na to so ZDA in centralne banke sedmih drugih razvitih držav<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Med temi so bile Belgija, Francija, Nemčija, Italija, Nizozemska, Velika Britanija in Švica.

leta 1962 ustanovile t.i. *gold pool*, katerega cilj je bil stabilizirati ceno zlata oziroma intervenirati na trgu zlata z dodatno ponudbo, ko se bo na njem pojavil pritisk glede povišanja cene. Ker pa se je zaradi povečevanja ameriškega primanjkljaja v plačilni bilanci pritisk na zlato stopnjeval, so države podpisnice sporazuma začele izgubljati znatne količine svojih zlatih rezerv. Pritisk se je še stopnjeval po odstopu Francije od sporazuma junija 1967 in njenih nakupih zlata ter še zlasti po devalvaciji funta konec istega leta.

Nevzdržnost sporazuma je bila dokončno priznana spomladi leta 1968, ko je bil uveden tako imenovani paralelni trg (*two-tier market*) za zlato. Z njim so se ZDA obvezale, da bodo kupovale oziroma prodajale zlato samo v transakcijah s centralnimi bankami drugih držav, centralne banke drugih držav pa so se po drugi strani obvezale, da bodo z zlatom trgovale izključno med seboj. S tem, ko so se centralne banke odpovedale kupovanju oziroma prodajanju zlata nemonetarnim subjektom, je bila dejansko odpravljena zamenljivost dolarja za zlato. Vzpostavljen je bil torej paralelni trg zlata, pri čemer je cena na uradnem trgu ostala nespremenjena (35 USD = 1 unča zlata), cena zlata na prostem trgu pa se je začela prosto oblikovati (Ware, 2001, str. 14; Mrak, 2002, str. 361).

Centralnobančne zlate rezerve po vzpostavitvi t.i. paralelnega trga za zlato niso bile več tako mobilne kot dotlej. Zaradi »nemobilnosti« zlata, ki je nastopila v poznih šestdesetih letih je današnja porazdelitev zlata med državami skoraj povsem enaka tisti izpred 40 let. Posledično imajo nekatere evropske centralne banke še danes precejšnjo zalogo monetarnega zlata, medtem ko druge, med njimi na primer Japonska, le-teh nimajo skoraj nič (Gulley, 1996, str. 11). Če bi bila mobilnost zlata v zadnjih štiridesetih letih med državami takšna, kot je bila mobilnost valut, bi bilo stanje današnjih zlatih rezerv držav najverjetneje odraz razvitosti držav.

Ena od ključnih slabosti brettonwoodskega denarnega sistema je bil torej nezadosten obseg mednarodne likvidnosti glede na obseg mednarodne menjave. Sistem, oblikovan leta 1944, je predvidel samo dve obliki mednarodne likvidnosti (zlato in dolar), kar pa je v pogojih, ko se svetovni obseg monetarnega zlata ni povečeval, dejansko pomenilo, da se je mednarodna likvidnost lahko povečevala samo v dolarski obliki. V šestdesetih letih je tako postalo oblikovanje nove oblike mednarodne likvidnosti ključni element celotne reforme mednarodnega denarnega sistema. Le-ta naj bi dopolnila obstoječo mednarodno likvidnost, sestavljeno iz

zlata in dolarjev<sup>7</sup>, po nekaterih predlogih pa naj bi ta nova oblika mednarodne likvidnosti v prihodnje postala celo edina in naj bi v celoti nadomestila tako dolarje kot tudi zlato.

Oblikovanje posebnih pravic črpanja (*SDR - Special Drawing Rights*) je brez dvoma najbolj pomembna reforma brettonwoodskega monetarnega sistema v celotnem obdobju od 1944 do 1971. Po večletnih pogajanjih je bil leta 1968 končno sprejet prvi amandma k statutu Mednarodnega denarnega sklada, ki je to mednarodno institucijo pooblastil za izdajo SDR, za katere je bilo predvideno, da naj bi bile »tako dobre kot zlato«. V nasprotju s kvotami držav v Mednarodnem denarnem skladu, ki so podprte z zlatom oziroma deviznimi depoziti samih držav članic, so bile SDR formirane izključno na osnovi zaupanja držav članic Mednarodnega denarnega sklada v sklenjen dogovor oziroma na pripravljenosti držav članic, da novo obliko mednarodne likvidnosti uporabijo kot rezervno valuto in jo sprejmejo za sprejemljivo obliko plačevanja med centralnimi bankami ter Mednarodnim denarnim skladom.

SDR so bile ob formiranju opredeljene v zlatu, pri čemer je bila 1 enota SDR enaka 1/35 unče zlata oziroma 1 dolarju. V skladu s shemo, dogovorjeno na letnem zasedanju Mednarodnega denarnega sklada v Riu de Janeiru leta 1967, naj bi bile alokacije SDR razdeljene med države članice proporcionalno njihovem deležu v vsoti kvot vseh članic Mednarodnega denarnega sklada. Država lahko črpa SDR vedno, ko ima plačilnobilančne težave in/ali želi povečati svoje mednarodne denarne rezerve.

## **2.5. Propad brettonwoodskega sistema, Smithsonianski sporazum in drugi amandma statuta Mednarodnega denarnega sklada (obdobje od 1971 do 1978)**

Zaradi velikega in naraščajočega plačilnobilančnega primanjkljaja na eni strani ter zmanjševanja zlatih rezerv na drugi je bilo samo še vprašanje časa, kdaj bodo ZDA kot steber brettonwoodskega denarnega sistema morale priznati, da niso več sposobne zagotavljati zamenljivosti dolarjev za zlato. Aranžmaji v okviru uvedbe paralelnega trga za zlato, sklenjeni leta 1968, so dejansko že pomenili prvi korak na poti k odpravi zamenljivosti dolarja za zlato. S privolitvijo držav, da njihove

---

<sup>7</sup> Rezervna pozicija države v Mednarodnem denarnem skladu je formalno gledano sicer tretja oblika mednarodne likvidnosti države, v vsebinskem smislu pa ne gre za njeno posebno obliko, saj je bila v tistem času sestavljena iz obeh osnovnih oblik mednarodne likvidnosti, to je zlata in/ali USD.

centralne banke ne bodo več trgovale z zlatom z nemonetarnimi subjekti, je dolar, kot že rečeno, dejansko postal nezamenljiv za zlato.

Problemi so se dodatno zaostri v obdobju od 1968 do 1970, ko je ameriški plačilnobilančni primanjkljaj skokovito naraščal, Nemčija in Japonska, ki nista bili pripravljene znatneje revalvirati svojih valut, pa sta beležili naraščanje presežka v svojih plačilnih bilancah. Gibanje v plačilnih bilancah treh ključnih držav sveta je spremljalo zmanjševanje ameriških zlatih rezerv in posledično zmanjšanje pokritosti likvidnih dolarskih obveznosti ZDA z zlatom.

Ko je bila sredi avgusta leta 1971 v britanskem in francoskem tisku objavljena novica, da bosta Velika Britanija in Francija zahtevali zamenjavo svojih dolarskih rezerv v zlato, je kriza dosegla svoj vrhunec. ZDA so 15. avgusta 1971 objavile odločitev, s katero so prekinile svojo obvezo, sprejeto na brettonwoodski konferenci, da bodo kupovale in prodajale dolarje za zlato po fiksni ceni 35 dolarjev za unčo. Ta prekinitev zamenljivosti USD za zlato, sprejeta kot enostranska odločitev ZDA (sprejel jo je ameriški kongres) brez kakršnegakoli posvetovanja z Mednarodnim denarnim skladom, je dejansko pomenila konec brettonwoodskega denarnega sistema.

Po štirih mesecih intenzivnih pogajanj o tem, kaj je v nastali situaciji najbolj smotno storiti, je decembra 1971 v Washingtonu prišlo do sklenitve t.i. Smithsonianskega sporazuma (ime po Smithsonian Institute, kjer je potekala konferenca) med državami »Skupine 10«. Osnovni cilj tega sporazuma je bil vzpostaviti novo množico stabilnih deviznih tečajev, na osnovi katerih bi se ponovno vzpostavilo plačilnobilančno ravnotežje ključnih držav sveta. Smithsonianski sporazum je med drugim obsegal devalvacijo dolarja za 8,5 odstotka, s 35 na 38 dolarjev za unčo zlata (Ware, 2001, str. 18).

Smithsonianski sporazum pa je žal ostal v veljavi le 14 mesecev. Pod vplivom inflacijskih pritiskov, ki so stimulirali uvoz, se je trgovinski primanjkljaj ZDA v letu 1972 močno povečal. To je spodbudilo špekulativne odliva kapitala iz ZDA, zaradi česar sta se v začetku leta 1973 Švica in Japonska odločili, da dopustita prosto gibanje svojih valut v odnosu do dolarja (junija 1972 je ta sporazum opustila že Velika Britanija, ki je bila pod pritiskom plačilnobilančnih težav prisiljena uvesti sistem drsečega deviznega tečaja), medtem ko so nekatere druge države uvedle ostro kontrolo nad pretoki kapitala. Pritisk na dolar se je še stopnjeval in februarja 1973 so bile ZDA prisiljene objaviti novo, 10-odstotno devalvacijo svoje valute. Njena vrednost se je tokrat znižala z 38 na 42 dolarjev za unčo zlata.

Ker tudi s to devalvacijo ZDA niso uspele vrniti zaupanja v dolar, se je val

prekinjanja vezave tečaja valut na dolar v naslednjih tednih nadaljeval. Do marca 1973, ko je bil brettonwoodski denarni sistem dokončno pokopan, je tako večina industrijsko razvitih držav prekinila kakršnokoli uradno povezavo svojih valut z valutami drugih držav in s tem prešla na sistem drsečih deviznih tečajev<sup>8</sup> (Mrak, 2002, str. 367).

Januarja leta 1976 je bil sprejet drugi amandma k statutu Mednarodnega denarnega sklada, ki je dejansko začel veljati aprila 1978, ko ga je sprejela dovolj velika večina držav članic omenjenega sklada. Sprejeto je bilo, da imajo države glede izbire sistema deviznega tečaja proste roke, prepovedana je bila le vezava njihovih valut na zlato. Poleg tega se vrednost posebnih pravic črpanja (SDR) ni smela več določati z zlatom, temveč s košarico določenih valut. Cena zlata se je prosto oblikovala na trgu (Ware, 2001, str. 23). S tem amandmajem je bila tako dokončno odpravljena posebna vloga zlata v mednarodnem denarnem sistemu.

### 3. TRG ZLATA

V magistrskem delu proučujemo trg zlata z vidika finančnega trga, kjer se obravnava zlato kot denar in ne kot surovina. Naslednje podpoglavje je namenjeno opredelitvi osnovnih pojmov pri trgovanju z monetarnim zlatom, ki je potrebno za razumevanje nadaljnje vsebine magistrskega dela.

#### 3.1. Osnovni pojmi pri trgovanju z monetarnim zlatom

**Monetarno zlato** v magistrskem delu pomeni zlato, ki je v rokah centralnih bank in mednarodnih finančnih institucij.

**Osnovna utežna mera** za zlato je ena čista unča zlata (*fine troy<sup>9</sup> ounce*).

**Čistost** (*fineness*) je mera za vsebnost zlata v zlati palici, izražena v enotah do 1.000.

---

<sup>8</sup> To ne pomeni, da so vse države prešle na sistem samostojno drsečih deviznih tečajev. Valute številnih držav so ostale povezane z eno valuto oziroma s košarico mednarodno pomembnejših valut, kar dejansko pomeni, da so te države povezale drsenje svojih valut z drsenjem valut, na katere so se navezale (Mrak, 2002, str. 368).

<sup>9</sup> Slednje izvira iz imena francoskega mesta Troyes, kjer se je takšna mera za zlato začela uporabljati že v srednjem veku. V tem merskem sistemu je 1 funt vreden 12 unč (Baker, 2001, str. 6).

**Zlata palica** (*bullion*)<sup>10</sup> je osnovna trgovalna enota, s katero se trguje na trgu zlata. Standardna teža zlate palice se giblje med 350 in 430 unčami (ponavadi blizu 400 unč oz. 12,5 kg), njena minimalna čistost pa znaša 995,0 oz. 99,5% (Baker, 2001, str. 6). Tako definirana zlata palica je standardna trgovalna oblika zlata na londonskem trgu zlata (*Standard Bar London Good Delivery*). Teža zlate palice je izražena z mnogokratnikom 0,025 unče zlata, ki je najmanjša enota v unčah zlata, ki se uporablja na trgu. Vsaka posamezna zlata palica, s katero se lahko trguje na trgu zlata, mora imeti serijsko številko, letnico izdelave, žig priznanega predelovalnega podjetja, označeno čistost, pri čemer morajo biti vse te oznake na tisti strani zlate palice, ki je največja.

**Konverzijska razmerja:** 1 kg = 32,1507465 unče zlata  
1 unča zlata = 31,1034768 g  
1 tona = 32.150,7465 unč zlata  
1 zlata palica ≈ 400 unč zlata

**Vrednost oziroma cena zlata** je največkrat izražena v ameriških dolarjih za unčo zlata, če pa je potrebno, pa tudi v drugih valutah.

**Standardna trgovalna količina** zlata na spot trgu, kjer se posli poravnajo čez dva dni po sklenitvi, je od 5.000 do 10.000 unč zlata. Za standardno trgovalno količino zlata na terminskem (*forward*) trgu, kjer pride do poravnave poslov čez več kot dva dni po sklenitvi, pa velja, da se npr. kotacije za finančne instrumente zamenjave zlata za USD na londonskem trgu zlata nanašajo na vsaj 32.000 unč zlata.

**Glavni svetovni trgovalni centri** za zlato so London, New York, Zúrich, Tokyo in Sidney. Londonski trg zlata je daleč najbolj likviden od vseh naštetih trgovalnih centrov za zlato. Cena, ki predstavlja osnovo za trgovanje z zlatom, je t.i. *loc London* (lokacija London) cena, to je tista, ki se oblikuje na londonskem trgu zlata. Cene poslov v zlatu, ki so sklenjeni na vseh ostalih lokacijah (trgih), so s premijo ali z diskontom prilagojene londonski trgovalni ceni zlata.

V Londonu se vsak delovni dan dvakrat določa cena zlata (**London Gold Fixing**) v dolarjih za unčo zlata, in sicer ob pol enajstih dopoldan in ob treh popoldan po londonskem času (McCaffrey, 1999, str. 4). Pri določanju te cene sodeluje pet

---

<sup>10</sup> Izraz »bullion« se nanaša na zlato in srebro v palicah. »Bullion Market« torej pomeni trg zlata in srebra. Ker se magistrsko delo osredotoča na zlato, se bo nadaljnja uporaba tega izraza nanašala izključno na zlato palico (*bullion*) oziroma na trg zlata (*bullion market*).

bank članic t.i. komisije za določanje cene zlata (Fixing Committee<sup>11</sup>), ki jo imenuje London Bullion Market Association (v nadaljevanju LBMA – več o tem v pod poglavju 3.6.), katerega člani so poslovne banke, centralne banke, proizvajalci zlata, predelovalci zlata, podjetja, zadolžena za transport zlata ter brokerji, ki opravljajo svoje aktivnosti na londonskem trgu zlata. Cena zlata sicer prosto niha, zato tako določena cena zlata v Londonu služi predvsem za primerjavo (*benchmark*).

**GOFO obrestna mera** (*Gold Forward Offered Rate*) je obrestna mera, po kateri si banke med seboj posojajo zlato (Spall, 2002, str. 51). To je t.i. zlati ekvivalent za LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), ki je medbančna obrestna mera za posojanje denarja na londonskem trgu. GOFO obrestna mera se izračunava vsak delovni dan za zapadlosti 1, 2, 3, 6 in 12 mesecev in je objavljena na Reutersovi strani GOFO. Depozitna obrestna mera za zlato je ponavadi nižja od referenčne GOFO obrestne mere za okoli 10 do 20 bazičnih točk<sup>12</sup>, tako kot so tudi depozitne obrestne mere za različne valute nižje od LIBOR obrestne mere.

Obrestna mera LIBOR, zmanjšana za GOFO obrestno mero, je osnova (*depot or lease rate*) za posojila, zamenjave ter terminske pogodbe v zlato. LIBOR pomeni obrestno mero, po kateri se posodi določena valuta (npr. dolar), GOFO pa ceno, po kateri banka proda oziroma kupi zlato na osnovi zamenjave.

Primer: LIBOR za USD = 5,50% / 5,625% (bid/ask kotacija)  
GOFO = 3,90% / 4,10% (bid/ask kotacija)  
↓  
Depot-Lease = 5,50% - 4,10% = 1,40% (bid)  
5,625% - 3,90% = 1,725% (ask)

Razmik med bid in ask kotacijo (nakupno in prodajno kotacijo) znaša pri tej obrestni meri ponavadi od 25 do 35 bazičnih točk.

**Alociran račun za zlato** (*allocated account*) pomeni, da imetnik takega računa poseduje točno določene zlate palice, se pravi, da ima terjatev do specifičnih zlatih palic (Baker, 2001, str. 8). Takšen račun je primerljiv s sefom. Institucija (banka), pri kateri je odprt alociran račun za zlato, izda imetniku poseben seznam (*weight list*), na katerem so popisane vse zlate palice, ki jih poseduje, in sicer so označene

---

<sup>11</sup> Trenutni člani te komisije so naslednje finančne institucije: NM Rothschild, ScotiaMocatta, HSBC, Deutsche Bank, CSFB (Cross, 2000, str. 85).

<sup>12</sup> Bazična točka je 1/100 odstotne točke.

s posebno identifikacijsko številko, pripadajočo teži in čistostjo. Zlate palice na tem računu ne sodijo k imetju (sredstvom) institucije, pri kateri je odprt alociran račun, zato je imetje na alociranem računu popolnoma zavarovano (npr. v primeru bankrota skrbniške banke). Če banka zlato, ki je na takšnem računu, posodi drugi banki (oziroma naloži v depozit pri tej banki), ki ima prav tako alociran račun, bo banka ob zapadlosti dobila nazaj originalne zlate palice, torej tiste, ki jih je posodila. Transakcije med alociranimi računi (kredit, debet računa) se izvršijo s fizičnim prenosom zlatih palic.

**Nealociran račun za zlato** (*unallocated account*) ima pravzaprav značilnosti tekočega računa. Imetnik takega računa ne poseduje točno določenih zlatih palic. Imetnik nealociranega računa ima terjatev do določene količine zlata in ne do specifičnih zlatih palic (Spall, 2003, str. 73). Zlato, ki je na takšnem računu, je možno tudi posojati na trgu, vendar posojilodajalec ob zapadlosti posojila ponavadi ne dobi vrnjenih originalnih zlatih palic (tistih, ki jih je posodil), temveč druge, katerih teža približno ustreza teži zlatih palic, ki jih je posodil (razlike se poravnajo v dogovorjeni valuti).

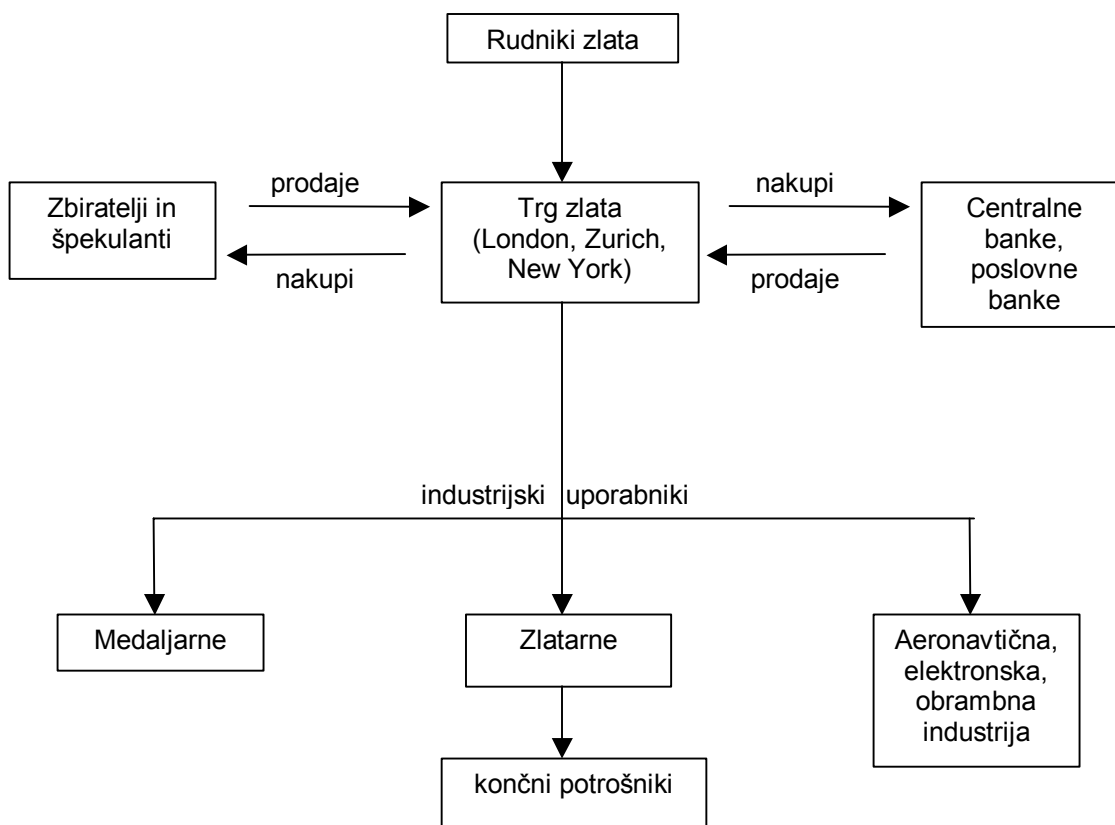
### **3.2. Udeleženci globalnega trga zlata ter ponudba in povpraševanje na tem trgu**

Čeprav se magistrsko delo osredotoča na zlato t.i. uradnega sektorja oziroma tisto zlato, ki je v rokah držav oziroma njihovih centralnih bank, bomo v tem poglavju pogledali, kdo so udeleženci globalnega trga zlata ter kaj se pojmuje pod ponudbo in povpraševanjem na trgu zlata.

Slika 2 prikazuje vključenost glavnih udeležencev v globalen trg zlata. Med glavne udeležence globalnega trga zlata sodijo rudniki zlata, centralne in poslovne banke, zbiratelji in špekulanti ter industrijski uporabniki zlata (posredno tudi končni potrošniki, ki so lahko fizične osebe).



Slika 2: Udeleženci svetovnega trga zlata



Vir: Woelfel, 1994, str. 526.

Trg zlata lahko razdelimo tudi drugače, na finančni trg zlata, ki ga sestavljajo centralne banke in poslovne banke, ter na fizični trg zlata, ki ga sestavljajo podjetja – zlatokopi, predelovalna podjetja in proizvajalci nakita. Nekatere poslovne banke povezujejo ta dva trga s tem, ko ponujajo različne finančne storitve, ki se nanašajo na zlato, vsem omenjenim udeležencem. To so t.i. »zlate banke«<sup>13</sup> (*bullion banks*). Te banke nudijo različne finančne storitve, kot so posojila, naložbe v zlato, termenske pogodbe in opcije na zlato, finančne projekte za podjetja – zlatokope, ter finančne storitve, ki se nanašajo na zlato, za male potrošnike. Magistrsko delo se osredotoča finančni trg zlata, na katerem sodelujejo centralne banke, pa vendar si za začetek pogledimo, kako je s ponudbo in povpraševanjem na globalnem trgu zlata.

<sup>13</sup> Med temi bankami so npr.: ABN Amro, AIG International, Barclays Bank, Citibank, Commerzbank, Credit Suisse First Boston, Deutsche bank, Dresdner Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, NM Rothschild, Rabobank, ScotiaMocatta, Societe Generale, UBS, Westdeutsche Landesbank (Cross, 2000, str. 150).

