

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MEDNARODNE DENARNE REZERVE EVROSISTEMA

Ljubljana, april 2005

GAŠPER SVOLJŠAK

IZJAVA

Študent Gašper Svoljšak izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Ivana Ribnikarja, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 06.04.2005

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 MEDNARODNI DENARNI SISTEM.....	2
2 MEDNARODNA LIKVIDNOST	2
2.1 KONCEPT MEDNARODNE LIKVIDNOSTI	2
2.2 SESTAVA MEDNARODNE LIKVIDNOSTI.....	3
2.2.1 Mednarodna likvidnost v posesti centralne banke ali mednarodne denarne rezerve	3
2.2.2 Mednarodna likvidnost v posesti vseh drugih subjektov v državi	6
2.2.3 Devizne rezerve	6
3 EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK (ESCB) IN EVROSISTEM	7
3.1 EVROPSKA CENTRALNA BANKA (ECB)	8
3.1.1 Lastništvo ECB.....	8
3.1.2 Organi ECB	11
4 FAZE NASTAJANJA EMU	11
4.1 PRVA FAZA.....	12
4.2 DRUGA FAZA.....	13
4.3 TRETJA FAZA.....	13
5 MEDNARODNE DENARNE REZERVE EVROSISTEMA.....	14
5.1 DEFINICIJA MEDNARODNIH DENARNIH REZERV V TRETJI FAZI EMU	14
5.1.1 Prenos mednarodnih denarnih rezerv na ECB.....	14
5.1.2 Mednarodne denarne rezerve, ki ostajajo v lasti in pod nadzorom nacionalnih centralnih bank	16
5.1.3 Možnost dodatnega vpoklica mednarodnih denarnih rezerv, ki so ostale pri nacionalnih centralnih bankah, s strani ECB.....	16
5.1.4 Povzetek definicije mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema	17
5.2 PODATKI	17
5.2.1 Podatki za posamezne države članice Evrosistema.....	21
5.3 VZROKI ZA NIŽANJE VREDNOSTI MEDNARODNIH DENARNIH REZERV EVROSISTEMA IN EVROPSKE CENTRALNE BANKE	26
5.4 DOGAJANJE NA PODROČJU MEDNARODNIH DENARNIH REZERV OB PREHODU NA TRETJO FAZO EMU	28
5.4.1 Posledice uvedbe evra in njihov vpliv na mednarodne denarne rezerve Evrosistema	28
6 MEDNARODNE DENARNE REZERVE ZDA	32
7 MEDNARODNE DENARNE REZERVE SLOVENIJE DANES IN PO ODPRAVI NJENEGA STATUSA DRŽAVE ČLANICE EMU Z ODPRAVI	33
SKLEP.....	35
LITERATURA	37
VIRI.....	38
PRILOGE	

UVOD

Namen diplomskega dela je oris stanja na področju mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema ter gibanja njihove vrednosti od začetka delovanja Evrosistema do danes in razmišljanje o njihovem primernem obsegu in strukturi v prihodnosti.

V prvem poglavju bom podal glavne značilnosti (teoretično) pojma *mednarodni denarni sistem*, ki predstavlja izhodišče za obstoj in funkcionalnost mednarodnih denarnih rezerv.

Drugo poglavje je namenjeno karakterizaciji *mednarodne likvidnosti*, ki je sama po sebi osnovni namen držanja mednarodnih denarnih rezerv s strani posamezne države ali denarnega sistema.

V tretjem poglavju bom predstavil Evropski sistem centralnih bank, Evropsko centralno banko in Evrosistem. Zanimalo nas bo, kako so vse tri institucije med seboj povezane, kaj je smisel njihovega obstoja in kako delujejo. Namen poglavja je nakazati, zakaj govorimo o mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema in ne o mednarodnih denarnih rezervah vsake posamezne države članice Evrosistema.

Iz četrtega poglavja bo razvidno, kako se je v Evropi oblikovala ideja o skupnem gospodarstvu, skupnem trgu in, v zadnji stopnji, skupni valuti. Opisal bom tri faze nastajanja EMU, od zametkov evropskega gospodarskega povezovanja do danes, ko se je evro že popolnoma umestil v svoj tir.

Peto poglavje predstavlja vsebinsko jedro diplomskega dela, saj v prvem delu preko opisa njihovega formiranja in namena celovito definira mednarodne denarne rezerve Evrosistema. V drugem delu bom predstavil in komentiral statistične podatke v zvezi z njimi v proučevanem obdobju. Tretji del je namenjen razmišljanju o vzrokih za gibanje vrednosti mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema. V četrtem delu petega poglavja pa so predstavljene skepe in pomisleki v zvezi z njimi, predvsem z njihovim obsegom.

V šestem poglavju bosta obseg in vrednost mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema primerjana z mednarodnimi denarnimi rezervami Združenih držav Amerike. Primerjava je smiselna, saj sta si gospodarstvi, predvsem po zadnji širitvi EMU, dimenzijsko precej podobni.

Zadnje, sedmo poglavje, pa je namenjeno predstavitvi stanja na področju mednarodnih denarnih rezerv Slovenije in dogajanj, ki se bodo vršila ob našem vstopu v Euroobmočje.

1 MEDNARODNI DENARNI SISTEM

Nacionalni denarni sistem tvorijo centralna banka in poslovne banke v svoji denarni funkciji. 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 (Ribnikar, 1999, str. 65). Mednarodni denarni sistem je sklop »pravil igre« oziroma sistem pravil, mehanizmov in institucij, ki povezuje nacionalne denarne sisteme v konsistentno celoto. Vloga mednarodnega denarnega sistema je (Mrak, 2002, str. 299):

- zagotavljati stabilnost deviznih tečajev,
- vzpodbujati odpravljanje plačilnobilančnih neravnotežij in
- zagotavljati normalen dostop do mednarodne likvidnosti.

Mednarodni denarni sistem je večinoma opredeljen z dvema osnovnima kriterijema – sistemom deviznega tečaja in sistemom zagotavljanja mednarodnih denarnih rezerv. Po slednjem mednarodne denarne sisteme delimo na sistem *zlate valute*, kjer je zlato edina oblika mednarodnih denarnih rezerv, sistem, ki temelji izključno na zaupanju v *eno ali več valut*, ter na sistem *zlate devizne valute*, kot kombinacijo prejšnjih dveh sistemov, v katerem so valute zamenljive za zlato posredno prek druge valute (Mrak, 2002, str. 299).

2 MEDNARODNA LIKVIDNOST

2.1 KONCEPT MEDNARODNE LIKVIDNOSTI

Pod konceptom mednarodne likvidnosti posamezne države razumemo celoten obseg razpoložljivega finančnega premoženja rezidentov države – vlad, bank, podjetij, posameznikov, ki ga je mogoče hitro in brez večjih stroškov spremeniti v plačilno sredstvo ter ga uporabiti za poravnavo obveznosti do nerezidentov oziroma za financiranje plačilnobilančnega primanjkljaja. Kot dober mednarodni denarni sistem bi lahko označili tisti sistem, ki razpolaga s tolikšnim obsegom mednarodne likvidnosti, ki po eni strani držav s plačilnobilančnim primanjkljajem ne sili v prehitro in preostro plačilnobilančno prilagajanje – to bi se zgodilo, če bi bilo teh sredstev premalo, po drugi strani pa ne ustvarja inflacijskih pritiskov na svetovno gospodarstvo, kar bi se zgodilo, če bi bil obseg mednarodne likvidnosti prevelik (Mrak, 2002, str. 303).

2.2 SESTAVA MEDNARODNE LIKVIDNOSTI

Mednarodna likvidnost posamezne države je sestavljena iz naslednjih dveh segmentov:

- mednarodna likvidnost v posesti centralne banke in
- mednarodna likvidnost v posesti drugih subjektov v državi.

2.2.1 Mednarodna likvidnost v posesti centralne banke ali mednarodne denarne rezerve

Mednarodna likvidnost v posesti centralne banke – imenujemo jo tudi »mednarodna likvidnost prvega reda«d – je tisti segment mednarodne likvidnosti, s katerim centralna banka posamezne države ali denarnega sistema deluje na deviznem trgu s ciljem izvajanja politike deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 304). Tej obliki mednarodne likvidnosti rečemo tudi »mednarodne denarne rezerve« države.

Mednarodne denarne rezerve omogočajo državam, da z njihovim črpanjem financirajo, praviloma kratkotrajno, plačilnobilančne primanjkljaje. V primeru, da kot plačilnobilančni primanjkljaj definiramo primanjkljaj tekočega dela plačilne bilance, mednarodne denarne rezerve niso edini vir za financiranje tega primanjkljaja. Pleg njih se za ta namen lahko uporabi še povečanje neto zadolženosti do tujine – neto zadolženost nebančnih sektorjev, poslovnih bank in centralne banke. Neto zadolženost se lahko poveča bodisi z zmanjšanjem terjatev do tujine bodisi s povečanjem dolgov do tujine (Ribnikar, 1999, str. 34).