Največji del **ponudbe** predstavlja sama proizvodnja zlata (zlatokop). Količina proizvodnje zlata je začela skokovito naraščati od sredine 19. stoletja dalje. Na začetku 20. stoletja je znašala približno 450 ton na leto, medtem ko je konec 20. stoletja preseгла 2.500 ton na leto. Celotna proizvodnja zlata na trgu znaša danes po ocenah strokovnjakov okoli 140.000 ton zlata. Tehnološke inovacije in izboljšane delovne razmere v mnogih državah so pripomogle k temu, da se je v zadnjih desetletjih močno povečalo število držav, ki se ukvarjajo z zlatokopom. V letu 1970 je, na primer, proizvodnja zlata Južne Afrike (1.000 ton letno) predstavljala okoli 79% celotne svetovne proizvodnje, v letu 1980 pa je s 675 tonami zlata na leto zavzemala le še malo več kot 50% globalne proizvodnje (Neuberger, 2001, str. 17-18). V letu 2001 je bila Južna Afrika sicer še vedno največji proizvajalec zlata na svetu, vendar so relativno visoki stroški in odkritje novih nahajališč zlata v drugih državah znižali njeno letno proizvodnjo na okoli 394 ton zlata, kar predstavlja okoli 15% letne globalne proizvodnje zlata. V nasprotju z Južno Afriko pa so nekatere druge države v letih od 1981 do 2001 beležile močan porast proizvodnje zlata, kar lahko vidimo v tabeli 3. Med temi državami so bile predvsem ZDA, Avstralija, Indonezija, Kitajska, Kanada in Peru (Global Commodities Outlook, 2002, str. 38).

Tabela 3: 10 držav z največjo letno proizvodnjo zlata (v tonah) v letih 1980 in 2001

Država	Letna proizvodnja zlata (za leto 1980, v tonah)	Letna proizvodnja zlata (za leto 2001, v tonah)	Delež proizvodnje zlata države v svetovni proizvodnji (za leto 2001)
Južna Afrika	675	394	15,2%
ZDA	30	335	12,9%
Avstralija	17	285	11,0%
Indonezija	2	183	7,0%
Kitajska	80 (ocena)	173	6,7%
Rusija	300 (ocena)	165	6,4%
Kanada	51	157	6,0%
Peru	5	134	5,2%
Uzbekistan	ni podatka	84	3,2%
Gana	11	72	2,8%
<b>Skupaj 10 držav</b>	<b>1.171</b>	<b>1.982</b>	
<b>Svetovna proizvodnja zlata</b>	<b>1.300</b>	<b>2.600</b>	

Vir: Spall, 2003, str. 63; Global Commodities Outlook, 2002, str. 38; Plowden et al., 2001, str. 12, 30.

Celotna ponudba zlata pa seveda ne zajema samo proizvodnje zlata, ki sicer predstavlja njen največji delež (okoli 70%), temveč tudi neto prodajo zlata na trgu

ter ponudbo t.i. ostankov zlata (*scrap*). V tabeli 4 so prikazani posamezni deli celotne ponudbe zlata v letu 2001.

Tabela 4: Letna ponudba zlata na svetovnem trgu v letu 2001

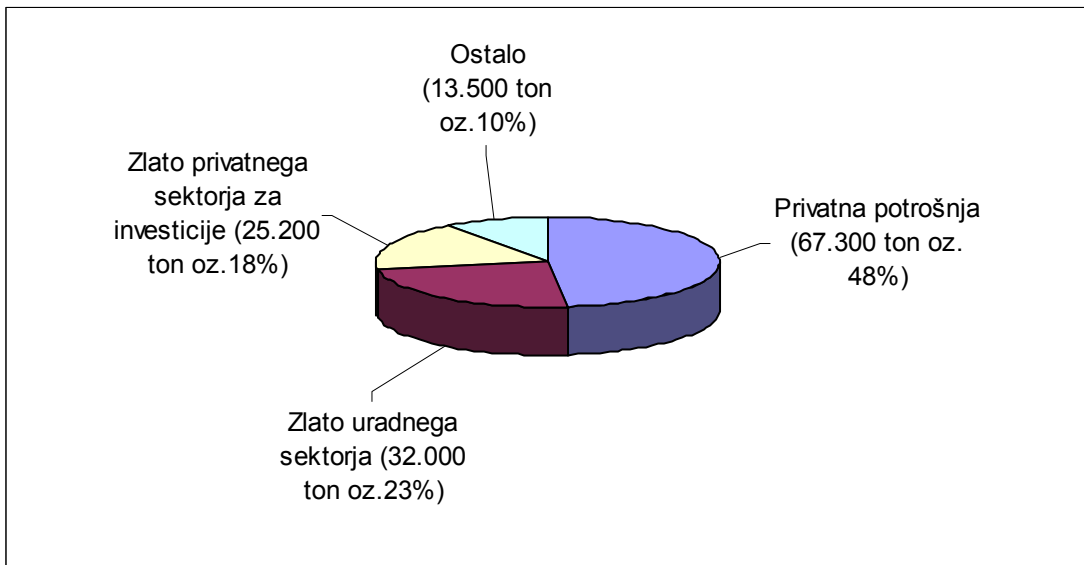
Vrsta ponudbe zlata	Količina ponudbe zlata v tonah (2001)
Proizvodnja zlata	2.600
Uradne neto prodaje zlata	535
Ostanki ( <i>scrap</i> )	680
<b>Skupaj</b>	<b>3.815</b>

Vir: Global Commodities Outlook, 2002, str. 38.

**Povpraševanje** po zlatu lahko razdelimo na potrošnja in investicijsko povpraševanje, pri čemer se razlika med tema dvema vrstama nanaša na obliko zlata. Zlate palice in zlati kovanci spadajo k investicijskemu povpraševanju, medtem ko vse ostalo zlato sodi k potrošnji. S potrošnjo zlata razumemo predvsem uporabo zlata v dekorativni, stomatološki in elektronski industriji. Investicijsko povpraševanje, se pravi imetja zlata v obliki zlatih palic in zlatnikov, pa lahko razdelimo na imetja privatnega sektorja ter imetja uradnega (državnega) sektorja (Neuberger, 2001, str. 21-22). Privatni sektor ima ta imetja predvsem kot premoženje (npr. v Aziji in na Bližnjem Vzhodu) in ne za dekorativne namene. K imetju uradnega sektorja pa sodi zlato, ki ga imajo centralne banke in mednarodne finančne institucije, o čemer teče beseda v 4. poglavju. Ker so podatki o tem, kakšna je potrošnja privatnega sektorja posameznih držav, precej neenotni glede tega, kaj zajemajo, bomo v tem delu omenili le to, da je največje povpraševanje privatnega sektorja po zlatu prisotno v Indiji (ocena: 547 ton v letu 2002), drugi največji potrošnik v okviru privatnega sektorja so ZDA (ocena 409 ton v letu 2002), na tretjem mestu pa je Evropska Unija (ocena: 355 ton v letu 2002). Ocena celotnega povpraševanja v letu 2002 je 3.900 ton zlata (približno enak podatek je tudi za leto 2001) (Gold Supply & Demand Balance, 2003, str. 5).

Prav tako se ocenjuje, da v okviru celotne svetovne proizvodnje zlata (podatki veljajo za konec leta 2002), ki znaša okoli 140.000 ton zlata, zavzemajo največji delež imetja zlata v okviru privatne potrošnje (67.300 ton zlata), drugo mesto zasedajo imetja zlata v rokah uradnega sektorja (okoli 32.000 ton zlata), na tretjem mestu pa so imetja zlata v rokah privatnega sektorja za investicijske namene (25.200 ton zlata), kar prikazuje slika 3 (Gold Supply & Demand Balance, 2003, str. 4).

Slika 3: Porazdelitev celotne doseganje proizvodnje zlata (140.000 ton) v različne namene (konec leta 2002)



Vir: Gold Supply & Demand Balance, 2003, str. 4.

Zanimivo je, da povpraševanje posameznih držav po zlatu pravzaprav ni odvisno od njihovih ekonomskih značilnosti, kot na primer od njihove razvitosti in posledično njihovega dohodka, niti ne od tega, ali je država močna na področju proizvodnje zlata, niti morebiti od gospodarske lege države. Povpraševanje po zlatu je močno odvisno od zgodovinskih, kulturnih in religioznih značilnosti posameznih držav. Za primer si pogledajmo dve državi, Indijo in ZDA. Prva je praktično brez svojih nahajališč zlata, medtem ko so ZDA druga največja proizvajalka zlata na svetu. Po drugi strani pa je Indija največja povpraševalka po zlatu na svetu, kljub temu da se dohodek na prebivalca v Indiji nikakor ne more primerjati s tistim v ZDA (Junz, 1996, str. 2). Razlogi za močno povpraševanje Indije po zlatu, kot že rečeno, izvirajo predvsem iz njenih kulturnih in religioznih značilnosti.

Magistrsko delo se v nadaljevanju osredotoča na zlato uradnega sektorja, torej na približno 32.000 ton zlata, ki ga imajo centralne banke in mednarodne finančne institucije.

### 3.3. Finančni instrumenti na trgu zlata

Na trgu zlata obstajajo različni finančni instrumenti, ki imetnikom zlata prinašajo donos. Aktivnost centralnih bank na področju upravljanja z zlatom kot delom mednarodnih denarnih rezerv je različna. Presenetljivo je, da so nekatere centralne banke gospodarsko najrazvitejših držav neaktivne v smislu dnevnega

upravljanja z zlatom, čeprav imajo med svojimi mednarodnimi denarnimi rezervami ogromne deleže zlata. Mednje sodi, na primer, centralna banka ZDA (Central Banking in the 1990s – Asset Management and the Role of Gold, 1995, str. 23). Vendar pa je čedalje več centralnih bank, ki želijo z zlatom, tako kot z deviznimi rezervami, tudi zaslužiti, zato se udeležujejo trga zlata (predvsem v Londonu) in v ta namen uporabljajo finančne instrumente, ki so jim na razpolago.

Centralne banke že vrsto let uporabljajo finančna instrumenta, kot sta depozit v zlatu in zamenjava zlata za dolarje (swap). Ocenjuje se, da je v depozitih pri poslovnih bankah vezanega približno 4.750 ton zlata (The Euro, the Dollar and Gold, 2001, str. 72). Najbolj aktivne centralne banke na področju upravljanja z zlatom so tiste v zahodni Evropi.

Zlato, s katerim se lahko trguje na londonskem trgu v finančnih instrumentih, ki so predstavljeni v nadaljevanju, mora biti v standardni trgovalni obliki zlatih palic, ki je predpisana za londonski trg zlata. V nadaljevanju so predstavljeni glavni finančni instrumenti, ki jih uporabljajo centralne banke pri svojem sodelovanju na trgu zlata z namenom aktivnega upravljanja z zlatom in s tem doseganja donosa na zlato. Poleg naštetih obstaja še vrsta drugih bolj kompleksnih - izvedenih finančnih instrumentov na zlato, ki pa jih uporabljajo le redke centralne banke. Videli bomo, da so finančni instrumenti, s katerimi lahko pridobivamo donos na zlato, zelo podobni tistim, s katerimi lahko pridobivamo donos na različne valute.

### 3.3.1. Depozit v zlatu

Eden najpogostejših finančnih instrumentov, s katerim centralne banke upravljajo svoje rezerve v zlatu, je depozit v zlatu (*gold deposit*). Ta ima enake lastnosti kot depozit v katerikoli valuti, s to razliko, da se glavnica vplača v zlatu, obresti, ki jih investitor prejme, pa se izplačajo v zlatu ali v določeni valuti (največkrat v dolarjih), kar se določi ob sklenitvi posla (depozita). V primeru depozita v zlatu je investitor oziroma tisti, ki naloži zlato v depozit, izpostavljen kreditnemu tveganju institucije, pri kateri je depozit naložen. Obresti za depozit v zlatu se izračunavajo na osnovi štetja dni »actual/360«<sup>14</sup> ali pa »actual /365«, v primeru, da gre za obresti, izplačljive v GBP ali JPY.

---

<sup>14</sup> Način štetja dni za izračunavanje obresti »act/360« pomeni, da vzamemo dejansko število dni natečenih obresti in ga delimo s številom dni v letu oziroma letno osnovo, ki je v tem primeru 360. Enak način štetja dni velja za depozite v vseh pomembnejših valutah, razen za depozite v GBP in JPY, kjer se uporablja način štetja dni »act/365«.

Primer naložbe depozita v zlatu:

Centralna banka naloži z valuto spot (dva delovna dneva po sklenitvi depozita) 20.000 unč zlata za 6 mesecev oziroma 183 dni. Šestmesečna depozitna obrestna mera za zlato znaša 0,50%, dogovorjena osnovna cena za zlato (*basis price*), na podlagi katere se izračunajo obresti depozita v dolarjih, je 300 dolarjev za unčo zlata. Ponavadi se za referenčno ceno vzame na londonskem trgu določeno ceno zlata (*London Gold Fixing*), in sicer prvo naslednjo po sklenitvi posla. Se pravi, če se depozit sklene ob 10. uri po londonskem trgovalnem času, se za referenčno ceno zlata za izračun dolarskih obresti vzame cena, ki se določi istega dne ob pol enajstih na londonskem trgu (*London AM Gold Fixing*). Ob zapadlosti depozita dobi centralna banka vrnjeno glavnico v zlatu, obresti na depozit pa se (po dogovoru) lahko izplačajo v zlatu ali pa v izbrani valuti, ki je največkrat dolar. Obresti, ki se izplačajo v dolarjih, se izračunajo na naslednji način:

$$\begin{aligned} \text{obresti} &= \text{količina zlata (unče)} \times \text{depozitna obrestna mera (\%)} \times \text{osnovna cena zlata} \\ &\quad (\text{USD/unčo}) \times \text{act}/360 \\ &= 20.000 \text{ unč} \times 0,50\% \times 300 \text{ USD/unčo} \times 183/360 \\ &= 15.250 \text{ USD} \end{aligned}$$

Obresti iz zgoraj opisanega depozita v zlatu se izplačajo ob zapadlosti depozita in znašajo 15.250 dolarjev.

Pri depozitu v zlatu obstaja še ena posebnost, na katero je potrebno opozoriti, nanaša pa se na to, na kakšnem računu je zlato, ki ga je investitor naložil v depozit. Če gre za alociran račun (*allocated gold account*), kjer investitor naloži točno določene zlate palice v depozit pri instituciji, ki ima prav tako alociran račun, potem bo ob zapadlosti depozita dobil točno te zlate palice tudi nazaj (glavnica depozita bo enaka). V primeru nealociranega računa (*unallocated gold account*) pa investitor ob zapadlosti depozita ne dobi vrnjenih prvotnih zlatih palic, temveč druge, ki pa imajo podobno skupno težo, kot so jo imele palice, ki jih je naložil v depozit. Odstopanja v teži vrnjenega zlata glede na prvotno naloženo količino zlata v depozit se poravnajo v dogovorjeni valuti (ponavadi v dolarjih). Investitor mora dva delovna dneva pred zapadlostjo depozita institucijo, pri kateri ima depozit, obvestiti, ali že imeti vrnjeno večjo (*over-delivery*) ali manjšo količino (*under-delivery*) zlata glede na prvotno investirano količino (razlika ponavadi ni večja od 200 unč zlata, kar je približno pol zlate palice). Če se odloči za večjo količino zlata, kot jo je prvotno imel, bo moral to razliko poravnati investitor, če pa želi manjšo količino zlata od prvotne, pa mu razliko v dogovorjeni valuti plača institucija, pri kateri je imel depozit.

Primer povračila zaradi t.i. *over-delivery* ali *under-delivery* zlata ob zapadlosti: Investitor je prvotno naložil 20.000 unč zlata, ob zapadlosti pa dobi nazaj 20.100 unč zlata, zato razliko (100 unč zlata) poravna v dolarjih. Za referenčno ceno zlata se vzame v Londonu določena cena zlata dva delovna dneva pred zapadlostjo depozita (npr. 310 dolarjev za unčo zlata). V primeru, da je vrnjena količina manjša od prvotne, pa dobi denarno povračilo od institucije, pri kateri je naložil zlato v depozit.

$$\begin{aligned}\text{Razlika} &= (\text{vrnjeno zlato} - \text{naloženo zlato}) (\text{unče}) \times \text{osnovna cena zlata (USD/unčo)} \\ &= 100 \text{ unč} \times 310 \text{ USD/unčo} \\ &= 31.000 \text{ USD}\end{aligned}$$

Centralne banke se lahko tudi odločijo, da obresti iz depozita dobijo izplačane v zlatu. V tem primeru se obrestna mera razlikuje glede na obrestno mero depozita, pri katerem se obresti izplačajo v dolarjih. Razlika nastane zaradi upoštevanja cene za zlato v dolarjih pri izračunu dolarskih obresti. Izkupiček pa je v obeh primerih enak, kar dokazuje naslednji primer.

Primer:

Centralna banka naloži 100.000 unč zlata v enoletni depozit (365 dni) in želi imeti ob zapadlosti obresti izplačane v zlatu. Enoletna obrestna mera za tovrsten depozit je 1,00%. Obresti, ki jih prejme ob zapadlosti, znašajo 1.013,889 unč zlata (100.000 unč x 1,00% x 365/360).

Če pa se centralna banka že na začetku odloči za izplačilo obresti ob zapadlosti depozita v dolarjih, bo obrestna mera, ki jo dobi za enoletni depozit, drugačna od prejšnje, saj bo odvisna od pričakovane cene za zlato čez eno leto in od trenutne cene za zlato na trgu. Če znaša trenutna cena na trgu za zlato 272 USD/unčo zlata in se pričakuje porast cene v enem letu za 6%, bo cena za zlato čez eno leto enaka 288,32 USD/unčo zlata (272 USD/unčo x 1,06). Obrestna mera za enoletni depozit v zlatu, pri katerem se bodo obresti izplačale v dolarjih bo zato temu primerno višja (za 6%) in bo znašala 1,06%. Obresti, ki jih bo centralna banka prejela, so 292.324,44 dolarjev (100.000 unč x 1,06% x 365/360 x 272 USD/unčo).

Da je izkupiček v obeh primerih enak, lahko pokažemo s tem, da obresti v zlatu iz prvega primera pretvorimo v dolarje po ceni, ki velja na trgu čez eno leto (288,32 USD/unčo zlata). Centralna banka torej proda obresti vzlatu po tej ceni, za kar dobi 292.324,44 dolarjev (1.013,889 unč x 288,32 USD/unčo), kar je enako, kot znašajo dolarske obresti, če se centralna banka odloči za drugo možnost.

### 3.3.2. Valutna zamenjava v zlatu

Kot smo opisali v razdelku 3.3.1., gre pri instrumentu depozita v zlatu najprej za transakcijo glavnice v zlatu od centralne banke k prejemniku depozita (npr. poslovni banki), ob zapadlosti pa se glavnica skupaj z obrestmi vrne centralni banki. Pri instrumentu valutne zamenjave (*gold swap*) pa gre za transakcijo glavnice v zlatu od centralne banke k poslovni banki ter hkratno transakcijo glavnice v dolarjih od poslovne banke k centralni banki. Ob zapadlosti se smer teh dveh transakcij zamenja. Obe glavnici (tista v zlatu in tista v dolarjih) ob zapadlosti prineseta določene obresti. Gre torej za zamenjavo določene količine zlata in določenega zneska v dolarjih po fiksni obrestni meri v točno določenem obdobju.

Centralna banka z valuto spot prodaja (kupi) določeno količino zlata, hkrati pa to zlato terminsko kupi (prodaja). Dejansko gre za sočasno naložbo zlata v depozit, za kar dobi centralna banka določen znesek obresti, ter za prejem posojila v določeni valuti (npr. v dolarjih), za kar mora plačati določen znesek obresti, ali obratno (Central Bank – Gold Reserve Management Instruments, 2001, str. 3). Pri poslu tovrstne zamenjave si torej stranki izmenjata nominalna zneska v zlatu in v dolarjih z valuto spot ter na določen datum v prihodnosti po vnaprej določenih cenah.

Primer valutne zamenjave:

Poslovna banka poda za 6-mesečno (180 dni) valutno zamenjavo v zlatu naslednjo kotacijo 5,55% - 5,85%. To pomeni, da v primeru posoje zlata v valutni zamenjavi (*lend on the swap*), to je prodaje zlata danes in terminskega nakupa zlata, plača obrestno mero 5,5%; v primeru izposoje zlata v valutni zamenjavi (*borrow on the swap*), to je nakupa zlata danes in terminske prodaje zlata, pa zaračuna obrestno mero 5,85%.

Kotacija 5,55% - 5,85% dejansko pomeni neto obrestno mero med dolarskimi obrestnimi merami in obrestnimi merami v zlatu. Če vzamemo 5,85%, to pomeni neto obrestno mero za centralno banko za naslednji transakciji:

- izposojijo dolarjev za 6 mesecev po LIBOR obrestni meri 6,50%
- minus donos, ki ga centralna banka dobi iz posoje zlata za 6 mesecev po obrestni meri 0,65%.

Centralna banka si torej na podlagi te valutne zamenjave v zlatu lahko izposodi dolarje za 6 mesecev po obrestni meri 5,85%.

Centralna banka torej vstopi v takšno zamenjavo in danes na trgu prodaja 100.000 unč zlata poslovni banki po ceni 270 USD/unčo zlata. Centralna in poslovna banka si izmenjata celotni glavnici v zlatu in v dolarjih.



Izkupiček centralne banke od prodaje zlata danes:  
100.000 unč x 270 USD/unčo = 27.000.000,00 USD

Čez 6 mesecev mora centralna banka v okviru te zamenjave zlato odkupiti. Centralna in poslovna banka si tako ponovno izmenjata celotni glavnici v zlatu in v dolarjih. Terminalska cena v tem poslu zamenjave se izračuna takole:

$$\begin{aligned} \text{terminalska cena zlata} &= \text{spot cena} + ((\text{spot cena} \times \text{obrestna mera zamenjave}) \times \\ &\quad \text{actual}/360) \\ &= 270 \text{ USD/unčo} + ((270 \text{ USD/unčo} \times 5,85\%) \times 180/360) \\ &= 277,90 \text{ USD/unčo} \end{aligned}$$

Stroški odkupa zlata za centralno banko čez 6 mesecev znašajo:  
100.000 unč x 277,90 USD/unčo = 27.790.000,00 USD

Smisel valutne zamenjave v zlatu je torej v tem, da si lahko centralna banka na ta način izposodi dolarje ceneje, kot je veljavna obrestna mera za izposojilo na trgu.

### 3.3.3. Posojilo z zastavo zlata

Ekonomsko gledano, gre pri posojilu z zastavo zlata (*gold collateralised loan*) za podobne transakcije v zlatu in dogovorjeni valuti kot pri instrumentu valutne zamenjave v zlatu, le za malce drugačno strukturo. Gre za posojilo, npr. v dolarjih, ki ga da poslovna banka centralni banki, ter za depozit v zlatu, ki ga centralna banka zastavi v zameno pri poslovni banki. Poslovna banka mora za to, ker je dobila v zastavo zlato, centralni banki plačati določene fiksne obresti, centralna banka pa mora poslovni banki plačati obresti (npr. LIBOR) za čas trajanja dolarskega posojila.

Primer dolarskega posojila z zastavo zlata:

Na začetku centralna banka zastavi 100.000 unč zlata poslovni banki za 6 mesecev (180 dni), za kar ji ta plača v dolarjih po trenutni ceni na trgu 270 USD/unčo zlata, kar zneso 27 milijonov dolarjev. Poslovna banka se zaveže, da bo ob zapadlosti posojila plačala fiksno obrestno mero za zastavljeno zlato (1,10%), centralna banka pa LIBOR obrestno mero za prejete dolarje (5%). Ob zapadlosti dobi centralna banka nazaj 100.000 unč zlata in plača poslovni banki 675.000 dolarjev ( $27.000.000,00 \text{ USD} \times 5\% \times 180/360$ ) za prejeto dolarsko posojilo, medtem ko poslovna banka ob zapadlosti prejme 27 milijonov dolarjev ter plača centralni banki 148.500 dolarjev ( $100.000 \text{ unč} \times 270 \text{ USD/unčo} \times 1,10\% \times 180/360$ ) za zastavljeno zlato.

Pri dolarskem posojilu z zastavo zlata gre za izmenjavo glavnice v zlatu in dolarjih na začetku in ob zapadlosti ter za izmenjavo dolarskih obresti ob zapadlosti. Centralna banka z zastavo zlata lahko prejme cenejše dolarsko posojilo.