Čim več ima država mednarodnih denarnih rezerv in več ko ima možnosti povečati svoje neto dolgove, tem dlje lahko financira svoj plačilnobilančni primanjkljaj, ne da bi se lotila plačilnobilančnega prilagajanja. Optimalna raven mednarodnih denarnih rezerv mora biti določena z vidika, ali sili države, da s plačilnobilančnim prilagajanjem pričnejo v ustreznem času oziroma ali jim omogoča, da potrebno prilagajanje odložijo za ravno pravšnji čas (Ribnikar, 1999, str. 35).

Glede na definicijo Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund – IMF*) 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 (Koren, 2003, str. 12).

Mednarodne denarne rezerve države oziroma denarnega sistema kot temeljni segment mednarodne likvidnosti so sestavljene iz naslednjih štirih osnovnih oblik:

- deviznih rezerv centralne banke, ki jih le-ta drži pri bankah v tujini,

- zlata,
- neizkoriščene »zlate tranše« države pri IMF in
- posebnih pravic črpanja (angl. *Special Drawing Rights – SDR*) pri IMF.

2.2.1.1 Devizne rezerve centralne banke

Brez lastnih deviznih rezerv centralna banka ne more voditi politike deviznega tečaja. Devizne rezerve centralne banke so predvsem imetja pri bankah v tujini (vloge – vpogledni in vezani računi v tujini) ter prvovrstni kratkoročni državni in kakšni drugi vrednostni papirji tujih izdajateljev (Ribnikar, 1999, str. 31). Centralne banke pri upravljanju svojih deviznih rezerv sledijo trem ciljem, v naslednjem vrstnem redu: varnost, likvidnost in donosnost. Glede na to, da je varnost na prvem mestu, je za devizne rezerve centralnih bank ponavadi značilno, da so izpostavljene zelo nizkemu tečajnemu tveganju, saj ima večina naložb najvišjo bonitetno oceno, poleg tega ponavadi odpade večji delež rezerv na t.i. državno tveganje, manjši pa na nedržavno (npr. bančno, podjetniško). Centralne banke kot upravljalke 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 (Koren, 2003, str.15).

Pri večini držav so devizne rezerve centralnih bank po obsegu daleč najpomembnejša oblika mednarodnih denarnih rezerv.

2.2.1.2 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 odpravljanje mednarodnih plačilnih neravnotežij. Zlato danes v mednarodnih denarnih rezervah ni več ključnega pomena oziroma celo ni več potrebno, kljub temu pa se je vse do danes obdržalo kot ena izmed oblik mednarodnih denarnih rezerv. Njegova današnja vloga 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 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, 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 nenadnimi in nepričakovanimi, za gospodarstvo neugodnimi dogodki.

Vloga zlata v mednarodnih denarnih rezervah je danes torej predvsem strateška (Koren, 2003, str. 84).

2.2.1.3 Rezervna tranša pri IMF

Rezervna tranša pri IMF predstavlja avtomatično in brezpogojno pravico države članice IMF do črpanja kredita, ki jo ima na podlagi obsega sredstev, ki jih je država kot 25 % kvote, ki jo je IMF zanjo določil, ob svoji včlanitvi v Mednarodni denarni sklad vplačala v obliki SDR ali rezervnih valut (Lavrač, 1985, str. 3). Ker država sredstva v višini rezervne tranše dobiva brezpogojno, lahko neizkoriščeno tranšo šteje k svojim mednarodnim denarnim rezervam (Ribnikar, 1999, str. 59). Država lahko rezervno tranšo črpa kadarkoli, oziroma jo odkupi z nacionalno valuto, vendar pod pogojem črpanja z namenom uravnoteževanja plačilne bilance.

Do rezervne tranše kot avtomatične in brezpogojne pravice do kredita oziroma odkupa tuje valute z domačo pa država članica pride tudi, če IMF uporablja njeno valuto za kreditiranje drugih držav, kar se imenuje »super rezervna tranša« (Lavrač, 1985, str. 3). S tem, ko IMF kreditira druge države z njeno valuto, delež nacionalne valute v kvoti članice lahko pade tudi pod 75 odstotkov in v tem primeru si lahko članica sposodi to razliko brez tega, da to posojilo odplača. Če seštejemo rezervno in super rezervno tranšo posamezne članice ter odštejemo znesek tuje valute, ki si ga je država že sposodila, dobimo neto pozicijo pri IMF. Neto pozicijo pri IMF dobimo tudi tako, da od kvote članice odštejemo imetja njene nacionalne valute, ki jih ima IMF (Anžin, 2001, str. 5).

2.2.1.4 Posebne pravice črpanja (SDR) pri IMF

SDR so mednarodno rezervno imetje, ki ga je IMF ustanovil leta 1969 z namenom krepitev moči obstoječih mednarodnih denarnih rezerv držav članic kot elementa podpore Bretton-Woodskim fiksnim deviznim tečajem. V tistem času je bilo prisotno občutno pomanjkanje mednarodne likvidnosti, ki so jo zastopali predvsem zlato in dolarji. Ker svet ni želel krepitev mednarodne likvidnosti z dolarji, je nastala nova oblika – SDR. Le dve leti kasneje pa je Bretton-Woodski sistem propadel in SDR so izgubile funkcijo, zaradi katere so nastale. Danes je glavna funkcija SDR dejstvo, da so osnovna enota vrednosti na računu pri IMF in pri nekaterih drugih mednarodnih organizacijah, kot mednarodna denarna rezerva pa imajo omejeno uporabnost. SDR niso niti tekoča valuta niti terjatev do IMF. Lahko bi jih definirali kot potencialno povpraševanje po valutah držav članic IMF, ki so v danem trenutku na voljo. Državam članicam so SDR dodeljene proporcionalno njihovemu deležu v vsoti kvot vseh članic IMF (Special Drawing Rights, 2004).

Država lahko SDR črpa vedno, ko ima plačilnobilančne težave in/ali želi povečati svoje mednarodne denarne rezerve. Za črpanje se državi ni treba predhodno dogovoriti z IMF,

poleg tega črpanje tudi ni povezano z izpolnjevanjem kakršnihkoli pogojev na področju vodenja ekonomske politike, sredstev pa IMF ni potrebno vračati. Kljub neobveznemu vračanju SDR pa naj bi države članice skozi petletno obdobje vzdrževale povprečno raven nad 30 odstotki kumulativne alokacije SDR, ki jih je prejela država (Mrak, 2002, str.363). Za valute drugih članic lahko posamezna članica IMF svoje SDR zamenja bilateralno in sicer tako, da druga država od nje sprejme SDR v zameno za lastno valuto. To pomeni transakcijo preko centralne banke države partnerice. Slednja po zamenjavi prejema obresti na podlagi posojene lastne valute. Vrednost SDR je določena s košarico najpomembnejših svetovnih valut.

2.2.2 Mednarodna likvidnost v posesti vseh drugih subjektov v državi

Gre za del mednarodne likvidnosti, ki je v posesti poslovnih bank in vseh nebančnih subjektov, torej drugih finančnih institucij, podjetij in posameznikov. Temu segmentu mednarodne likvidnosti pravimo tudi »mednarodna likvidnost drugega reda«. Njegove oblike so (Mrak, 2002, str. 304):

- operativne devizne rezerve poslovnih bank,
- devizna imetja nebančnih subjektov v tujini,
- kratkoročne terjatve nerezidentov do rezidentov,
- dolgoročne, vendar prenosljive tuje obveznice v posesti rezidentov in
- možnosti bank za najem kreditov v tujini, namenjenih financiranju plačilnobilančnega primanjkljaja.