#### 3.3.4. *Terminski depozit v zlatu*

Terminski depozit v zlatu (*forward-forward gold deposit*) pomeni, da bo začetek posla enkrat v prihodnosti in ne čez dva dni po sklenitvi posla (valuta spot). Centralna banka se odloči za takšen instrument, kadar želi izkoristiti kratkoročna nihanja obrestnih mer. Obrestna mera, ki jo prinaša tak depozit, je odvisna od tega, kdaj v prihodnosti bo začetek posla, ter od oblike krivulje donosnosti. Centralna banka torej danes sklene, da bo pri poslovni banki naložila zlato v obliki depozita čez 3 mesece za obdobje 6 mesecev. Poslovna banka, pri kateri bo naložila zlato, ji bo za ta depozit ponudila obrestno mero na podlagi razlike med obrestno mero, ki jo mora plačati za izposajo zlata od danes do zapadlosti depozita čez devet mesecev (3+6), na primer 1,50%, in obrestno mero, ki jo dobi, če posodi zlato danes za 3 mesece, na primer 1,00%, kar znaša 0,50%.

Centralna banka si na ta način zagotovi, da bo v prihodnosti (čez 3 mesece) dobila točno določeno obrestno mero za 6-mesečni depozit v zlatu, ne glede na to, kakšne bodo v tistem trenutku dejanske obrestne mere na trgu za depozite v zlatu. Če bodo čez 3 mesece obrestne mere za depozite padle, bo imela centralna banka dobiček, saj si je že na začetku »zaklenila« obrestno mero za svoj depozit. Glede transakcij je ta posel podoben navadnemu depozitu, s to razliko, da je pač sklenjen več kot dva dni pred začetkom depozita. V našem primeru bo centralna banka čez 3 mesece naložila pri poslovni banki glavnico v zlatu za 6 mesecev po obrestni meri, ki ji je znana že danes, ob zapadlosti, torej od danes čez 9 mesecev, pa dobi vrnjeno glavnico z obrestmi.

#### 3.3.5. *Dogovor o terminski obrestni meri za zlato*

Gre za podoben instrument kot je terminski depozit, s to razliko, da pri dogovoru o terminski obrestni meri za zlato (*gold forward rate agreement – gold FRA*) ne pride do zamenjave glavnice ob začetku in ob zapadlosti depozita. Med centralno in poslovno banko pride samo do izmenjave neto razlike v denarnih tokovih, ki izhajajo iz razlike med fiksno obrestno mero, določeno ob sklenitvi posla, ter referenčno obrestno mero, ki je dejanska depozitna obrestna mera na trgu na določen dan v prihodnosti za določeno obdobje. Ta referenčna obrestna mera se določi dva delovna dneva pred začetkom depozita in predstavlja razliko med LIBOR obrestno mero za dolar in GOFO obrestno mero za dogovorjeno obdobje.

Glavne prednosti tega instrumenta so naslednje (Central Bank – Gold Reserve Management Instruments, 2001, str. 8):

- zagotavlja zavarovanje pred tveganjem spremembe obrestnih mer v prihodnosti brez potrebe po dejanski naložbi oziroma izposoji zlata,
- izboljšuje donosnost z izkoriščanjem kratkoročnih nihanj obrestnih mer,
- izpostavljenost kreditnemu tveganju je omejena oziroma manjša kot pri terminskem depozitu, saj tu ne gre za izmenjavo glavnice,
- transakcije so izvenbilančne.

Pri tovrstnem instrumentu gre le za poravnavo plačila, ki temelji na razliki med fiksno in referenčno obrestno mero. Poravnava posla se izvrši (v zlatu ali v dolarjih) na dan začetka posla, zato je potrebno znesek za poravnavo diskontirati na sedanjo vrednost, to je vrednost na dan začetka posla. Če gre za poravnavo v dolarjih, se ta vrednost diskontira z LIBOR obrestno mero za dolar za dogovorjeno obdobje, če pa je poravnava v zlatu, pa se ta vrednost diskontira s tržno depozitno obrestno mero za zlato za dogovorjeno obdobje. Kupec tovrstnega instrumenta mora prodajalcu plačati znesek, ki temelji na razliki med fiksno in referenčno obrestno mero, če je fiksna obrestna mera višja od referenčne. Če pa je fiksna obrestna mera nižja od referenčne, potem mora prodajalec tega instrumenta plačati ustrezno razliko kupcu.

Primer dogovora o terminski obrestni meri za zlato:

Centralna banka, ki posoja zlato, sklene prodati instrument *FRA* čez 6 mesecev za 12 mesecev (*Gold FRA 6 months against 12 months*) pri poslovni banki po fiksni obrestni meri 1,75%. To dejansko pomeni, da je datum sklenitve posla danes, začetek posla je čez 6 mesecev (od sklenitve posla), zapadlost posla pa čez 12 mesecev (od sklenitve posla). Dva delovna dneva pred začetkom posla se izračuna referenčna obrestna mera na podlagi razlike med dejansko šestmesečno LIBOR obrestno mero za dolar in šestmesečno GOFO obrestno mero (glede na to, da gre dejansko za 6-mesečni depozit (181 dni)). Recimo, da ta razlika znaša 1,50%. Glede na to, da je fiksna obrestna mera, določena ob sklenitvi, 1,75%, bo osnova posla, to je razlika med fiksno in referenčno obrestno mero (1,75% - 1,50%), enaka obrestni meri 0,25%. Posel se bo poravnal v dolarjih, zato se določi tudi cena za zlato, in sicer dva delovna dneva pred začetkom posla in znaša 270 dolarjev za unčo zlata. Za diskontiranje zneska poravnave na dan začetka posla se uporabi šestmesečna LIBOR obrestna mera za dolar, ki je enaka 4,00%. Poravnava pri tem poslu, ki temelji na 100.000 unčah zlata, se potem izračuna takole:

$$100.000 \text{ unč} \times 270 \text{ USD/unčo} \times 0,25\% \times 181/360 = 33.937,50 \text{ USD}$$

Znesek 33.937,50 dolarjev je potrebno še diskontirati na sedanjo vrednost (na dan začetka posla), in sicer s šestmesečno LIBOR obrestno mero za dolar:

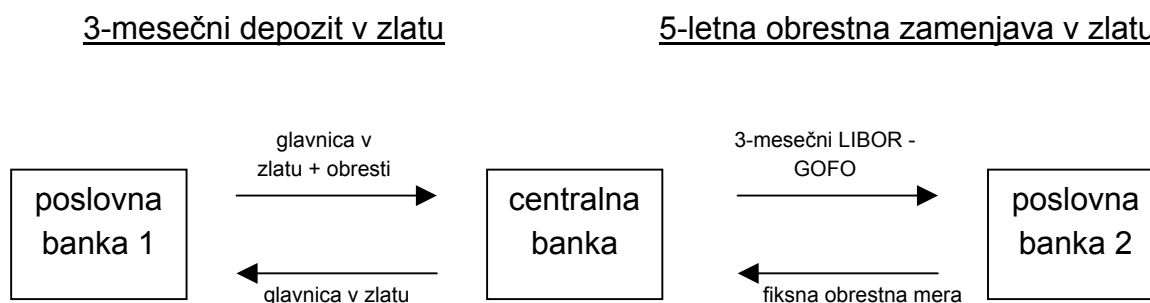
$$\text{USD } 33.937,50 / (1 + (4,00\% \times 181/360)) = 33.268,43 \text{ USD}$$

Znesek 33.268,43 dolarjev mora poslovna banka plačati centralni banki. Edino tveganje, kateremu je centralna banka v tem primeru izpostavljena, je tveganje, da bodo obrestne mere (LIBOR – GOFO) dva dni pred začetkom posla močno porasle. Ta instrument se torej centralni banki splača prodati, če pričakuje padec obrestnih mer (LIBOR – GOFO) v prihodnosti, in obratno.

### 3.3.6. Obrestna zamenjava v zlatu

Pri obrestni zamenjavi v zlatu (*gold interest (lease) rate swap – gold IRS*) gre za zamenjavo načina plačevanja oziroma prejemanja obresti, torej fiksne za spremenljive oziroma obratno, pri čemer je namesto valute osnova zlato. Centralna banka lahko s tem instrumentom izboljša donos običajnega depozita za zlato.

Primer obrestne zamenjave v zlatu (Central Bank – Gold Reserve Management Instruments, 2001, str. 5):



V primeru trimesečnega depozita v zlatu dobi centralna banka od poslovne banke po preteku treh mesecev glavnico v zlatu skupaj z obrestmi (v zlatu ali v izbrani valuti). Neodvisno od tega pa lahko centralna banka z instrumentom obrestne zamenjave v zlatu (npr. 5-letne) znotraj časovnega okvira petih let vsake 3 mesece plačuje spremenljivo obrestno mero (3-mesečni LIBOR – GOFO) poslovni banki. V zameno pa bo od poslovne banke vsake tri mesece dobivala petletno fiksno obrestno mero (npr. 2,10% na letni ravni). Med centralno in poslovno banko se bodo v primeru obrestne zamenjave izvršili le neto denarni tokovi, ki se bodo plačevali četrtletno. Centralna banka bo preko obrestne zamenjave izboljšala donos 3-mesečnega depozita v zlatu. Glavno tveganje za centralno banko v primeru tega instrumenta predstavlja nenaden oster porast kratkoročnih obrestnih

mer (v našem primeru: 3-mesečni LIBOR - GOFO), ki pa je v bistvo (vsaj deloma) krito s strani 3-mesečnega običajnega depozita v zlatu, ki centralni banki prinaša »stalen« denarni tok v obliki obresti.

### 3.3.7. Obveznica v zlatu

Obveznica v zlatu (*gold bond*) ima podobne lastnosti kot navadne, v različnih valutah denominirane obveznice, s to razliko, da investitor glavnico vplača v zlatu. Kuponske obresti, ki jih dobiva na letni ravni, se izplačujejo v dolarjih, ob zapadlosti pa investitor dobi povrnjeno glavnico v zlatu. Trg obveznic v zlatu se je praktično šele začel razvijati, saj je bilo konec junija 2003 na njem le pet tovrstnih obveznic različnih zapadlosti, izdanih s strani enega samega ponudnika, to je Svetovne banke (vir: Parrilla, 2003, str. 1). Pri tem je velikost teh izdaj prilagojena povpraševanju posameznih investitorjev, zato na trgu dejansko ni znana. Svetovna banka namreč na podlagi povpraševanja investitorjev po posameznih izdajah izda ustrezno »količino« teh obveznic.

Primer obveznice v zlatu:

Ena izmed obveznic v zlatu, ki jih je izdala Svetovna banka, ima zapadlost 23. oktobra 2006. Investitor lahko kupi najmanj 16.000 unč zlata te obveznice oziroma večkratnik tega. Kupon znaša 1,82% in se izplačuje enkrat letno v dolarjih, pri čemer se upošteva način štetja dni »30/360«. Ob izdaji tovrstne obveznice se določi tudi referenčna cena za zlato (npr. 300 USD/unčo zlata), ki služi za izračunavanje kuponskih obresti v dolarjih.

Centralna banka kupi zgoraj opisano obveznico v vrednosti 32.000 unč zlata, posel pa se poravna čez dva dni po sklenitvi. Centralna banka mora teh 32.000 unč zlata dati na račun v zlatu Svetovne banke. Na svoj skrbniški račun (račun za vrednostne papirje) pa dobi potrdilo o posedovanju obveznice v zlatu. Vsako leto 23. oktobra do zapadlosti obveznice dobiva centralna banka kuponske obresti v vrednosti 174.720 dolarjev ( $32.000 \text{ unč zlata} \times 300 \text{ dolarjev/unčo zlata} \times 1,82\% \times (30 \times 12) / 360$ ). Ob zapadlosti pa dobi izplačano še glavnico v zlatu (32.000 unč).

Ena izmed slabosti obveznic v zlatu je ta, da je trg obveznic v zlatu šele v razvijanju, kar pove že samo dejstvo, da je trenutno na trgu le 5 tovrstnih obveznic enega samega izdajatelja, zato je tudi njihova likvidnost slabša. Slednje je razvidno iz precej širokega razpona med nakupno in prodajno ceno za posamezno tovrstno obveznico, saj le-ta znaša pri obveznici z zapadlostjo v letu 2006 1 dolar pri nominalni vrednosti 100 dolarjev (npr. 99,77/100,77 – slednje ustreza razponu 20 bazičnih točk med nakupnim in prodajnim donosom). To pomeni, da ob morebitni prodaji tovrstne obveznice, če obveznico držimo le malo časa in če se

cena obveznice giblje za nas v »nepravo« smer, utrpimo veliko kapitalsko izgubo. Poleg tega se s poslom nakupa in prodaje teh obveznic zaenkrat ukvarja le malo bank, zato »pravega trga« oziroma »prave cene« za te obveznice praktično ni, saj cen zanje ne moremo dobiti oziroma jih primerjati pri ostalih bankah. Če za primerjavo pogledamo, kakšen je razpon med nakupno in prodajno ceno pri zelo likvidnih ameriških državnih obveznicah z enakimi zapadlostmi (npr. za oktober 2006), ugotovimo, da je tu precej nižji, saj znaša le pet centov pri nominalni vrednosti 100 dolarjev (npr.: 101,27/101,32 – slednje ustreza razponu v višini 1 bazične točke med nakupnim in prodajnim donosom).

Če primerjamo ta instrument z instrumentom depozita v zlatu, pa lahko ugotovimo, da ima obveznica v zlatu naslednji dve prednosti:

- nosi nižje kreditno tveganje kot depozit: priznane bonitetne agencije (Moody's, Standard & Poor's, Fitch) pripisujejo Svetovni banki najvišjo bonitetno oceno (Aaa oziroma AAA), kar pomeni, da investitor z vlaganjem v finančne instrumente Svetovne banke praktično ni izpostavljen kreditnemu tveganju oziroma tveganju nezmožnosti plačila iz naslova tega finančnega instrumenta. Pri naložbah zlata v depozite je investitor ponavadi izpostavljen kreditnemu tveganju bank, pri katerih se je odločil za naložbe;
- ima večjo likvidnost kot depozit: obveznica v zlatu je v primerjavi z depozitom v zlatu bolj likvidna naložba, saj jo lahko v kateremkoli trenutku na trgu prodamo v dveh dneh po sklenitvi posla, medtem ko se zlato, naloženo v depozit, sprostí šele ob njegovi zapadlosti.

### 3.3.8. Zamenjava lokacije

Zamenjava lokacije (*location exchange*) dejansko ni nek finančni instrument, saj gre pri njej za fizičen prenos oziroma za preknjižbo zlata v knjigah z računa na eni lokaciji (npr. New York) na račun na drugi lokaciji (npr. London). Imetnik zlata naredi takšen prenos zlata z namenom, da bo lažje in z manjšimi transakcijskimi stroški lahko trgoval z zlatom. Vkolikor ima investitor svoje zlato v New Yorku in želi z njim aktivno trgovati, se mu izplača to zlato preknjižiti na račun v Londonu, saj je npr. londonski trg zlata najbolj likviden in najbolj razvit trg zlata. Storitve prenosa zlata na drugo lokacijo je seveda potrebno plačati institucijam, ki to urejajo. Vendar pa se strošek prenosa zlata že v kratkem povrne, če investitor z zlatom zaradi tega lahko sedaj aktivno upravlja.

### 3.4. Gibanje cene zlata

Zlato ima tri bistvene lastnosti (Lawrence, 2003, str. 1):

- je homogena kovina,
- kljub možnosti preoblikovanja (npr. pretapljanje v druge oblike) je neuničljivo (na koncu še vedno ostane zlato, v kakršnikoli obliki pač je),
- zaloge vsega zlata na svetu so glede na povpraševanje po zlatu astronomsko visoke (danes je na svetu okoli 140.000 ton zlata, medtem ko ocena celotnega povpraševanja po zlatu na letni ravni znaša okoli 3.900 ton zlata).

Ravno zaradi tega, ker zlato ni uničljivo, saj zaloge zlata naraščajo iz leta v leto, cena zlata ni odvisna od morebitnih »padcev zalog« oziroma povečanja povpraševanja, kot to velja pri nekaterih drugih surovinah. Cena nafte je, na primer, močno odvisna od ponudbe in povpraševanja na trgu.

Posebna lastnost zlata je tudi ta, da ekonomske politike (denarne in fiskalne) posameznih držav na njegovo vrednost nimajo neposrednega vpliva. Na ceno zlata tako, na primer, nimata vpliva inflacija ali pa rast BDP v posameznih državah, ki igrata sicer zelo pomembno vlogo pri gibanju vrednosti valut teh držav. Prav tako odplačil v zlatu ni možno »zamrzniti«, kar je mogoče pri drugih oblikah finančne izpostavljenosti (npr. dolg v obliki obveznic v tuji valuti). Zlato je zanesljiv hranilec vrednosti, saj ostaja njegova realna vrednost na dolgi rok precej stabilna, zato je mnogokrat uporabljeno kot sredstvo za zavarovanje pred inflacijo in nihanji vrednosti različnih valut (Naqvi, 2003, str. 19). Zaradi vseh naštetih lastnosti veljajo naložbe v zlatu za varne naložbe, kar še posebej prihaja do izraza v kriznih razmerah na svetovnih finančnih trgih (padanje cen delnic, padanje oz. pešanje rasti BDP globalnega gospodarstva), ko ključna gospodarstva pešajo<sup>15</sup>, tako da investitorji izgubijo zaupanje vanje in v njihove valute. Tradicionalna vloga t.i. varne valute se je skozi zgodovino bolj ali manj oklepala ameriškega dolarja, v časih skrhanega zaupanja v ameriško gospodarstvo pa je to vlogo ponavadi prevzel švicarski frank, prav tako pa v razmerah zmanjšane zaupanja v ameriški dolar pridobiva na vrednosti predvsem zlato. Tržni udeleženci v tem primeru jemljejo zlato za t.i. najbolj varno rezervno valuto.

O tem, da vrednost zlata v kriznih razmerah raste, smo se lahko prepričali pred časom, saj je cena zlata na dan terorističnih napadov na ZDA 11. septembra 2001 porasla z 271,50 na 286,00 dolarjev za unčo zlata; 28. septembra 2001 pa se je povzpela še više do 293,00 dolarjev za unčo zlata in s tem dosegla najvišjo raven

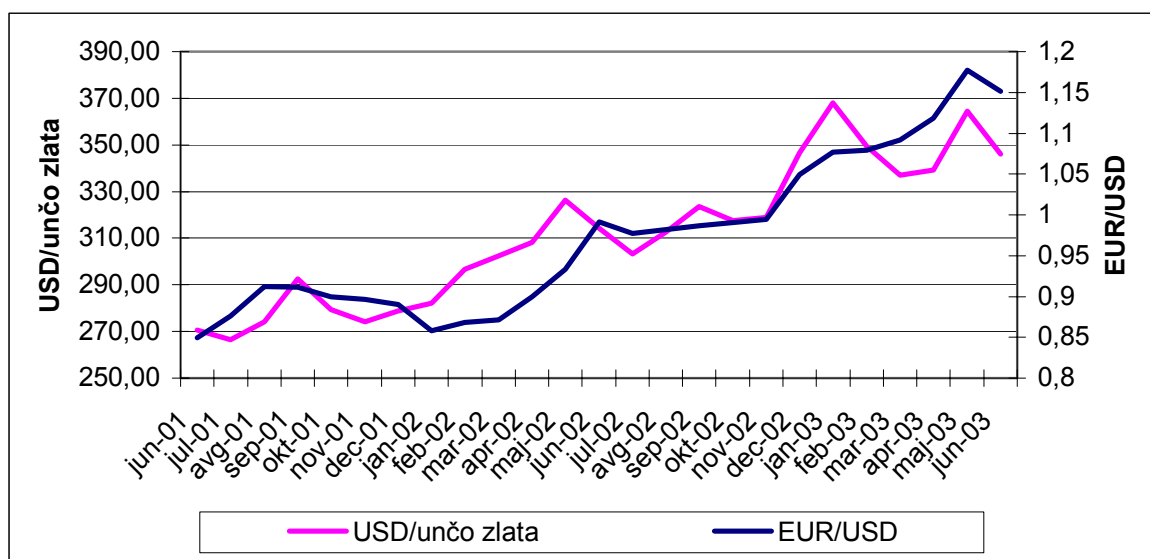
---

<sup>15</sup> Pri tem mislimo predvsem na največjo svetovno velesilo – ZDA.

po februarju 2000. V tednih, ki so sledili, so se razmere na deviznih trgih sicer nekoliko umirile, tako da se je cena zlata zopet spustila na ravni, kjer se je gibala pred tem. Drugi takšen primer je bilo ameriško vojaško posredovanje v Iraku spomladi 2003, ki je, še preden se je začelo, povzročalo napetost med tržnimi udeleženci in strah pred morebitnimi ponovnimi terorističnimi napadi na ZDA. To je zopet ohromilo zaupanje v dolar in dvignilo ceno zlata v februarju 2003 do 370 dolarjev za unčo, ki je tako dosegla najvišjo raven po letu 1997. K naraščanju cene zlata je v letu 2001 pripomoglo tudi pešanje rasti ameriškega gospodarstva (BDP je v prvih treh četrtletjih leta 2001 padal; vir: Bloomberg), kasneje (iz slike 4 je razvidno, da je bil trend gibanja cene zlata od 2001 pa do danes navzgor) pa nezaupanje tržnih udeležencev v okrevanje ameriškega gospodarstva. Vse to je torej zmanjševalo zaupanje v ameriško valuto, obenem pa zviševalo ceno zlata.

Da obstaja neka povezanost med gibanjem vrednosti dolarja in cene zlata, je razvidno iz slike 4, ki prikazuje, da v obdobjih, ko vrednost ameriškega dolarja raste, cena zlata pada in obratno. Vrednost dolarja je na sliki izražena s tečajem EUR/USD, cena zlata pa v dolarjih za unčo zlata. Opazimo torej, da takrat, ko tečaj EUR/USD pada, kar pomeni, da vrednost dolarja raste, saj je potrebno odšteti manj dolarjev za 1 evro, cena zlata pada, kar pomeni, da je potrebno odšteti manj dolarjev za unčo zlata. Obstaja torej pozitivna korelacija med gibanjem tečaja EUR/USD in gibanjem cene zlata v dolarjih za unčo oziroma negativna korelacija med gibanjem vrednosti dolarja in gibanjem cene zlata.

Slika 4: Gibanje cene zlata (v USD/unčo zlata) v primerjavi z gibanjem vrednosti dolarja (tečaj EUR/USD) od junija 2001 do junija 2003



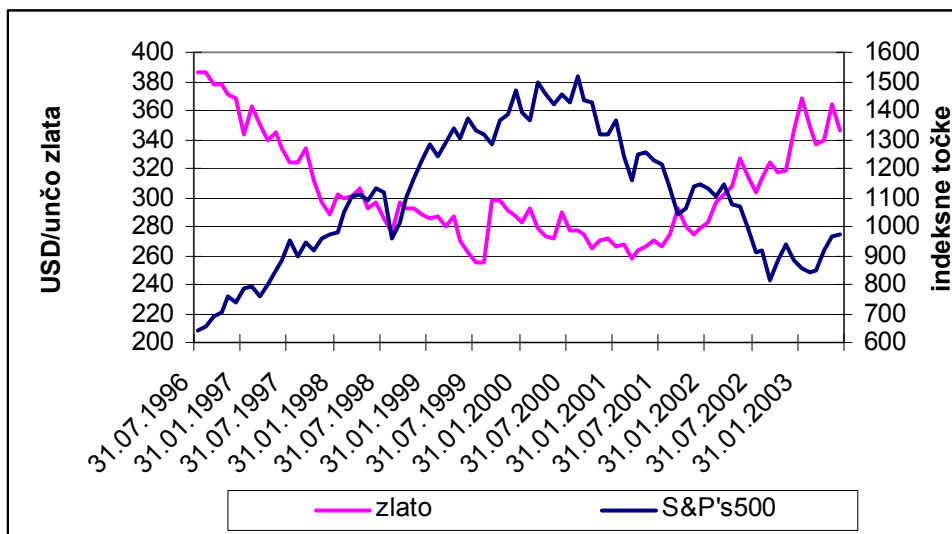
Vir: Reuters, Bloomberg.



Gibanje cene zlata pa ni povezano le z gibanjem vrednosti posameznih ključnih svetovnih valut, temveč tudi z gibanjem vrednosti delniških indeksov. Tako kot gibanje vrednosti posameznih valut tako tudi gibanje vrednosti delniških indeksov odraža, kakšno je zaupanje tržnih udeležencev v določeno gospodarstvo. Krepitev določene valute in rast cen na delniških trgih določenega gospodarstva kažeta na krepitev zaupanja tržnih udeležencev v to gospodarstvo.

Negativno korelacijo med gibanjem cene zlata (izražene v dolarjih za unčo zlata) in gibanjem vrednosti ameriškega delniškega indeksa Standard & Poor's 500 (izražene v indeksnih točkah) prikazuje slika 5, iz katere je razvidno gibanje obeh vrednosti v zadnjih sedmih letih. V obdobjih zaupanja tržnih udeležencev v ameriško gospodarstvo in pričakovanih nadaljnje rasti se povečujejo nakupi na delniškem trgu, kar zvišuje vrednost delnicam. Obratno pa je, ko se pričakuje stagniranje ali celo zniževanje rasti gospodarstva oziroma v kriznih razmerah (npr. terorizem, vojna), takrat ljudje raje zaupajo manj tveganim valutam in naložbam, za kar velja zlato.

Slika 5: Gibanje cene zlata (v USD/unčo zlata) in vrednosti delniškega indeksa Standard & Poor's 500 (S&P's 500; v indeksnih točkah) v obdobju od junija 1996 do junija 2003



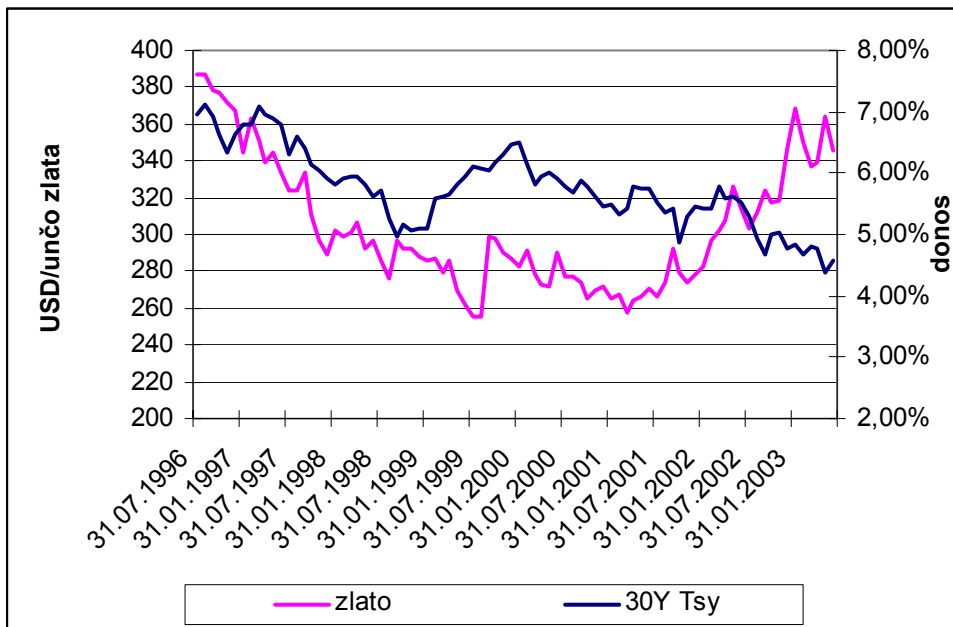
Vir: Reuters, Bloomberg.

Do neke mere je gibanje cene zlata v negativni korelaciji tudi z gibanjem cen državnih obveznic. Državne obveznice sicer v primerjavi z delnicami veljajo za varne naložbe kapitala, podobno kot zlato, pa vendar lahko na sliki 6 vidimo, da je v določenih obdobjih gibanje cene zlata in gibanje cen državnih obveznic v negativni korelaciji. Še posebej takrat, ko so prisotne skrbi glede inflacijskih

pritisikov v gospodarstvu, bo zlato pridobivalo na vrednosti, medtem ko se delniškimi trgom in trgom državnega dolga ne bo godilo najbolje (in obratno).

Slika 6 prikazuje gibanje cene zlata in donosa 30-letne ameriške državne obveznice. V proučevanem obdobju se cena zlata vse do konca prve polovice leta 2002 giblje v pozitivni korelaciji z donosom omenjene obveznice, kar pomeni, da se dejansko giblje v negativni korelaciji s ceno obveznice, saj pri obveznicah velja zakonitost, da se njihov donos giblje v nasprotni smeri od njihove cene (čim nižji donos ima obveznica, tem višja je njena cena). Tako lahko trdimo, da tudi za državne obveznice, ki sicer veljajo za varno obliko naložbe, do neke mere (v določenih obdobjih) velja, da se njihova cena giblje v negativni korelaciji s ceno zlata.

Slika 6: Gibanje cene zlata (v USD/unčo zlata) in donosa 30-letne ameriške državne obveznice (30Y Tsy; v %) v obdobju od junija 1996 do junija 2003



Vir: Reuters, Bloomberg.

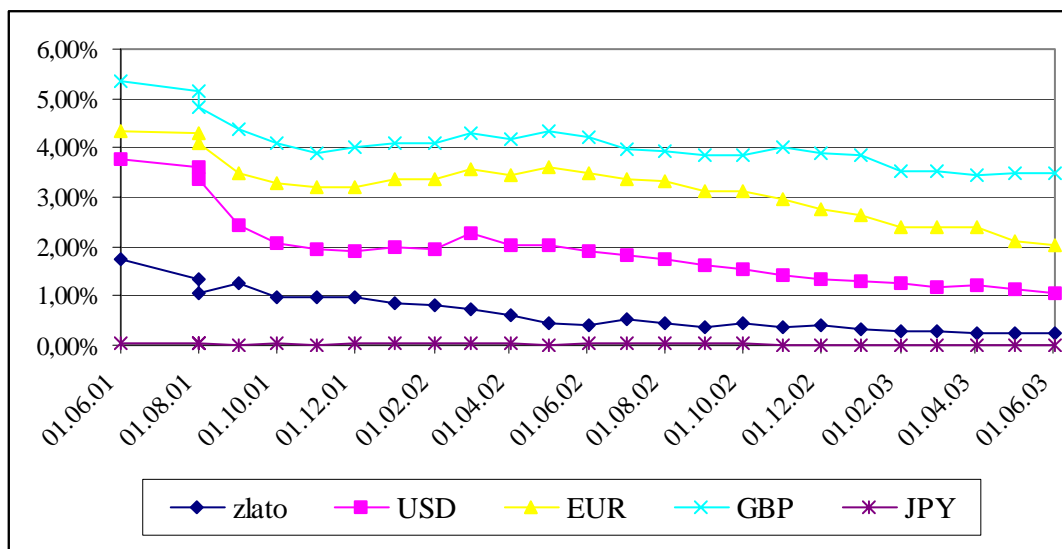
Zaradi negativne korelacije med gibanjem vrednosti zlata ter gibanjem cen na delniških trgih in včasih tudi na trgih državnega dolga lahko naložbe v zlato zmanjšajo volatilitnost oziroma tveganje spremembe vrednosti celotnega naložbenega portfelja. Zlato je torej odlično sredstvo za razpršitev portfelja. Ekonomski dejavniki, ki vplivajo na ceno zlata, se namreč razlikujejo od tistih (oziroma so v nasprotju s tistimi), ki določajo ceno drugim finančnim naložbam. Na kratko lahko povzamemo, da so cene delnic odvisne predvsem od prihodnjih pričakovanih rezultatov in rasti podjetij ter gospodarstva, cene obveznic od kreditne sposobnosti (varnosti) izdajatelja, medtem ko je cena zlata odvisna

predvsem od zaupanja tržnih udeležencev v globalno gospodarstvo in posamezne valute. Čim manjše je to zaupanje, tem bolj bo cena zlata naraščala.

### 3.5. Donos naložb v zlatu

Kot je bilo iz dosedanje vsebine razvidno, lahko zlato v finančnem svetu jemljemo kot valuto, s katero lahko, če jo naložimo v različne razpoložljive finančne instrumente, zaslužimo določen donos. Vendar pa je donosnost naložb v zlatu v primerjavi z naložbami v večini glavnih svetovnih valut ponavadi precej nižja. Glavni razlog za nizke obrestne mere na depozite v zlatu je ta, da je na trgu prisotna zadostna količina zlata (zadostna likvidnost), ki jo ponujajo centralne banke (za depozitne naložbe), saj jih večina stremi k temu, da ne glede na nizke obrestne mere vsaj nekaj zaslužijo s svojimi imetji v zlatu. Velja pa omeniti dejstvo, da so v današnjem okolju nizkih obrestnih mer na vse glavne svetovne valute (obrestne mere na dolarje so najnižje v zadnjih 45. letih, obrestne mere na britanske funte pa najnižje v zadnjih 38. letih) tudi oportunitetni stroški naložb depozitov v zlatu namesto depozitov v donosnejših valutah nižji. Prav tako pa ne gre spregledati dejstva, da na primer, obrestne mere na depozitne naložbe v zlatu prekašajo obrestne mere na depozitne naložbe v japonski valuti (kot eni izmed glavnih svetovnih valut), kar je razvidno iz slike 7.

Slika 7: Gibanje obrestnih mer za 6-mesečni depozit v zlatu, EUR, USD, GBP in JPY od junija 2001 do junija 2003 (v %)



Vir: Bloomberg, Reuters.

Ker postaja donosnost mednarodnih denarnih rezerv za centralne banke v zadnjem času zelo pomembna, seveda ob zadovoljivi varnosti in likvidnosti teh

rezerv, je v nadaljevanju prikazan izračun oportunitetnih stroškov centralne banke, ki ima med rezervami zlato in ga nalaga v depozite, namesto da bi to zlato prodala v zameno za donosnejšo rezervno valuto (v primeru so to dolarji).

Primer izračuna oportunitetnih stroškov depozitov v zlatu, namesto v dolarjih:

Če centralna banka junija 2001 naloži 10 milijonov unč zlata v 6-mesečni depozit (180 dni), namesto da bi to zlato prodala za dolarje po takratni ceni USD 270,60 za unčo zlata in jih naložila v depozit z enako zapadlostjo, so oportunitetni stroški v smislu izgube donosa prikazani v nadaljevanju. Predpostavlja se, da centralna banka depozite ob zapadlosti obnovi (veže naprej enako glavnico brez obresti) po novih, takrat veljavnih obrestnih merah na trgu. Prvi depozit veže v juniju 2001, zadnjega pa v juniju 2003 (torej zapade decembra 2003). Podatki o obrestnih merah (OMz – obrestna mera za depozit v zlatu, OMd – obrestna mera za dolarski depozit) in ceni zlata so realni, vira teh podatkov sta informacijska sistema Reuters in Bloomberg.

<u>ZLATO</u>	<u>DOLARJI</u>
10 mio unč zlata	2,706 mrd USD
OMz1 (jun01): 1,75%; cena zlata: 270,60 USD/unčo	OMd1 (jun01): 3,78%
OMz2 (dec01): 0,99%; cena zlata: 278,70 USD/unčo	OMd2(dec01): 1,91%
OMz3 (jun02): 0,41%; cena zlata: 314,25 USD/unčo	OMd3 (jun02): 1,91%
OMz4 (dec02): 0,42%; cena zlata: 346,70 USD/unčo	OMd4(dec02): 1,32%
OMz5 (jun03): 0,23%; cena zlata: 346,15 USD/unčo	OMd5 (jun03): 1,06%

oportunitetni strošek prvega depozita v zlatu (od junija 2001 do decembra 2001):

obresti prvega depozita v zlatu:

$$10 \text{ mio unč} \times 1,75\% \times 180/360 \times 270,60 \text{ USD/unčo} = 23.677.500,00 \text{ USD}$$

obresti prvega dolarskega depozita:

$$2,706 \text{ mrd USD} \times 3,78\% \times 180/360 = 51.143.400,00 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 27.465.900,00 USD

oportunitetni strošek drugega depozita v zlatu (od decembra 2001 do junija 2002):

obresti drugega depozita v zlatu:

$$10 \text{ mio unč} \times 0,99\% \times 180/360 \times 278,70 \text{ USD/unčo} = 13.795.650,00 \text{ USD}$$

obresti drugega dolarskega depozita:

$$2,706 \text{ mrd USD} \times 1,91\% \times 180/360 = 25.842.300,00 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 12.046.650,00 USD

oportunitetni strošek tretjega depozita v zlatu (od junija 2002 do decembra 2002):

obresti tretjega depozita v zlatu:

$$10 \text{ mio unč} \times 0,41\% \times 180/360 \times 314,25 \text{ USD/unčo} = 6.442.125,00 \text{ USD}$$

obresti tretjega dolarskega depozita:

$$2,706 \text{ mrd USD} \times 1,91\% \times 180/360 = 25.842.300,00 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 19.400.175,00 USD

oportunitetni strošek četrtega depozita v zlatu (od decembra 2002 do junija 2003):

obresti četrtega depozita v zlatu:

$$10 \text{ mio unč} \times 0,42\% \times 180/360 \times 346,70 \text{ USD/unčo} = 7.280.700,00 \text{ USD}$$

obresti četrtega dolarskega depozita:

$$2,706 \text{ mrd USD} \times 1,32\% \times 180/360 = 17.859.600,00 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 10.578.900,00 USD

oportunitetni strošek petega depozita v zlatu (od junija 2003 do decembra 2003):

obresti petega depozita v zlatu:

$$10 \text{ mio unč} \times 0,23\% \times 180/360 \times 346,15 \text{ USD/unčo} = 3.980.725,00 \text{ USD}$$

obresti petega dolarskega depozita:

$$2,706 \text{ mrd USD} \times 1,06\% \times 180/360 = 14.341.800,00 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 10.361.075,00 USD

Skupni oportunitetni strošek: 79.852.700,00 USD

V danem obdobju bi ta centralna banka lahko zaslužila 79.852.700 dolarjev več, če bi že na začetku prodala zlato za dolarje in te dolarje naložila v 6-mesečne depozite, saj so obrestne mere v dolarjih višje od tistih na zlato. Kot rečeno, je oportunitetni strošek imetja depozita v zlatu namesto v dolarjih v okolju padanja obrestnih mer čedalje nižji. Vendar pa je v našem primeru k čedalje nižjim oportunitetnim stroškom imetja depozita v zlatu namesto v dolarjih pripomogla tudi naraščajoča cena zlata. Če bi bila cena zlata konstantna (recimo 270,60 USD/unčo) skozi celotno proučevano obdobje, bi bil oportunitetni strošek depozita v zlatu namesto depozita v dolarjih drugačen, saj bi v tem primeru dejansko proučevali le razliko v obrestnih merah.

### **3.6. World Gold Council (WGC) in London Bullion Market Association (LBMA)**

K pomembnosti današnje vloge zlata v finančnem svetu in k oskrbovanju tržnih udeležencev z raznovrstnimi informacijami o zlatu na finančnem trgu sta mnogo prispevali organizaciji World Gold Council (WGC) in London Bullion Market Association (LBMA), zato sta predstavljeni v tem poglavju.

World Gold Council so leta 1987 ustanovila vodilna svetovna podjetja, ki se ukvarjajo s pridobivanjem zlata (*gold mining companies*). Glavna cilja WGC sta vzpodbujanje in pospeševanje povpraševanja po zlatu ter okrepitev vloge zlata na finančnem trgu. Pri tem se WGC osredotoča na naslednje ciljne skupine: potrošniki (zasebni sektor, ki povprašuje predvsem po zlatu za okrasne namene), institucionalni investitorji, uradni sektor (npr. centralne banke, ki gledajo na zlato z vidika rezerv) ter sektor industrije. WGC za doseganje svojih ciljev opravlja naslednje naloge (World Gold Council Annual report 2000, str. 4):

- z raziskovanjem in s študijami vzpostavlja temelje za aktivnosti, ki so kakorkoli povezane z zlatom;
- vzpodbuja liberalizacijo trga zlata, tako da pospešuje neoviran pretok zlata med posameznimi državami;
- ustvarja pozitivno podobo o zlatu preko oglaševanj, raziskav, študij in konferenc;
- skrbi za razvoj finančnega trga zlata, tako da preko seminarjev, konferenc in študij osvešča tržne udeležence o novih finančnih instrumentih;
- skrbi za utrjevanje vloge zlata v industriji.

Podjetja, ki se ukvarjajo z zlatokopom, preko WGC neposredno in posredno pospešujejo razvoj trga zlata in njegovih finančnih instrumentov. Pri tem se predvsem v obliki raziskav in študij osredotočajo na uradni sektor in tako spodbujajo vlogo zlata v mednarodnih denarnih rezervah, ter tudi na zlato, ki je v rokah privatnega sektorja.

Druga pomembna organizacija je London Bullion Market Association (LBMA), ki je bila ustanovljena 14. decembra 1987. Njeno ustanovitev je podprla centralna banka Velike Britanije (Bank of England), ki je na podlagi zakona *Financial Services Act* iz leta 1986 prevzela formalno odgovornost za nadzor celotnega trga zlata v Veliki Britaniji. Cilj LBMA je predvsem pospeševanje razvoja londonskega trga zlata, pri tem pa je LBMA glavni posrednik med tržnimi udeleženci in regulatorji. Skrbi za nenehen razvoj in stabilno tržno okolje za zlato, s čimer ohranja zaupanje tržnih udeležencev v trgovanje z zlatom. Njegova pomembna naloga je razvoj in ohranjanje standardov za predelavo in čiščenje zlata, s čimer je določena standardna trgovalna oblika zlata. Vzdržuje seznam uradnih predelovalcev zlata v standardno trgovalno obliko (*London Good Delivery List*), usklajuje pravila za poravnavo poslov v zlatu, skrbi za dobro poslovno prakso pri trgovanju z zlatom in razvija standardno dokumentacijo za trgovanje z zlatom (Baker, 2001, str. 3).

V LBMA so včlanjene tako poslovne banke, centralne banke kot tudi podjetja, ki se ukvarjajo z zlatokopom, podjetja, ki predelujejo in čistijo zlato rudo, transportna

podjetja in brokerji. Vsak član LBMA je torej na svoj način oziroma preko določene dejavnosti, ki jo opravlja, povezan s trgom zlata. Te dejavnosti zajemajo trgovanje, predelavo, čiščenje, testiranje, transport in hrambo zlata v trezorjih. Vsako podjetje, ki je kakorkoli povezano z opravljanjem teh dejavnosti na londonskem trgu, lahko postane član LBMA. Status delnega člana pa lahko pridobijo tudi institucije, ki so aktivno povezane z zlatom, a niso prisotne na londonskem trgu (Baker, 2001, str. 3).

LBMA ima pomembno vlogo tudi pri določanju cene zlata v Londonu (*London Gold Fixing*), ki poteka dvakrat dnevno. LBMA namreč imenuje t.i. komisijo za določanje cene zlata v Londonu (*Gold Fixing Committee*), ki jo sestavlja 5 članov LBMA.

#### **4. DANAŠNJA VLOGA ZLATA V MEDNARODNIH DENARNIH REZERVAH DRŽAV IN V MEDNARODNIH FINANČNIH INSTITUCIJAH**

V tem poglavju bo predstavljena in analizirana današnja vloga monetarnega zlata, torej zlata centralnih bank in mednarodnih finančnih institucij.

##### **4.1. Današnja porazdelitev monetarnega zlata v svetu**

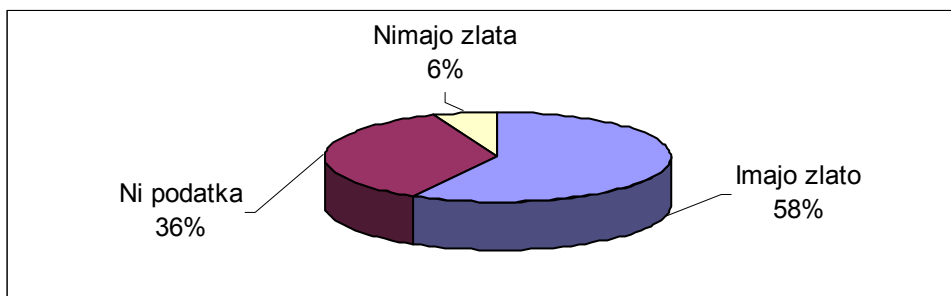
Po podatkih Mednarodnega denarnega sklada in organizacije WGC imajo danes (podatek za maj 2003) vse centralne banke skupaj z Mednarodnim denarnim skladom (MDS) in Banko za mednarodne poravnave (BIS) okoli 32.100 ton zlata<sup>16</sup>, kar predstavlja približno četrtno svetovnih zalog zlata oziroma vrednost svetovnega izkopa zlata v trinajstih letih (Gold in the Official Sector, No. 21, 2002a, str. 2; World Official Gold Holdings Statistics (July 2003, 2003, str. 1-2).

Večina centralnih bank ima še vedno zlato med svojimi mednarodnimi denarnimi rezervami. O tem govori podatek Mednarodnega denarnega sklada, da je od vsega skupaj 176 centralnih bank, ki so konec leta 2001 poročale Mednarodnemu denarnemu skladu o svojih mednarodnih denarnih rezervah, 102 (58%) priznalo, da imajo med svojimi rezervami tudi imetja v zlatu, le 11 (6%) jih nima monetarnega zlata. Ostalih 63 držav ni dalo podatka o monetarnem zlatu.

---

<sup>16</sup> Prava vrednost je verjetno večja, saj nekatere države ne poročajo Mednarodnemu denarnemu skladu, nekatere pa ne štejejo vsega zlata v centralnih bankah k monetarnemu zlatu.

Slika 8: Delež držav, ki so konec leta 2001 poročale Mednarodnemu denarnemu skladu o svojih zlatih rezervah



Vir: Gold as a Reserve Asset, 2003.

Večina največjih imetnikov monetarnega zlata je t.i. tradicionalnih imetnikov, ki imajo zlato od nekdanj in ga akumulirajo skozi desetletja (npr. ZDA) ter ga ne kupujejo z namenom, da »zadostijo« portfeljskim kriterijem, ki določajo, da mora biti v portfelju deviznih rezerv ustrezen delež zlata. V tabeli 5 je prikazano, katere države imajo največ monetarnega zlata na svetu.

Tabela 5: 20 držav, katerih centralne banke (vključno z Mednarodnim denarnim skladom) imajo največ monetarnega zlata (podatki v tonah za maj 2003)

Država	Količina zlata (v tonah)	Država	Količina zlata (v tonah)
1. ZDA	8.134,7	11. Španija	523,4
2. Nemčija	3.443,0	12. Portugalska	517,2
3. MDS*	3.217,0	13. Tajvan	422,1
4. Francija	3.024,8	14. Rusija	387,5
5. Italija	2.451,8	15. Indija	357,7
6. Švica	1.781,4	16. Venezuela	339,6
7. Nizozemska	842,5	17. Avstrija	317,6
8. ECB**	766,9	18. Velika Britanija	313,2
9. Japonska	765,1	19. Libanon	286,8
10. Kitajska	600,0	20. Filipini	275,5
68. Slovenija ***	7,6		

\* MDS = Mednarodni denarni sklad

\*\* Ob vstopu v EMU so nacionalne centralne banke posameznih držav prenesle del svojih deviznih rezerv (relativno glede na BDP in število prebivalstva posameznih držav članic EMU) na Evropsko centralno banko (ECB), od tega je bil 15% delež rezerv posameznih centralnih bank vplačan v zlato.

\*\*\* Slovenija je iz naslova razdelitve premoženja nekdanje Jugoslavije v juniju 2001 prejela ok. 7,6 ton zlata, kar jo uvršča na 68. mesto na svetu.

Vir: World Official Gold Holdings Statistics (July 2003), 2003, str. 1-2.



Absolutna količina monetarnega zlata v tonah, ki jo imajo posamezne države, nam sama po sebi ne pove veliko. Če pa razvrstimo te države po deležih, ki ga predstavlja zlato v njihovih mednarodnih denarnih rezervah, potem dobimo bolj jasno razdelitev med t.i. tradicionalnimi gospodarstvi, ki imajo že od nekdaj relativno visok delež zlata v svojih mednarodnih denarnih rezervah, ter ostalimi gospodarstvi, kjer je ta odstotek minimalen. Med slednja spadajo predvsem vzhodnoazijske države.

V tabeli 6 so prikazani deleži zlatih rezerv v mednarodnih denarnih rezervah držav z največjo absolutno količino zlata na svetu (brez Mednarodnega denarnega sklada in ECB). Razvrstitev po prvih dvajsetih mestih je nekoliko drugačna od tiste v tabeli 5. V prilogi 1 pa so prikazane količine monetarnega zlata in njihovi deleži v mednarodnih denarnih rezervah vseh držav, ki poročajo Mednarodnemu denarnemu skladu.

Tabela 6: 20 držav z največjo količino monetarnega zlata na svetu, razvrščenih po vrsti glede na njihov delež zlata v mednarodnih denarnih rezervah (MDR) (podatki v % za maj 2003)\*

Država	Delež zlata v MDR	Država	Delež zlata v MDR
1. ZDA	57,0%	11. Belgija**	22,2%
2. Francija	55,2%	12. Filipini	19,2%
3. Nizozemska	48,5%	13. Španija	15,4%
4. Italija	45,8%	14. Švedska**	10,4%
5. Nemčija	43,2%	15. Velika Britanija	8,8%
6. Portugalska	41,2%	16. Rusija	7,3%
7. Švica	33,0%	17. Indija	5,4%
8. Avstrija	28,4%	18. Tajvan	2,8%
9. Venezuela	27,8%	19. Kitajska	2,1%
10. Libanon	23,8%	20. Japonska	1,7%
87. Slovenija***	1,2%		

\* Vrednost zlata je preračunana v dolarje po ceni zlata, ki je veljala na trgu konec maja 2003 (361,40 USD za unčo zlata; vir: Reuters).

\*\* Mednarodni denarni sklad in ECB v tej tabeli nista upoštevana, namesto tega sta prikazani Belgija (257,8 ton zlata) in Švedska (185,4 ton zlata), ki glede na absolutno količino zlata v tonah zavzemata 21. in 22. mesto na svetu.

\*\*\* Za primerjavo je zopet prikazana tudi Slovenija, ki je glede na to, kolikšen delež zavzema zlato v njenih mednarodnih denarnih rezervah, na 87. mestu.

Vir: World Official Gold Holdings Statistics (July 2003), 2003, str. 1-2.

Da imajo azijske države dejansko zelo majhne deleže zlata v svojih mednarodnih denarnih rezervah, je ponovno prikazano v tabeli 7, kjer so upoštevane tudi ostale pomembnejše države Daljnega vzhoda.

Tabela 7: Deleži zlata pomembnejših vzhodnoazijskih držav v njihovih mednarodnih denarnih rezervah (MDR) (podatki v % za maj 2003)\*

Država	Delež zlata v MDR	Država	Delež zlata v MDR
1. Filipini	19,2%	6. Japonska	1,7%
2. Indonezija	3,2%	7. Singapur	1,7%
3. Tajvan	2,8%	8. Malezija	1,2%
4. Tajska	2,3%	9. Južna Koreja	0,1%
5. Kitajska	2,1%	10. Hong Kong**	0,0%

\* Vrednost zlata je preračunana v dolarje po ceni zlata, ki je veljala na trgu konec maja 2003 (USD 361,40 za unčo zlata).

\*\* Hong Kong ima dejansko približno 2,1 tone zlata, kar pa je premajhna količina, da bi lahko predstavljala zaznaven delež v MDR.

Vir: World Official Gold Holdings Statistics (July 2003), 2003, str. 1-2.

Iz tabele 7 je razvidno, da je povprečen delež zlata v mednarodnih denarnih rezervah pomembnejših vzhodnoazijskih držav 3,4%. Če ne upoštevamo Filipinov, pa se ta delež zmanjša na 1,7%.

Na koncu tega poglavja še na kratko pogledimo samo vrednotenje zlata v bilancah centralnih bank in mednarodnih finančnih institucij, saj se le-te pri tem poslužujejo različnih načinov. Nekatere centralne banke še vedno vrednotijo zlato v mednarodnih denarnih rezervah po historičnih cenah. ZDA, na primer, še danes vrednotijo zlato po ceni USD 42,22 za unčo zlata, to je po zadnji uradni ceni, preden je bil dokončno ukinjen paralelni trg za zlato (Monetary Uses of Gold, 2003). Takšno vrednotenje zlata je precej nerealno, saj je današnja tržna cena zlata veliko višja in zelo spremenljiva. V Evropi se je z nastankom EMU uveljavila praksa, ki so jo sprejele vse članice Evropskega sistema centralnih bank (ESCB), da se zlato vrednoti na četrtletni ravni, pri čemer predstavlja osnovo popoldanska cena za zlato, določena v Londonu na zadnji delovni dan v četrtletju (*London Gold Fixing PM*). Banka Slovenije vrednoti zlato na mesečni ravni, pri čemer za referenčno ceno zlata upošteva popoldansko ceno za zlato, določeno v Londonu na zadnji delovni dan v mesecu. Mednarodni denarni sklad vrednoti svoje zlato v bilancah po historičnih cenah, kar pomeni, da zlato v vrednosti okoli 103 milijone unč (podatek za maj 2003) prikazuje v vrednosti 5,9 milijard SDR (Gold in the IMF, 2003). Banka za mednarodne poravnave pa prikazuje v bilancah svoja imetja v

zlatu v zlatih frankih, pri čemer upošteva fiksni razmerji 208 USD za unčo zlata in 1,94 USD za en zlati frank (Panizzutti, 2001, str. 4).

Magistrsko delo se izogiba problemom različnega vrednotenja zlata posameznih centralnih bank in mednarodnih finančnih institucij, saj so v delu absolutne količine zlata (v tonah ali unčah) preračunane v dolarsko vrednost po dejanski dolarski ceni zlata, ki je veljala v določenem trenutku na trgu.

#### **4.2. Centralnobančni sporazum o zlatu**

Dne 26. septembra 1999 so Evropska centralna banka, nacionalne centralne banke držav članic EMU ter centralne banke Švice, Švedske in Velike Britanije v Washingtonu podpisale t.i. sporazum o zlatu (*Washington Agreement on Gold (WAG) = European Central Bank Agreement on Gold (ECBGA) = Washington Accord*). Bistvo sporazuma je omejitev prodaje zlata centralnih bank držav podpisnic v naslednjih petih letih od sprejetja oziroma do septembra 2004. Države podpisnice so sprejele, da (Spall, 2003, str. 17):

- bo zlato ostalo pomemben element v globalnih mednarodnih denarnih rezervah;
- ne bodo vstopale na trg kot prodajalke zlata (z izjemo že načrtovanih prodaj);
- bodo morebitne prodaje zlata izvedle na usklajen način, tako da letno ne bodo presegle vrednosti 400 ton zlata oziroma v celotnem petletnem obdobju ne bodo presegle 2.000 ton zlata;
- ne bodo povečevale depozitnih naložb v zlatu (posojanja zlata) in uporabe drugih finančnih instrumentov na področju upravljanja z zlatom, kot so termenske pogodbe in opcije;
- bodo ocenile učinek sporazuma po petih letih od sprejetja.

Razlog za sprejetje omenjenega sporazuma je bil predvsem v zagotovitvi večje preglednosti, stabilnosti in varnosti na trgu zlata, zato so ga z odprtimi rokami sprejeli vsi udeleženci trga zlata, še najbolj pa države z nahajališči zlata, med katerimi je mnogo takih, katerih razvoj je močno odvisen od zlate rude. Evropske centralne banke so se torej hotele zavarovati pred morebitnimi nepričakovanimi nihanji (zlasti pred padci) cene zlata oziroma pred padcem vrednosti njihovih portfeljev v zlatu zaradi morebitnih prodaj monetarnega zlata na trgu, kar so storile s tem, da so vzpostavile kontrolo nad prodajami monetarnega zlata. Prodaja zlata centralnih bank podpisnic sporazuma je sicer še vedno mogoča, vendar je kontrolirana oziroma vnaprej načrtovana, kar dejansko ublaži nihanja cene zlata. Na gibanje cene zlata vpliva sicer predvsem gibanje tečaja EUR/USD (kar smo

videli v podpoglavju 3.4.) ter zaupanje (nezaupanje) tržnih udeležencev v globalno gospodarsko rast, pa vendar so tudi prodaje zlata centralnih bank vsaj na kratek rok povzročile padec cene zlata. Ta sporazum torej predstavlja neke vrste varovalni mehanizem, da prodaje zlata centralnih bank ne bi imele »prevelikega« vpliva na ceno zlata.

Drugi pomemben element, ki ga prinaša omenjeni sporazum, je tudi kontrola nad posojanjem zlata na trgu, se pravi omejitev likvidnosti, ki jo dajejo centralne banke na trg, s tem ko nalagajo zlato v različne finančne instrumente, med katerimi izstopajo depoziti (Gold in the Official Sector, No. 17, 2001, str. 2). Reakcija na sprejem sporazuma je bila logična, saj je cena zlata v prvih dneh po sprejetju zaradi določbe o omejitvi prodaj zlata precej porasla (z ravni okoli 270 dolarjev za unčo na 338 dolarjev za unčo). Poleg tega pa so se zaradi določbe o omejitvi posojanja zlata na trgu močno zvišale depozitne obrestne mere (enomesečna depozitna obrestna mera za zlato se je dvignila s 4% na okoli 10%) (Spall, 2003, str. 18). Vendar pa so tržni udeleženci kmalu spoznali, da letna omejitev prodaje zlata v okviru sprejetega sporazuma na 400 ton pravzaprav ne predstavlja omejitve, saj je dejanska povprečna letna prodaja v preteklih desetih letih pred sprejetjem omenjenega sporazuma znašala okoli 200 ton, tako da se je cena spustila na raven pred sprejetjem sporazuma. Tudi depozitne obrestne mere so se vrnile na ravni, kjer so bile pred sprejetjem sporazuma, saj so tržni udeleženci spoznali, da trg dejansko ne potrebuje dodatne likvidnosti zlata, se pravi, da omejitev povečevanja nadaljnjega posojanja zlata na trgu s strani centralnih bank dejansko ne predstavlja nevarnosti. Poleg tega je k padcu depozitnih mer za zlato pripomoglo tudi splošno okolje nizkih obrestnih mer (za vse valute) na svetovnih finančnih trgih (Global Markets Research, 2002, str. 2). Centralnobančni sporazum o zlatu je torej skušal predvsem »ohraniti« takšno stanje na trgu zlata v smislu količine prodaj zlata in posojanja zlata na trgu, kakršno je bilo že dalj časa pred septembrom leta 1999.

Države centralnih bank podpisnic sporazuma posedujejo okoli 45% vsega zlata, ki je v rokah centralnih bank, kar pomeni, da imajo, če jih jemljemo kot eno skupino (saj od septembra 1999 dejansko vodijo enotno politiko glede upravljanja z zlatom), največji delež monetarnega zlata na svetu. Na drugem mestu so ZDA, ki imajo približno 25% vsega monetarnega zlata, tretje mesto s približno 10% vsega monetarnega zlata pa zaseda Mednarodni denarni sklad.

Skupni delež zlata v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank podpisnic sporazuma znaša 33,2% (podatek za maj 2003; vir: World Official Gold Holdings Statistics (July 2003), 2003, str. 1-2). V tabeli 8 so prikazane količine zlata centralnih bank podpisnic sporazuma o zlatu.

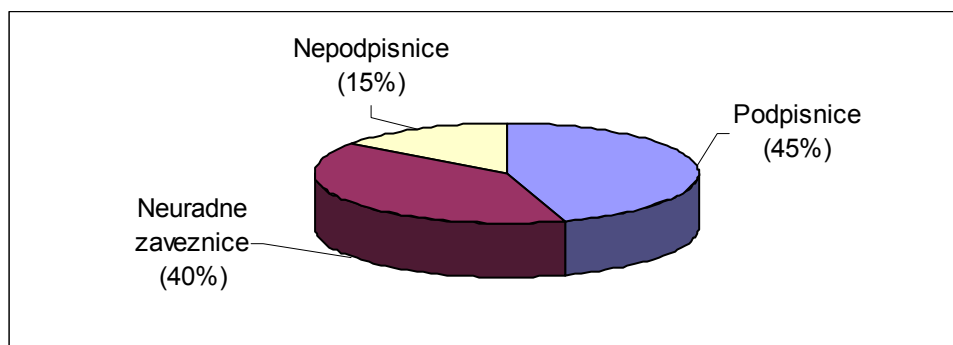
Tabela 8: Količina zlata centralnih bank podpisnic sporazuma o zlatu (podatki v tonah za maj 2003)

Država	Količina zlata (v tonah)	Država	Količina zlata (v tonah)
Skupaj podpisnice	14.481,9	Portugalska	517,2
Nemčija	3.443,0	Avstrija	317,6
Francija	3.024,8	Velika Britanija	313,2
Italija	2.451,8	Belgija	257,8
Švica	1.781,4	Švedska	185,4
Nizozemska	842,5	Finska	49,0
ECB	766,9	Irska	5,5
Španija	523,4	Luksemburg	2,4

Vir: World Official Gold Holdings Statistics (July 2003), 2003, str. 1-2.

Centralnim bankam podpisnicam sporazuma o zlatu so se » pridružile« še nekatere druge centralne banke in mednarodne finančne institucije, ki imajo med svojimi mednarodnimi denarnimi rezervami precejšen delež zlata, saj so se »neuradno zavezale«, da bodo sledile določbam omenjenega sporazuma. Med »neuradne zaveznice« sporazuma sodijo ZDA, Japonska, Mednarodni denarni sklad in Banka za mednarodne poravnave, ki so tržnim udeležencem naznanile, da nameravajo omenjeni sporazum spoštovati. Tudi Avstralija in Južnoafriška republika sta javno objavili, da v bližnji prihodnosti ne nameravata prodajati zlata. Zlato vseh teh držav in mednarodnih finančnih institucij predstavlja okoli 40% vsega monetarnega zlata, kar pomeni, da pod okvir določb omenjenega sporazuma v bistvu sodi okoli 85% vsega monetarnega zlata. Države nepodpisnice sporazuma imajo tako skupaj le približno 5.000 ton monetarnega zlata, kar je okoli 15% vsega monetarnega zlata. Med njimi izstopajo Tajvan, Rusija, Kitajska, Indija, Venezuela in Libanon (Spall, 2003, str. 19; Klapwijk, 2003, str. 8).

Slika 9: Delež vsega monetarnega zlata v rokah centralnih bank podpisnic sporazuma o zlatu, njihovih »neuradnih zaveznic« ter nepodpisnic omenjenega sporazuma (v %; podatki za maj 2003)



Vir: The Washington Agreement on Gold, 2002, str.2; World Official Gold Holdings Statistics (July 2003), 2003, str. 1-2.

Od sprejetja centralnobančnega sporazuma o zlatu pa do konca leta 2002 so države podpisnice prodale okoli 1.300 ton zlata, kar je 65% dovoljene kvote za prodajo v celotnem obdobju trajanja sporazuma. Tabela 9 prikazuje količino prodanega zlata centralnih bank posameznih držav podpisnic v obdobju od sprejetja sporazuma (septembra 1999) do konca leta 2002.

Tabela 9: Prodana količina zlata centralnih bank posameznih držav podpisnic sporazuma o zlatu v obdobju od septembra 1999 do decembra 2002 (v tonah)

Država	Količina zlata septembra 1999 (v tonah)	Količina zlata decembra 2002 (v tonah)	Prodana količina zlata v tem obdobju (v tonah)
Nemčija	3.469	3.446	23
Francija	3.025	3.025	-
Italija	2.452	2.452	-
Švica	2.590	1.917	673
Nizozemska	1.012	852	160
Portugalska	607	592	15
Španija	523	523	-
Avstrija	407	318	89
Velika Britanija	664	314	350
Belgija	258	258	-
Ostale	374	365	9
Skupaj	15.381	14.062	1.319

Vir: Klapwijk, 2003, str. 8; Gold in the Official Sector, No. 21, 2002, str. 4.

Iz tabele 9 je razvidno, da so bile med glavnimi »prodajalkami« zлата v obdobju od sprejetja sporazuma o zlatu pa do konca leta 2002 centralne banke Švice, Velike Britanije, Nizozemske in Avstrije. Glavni motiv za njihove prodaje je bil, doseči boljšo donosnost mednarodnih denarnih rezerv, s tem ko so prodano zlato zamenjale za valute, ki prinašajo višji donos kot zlato.

Da omenjeni sporazum dejansko omejuje nihanja cene zlata, dokazuje dejstvo, da je bila reakcija tržnih udeležencev na objavo namere nemške centralne banke v prvi polovici 2002 o prodaji določenega deleža zlata (seveda v okviru kvot, ki so določene v sporazumu) precej »nema«. Pred sprejetjem tega sporazuma bi bila reakcija tržnih udeležencev na takšno objavo najverjetneje oster padec cene zlata, saj bi okrepila strah pred nadaljnjimi prodajami centralnobančnega zlata. Tokrat pa je bil padec cene zlata izredno blag, saj je v prvih dveh dneh po objavi dosegel le višino petih dolarjev, nato pa se je cena dvignila na raven pred tem (vir: Reuters; Gold in the Official Sector, No. 20, 2002, str. 5).

Analitiki že proučujejo različne scenarije o tem, kaj bi se utegnilo zgoditi po letu 2004, ko omenjeni sporazum ne bo več v veljavi, pri čemer jih večina kot najbolj verjetno navaja podaljšanje sporazuma z določenimi spremembami, med katerimi se omenja še večja omejitev prodaje zlata in vključitev drugih, predvsem neevropskih držav podpisnic. Če se bodo njihove napovedi izpolnile in če upoštevamo glavne razloge, ki govorijo v prid zlatih imetij v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank, kot so npr. varnost, razpršitev naložb in likvidnost, potem bo zlato še naprej ohranjalo pomemben delež v globalnih mednarodnih denarnih rezervah.

### **4.3. Zlato v Evrosistemu**

Evrosistem sestavljajo Evropska centralna banka (ECB) in nacionalne centralne banke dvanajstih držav<sup>17</sup> članic, ki so leta 1999 v skladu z Maastrichtskim sporazumom, sprejetim leta 1992, vstopile v Evropsko ekonomsko in monetarno unijo (EMU). Po količini monetarnega zlata, ki ga poseduje, je Evrosistem »prekosil« ZDA in tako postal največji imetnik monetarnega zlata na svetu.

Ob ustanovitvi EMU (Grčija leta 1999 še ni bila članica) je bila vrednost zlatih rezerv v okviru Evrosistema ocenjena na 99,6 milijard evrov. Za izračun te ocene

---

<sup>17</sup> Države članice EMU so naslednje: Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija (vstopila z letom 2001), Italija, Irska, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija.

je bila vzeta osnova 246,37 evrov za unčo zlata, ki je bila izračunana glede na dopoldansko ceno zlata, določeno v Londonu 31. decembra leta 1998 (287,45 dolarjev za unčo zlata), ter glede na takratni tečaj EUR/USD. Začetna vrednost zlata v Evrosistemu je ustrezala 404,3 milijonom unčam zlata oziroma 12.574 tonam zlata, kar je več kot tretjina vsega zlata na svetu, ki je v rokah centralnih bank in mednarodnih finančnih institucij (Euroland – the World's Largest Gold Holder, 2002).

Začetna vrednost vseh ostalih deviznih rezerv (brez zlata) v Evrosistemu je znašala 227,4 milijarde evrov, se pravi, da je delež zlata dosegel okoli 35% v celotnih mednarodnih denarnih rezervah v EMU, kar je precej manj od deleža zlata v mednarodnih denarnih rezervah ZDA, ki je takrat znašal okoli 53% (Euroland – the World's Largest Gold Holder, 2002).

Centralne banke držav, ki so leta 1999 vstopile v EMU (takrat še brez Grčije), so morale v skladu s statutom ECB<sup>18</sup> prenesti okoli 39,5 milijard evrov svojih deviznih rezerv vključno z zlatom na ECB. Pri tem je delež zlata, ki so ga države članice EMU prenesle na ECB, znašal 15% (5,9 milijard evrov), kar je bilo enako 747 tonam zlata (Euroland – the World's Largest Gold Holder, 2002). V tabeli 10 je prikazano, kakšne so bile spremembe v količini zlata centralnih bank držav članic Evropske unije z nastankom EMU.

---

<sup>18</sup> Statut ECB določa, da morajo centralne banke držav ob vstopu v EMU prenesti na ECB določen delež svojih deviznih rezerv (gotovina ali določeni vrednostni papirji, denominirani v dolarjih ali jenih, ter zlato v trgovalni obliki (*London Good Delivery Bars*) (European Central Bank, 2000, str. 3). Osnovo za to, koliko svojih deviznih rezerv so posamezne države prenesle na ECB, predstavlja t.i. ključ, ki se izračuna na podlagi vrednosti BDP in števila prebivalcev v posameznih državah.



Tabela 10: Spremembe v zlatih rezervah držav članic Evropske unije z nastankom EMU (01. januarja 1999) (podatki v tonah zlata)

(v tonah zlata)	Imetja zlata pred nastankom EMU**	Zlato, prenešeno na ECB	Ostalo zlato v posameznih državah
EMI*	2.712	0	0
ECB	0	747	747
<b>Države EMU</b>			
Avstrija	369	-22	408
Belgija	237	-27	269
Finska	50	-13	49
Francija	2.547	-159	3.024
Irska	11	-8	6
Italija	2.074	-141	2.452
Luksemburg	7	-1	8
Nemčija	2.960	-232	3.469
Nizozemska	842	-41	1.012
Portugalska	500	-18	607
Španija	486	-84	524
<b>Skupaj države EMU</b>	<b>10.084</b>	<b>-747</b>	<b>12.574</b>
<b>Države EU, ki niso v EMU</b>			
Danska	53	/	67
Grčija	113	/	141
Švedska	147	/	184
Velika Britanija	572	/	716
<b>Skupaj države EU, ki niso v EMU</b>	<b>885</b>	<b>/</b>	<b>1.106</b>
<b>Skupaj države EU</b>	<b>13.681</b>	<b>0</b>	<b>13.681</b>

\* EMI je Evropski monetarni institut, predhodnik Evropske centralne banke (ECB). Z ustanovitvijo ECB je EMI prenehal obstajati.

\*\* Podatki o imetjih zlata v posameznih državah pred nastankom EMU ne vključujejo deponiranega zlata teh držav pri EMI.

Vir: Changes in EU Gold Holdings, 2000, str. 1-2.

Zlate in devizne rezerve centralnih bank držav članic EMU so sicer dejansko ostale pri njih, vendar pa je potrebno poudariti, da glede na določbe Maastrichtskega sporazuma pripadajo Evropski centralni banki. Posamične centralne banke morajo pač ta del deviznih rezerv upravljati same v imenu Evropske centralne banke. Maastrichtski sporazum tudi določa, da mora vse transakcije deviznih rezerv nad določeno vrednostjo odobriti Evropska centralna banka, ki s tem preprečuje morebitna »prevelika« nihanja na finančnih trgih. V tabeli 11 je prikazano, koliko deviznih (denominiranih v dolarjih in jenih) in zlatih rezerv so morale posamezne centralne banke držav članic EMU prenesti na ECB.

Tabela 11: Vrednost prenešenih deviznih rezerv (denominiranih v dolarjih in jeni) in zlata posameznih centralnih bank držav članic EMU na ECB na 1. januar 1999\* (podatki so preračunani v evre)

(v evrih)	Ključ za prenos (v %)	Devizne rezerve v dolarjih in jeni	Zlato	Skupaj devizne rezerve in zlato
Avstrija	2,3594	1.002.745.000	176.955.000	1.179.700.000
Belgija	2,8658	1.217.965.000	214.935.000	1.432.900.000
Finska	1,3970	593.725.000	104.775.000	698.500.000
Francija	16,8337	7.154.322.500	1.262.527.500	8.416.850.000
Irska	0,8496	361.080.000	63.720.000	424.800.000
Italija	14,8950	6.330.375.000	1.117.125.000	7.447.500.000
Luksemburg	0,1492	63.410.000	11.190.000	74.600.000
Nemčija	24,4935	10.409.737.500	1.837.012.500	12.246.750.000
Nizozemska	4,2780	1.818.150.000	320.850.000	2.139.000.000
Portugalska	1,9232	817.360.000	144.240.000	961.600.000
Španija	8,8935	3.779.737.500	667.012.500	4.446.750.000
<b>Skupaj</b>	<b>78,9379**</b>	<b>33.548.607.500</b>	<b>5.920.342.500</b>	<b>39.468.950.000</b>

\* V tabeli niso zajeti podatki o vrednosti prenešenih deviznih in zlatih rezerv grške centralne banke na ECB, saj je Grčija vstopila v EMU šele leta 2001. Ključ, na podlagi katerega se je izračunala vrednost rezerv, ki jih je morala grška centralna banka prenesti na ECB, znaša 2,0564%, vrednost skupnih prenešenih rezerv pa tako 1.028.200.000 evrov (od tega je 873.970.000 evrov v dolarjskih in jenskih rezervah, 154.230.000 evrov pa v zlatih rezervah) (Changes in EU Gold Holdings, 2000, str. 3).

\*\* Ob upoštevanju ključev centralnih bank držav EU, ki leta 1999 (še) niso vstopile v EMU, bi skupni seštevek znašal 100%. Ključi centralnih bank omenjenih držav so naslednji: Danska (1,6709%), Grčija (2,0564%), Švedska (2,6537%), Velika Britanija (14,6811%) (Changes in EU Gold Holdings, 2000, str. 3).

Vir: European Central Bank, 2000a, str. 4.

Kot je razvidno iz tabele 11, predstavlja prenešena vrednost zlata posameznih držav na ECB 15% vrednosti vseh prenešenih mednarodnih denarnih rezerv posameznih držav ( $(5.920.342.500 \text{ EUR} / 39.468.950.000 \text{ EUR}) \times 100 = 15\%$ ).

Imetja v zlatu, ki jih imajo centralne banke Evrosistema (vključno z ECB), so v maju 2003 dosegla višino okoli 12.324 ton, kar predstavlja okoli 37% mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema. Največji delež zlata (70%) so prispevale Nemčija, Francija in Italija (World Official Gold Holdings Statistics (July 2003), 2003, str. 1-2). Centralne banke teh treh držav imajo močan pozitiven odnos do zlata v njihovih rezervah. Nanj namreč gledajo kot na nekaj tradicionalnega, kar je eden izmed razlogov, da bo zlato najverjetneje ostalo del mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema tudi v prihodnosti. Glede na to, da je bil septembra leta 1999 sprejet centralnobančni sporazum o zlatu, ki so ga podpisale vse centralne banke članice

Evrosistema, ni strahu, da bi v bližnji prihodnosti prišlo do velikih odprodaj zlatih rezerv s strani teh centralnih bank. Prav tako se denarne oblasti v Evrosistemu z namenom zgraditi in ohranjati zaupanje v novo skupno evropsko valuto (evro) niso odločale (in se v bližnji prihodnosti tudi najverjetneje ne bodo) za kakršnekoli spremembe v upravljanju mednarodnih denarnih rezerv, ki bi lahko ogrozile stabilnost evra. Med takšne spremembe bi lahko sodile tudi odprodaje večjega deleža zlata. Mnogi analitiki so mnenja, da imajo zlate rezerve pozitiven vpliv na zaupanje posameznikov v valute posameznih držav, zato bi s tega vidika lahko imetja v zlatu pri ECB pomagala vzbuditi zaupanje v skupno evropsko valuto.

#### **4.4. Zlato Mednarodnega denarnega sklada**

Mednarodni denarni sklad je nastal julija 1944 na konferenci v Bretton Woodsu (New Hampshire, ZDA), ko je 44 držav, ki je sodelovalo na tej konferenci, dogovorilo člene Sporazuma o Mednarodnem denarnem skladu. Ustanovljen je bil z namenom, da (Articles of Agreement of the International Monetary Fund, 2003):

- razvija mednarodno sodelovanje na monetarnem področju;
- omogoča širjenje in uravnotežen razvoj mednarodne trgovine;
- podpira stabilnost deviznih tečajev;
- pomaga pri vzpostavljanju multilateralnega plačilnega sistema;
- pod določenimi pogoji daje svoja sredstva začasno na razpolago državam članicam v plačilnobilančnih težavah;
- skrajša trajanje in zmanjša stopnje plačilnobilančnih neravnovesij držav članic.

Medtem ko se naštetimi nameni, zaradi katerih je bil Mednarodni denarni sklad ustanovljen, doslej niso spremenili, pa so se morale spreminjati operacije Mednarodnega sklada (nadzor, finančna podpora, tehnična podpora), da so se prilagodile spreminjajočim se potrebam držav članic v razvoju svetovnega gospodarstva. Države članice morajo v Mednarodni denarni sklad prispevati sredstva, katerih velikost je določena na podlagi kvot. Velikost kvote je določena glede na relativni ekonomski položaj posamezne države članice v svetovnem gospodarstvu. Med glavnimi gospodarskimi kazalci, ki označujejo ekonomski položaj države, se upoštevajo predvsem velikost BDP, tekoči račun plačilne bilance in mednarodne denarne rezerve. Največ 25 % kvote morajo države članice vplačati v t.i. rezervnih valutah (ameriški dolar, evro, jen, britanski funt) ali v SDR (do leta 1976 je bil ta del kvote lahko vplačan tudi v zlatu), kar predstavlja zlato oziroma rezervno tranšo. Ostalih 75 % kvote (kreditna tranša) pa države članice vplačajo v svojih nacionalnih valutah. Velikost kvote določa število glasov države pri glasovanjih na skupščinah Mednarodnega denarnega sklada ter obseg

sredstev, ki jih lahko država dobi od Mednarodnega denarnega sklada. Sredstva v višini rezervne tranše lahko država dobi brezpogojno, zato se sredstva neizkoriščene rezervne tranše lahko štejejo k mednarodnim denarnim rezervam. Sredstva v višini kreditnih tranš pa lahko države dobijo pod določenimi pogoji, ki se čedalje bolj zaostrojujejo. Pri sredstvih, ki jih Mednarodni denarni sklad daje državam članicam, gre formalno gledano za to, da dobi država pravico do nakupa tujega denarja z nacionalno valuto, sredstva pa se nato vračajo z odkupom nacionalne valute s tujo valuto (Ware, 2001, str. 22-23).

Mednarodni denarni sklad je glede na količino monetarnega zlata, ki ga ima, na tretjem mestu (za ZDA in Nemčijo), saj ta znaša okoli 3.217 ton oziroma okoli 103 milijone unč (podatek za maj 2003; World Official Gold Holdings Statistics (July 2003), 2003, str. 1). V bilanci stanja Mednarodnega denarnega sklada je zlato vrednoteno na podlagi historičnih cen v SDR, tako njegova vrednost znaša 5,9 milijard SDR. Pri uporabi zlata pa je Mednarodni denarni sklad zelo omejen. Ena izmed omejitev je ta, da zlata ne sme uporabljati za financiranje novih posojil. Posojilna moč Mednarodnega denarnega sklada obsega namreč le sredstva v rezervnih valutah in SDR finančno stabilnih držav članic (Ware, 2001, str. 9).

Do aprila 1978, ko je bil sprejet drugi amandma k členom Sporazuma o Mednarodnem denarnem skladu, je imelo zlato v mednarodnem denarnem sistemu tako rekoč glavno vlogo. Kasneje zlato ni imelo več glavne vloge, kljub temu pa je ostalo pomemben sestavni del mednarodnih denarnih rezerv držav kot tudi Mednarodnega denarnega sklada (Gold in the IMF, 2003).

Kakršnekoli transakcije Mednarodnega denarnega sklada v zlatu mora odobriti 85% celotne volilne moči, ki jo predstavljajo države članice. Med dovoljenimi transakcijami v zlatu, ki jih lahko izvaja Mednarodni denarni sklad, so (Gold in the IMF, 2003):

- prodaja zlata po trenutnih tržnih cenah,
- sprejem zlata od države članice po trenutnih tržnih cenah, s čimer se ustrezno zmanjšajo obveznosti te države članice do Mednarodnega denarnega sklada.

Mednarodni denarni sklad ostalih transakcij v zlatu, med katere med drugim lahko sodijo posojila v zlatu, najemi zlata, zamenjave v zlatu, uporaba zlata kot zavarovanja (jamstvo) pri določenih finančnih instrumentih ter nakupi zlata, ne more izvajati.

Svoja imetja v zlatu je Mednarodni denarni sklad pridobil skladno s prvotnimi člani Sporazuma o Mednarodnem denarnem skladu, in sicer na štiri različne načine (Gold in the IMF, 2003):

- prispevki držav članic: prvotni člani Sporazuma o Mednarodnem denarnem skladu so predpisovali, da države članice prispevajo 25% kvote v zlatu. Na ta način je Mednarodni denarni sklad pridobil največ svojega zlata;
- plačila stroškov: prvotno so se vsi stroški, ki jih je Mednarodni denarni sklad zaračunal državam članicam za dodeljena posojila, plačevali v zlatu;
- odplačila posojil: glede na prvotna določila so lahko države članice pridobljena posojila s strani Mednarodnega denarnega sklada odplačale tudi z zlatom;
- nakupi: država članica, ki je želela pridobiti valuto neke druge države, je glede na prvotna določila to lahko storila s prodajo zlata Mednarodnemu denarnemu skladu. Tak primer je predstavljala prodaja zlata Mednarodnemu denarnemu skladu s strani Južnoafriške republike v letih 1970-71.

Drugi amandma k členom Sporazuma o Mednarodnem denarnem skladu, ki je vstopil v veljavo aprila 1978, je odpravil vlogo zlata kot skupnega imenovalca v povojnem mednarodnem denarnem sistemu ter kot osnovo vrednosti SDR. Poleg tega je bila razveljavljena uradna cena za zlato, ukinjena pa je bila tudi obveznost uporabe zlata v transakcijah med Mednarodnim denarnim skladom in njegovimi članicami.

Trenutna politika Mednarodnega denarnega sklada glede zlata temelji na naslednjih načelih (Ware, 2001, str. 11; Gold in the IMF, 2003):

- Vrednost zlata v bilanci stanja Mednarodnega denarnega sklada je zaradi vrednotenja z uporabo preteklih cen podcenjena, kar pa v bistvu zagotavlja stabilnost in ne napihuje vrednosti zlata v bilanci stanja. Transakcije v zlatu ne smejo oslabiti splošne finančne stabilnosti Mednarodnega denarnega sklada.
- Rezerve v zlatu zagotavljajo Mednarodnemu denarnemu skladu ustrezen manevrski prostor za izvajanje operacij, in sicer z vidika ustrezne uporabe virov kot tudi z vidika ustvarjanja večjega zaupanja v Mednarodni denarni sklad.
- Mednarodni denarni sklad bo tudi v prihodnosti vzdrževal relativno visok delež zlata v svojih sredstvih, tako iz varnostnih razlogov kot tudi za kritje nepredvidljivih stroškov.
- Mednarodni denarni sklad je glede na to, da je na tretjem mestu po količini zlata, ki ga ima, odgovoren za vzdrževanje stabilnosti delovanja trga zlata.

V nadaljevanju so naštetе pomembnejše transakcije Mednarodnega denarnega sklada v zlatu. V okviru prvotnih določil Sporazuma o Mednarodnem denarnem skladu je do zmanjševanja imetij v zlatu pri Mednarodnem denarnem skladu prihajalo zaradi prodaje zlata v zameno za devizne rezerve v ostalih valutah predvsem zaradi plačevanja povračil in obresti. Takšne prodaje zlata so bile naslednje (Gold in the IMF, 2003; Gold in the Official Sector, No. 12, 2000, str. 4):

- V letih od 1957 do 1970 je Mednarodni denarni sklad večkrat prodajal zlato z namenom povečati delež deviznih rezerv v svojih imetjih.
- V zgodnjih sedemdesetih letih je Mednarodni denarni sklad prodal zlato, ki ga je kupil od Južnoafriške republike, ki je potrebovala določeno valuto. Prav tako je odprodal imetja v zlatu, ki so jih vplačale določene države članice zaradi povišanja njihovih kvot pri Mednarodnem denarnem skladu.
- V letih od 1956 do 1972 je Mednarodni denarni sklad z namenom povečati prihodke prodajal zlato v ZDA v zameno za dolarje, ki jih je nato vlagal v ameriške državne obveznice. V zgodnjih sedemdesetih letih pa je Mednarodni denarni sklad zlato zopet odkupil od ZDA.
- V letih od 1976 do 1980 je Mednarodni denarni sklad prodal približno tretjino svojega takrat obstoječega zlata (50 milijonov unč zlata), kar je bila posledica sporazuma njegovih držav članic, katerega glavni namen je bil zmanjšati vlogo zlata v mednarodnem denarnem sistemu. Polovica tega zlata je bila prodana državam članicam po takratni uradni ceni 35 SDR za unčo zlata, druga polovica pa je bila v okviru avkcij prodana na trgu z namenom financirati določen sklad, v okviru katerega je Mednarodni denarni sklad dajal posojila manj razvitim državam.
- V okviru sprejetega programa za pomoč visoko zadolženim revnim državam (*Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative*) je Mednarodni denarni sklad decembra 1999 z namenom nuditi finančno pomoč tem državam prodal okoli 14 milijonov unč zlata.

#### **4.5. Zlato Banke za mednarodne poravnave**

Banka za mednarodne poravnave (BIS – Bank for International Settlements) je bila ustanovljena leta 1930 v Baslu (Švici) in je tako najstarejša mednarodna finančna institucija. Je v lasti 50 centralnih bank, tako iz industrializiranih držav kot tudi iz razvijajočega se sveta. Nekateri jo opisujejo kot centralno banko centralnih bank, pri čemer seveda za razliko od centralnih bank posameznih držav Banka za mednarodne poravnave ne izdaja denarja. Glavna naloga Banke za mednarodne poravnave je pospeševanje mednarodnega centralnobančnega sodelovanja, poleg tega pa centralnim bankam nudi tudi različne finančne instrumente ter v imenu posameznih centralnih bank opravlja različne transakcije v deviznih rezervah in

zlatu. Poleg tega pa nudi centralnim bankam tudi finančno pomoč v skrajni sili (Panizzutti, 2001, str. 4).

Zlato ima v bilanci stanja Banke za mednarodne poravnave dve vlogi. Prva je simbolična - v smislu, da Banka svoje bilance in račune še vedno izkazuje v valuti zlatih frankov. Zlati frank je bil uradna švicarska valuta v času ustanovitve Banke za mednarodne poravnave. Nekaj let kasneje je Švica sledila večini ostalih držav na svetu in prekinila vezavo svoje valute na zlato, kar pa ni veljalo za Banko za mednarodne poravnave, ki je nadaljevala z vodenjem svojih računov v zlatih frankih. En zlati frank ustreza 0,29032258 gramov čistega zlata. Od leta 1979 pa Banka za Mednarodne poravnave uporablja naslednji fiksni razmerji za vrednotenje: en zlati frank je enak 1,94 USD ter ena unča zlata je vredna 208 USD. Banka za mednarodne poravnave torej vrednosti svojih približno 192 ton zlata po fiksni ceni 208 USD za unčo zlata, kar znaša približno 661,8 milijona zlatih frankov oziroma 1,3 milijarde dolarjev. Terjatve in obveznosti v vseh ostalih valutah se preračunavajo v zlate franke na osnovi njihovih veljavnih tržnih vrednosti proti USD (Panizzutti, 2001, str. 4).

Druga vloga, ki jo ima zlato pri Banki za mednarodne poravnave, pa je vloga dejanskega imetja zlata v portfelju njenih sredstev. Banka pa poleg tega, da upravlja z zlatom za svoj račun, nudi tudi vrsto storitev upravljanja z zlatom za svoje stranke (centralne banke). Med te storitve sodijo finančno posredovanje pri transakcijah z zlatom, nakupi in prodaje zlata, sprejemanje zlata kot depozitno naložbo, organizacija prenosa zlata na »pravo« lokacijo (zamenjava lokacije) in s tem omogočanje centralnim bankam doseganje donosa na svoja imetja v zlatu.

#### **4.6. Zlato Banke Slovenije**

Mednarodne denarne rezerve centralne banke Slovenije so opredeljene kot imetja Banke Slovenije v tujini, kamor sodijo:

- tuja gotovina in devizno imetje v tujini,
- monetarno zlato,
- rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu,
- posebne pravice črpanja (SDR) pri Mednarodnem denarnem skladu in
- prvovrstni vrednostni papirji tujih izdajateljev v lasti Banke Slovenije.

Banka Slovenije pred letom 2001 praktično ni imela monetarnega zlata. Količina zlata v trezorju Banke Slovenije je namreč vse do junija 2001 znašala 0,1 milijona dolarjev. Ob tem je treba poudariti, da to zlato ni bilo v standardni trgovalni obliki,

ki bi omogočala pridobivanje donosa v naložbah tega zlata v finančne instrumente na trgu.

Junija 2001 pa je Banka Slovenije na račun pri Banki za mednarodne poravnave prejela iz naslova delitve premoženja nekdanje Narodne Banke Jugoslavije (NBJ) pripadajoči delež rezerv v zlatu, kar je znašalo približno 7,5 ton oziroma približno 240.000 unč zlata. V tabeli 12 je prikazano, kolikšne deleže zlata bivše Narodne Banke Jugoslavije so dobile posamezne centralne banke naslednice.

Tabela 12: Količina zlata bivše Narodne Banke Jugoslavije ter pripadajoči deleži tega zlata posameznih držav (oziroma njihovih centralnih bank (CB)) naslednic

NBJ	CB BiH	CB Hrvaške	CB Makedonije	CB Srbije in Črne Gore	CB Slovenije
ok. 1,481 mio unč zlata	13,20%	28,49%	5,40%	36,52%	16,39%

Vir: Interno gradivo Banke Slovenije.

Banka Slovenije je imela takrat, ko je prejela zlate rezerve, več možnosti glede tega, kaj narediti z njimi. Med poglavitnimi so bile naslednje:

- zlato obdrži med svojimi mednarodnimi denarnimi rezervami in z njim aktivno upravlja;
- zlato obdrži z namenom zavarovanja (zastave) pri kreditnih linijah;
- zlato proda in dobljeni znesek investira v bolj donosne valute.

Banka Slovenije se je takrat odločila, da bo prejeto zlato obdržala v svojih deviznih rezervah in z njim pričela aktivno upravljati<sup>19</sup>. Dovoljena finančna instrumenta, v katera Banka Slovenije lahko nalaga svoje zlato, sta depozit in valutna zamenjava.

To zlato je bilo v standardni trgovanjski obliki, vendar na računih na različnih lokacijah. Glede na to, da je londonski trg zlata najbolj razvit, najbolj likviden ter da omogoča trgovanje z najnižjimi transakcijskimi stroški (ker ima večina bank svoje zlato na londonskem trgu), je bilo za Banko Slovenije smiselno prenesti oziroma preknjižiti svoja imetja v zlatu na račun v Londonu.

V dveh letih od prejetja zlata se je izkazalo, da odločitev o tem, da Banka Slovenije obdrži zlato in ga ne proda, »ni škodovala« njenemu portfelju

---

<sup>19</sup> Hrvaška centralna banka pa se je takrat odločila, da pripadajočega zlata iz naslova delitve premoženja nekdanje Narodne Banke Jugoslavije ne bo obdržala, zato ga je prodala.



mednarodnih denarnih rezerv, kar se tiče vrednosti. Cena zlata je namreč od junija 2001 do junija 2003 porasla kar za 28% (od 270,60 dolarjev za unčo do 346,15 dolarjev za unčo; vir: Reuters). Vrednost portfelja Banke Slovenije v zlatu je tako junija 2001 znašala 65,7 milijonov dolarjev, junija 2003 pa že 84 milijonov dolarjev. Delež zlata v mednarodnih denarnih rezervah Banke Slovenije je konec junija 2003 znašal 1,06%. V tabeli 13 so prikazane vrednosti posameznih delov mednarodnih denarnih rezerv Banke Slovenije konec junija 2001, ko je dobila zlato, in konec junija 2003.

Tabela 13: Vrednost posameznih delov mednarodnih denarnih rezerv Banke Slovenije konec junija 2001 in konec junija 2003 (v milijonih USD)

(v mio USD)	Zlato	SDR	Rezervna tranša	Devizne rezerve	Skupaj
<b>30.06.2001</b>	65,7	4,3	81,1	3.473,1	3.624,2
<b>30.06.2003</b>	84,0	7,9	126,7	7.733,2	7.951,9

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2003, str. 68.

Kljub porastu vrednosti zlata pa je treba poudariti, da se donos v zlatu ne more primerjati z donosi drugih valut, ki bi bile lahko namesto zlata prisotne v mednarodnih denarnih rezervah Banke Slovenije. Kot je bilo prikazano v podpoglavju 3.5., so obrestne mere na depozite v zlatu namreč precej nižje od obrestnih mer na naložbe v dolarjih ali evrih. V nadaljevanju so izračunani oportunitetni stroški (v smislu izgube donosa), ki jih je Banka Slovenije »utrpela« od junija 2001 do decembra 2003 v primeru naložb v šestmesečne depozite, ker je obdržala zlato in ga ni prodala za kakšno drugo, bolj donosno valuto (v primeru bo prikazan dolar). Izračun se bo nanašal na primer iz podpoglavja 3.5., iz katerega so tudi vzeti podatki o obrestnih merah za 6-mesečne depozite (180 dni) in o ceni zlata. V izračunu bo uporabljenih 240.000 unč zlata, kar je približno enako količini zlata, ki jo je Banka Slovenije junija 2001 prejela.

#### Izračun oportunitetnih stroškov depozitov v zlatu, namesto v dolarjih za Banko Slovenije:

##### oportunitetni strošek prvega depozita v zlatu (od junija 2001 do decembra 2001):

obresti prvega depozita v zlatu:

$$240.000 \text{ unč} \times 1,75\% \times 180/360 \times 270,60 \text{ USD/unčo} = 568.260,00 \text{ USD}$$

obresti prvega dolarskega depozita:

$$64.944.000 \text{ USD} \times 3,78\% \times 180/360 = 1.227.441,60 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek: 659.181,60 USD

oportunitetni strošek drugega depozita v zlatu (od decembra 2001 do junija 2002):

obresti drugega depozita v zlatu:

$$240.000 \text{ unč} \times 0,99\% \times 180/360 \times 278,70 \text{ USD/unčo} = 331.095,60 \text{ USD}$$

obresti drugega dolarskega depozita:

$$64.944.000 \text{ USD} \times 1,91\% \times 180/360 = 620.215,20 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 289.119,60 USD

oportunitetni strošek tretjega depozita v zlatu (od junija 2002 do decembra 2002):

obresti tretjega depozita v zlatu:

$$240.000 \text{ unč} \times 0,41\% \times 180/360 \times 314,25 \text{ USD/unčo} = 154.611,00 \text{ USD}$$

obresti tretjega dolarskega depozita:

$$64.944.000 \text{ USD} \times 1,91\% \times 180/360 = 620.215,20 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 465.604,20 USD

oportunitetni strošek četrtega depozita v zlatu (od decembra 2002 do junija 2003):

obresti četrtega depozita v zlatu:

$$240.000 \text{ unč} \times 0,42\% \times 180/360 \times 346,70 \text{ USD/unčo} = 174.736,80 \text{ USD}$$

obresti četrtega dolarskega depozita:

$$64.944.000 \text{ USD} \times 1,32\% \times 180/360 = 428.630,40 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 253.893,60 USD

oportunitetni strošek petega depozita v zlatu (od junija 2003 do decembra 2003):

obresti petega depozita v zlatu:

$$240.000 \text{ unč} \times 0,23\% \times 180/360 \times 346,15 \text{ USD/unčo} = 95.537,40 \text{ USD}$$

obresti petega dolarskega depozita:

$$64.944.000 \text{ USD} \times 1,06\% \times 180/360 = 344.203,20 \text{ USD}$$

oportunitetni strošek : 248.665,80 USD

Skupni oportunitetni strošek: 1.916.464,80 USD

V danem obdobju bi Banka Slovenije lahko zaslužila malo manj kot 2 milijona dolarjev več, če bi že na začetku prodala vse zlato za dolarje in te dolarje naložila, na primer v 6-mesečne depozite, saj so obrestne mere v dolarjih višje od tistih na zlato.

Seveda pa ne gre spregledati pozitivnih lastnosti zlata v portfelju mednarodnih denarnih rezerv, kot so zagotavljanje varnosti, boljša razpršitev portfelja, ki so v primeru Banke Slovenije očitno prevladali, da se je odločila obdržati zlato.

#### **4.7. Današnja vloga zlata v mednarodnih denarnih rezervah**

Zlato se je v mednarodnih denarnih rezervah obdržalo vse do danes in mnogi analitiki napovedujejo, da naj bi tako ostalo tudi v prihodnje, čeprav njegova vloga nikakor ni in ne bo centralna, tako kot je bila v času zlate valute. Pravzaprav se je »uradna« vloga zlata v mednarodnem denarnem sistemu končala v sedemdesetih letih 20. stoletja, ko je večina držav prešla na sistem drsečih deviznih tečajev, v katerem praktično ni potrebe po rezervah v zlatu (The Royal Bank of Scotland, 2003, str. 227).

Vprašanje je torej, ali ima zlato v današnjem času sploh kakšno vlogo v mednarodnih denarnih rezervah. Mnenja analitikov glede tega so zelo različna. Nekateri zagovarjajo stališče, da zlato ni več potrebno v mednarodnih denarnih rezervah, zato bi centralne banke, ki si želijo optimizirati donosnost svojih mednarodnih denarnih rezerv, ob zagotavljeni določeni stopnji varnosti in likvidnosti morale namesto zlata poseči po bolj donosnih rezervnih valutah. Drugi zagovarjajo stališče, da je na to zadevo potrebno gledati dolgoročno, namreč ni znano, kakšen mednarodni denarni sistem in kakšne gospodarske razmere bo prinesla prihodnost, zato bi morale centralne banke zaradi zagotavljanja varnosti in stabilnosti njihovih mednarodnih denarnih rezerv skrbeti, da so le-te razpršene med različne valute in zlato. Zlato torej predstavlja t.i. likvidne surovinske rezerve, obenem pa edino obliko mednarodnih denarnih rezerv, ki dejansko ni valuta (Mundell, 2000, str. 6). Danes je torej potrebno gledati na zlato s strateškega vidika, torej predvsem v tem smislu, da so centralne banke s tem, ko ga imajo med svojimi mednarodnimi denarnimi rezervami, bolje zavarovane pred neugodnimi razmerami na svetovnih finančnih trgih, kot tiste, ki zlata nimajo.

V naslednjih dveh razdelkih so predstavljeni glavni razlogi, ki jih navajajo zagovorniki zlata in nasprotniki tega, da je zlato v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank.

##### *4.7.1. Razlogi za zlato v mednarodnih denarnih rezervah*

Nekateri izmed razlogov, ki pojasnjujejo, zakaj imajo centralne banke mednarodne denarne rezerve tudi v zlatu, se skozi zgodovino niso spremenili, zato jim lahko rečemo tradicionalni razlogi. Ti govorijo o zlatu kot menjalnem sredstvu, katerega realna vrednost ostaja na dolgi rok bolj ali manj nespremenjena, in je odlično za zavarovanje pred inflacijo. Zlato predstavlja varno naložbo, ki ni pod neposrednim vplivom ekonomskih politik posameznih držav, zato pridobiva na pomenu predvsem v času kriznih razmer na svetovnih finančnih trgih in pešanja moči glavnih svetovnih gospodarskih velesil. Zlato poleg tega ni nikogaršnja obveznost

in nihče ga ne more »natisniti« tako kot papirnati denar. Zlato je odlično sredstvo za zavarovanje pred nepredvidenimi neugodnimi gospodarskimi (lahko tudi političnimi) zapleti. V ospredje pa prihajajo tudi drugi, t.i. investicijski motivi za imetje zlata v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank, ki izpostavljajo boljšo razpršenost naložbenih portfeljev, visoko likvidnost zlata kot plačilnega sredstva ter primerljivo donosnost naložb v zlato z donosnostjo nekaterih deviznih naložb (na primer tistih, denominiranih v japonskih jenih). V nadaljevanju so podrobneje opisani najpomembnejši razlogi, zaradi katerih se centralne banke odločajo imeti del svojih mednarodnih denarnih rezerv tudi v zlato.

### Razpršenost naložb

Pri upravljanju mednarodnih denarnih rezerv sledijo centralne banke trem ciljem v naslednjem vrstnem redu: varnost, likvidnost, donosnost. Varnost naložb je torej na prvem mestu. Z namenom, da bi zagotovile čim boljšo varnost svojih naložb, morajo le-te ustrezno razpršiti, tako med različne izdajatelje finančnih instrumentov kot tudi med različne finančne instrumente in valute. S tega vidika je za centralno banko smiselno, da ima del svojih mednarodnih denarnih rezerv tudi v zlato. Namen razpršenosti portfelja mednarodnih denarnih rezerv je zaščita pred nihanjem vrednosti posameznih valut, npr. vrednost dolarja, evra, kot tudi zaščita pred nihanjem vrednosti posameznih naložb, npr. naložb v delnice in obveznice v tem portfelju. Zlato zato predstavlja odlično sredstvo za razpršitev portfelja, saj je njegova posebnost negativna korelacija z gibanjem cen delnic (in v določenih razmerah tudi obveznic), prav tako pa je gibanje cene zlata v močni negativni korelaciji z gibanjem vrednosti dolarja. Naložbe v zlato lahko torej zmanjšajo volatilnost oziroma tveganje spremembe vrednosti celotnega naložbenega portfelja.

### Ekonomska varnost

Mednarodne denarne rezerve države so v tuji valuti denominirane terjatve do tujih držav in tujih institucij (npr. do nadnacionalnih institucij, bank), zato so med drugim izpostavljene tudi tveganju spremembe (znižanja) vrednosti valut posameznih držav. Zlato pa ima to posebno lastnost, da centralne banke, ki ga imajo med svojimi mednarodnimi denarnimi rezervami, nimajo terjatev do posameznih držav in zato niso izpostavljene spremembam njihovih ekonomskih politik, ki bi morebiti lahko vplivale na spremembo (znižanje) vrednosti njihovih valut, kar bi znižalo vrednost mednarodnih denarnih rezerv centralnih bank v teh valutah. Ekonomske politike (tako denarne kot fiskalne) posameznih držav torej nimajo neposrednega vpliva na vrednost zlata. Naložbe v zlato veljajo za varne naložbe, kar še posebej prihaja do izraza v kriznih razmerah na svetovnih finančnih trgih, ko investitorji izgubijo zaupanje v posamezne države in njihove valute.

### Likvidnost in jamstvo

Zlato sodi med zelo likvidna finančna sredstva, saj ga je možno prodati za katerokoli izmed glavnih svetovnih valut kadarkoli in na kateremkoli izmed svetovnih finančnih centrov, med katere sodijo London, New York, Zurich, Tokyo in Sidney. Razmik med prodajno in nakupno ceno za zlato (npr. 342,80/3,50) pa je v primerjavi s kotacijami tečajev najbolj likvidnih valut oziroma deviznih tečajev, npr. EUR/USD (1,1185/88), precej višji. Prav tako je potrebno poudariti, da je najbolj likviden trg zlata v Londonu, poleg tega pa mora biti zlato v posebni standardni trgovalni obliki, da je mogoče z njim trgovati na finančnem trgu. Torej je likvidnost zlatih rezerv vendarle »omejena« oziroma opredeljena z določenimi pogoji. Zaradi dejstev, da je zlato dokaj likvidno, fizično neuničljivo sredstvo ter da njegova vrednost ni podvržena inflacijskim pritiskom posameznih držav, služi tudi kot dobro jamstvo za vračilo izposojenih sredstev.

### Zaupanje javnosti

Prisotnost zlata v mednarodnih denarnih rezervah vzbuja večje zaupanje javnosti. Slednje se lahko pozna tudi v boljši bonitetni oceni države, ki odraža, kakšnemu kreditnemu tveganju (tveganju nevrčila ali delnega vračila dolga te države) so investitorji v obveznice te države izpostavljeni. Investitorji so namreč z naložbami v finančne instrumente, katerih izdajateljica je država z višjo bonitetno oceno, izpostavljeni nižjemu kreditnemu tveganju, kot bi bili v primeru države z nižjo bonitetno oceno. Tisti investitorji, ki si želijo čim manj tveganih naložb (*risk averse*), bodo torej posegali po finančnih instrumentih z nižjim kreditnim tveganjem.

### Donos

Eden izmed razlogov za imetje zlata v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank je tudi donos. Donos naložb v zlato se sicer ne more primerjati z donosi, ki jih prinašajo naložbe v večini izmed glavnih svetovnih valut (npr. EUR, USD, GBP), zato nekateri analitiki navajajo ravno to nizko donosnost naložb v zlato kot razlog proti zlato v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank. Po drugi strani pa vendarle ne gre spregledati dejstva, da je donosnost naložb v zlato višja v primerjavi z donosi v japonskih jeni denominiranih naložb. Prav tako je treba poudariti, da so oportunitetni stroški imetja zlata v okolju, kjer je prisoten trend globalnega rahljanja denarnih politik (nižanja obrestnih mer), vse nižji.

### Zavarovanje, sredstvo v skrajni sili

Nekateri navajajo, da je oportunitetni strošek imetja zlata primerljiv s premijo za zavarovanje, ki jo zavarovanec plača z namenom, da se zavaruje pred nepričakovanimi neugodnimi dogodki (inflacija, dolžniška kriza, vojna). Zlato zaradi

svojih že omenjenih lastnosti namreč samo po sebi predstavlja sredstvo za zavarovanje pred takšnimi primeri.

#### Pozitivna naravnost nekaterih centralnih bank do zlata

O pozitivni naravnosti do zlata priča dejstvo, da so centralne banke Evrosistema ter Švice, Švedske in Velike Britanije, ki imajo skupaj okoli 45% vsega monetarnega zlata, sprejele t.i. sporazum o zlatu, ki zagotavlja, da bo zlato v času trajanja sporazuma ostalo del njihovih mednarodnih denarnih rezerv. Septembra 2004 bo sicer potekla veljavnost tega sporazuma, vendar pa analitiki kot najbolj verjetno možnost glede tega, kaj se bo zgodilo po tem, navajajo podaljšanje sporazuma z določenimi spremembami, med katerimi se omenja še večja omejitev prodaje zlata in vključitev drugih, predvsem neevropskih držav podpisnic. Če se bodo njihove napovedi uresničile in če upoštevamo glavne razloge, ki govorijo v prid držanju zlatih imetij v mednarodnih denarnih rezervah, potem bo zlato še naprej ohranilo pomemben delež v globalnih mednarodnih denarnih rezervah.

#### *4.7.2. Razlogi proti zlatu v mednarodnih denarnih rezervah*

Obstajata dva ključna razloga proti zlatu v mednarodnih denarnih rezervah.

#### Izguba centralne vloge v mednarodnem denarnem sistemu

Zlato po mnenju mnogih ni več potrebno v mednarodnih denarnih rezervah, saj nima več ključne vloge v mednarodnem denarnem sistemu. Valute držav niso več vezane na zlato, tako kot je bilo to včasih, zato zlato dejansko ni več pomembno in potrebno. Drugi amandma k statutu Mednarodnega denarnega sklada, ki je začel veljati aprila 1978, je dokončno odpravil posebno vlogo zlata v mednarodnem denarnem sistemu, saj je prepovedal vezavo valut posameznih držav na zlato.

#### Oportunitetni stroški

Drugi glavni razlog proti zlatu v mednarodnih denarnih rezervah centralnih bank so predvsem precej visoki oportunitetni stroški, ki pomenijo potencialno izgubljene višje donose, saj so naložbe v večino izmed glavnih svetovnih valut (npr. EUR, USD, GBP) bolj donosne od naložb v zlato. Centralne banke bi torej v primeru prodaje imetij v zlato za katero izmed glavnih svetovnih valut (razen JPY) in posledičnih naložb v teh valutah dosegle boljši donos svojih mednarodnih denarnih rezerv. Centralne banke danes čedalje bolj stremijo k višji donosnosti svojih rezerv (seveda ob predhodno zagotavljeni varnosti in likvidnosti rezerv), saj so mednarodne denarne rezerve pomemben vir kritja stroškov vodenja njihovih denarnih politik. Poleg tega pa naraščajoče mednarodne denarne rezerve vzbujajo zaupanje javnosti v državo.

## 5. SKLEP

Zlato je poleg deviznih imetij v tujini in rezervne tranše ter posebnih pravic črpanja (SDR) pri Mednarodnem denarnem skladu ena izmed oblik mednarodnih denarnih rezerv. Tako obseg kot sestava mednarodnih denarnih rezerv sta se skozi čas spreminjala. Do leta 1914 je bilo zlato najpomembnejša in skoraj edina oblika mednarodnih denarnih rezerv, poleg tega je predstavljalo kritje za nacionalni denar. Po 1. svetovni vojni in še bolj izrazito po 2. svetovni vojni pa je v mednarodnih denarnih rezervah začel močno naraščati delež deviznih rezerv.

Zlata valuta je prvi celovit mednarodni denarni sistem, ki je deloval v obdobju od približno leta 1870 do izbruha 1. svetovne vojne in potem še krajši čas v dvajsetih letih 20. stoletja. V času zlate valute so se države, ki so prešle na ta sistem, držale temeljnih »pravil igre«, tako da so določile zlato pariteto svoje valute, to je količino zlata, vsebovano v eni enoti domače valute, ter po tej ceni neomejeno kupovale in prodajale zlato, obenem pa so zagotavljale prost izvoz oziroma uvoz zlata. Prva država, ki se je odločila za sistem zlate valute, je bila Velika Britanija v letu 1816, večino ostalih držav širom sveta pa je ta sistem dosegel ob koncu 19. stoletja. Ključen razlog za verižno reakcijo na področju uvajanja zlate valute je bil močan interes vsake posamezne države, da sprejme takšen mednarodni denarni sistem, kakršnega imajo njeni najpomembnejši gospodarski in finančni partnerji. Sprejem zlate valute so pospešile tudi težave sistema bimetalizma v smislu delovanja t.i. Greshamovega zakona ter naraščajoča ponudba zlata po odkritju novih nahajališč zlata v ZDA, Avstraliji in Južni Afriki proti koncu 19. stoletja.

Dejstvo, da je bilo v obdobju od 1870 do 1. svetovne vojne zlato najpomembnejša in skoraj edina oblika mednarodnih denarnih rezerv in da je večina držav takrat »privezala« vrednost svojih valut na zlato, potrjuje prvi del temeljne hipoteze magistrskega dela, ki govori o tem, da je imelo zlato v sistemu zlate valute centralno vlogo.

Med obema vojnama je sistem zlate valute nekaj časa še vztrajal, vendar je bil eden izmed njegovih temeljnih problemov (ne)zadostnost monetarnih zalog zlata. Pokritost količine denarja v obtoku z zlatom se je zniževala. Po 2. svetovni vojni so se politične in ekonomske razmere še zaostriale, ZDA pa so postale edina svetovna gospodarska velesila s približno 70% svetovnih zalog monetarnega zlata. Svetovno gospodarstvo je leta 1944 začelo delovati po načelu sistema zlatih dolarjev, kar pomeni, da je dolar začel igrati podobno vlogo kot zlato v sistemu zlate valute. Države so namreč fiksirale tečaje svojih valut do USD, ZDA pa so vzdrževale menjavo dolarjev za zlato po fiksni ceni 35 dolarjev za unčo. Ta t.i. brettonwoodski denarni sistem je v petdesetih letih 20. stoletja, ko so zlate rezerve

ZDA še presegale dolarske terjatve tujih centralnih bank, dobro deloval, v šestdesetih letih, ko je obseg dolarskih terjatev močno presegel količino zlata v posesti ZDA, pa je zaupanje v dolar začelo slabeti. Da bi ohranile takšen sistem, so države iskale različne rešitve, zato so leta 1962 ustanovile t.i. *gold pool*, kasneje leta 1968 pa so uvedle t.i. paralelni trg za zlato. To pa je bil dejansko že prvi korak na poti k odpravi zamenljivosti dolarja za zlato, saj centralne banke držav niso več trgovale z zlatom z nemonetarnimi subjekti. Leta 1973 je bil brettonwoodski denarni sistem dokončno pokopan, saj so države prešle na sistem drsečih deviznih tečajev. Posebna vloga zlata v mednarodnem denarnem sistemu pa je bila dokončno odpravljena leta 1978, ko je začel veljati drugi amandma statuta Mednarodnega denarnega sklada, ki je prepovedal vezavo nacionalnega denarja na zlato.

Iz tega sledi, da danes zlato za države nima več ključnega pomena, oziroma da v mednarodnih denarnih rezervah praktično ni več potrebno, kljub temu pa se je vse do danes obdržalo kot ena izmed oblik mednarodnih denarnih rezerv. Današnja vloga zlata je, da državam in njihovim centralnim bankam zagotavlja večjo varnost in stabilnost, saj ni jasno, kakšen mednarodni denarni sistem in kakšne gospodarske razmere bo prinesla prihodnost. S tega t.i. strateškega vidika je torej za centralne banke smiselno, da svoje mednarodne denarne rezerve razpršijo med različne valute in zlato. Poleg tega pa prisotnost zlata v mednarodnih denarnih rezervah zaradi njegovih lastnosti (ne da se ga »natisniti« tako kot denar in njegova vrednost ni izpostavljena spremembam ekonomskih politik posameznih držav) vzbuja večje zaupanje javnosti. Slednje se lahko odraža tudi v boljši bonitetni oceni države, ki ima med svojimi mednarodnimi denarnimi rezervami zlato. Ker je zlato likvidno (če je v posebni obliki), fizično neuničljivo in njegova vrednost ni odvisna od inflacijskih pritiskov v posameznih državah, lahko služi kot jamstvo za vračilo izposojenih sredstev ter kot zavarovanje pred nepričakovanimi neugodnimi dogodki. Vse to potrjuje drugi del temeljne hipoteze magistrskega dela, ki pravi, da je vloga zlata v mednarodnih denarnih rezervah danes predvsem strateška.

Centralne banke pri upravljanju svojih mednarodnih denarnih rezerv sledijo trem ciljem v naslednjem vrstnem redu: varnost, likvidnost in donosnost. Da bi dosegale čim boljšo donosnost svojih rezerv, seveda ob zagotovljeni varnosti in likvidnosti, se centralne banke, ki so se odločile obdržati zlato med svojimi rezervami, udeležujejo finančnega trga zlata. Tu so jim na voljo različni finančni instrumenti, ki jim omogočajo dosegati donos na zlato. Ti instrumenti so podobni tistim, s katerimi dosegajo donos na devizne rezerve v različnih valutah. To so na primer depoziti, obveznice, valutne zamenjave, terminski depoziti, obrestne zamenjave ter vrsta drugih izvedenih finančnih instrumentov. Pri tem je donosnost naložb v zlato nižja



od donosnosti naložb v večini izmed glavnih svetovnih valut (z izjemo JPY), kot so USD, EUR in GBP, kar je eden izmed glavnih razlogov proti imetju zlata v mednarodnih denarnih rezervah. Potrebno je še poudariti, da je najbolj razvit finančni center za trgovanje z zlatom v omenjenih finančnih instrumentih, londonski trg. Pogoji, ki ga mora izpolnjevati zlato, da lahko centralna banka z njim trguje na tem trgu, pa je, da mora biti v točno določeni t.i. standardni trgovalni obliki zlatih palic. Hipotezo o tem, da zlato na finančnih trgih lahko prinaša donos v smislu naložb v različne finančne instrumente, torej lahko potrdimo, če seveda zlato izpolnjuje pogoje, da je v predpisani obliki, ki jo zahteva londonski trg zlata kot eden izmed najbolj razvitih trgov zlata.

Zlato ima to posebno lastnost, da njegova cena ni odvisna od morebitnih »padcev zalog«, saj neuničljivost te kovine pomeni, da je vseh zalog zlata na svetu danes toliko, kolikor ga je bilo doslej izkopanega. Prav tako pa na vrednost zlata nimajo neposrednega vpliva ekonomske politike posameznih držav, ki igrajo sicer zelo pomembno vlogo pri gibanju vrednosti valut posameznih držav. Zlato je zanesljiv hranilec vrednosti, saj ostaja njegova realna vrednost na dolgi rok precej stabilna, zato je mnogokrat uporabljeno kot sredstvo za zavarovanje pred inflacijo. Cena zlata je odvisna predvsem od stopnje zaupanja tržnih udeležencev v globalno gospodarstvo oziroma predvsem v ameriško gospodarstvo, ki je najmočnejša gospodarska velesila. Izkazalo se je, da nižja kot je stopnja zaupanja v globalno (oziroma ameriško) gospodarstvo, višja je cena zlata. Primeri, kot so teroristični napad na ZDA 11. septembra 2001, napetost pred vojaškim posredovanjem ZDA v Iraku spomladi 2003 ter pešanje rasti ameriškega gospodarstva v letu 2001, ki so zmanjšali zaupanje v ameriško valuto, so povzročili priliv kapitala v zlato in s tem dvignili njegovo ceno. Slednje potrjuje hipotezo, da ima zlato v kriznih razmerah vlogo t.i. varnega pribežališča kapitala, zato njegova vrednost takrat narašča.

Da se je večina držav (med njimi tudi Slovenija) in mednarodnih finančnih institucij odločila, da obdrži zlato v svojih mednarodnih denarnih rezervah, priča podatek Mednarodnega denarnega sklada, da ima 58% od vsega skupaj 176 centralnih bank, ki so konec leta 2001 poročale Mednarodnemu denarnemu skladu o svojih mednarodnih denarnih rezervah, med svojimi rezervami tudi imetja v zlatu. Le 6% jih nima monetarnega zlata, ostalih 36% pa ni poročalo o monetarnem zlatu. Med prvih pet največjih imetnikov monetarnega zlata spadajo ZDA, Nemčija, Mednarodni denarni sklad, Francija in Italija (skupaj imajo okoli 63% vsega monetarnega zlata), ki imajo zelo pozitiven odnos do zlata. Nanj namreč gledajo kot na nekaj tradicionalnega, kar pomeni, da bo zlato najverjetneje ostalo del njihovih rezerv tudi v prihodnosti. O pozitivni naravnosti do zlata priča tudi dejstvo, da so centralne banke Evrosistema ter Švice, Švedske in Velike Britanije,

ki imajo skupaj okoli 45% vsega monetarnega zlata, sprejele t.i. sporazum o zlatu, ki zagotavlja, da bo zlato v času trajanja sporazuma ostalo del njihovih mednarodnih denarnih rezerv. Septembra 2004 bo sicer potekla veljavnost tega sporazuma, vendar pa se pričakuje, da bo veljavnost podaljšana; poleg tega pa naj bi se vanj vključile tudi druge, neevropske države. Tudi Mednarodni denarni sklad, ki zaseda tretje mesto na svetu po količini zlata, ki ga poseduje, se drži načela, da bo tudi v prihodnosti obdržal zlato tako iz varnostnih razlogov kot tudi za kritje nepredvidljivih stroškov. Vse to govori v prid napovedim, da bo zlato tudi v prihodnosti prisotno v globalnih mednarodnih denarnih rezervah. Obenem pa lahko potrdimo še zadnjo hipotezo magistrskega dela, ki pravi, da ima večina centralnih bank še danes zlato v svojih mednarodnih denarnih rezervah.

## LITERATURA

1. Baker Alan: A Guide to the London Bullion Market. London: London Bullion Market Association, 2001. 39 str.
2. Bernstein Peter: The Power of Gold. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2000. 372 str.
3. Buckley Adrian: Multinational Finance. Harlow: Pearson Educational Limited, 2000. 797 str.
4. Calvo A. Guillermo et al.: Money, Capital Mobility, and Trade. Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology, 2001. 518 str.
5. Central Bank – Gold Reserve Management Instruments. London: JP Morgan Chase & Co., 2001. 26 str.
6. Central Banking in the 1990s – Asset Management and the Role of Gold. London: World Gold Council, 1995. 74 str.
7. Changes in EU Gold Holdings. London: World Gold Council, 2000. 10 str.
8. Cross Jessica: Gold Derivatives: The Market View. London: World Gold Council, 2000. 194 str.
9. Del Fabro Snežana: Devizni režim in sistem poslovanja s tujino. Prikazi in analize, Ljubljana, 1(1993), 2, str. 12-22.
10. Global Commodities Outlook, December 2002. London: Deutsche Bank, 2002. 50 str.

11. Global Markets Research: Commodities - Technical Analysis. London: Deutsche Bank, 2002. 4 str.
12. Goedhuys Diederik, Pringle Robert: Trends in Reserve Asset Management. London: World Gold Council, 1996. 39 str.
13. Gold and the International Monetary System in a New Era. London: World Gold Council, 1999. 109 str.
14. Gold as a Safe Haven Investment. London: Deutsche Bank, 2003. 10 str.
15. Gold in the Official Sector, No. 12. London: World Gold Council, 2000. 8 str.
16. Gold in the Official Sector, No. 17. London: World Gold Council, 2001. 8 str.
17. Gold in the Official Sector, No. 20. London: World Gold Council, 2002. 8 str.
18. Gold in the Official Sector, No. 21. London: World Gold Council, 2002a. 8 str.
19. Gold Supply & Demand Balance 2003. London: Gold Fields Mineral Services, 2003. 6 str.
20. Green Timothy: Central Bank Gold Reserves: An historical perspective since 1845. WGC Research Study No. 23. London: World Gold Council, 1999. 24 str.
21. Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management (Executive Summary). Washington: International Monetary Fund, 2003, 25 str.
22. Gulley David: Trends in the Gold Market Today: A Survey of Expert Opinion. London: World Gold Council, 1996. 15 str.
23. Harmston Stephen: Gold as a Store of Value. WGC Research Study No. 22. London: World Gold Council, 1998. 64 str.
24. Junz H. B.: Gold Holdings – Structural Change and Appropriate Responses. London: World Gold Council, 1996. 7 str.
25. Kester Anne Y.: International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Washington: International Monetary Fund, 2001. 66 str.
26. Klapwijk Philip: Official Gold Sales and the Central Bank Gold Agreement. Alchemist, London, 31 (2003), 6, str. 8-9.

27. Lavrač Vladimir: Mednarodne monetarne rezerve, mednarodna likvidnost in vzdrževanje likvidnosti. Ljubljana: Teoretična sekcija Zveze ekonomistov Slovenije in Narodna banka Slovenije, 1985. 20 str.
28. Lawrence Colin: Why is Gold Different from Other Assets? An Empirical Investigation. London: World Gold Council, 2003. 45 str.
29. Lewis Michael: Gold & Potential Inflation Shocks Ahead. London: Deutsche Bank, 2003. 5 str.
30. McCaffrey Helen: The London Gold Fix. Alchemist, London, 17 (1999), 10, str. 4.
31. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: GV Založba, 2002. 667 str.
32. Mundell Robert: The Relationship Between Currencies and Gold. London: World Gold Council, 2000. 9 str.
33. Naqvi Kamal: Not Just Another War Story. Alchemist, London, 30 (2003), 4, str. 19-21.
34. Neuberger Anthony: Gold Derivatives: The Market Impact. London: World Gold Council, 2001. 118 str.
35. Panizzutti Giacomo: The BIS and Gold. Basle: Bank for International Settlements, 2001. 5 str.
36. Parrilla Diego: Gold Reserves Management via AAA Gold Bonds. London: Goldman Sachs, 2003. 16 str.
37. Pilbeam Keith: International Finance. London: MacMilan, 1998, 488 str.
38. Plowden Penelope et al.: Burning Bright (The Importance of Gold Mining to the Asia-Pacific Region). London: World Gold Council, 2001. 66 str.
39. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija 3. del: Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1991. 127 str.
40. Ribnikar Ivan: Denarni sistem in denarna teorija 1. del: Denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1993. 336 str.
41. Ribnikar Ivan: Devizne rezerve centralne banke. Finance, Ljubljana, 1993a, 42, str. 2.

42. Ribnikar Ivan: Gospodarjenje z deviznimi rezervami. Finance, Ljubljana, 1994, 63, str. 2.
43. Ribnikar Ivan: Valuta (veljava), denarni sistem, denarna ureditev. Bančni vestnik, Ljubljana, 44(1995), 11, str. 47-48.
44. Ribnikar Ivan: Mednarodne (denarne) rezerve in mednarodna likvidnost. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 11, str. 42-44.
45. Spahn Heinz-Peter: From Gold to Euro. Berlin: Springer-Verlag, 2001. 189 str.
46. Spall Jonathan: Gold - Financial Instrument or Commodity? London: Deutsche Bank, 2001. 18 str.
47. Spall Jonathan: Managing Gold Reserves 2002. London: Deutsche Bank, 2002. 54 str.
48. Spall Jonathan: Managing Gold Reserves 2003. London: Deutsche Bank, 2003. 80 str.
49. The Euro, The Dollar and Gold. London: World Gold Council, 2001. 107 str.
50. The Royal Bank of Scotland: How Countries Manage Reserve Assets. London: Central Banking Publications, 2003. 333 str.
51. The Washington Agreement on Gold. London: World Gold Council, 2002. 4 str.
52. Ware Dick: The IMF and Gold. Revised Edition. WGC Research Study No. 26. London: World Gold Council, 2001. 78 str.

## **VIRI**

1. Articles of Agreement of the International Monetary Fund.  
[URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/aa01.htm>], 01.09.2003.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije, 12(2003), 6-7, 111 str.
3. Euroland – the World's Largest Gold Holder.  
[URL: <http://www.gold.org/finalgold/gold/Gra/Pr/Gf990113.htm>],  
03.03.2002.

4. European Central Bank. Official Journal of the European Communities (ECB/2000/14), 2000. 4 str.
5. European Central Bank. Official Journal of the European Communities (ECB/2000/15), 2000a. 4 str.
6. Gold and the International Monetary System – a Chronology.  
[URL: [http://www.gold.org/value/official/history/T\\_chron.html](http://www.gold.org/value/official/history/T_chron.html)], 29.09.2003.
7. Gold as a Reserve Asset.  
[URL: [http://www.gold.org/value/official/reserve\\_asset/faq.html](http://www.gold.org/value/official/reserve_asset/faq.html)],  
14.03.2003.
8. Gold in the IMF.  
[URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gold.htm>], 01.09.2003.
9. Informacijski sistem Bloomberg.
10. Informacijski sistem Reuters.
11. International Financial Statistics. Washington: International Monetary Fund, 2002, 9, 958 str.
12. Interno gradivo Banke Slovenije.
13. Monetary Uses of Gold.  
[URL: [http://www.gold.org/value/official/monetary\\_uses/background.html](http://www.gold.org/value/official/monetary_uses/background.html)],  
29.09.2003.
14. Woelfel Charles J.: Encyclopedia of Banking and Finance, Tenth Edition. Burr Ridge, Illinois: Irwin Professional Publishing, 1994. 1218 str.
15. World Gold Council Annual Report 2000. London: World Gold Council, 2001. 42 str.
16. World Official Gold Holdings Statistics (July 2003). London: World Gold Council, 2003. 2 str.

**PRILOGA 1: Količina monetarnega zlata (v tonah) in deleži tega zlata v mednarodnih denarnih rezervah (MDR) držav in mednarodnih finančnih institucij, ki poročajo Mednarodnemu denarnemu skladu (za maj 2003)\***

Država	Količina zlata (tone)	Delež zlata v MDR (%)	Država	Količina zlata (tone)	Delež zlata v MDR (%)
1. ZDA	8.134,7	57,0%	36. Tajska	78,4	2,3%
2. Nemčija	3.443,0	43,2%	37. Egipt	75,6	6,1%
3. MDS	3.217,0	-	38. Danska	66,6	2,5%
4. Francija	3.024,8	55,2%	39. Pakistan	65,1	7,1%
5. Italija	2.451,8	45,8%	40. Kazahstan	52,7	14,6%
6. Švica	1.781,4	33,0%	41. Finska	49,0	5,5%
7. Nizozemska	842,5	48,5%	42. Bolgarija	39,9	8,5%
8. ECB	766,9	-	43. Norveška	36,8	2,0%
9. Japonska	765,1	1,7%	44. WAEMU**	36,5	6,9%
10. Kitajska	600,0	2,1%	45. Malezija	36,4	1,2%
11. Španija	523,4	15,4%	46. Slovaška	35,1	4,1%
12. Portugalska	517,2	41,2%	47. Peru	34,7	3,7%
13. Tajvan	422,1	2,8%	48. Bolivija	28,3	36,5%
14. Rusija	387,5	7,3%	49. Ekvador	26,3	26,0%
15. Indija	357,7	5,4%	50. Sirija	25,9	ni podatka
16. Venezuela	339,6	27,8%	51. Maroko	22,0	2,3%
17. Avstrija	317,6	28,4%	52. Nigerija	21,4	3,2%
18. Velika Britanija	313,2	8,8%	53. Ukrajina	15,8	3,7%
19. Libanon	286,8	23,8%	54. Ciper	14,5	5,6%
20. Filipini	275,5	19,2%	55. Salvador	14,4	8,8%
21. Belgija	257,8	22,2%	56. Koreja	13,9	0,1%
22. BIS	192,0	-	57. Brazilija	13,8	0,4%
23. Švedska	185,4	10,4%	58. Češka	13,7	0,6%
24. Alžirija	173,6	7,0%	59. Nizozemski Antili	13,1	26,7%
25. Libija	143,8	9,3%	60. Kanada	13,1	0,4%
26. Savdska Arabija	143,0	6,5%	61. Jordanija	12,8	3,4%
27. Singapur	127,4	1,7%	62. Kambodža	12,4	15,5%
28. Južna Afrika	123,8	16,1%	63. ZAE***	12,3	0,9%
29. Grčija	122,2	24,6%	64. Kolumbija	10,2	1,1%
30. Turčija	116,1	4,6%	65. Gana	8,7	16,1%
31. Romunija	105,3	14,0%	66. Latvija	7,7	6,8%
32. Poljska	102,9	3,8%	67. Etiopija	7,7	8,8%
33. Indonezija	96,5	3,2%	68. Slovenija	7,6	1,2%
34. Avstralija	79,6	3,9%	69. Mjanmar	7,2	14,5%
35. Kuvajt	79,0	9,2%	70. CEMAC****	7,2	4,7%

\* Za izračun deležev zlata v MDR je vrednost zlata preračunana v USD po ceni, ki je veljala na trgu konec maja 2003 (361,40 USD za unčo zlata; vir: Reuters).

\*\* WAEMU = Zahodnoafriška ekonomska in monetarna unija (West African Economic and Monetary Union)

\*\*\*ZAE = Združeni Arabski Emirati

\*\*\*\* CEMAC = Centralnoafriška ekonomska in monetarna skupnost (Central African Economic and Monetary Community)

Vir: World Official Gold Holdings Statistics(July 2003), 2003, str. 1-2.

**PRILOGA 1 (nadaljevanje): Količina monetarnega zlata (v tonah) in deleži tega zlata v mednarodnih denarnih rezervah (MDR) držav in mednarodnih finančnih institucij, ki poročajo Mednarodnemu denarnemu skladu (za maj 2003)**

Država	Količina zlata (tone)	Delež zlata v MDR (%)	Država	Količina zlata (tone)	Delež zlata v MDR (%)
71. Gvatemala	6,8	3,1%	93. Jemen	1,6	0,4%
72. Tunizija	6,8	2,8%	94. Armenija	1,4	3,5%
73. Mehika	6,4	0,1%	95. Paragvaj	1,1	1,7%
74. Makedonija	6,2	9,4%	96. Kamerun	0,9	1,6%
75. Litva	5,8	2,5%	97. Honduras	0,7	0,5%
76. Irska	5,5	1,7%	98. Surinam	0,7	6,5%
77. Nepal	4,8	4,7%	99. Katar	0,6	0,4%
78. Bahrain	4,7	3,0%	100. Dominik. Rep.	0,6	1,2%
79. Zimbabve	4,4	36,8%	101. Malavi	0,4	2,6%
80. Bangladeš	3,5	2,2%	102. Gabon	0,4	2,4%
81. Madžarska	3,1	0,3%	103. Mavretanija	0,4	1,0%
82. Aruba	3,1	9,2%	104. CAR*****	0,3	3,0%
83. Mongolija	2,9	10,4%	105. Čad	0,3	1,9%
84. Kyrgyz	2,6	8,8%	106. Kongo	0,3	6,2%
85. Luksemburg	2,4	14,0%	107. Argentina	0,3	0,0%
86. Albanija	2,2	2,7%	108. Urugvaj	0,3	0,4%
87. Hong Kong	2,1	0,0%	109. Estonija	0,2	0,3%
88. Islandija	2,0	4,3%	110. Čile	0,2	0,0%
89. PNG*****	2,0	6,6%	111. Kostarika	0,1	0,0%
90. Šri Lanka	1,9	1,3%	112. Haiti	0,0	0,8%
91. Mavricij	1,9	1,6%	113. Burundi	0,0	0,6%
92. Trinidad&Tobago	1,9	1,1%	114. Fidži	0,0	0,1%
			SKUPAJ	32.114	-

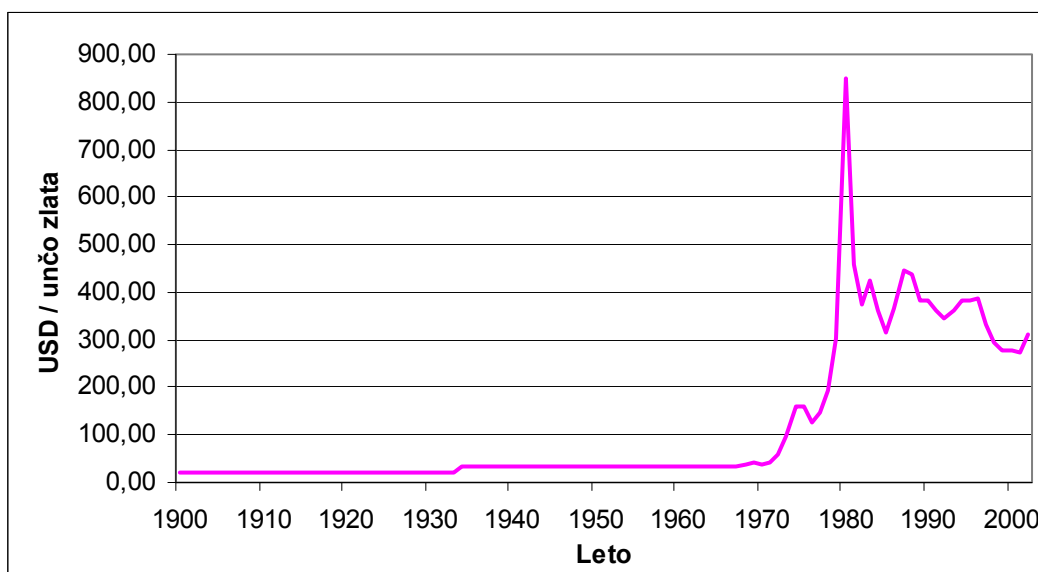
\*\*\*\*\* PNG = Papua Nova Gvineja

\*\*\*\*\* CAR = Centralnoafriška Republika

Vir: World Official Gold Holdings Statistics(July 2003), 2003, str. 1-2.



**PRILOGA 2: Gibanje cene zlata (v USD za unčo zlata) v letih od 1900 do 2003 ter označbe pomembnejših letnic za zlato v tem obdobju**



- 1900: Večina držav preide na sistem zlate valute (cena zlata je 20,67 USD za unčo).
- 1933: Ukinjena je zamenljivost zlata za USD po ceni 20,67 USD za unčo. Ameriški predsednik Roosevelt prepove izvoz zlata.
- 1934: Dolar postane zamenljiv za zlato po ceni 35 USD za unčo.
- 1944: Na konferenci v Bretton Woodsu je sprejet dogovor o povojnem mednarodnem denarnem sistemu. Dolar ostane zamenljiv za zlato po ceni 35 USD za unčo, medtem ko so vse ostale valute vezane na dolar po fiksni ceni.
- 1962: ZDA in centralne banke Belgije, Francije, Nemčije, Italije, Nizozemske, Švice in Velike Britanije ustanovijo t.i. *gold pool*, katerega cilj je stabilizirati ceno zlata.
- 1968: T.i. *gold pool* je ukinjen, uveden je paralelni trg (*two-tier market*) za zlato. Centralne banke se obvežejo, da bodo kupovale oziroma prodajale zlato samo v transakcijah z drugimi centralnimi bankami in ne z nemonetarnimi subjekti. Cena na uradnem trgu ostane nespremenjena (35 USD za unčo), cena zlata na prostem trgu pa se začne prosto oblikovati.
- 1971: Ukinjena je zamenljivost dolarjev za zlato. Sprejet je Smithsonianski sporazum, ki med drugim obsega devalvacijo dolarja (s 35 USD za unčo na 38 USD za unčo).
- 1973: Dolar zopet devalvira (na 42 USD za unčo). V večini držav se vzpostavi sistem drsečih deviznih tečajev. Uradno je ukinjen sistema paralelnega trga za zlato.
- 1980: Kombinacija politične krize na Bližnjem vzhodu, naraščajočih cen nafte in inflacijskih pritiskov vodi v povečano povpraševanje po zlato, tako da cena zlata 21. januarja doseže najvišjo vrednost v zgodovini (850 USD za unčo).
- 1987: Zgodi se borzni zlom na Wall Streetu, kar vodi v porast cene zlata kot varnega pribežališča kapitala.
- 1997: Objava prodaje zlata s strani avstralske in švicarske centralne banke (167 ton).
- 1998: Objava prodaje zlata s strani belgijske centralne banke (299 ton).
- 1999: Objava prodaje zlata s strani britanske centralne banke (415 ton). Septembra je sprejet centralnobančni sporazum o zlato.
- 2001: Teroristični napad na ZDA 11. septembra dvigne ceno zlata.
- 2003: Skeptičnost glede okrevanja globalnega gospodarstva pripelje do porasta cene zlata do 380 USD za unčo.

Vir: McCaffrey, 1999, str. 4; Gold and the International Monetary System – a Chronology, 2003.

**PRILOGA 3: Količina monetarnega zlata na svetu ter pri centralnih bankah Francije, Nemčije, Rusije, Velike Britanije, ZDA in pri mednarodnih finančnih institucijah (v tonah) v nekaterih letih od 1870 do 2000**

<b>Država</b>	<b>Svet</b>	<b>Francija</b>	<b>Nemčija</b>	<b>Rusija</b>	<b>Velika Britanija</b>	<b>ZDA</b>	<b>Med. fin. institucije</b>
<b>Leto</b>							
1870	713	217	ni podatka	160	161	107	-
1900	3.175	544	211	661	198	602	-
1913	8.098	1.030	439	1.233	248	2.293	-
1920	11.295	1.622	391	ni podatka	864	3.679	-
1930	16.469	3.160	794	375	1.080	6.358	-
1940	38.189	1.773	ni podatka	ni podatka	12.390	19.543	-
1945	28.331	1.378	ni podatka	ni podatka	1.773	17.848	-
1950	31.096	588	ni podatka	ni podatka	2.543	20.279	1.375
1960	35.892	1.458	2.640	ni podatka	2.489	15.822	2.197
1970	36.606	3.139	3.537	ni podatka	1.198	9.839	3.644
1980	35.836	2.546	2.960	ni podatka	586	8.221	6.115
1990	35.575	2.546	2.960	ni podatka	589	8.146	6.369
2000	32.988	3.025	3.467	384	487	8.137	4.167

Vir: The Royal Bank of Scotland, 2003, str. 229.

## **PRILOGA 4: Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov**

Allocated Gold Account – alociran račun za zlato  
»Al Pari« - denarna enota se menja za kovino glede na veljavno utežno razmerje  
Basis Price – osnovna cena  
Benchmark – primerjalna vrednost  
Borrow on the Swap – izposoja zlata v valutni zamenjavi  
Bullion Banks - »zlate banke«  
Gold Bullion – zlata palica  
Coinage Act - zakon o kovni pariteti  
Commodity Standard – vezana valuta  
Depot-Lease Rate – LIBOR obrestna mera, zmanjšana za GOFO obrestno mero  
Dollar-Gold Exchange Standard – sistem zlatih dolarjev  
European Central Bank Gold Agreement (ECBGA) – centralnobančni sporazum o zlato  
Federal Reserve Banks – regionalne centralne banke v ZDA  
Fiduciary Monetary Standard – prosta ali papirna valuta  
Fine Troy Ounce – čista unča zlata  
Fineness – čistost  
Forward-Forward Gold Deposit – terminski depozit v zlato  
Gold Bond – obveznica v zlato  
Gold Collateralised Loan – posojilo z zastavo zlata  
Gold Deposit – depozit v zlato  
Gold Forward Offered Rate (GOFO) – medbančna obrestna mera za zlato  
Gold Forward Rate Agreement (Gold FRA) – dogovor o terminski obrestni meri za zlato  
Gold Interest (Lease) Rate Swap (Gold IRS) – obrestna zamenjava v zlato  
Gold Mining Companies – podjetja, ki se ukvarjajo z zlatokopom  
Gold Swap – valutna zamenjava v zlato  
Good Delivery Status – standardna trgovalna oblika zlata  
Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) – visoko zadolžene revne države  
Lend on the Swap – posoja zlata v valutni zamenjavi  
Location Exchange – zamenjava lokacije  
Loco London – lokacija London  
London Interbank Offered Rate (LIBOR) – medbančna obrestna mera za različne valute  
London Gold Fixing Committee – komisija, ki dvakrat na dan določi ceno zlata v Londonu  
London Gold Fixing – v Londonu določena cena zlata s strani posebne komisije  
London Good Delivery List – seznam uradnih predelovalcev zlata v standardno trgovalno obliko  
Mint Parity - kovna pariteta  
Over-Delivery of Gold – prevelika količina vrnjenega zlata  
Risk Averse – nenaklonjenost tveganju  
Scrap – ostanki zlata  
Sovereigns – zlatniki (zlato funti)  
Special Drawing Rights (SDR) – posebne pravice črpanja  
Standard Bar London Good Delivery – standardna trgovalna oblika zlatih palic na londonskem trgu  
Swap Rate – obrestna mera zamenjave v zlato  
Two-Tier market – paralelni trg  
Unallocated Gold Account – nealociran račun za zlato  
Under-Delivery of Gold – premajhna količina vrnjenega zlata  
Washington Accord - centralnobančni sporazum o zlato  
Washington Agreement on Gold (WAG) – centralnobančni sporazum o zlato  
Weight List – seznam zlatih palic

## **PRILOGA 5: Seznam okrajšav**

- AAA - bonitetna ocena, ki predstavlja najnižje kreditno tveganje
- BDP - bruto domači proizvod
- BIS - Bank for International Settlements (Banka za mednarodne poravnave)
- CB - centralna banka
- ECB - Evropska centralna banka
- ECBGA - European Central Bank Gold Agreement (centralnobančni sporazum o zlatu)
- EMI - Evropski monetarni institut
- EMU - Evropska monetarna unija
- ESCB - Evropski sistem centralnih bank
- EUR - evro
- FRA - Forward Rate Agreement (dogovor o terminski obrestni meri)
- FRF - francoski frank
- GBP - britanski funt
- GOFO - Gold Forward Offered Rate (medbančna obrestna mera za zlato)
- HIPC - Heavily Indebted Poor Countries (visoko zadolžene revne države)
- IRS - Interest Rate Swap (obrestna zamenjava)
- JPY - japonski jen
- LIBOR - London Interbank Offered Rate (medbančna obrestna mera za različne valute)
- LBMA - London Bullion Market Association
- MDR - mednarodne denarne rezerve
- MDS - Mednarodni denarni sklad
- mio - milijon
- mrd - milijarda
- NBJ - Narodna Banka Jugoslavije
- pr.n.š. - pred našim štetjem
- SDR - Special Drawing Rights (posebne pravice črpanja)
- S&P's 500 - Standard & Poor's 500 (eden izmed ameriških delniških indeksov)
- Tsy - Treasury (ameriška državna obveznica; 30Y – zapadlost 30 let)
- USD - ameriški dolar
- WAG - Washington Agreement on Gold (centralnobančni sporazum o zlatu)
- WGC - World Gold Council