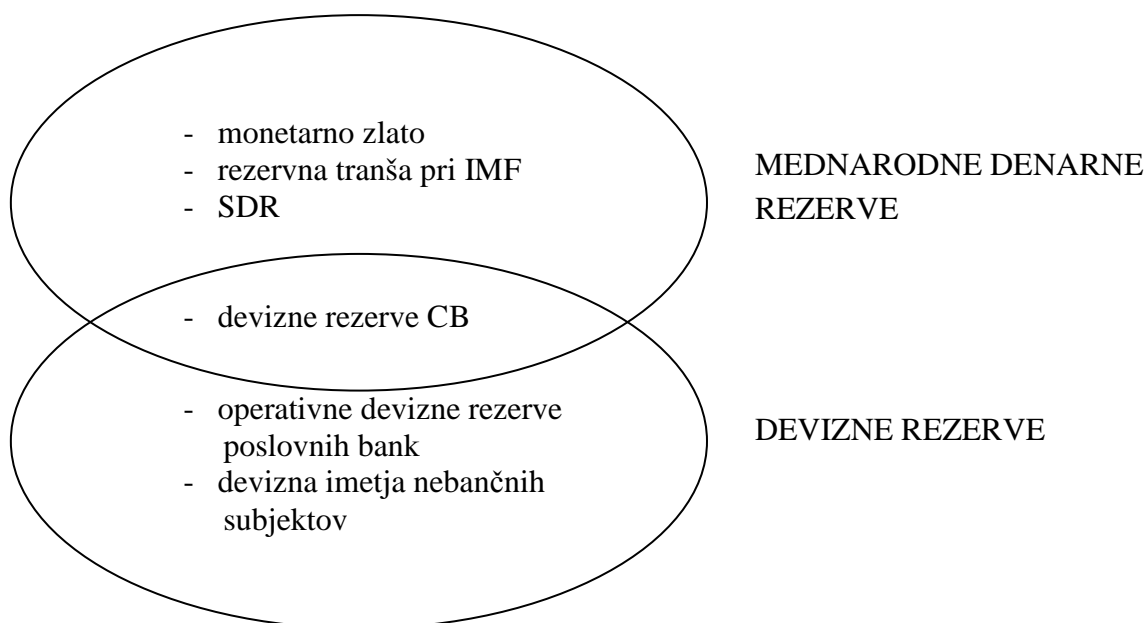
2.2.3 Devizne rezerve

Zaradi jasnosti uporabljanih izrazov je na tem mestu smotrno opozoriti še na pojem *devizne rezerve*. Pogosto je moč zaslediti, tudi v strokovni literaturi, nedosledno uporabo besednih zvez *mednarodne denarne rezerve* in *devizne rezerve* oziroma njuno enačenje, kar pa seveda ni pravilno.

Pod pojmom devizne rezerve razumemo:

- devizne rezerve centralne banke (2.2.1.1),
- operativne devizne rezerve poslovnih bank in
- devizna imetja nebančnih subjektov (oboje 2.2.2).

Slika 1: Mednarodne denarne rezerve in devizne rezerve



Vir: Ribnikar, 1999, str. 30.

V devizne rezerve je tako v celoti vključena mednarodna likvidnost drugega reda in devizne rezerve centralne banke kot edini segment mednarodnih denarnih rezerv. To pomeni, da monetarnega zlata, rezervne tranše pri IMF in SDR ne prištevamo k deviznim rezervam. Nasprotno tudi ne moremo reči, da so devizne rezerve element mednarodnih denarnih rezerv, saj so mednarodne denarne rezerve mednarodna likvidnost prvega reda, devizne rezerve pa vključujejo celotno mednarodno likvidnost drugega reda.

Operativne devizne rezerve poslovnih bank ne morejo šteti k mednarodni likvidnosti prvega reda, ker jih centralna banka ne more zaseči in jih prodati na deviznem trgu, saj so nedotakljiva lastnina bank. Ta del deviznih rezerv predstavlja torej manjši prispevek k mednarodni likvidnosti kot devizne rezerve centralne banke. Devizna imetja nebančnih subjektov pa k mednarodni likvidnosti države prispevajo najmanj, saj jih lahko uporabijo le oni sami. Operativne devizne rezerve poslovnih bank so z vidika mednarodne likvidnosti pomembnejše od deviznih imetij nebančnih subjektov zato, ker jih lahko uporabljajo vsi komitenti posamezne banke in ne le banka, ki jih poseduje (Ribnikar, 1998, str. 44).

3 EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK (ESCB) IN EVROSISTEM

Evropski sistem centralnih bank (ESCB) je sestavljen iz Evropske centralne banke (ECB) in iz nacionalnih centralnih bank (NCB) vseh 25 držav članic Evropske unije (EU).

Evrosistem, ki je le del ESCB, pa tvorijo Evropska centralna banka in centralne banke 12 držav¹, ki so v denarnem območju evra. Le-ta od 1. januarja 1999 dalje določa in izvaja skupno monetarno politiko za Evroobmočje. Ostale NCB držav članic EU, ki niso uvedle evra, pa lahko same vodijo lastno denarno politiko, ne morejo pa odločati o enotni monetarni politiki Evroobmočja. V Evrosistem ni vključenih 10 držav², ki so članice Evropske monetarne unije (EMU) postale 1. maja 2004, na sprejem v Evroobmočje pa se še pripravljajo (Ribnikar, 1999, str. 126). Te članice imajo status članic EMU z odstopanjem. Status države članice z odstopanjem pomeni, da se za te države ne uporabljajo vse določbe v zvezi z EMU, predvsem določbe, ki se nanašajo na monetarno unijo (Majcen, Roter, 2002, str. 6). Prav tako v Evrosistem niso vključene tudi Anglija, Danska in Švedska, pa ne zato, ker ne bi izpolnjevale konvergenčnih kriterijev³, ampak ker so se odločile za ohranitev nacionalnih valut in vodenje samostojne denarne politike. Ko pa se bodo vse države članice vključile v evro območje, ne bo več nobene razlike med Evrosistemom in ESCB. Nacionalne centralne banke Evrosistema so izgubile samostojnost in denarno suverenost, postale pa so posrednice ECB. Na ta način lahko ECB vodi denarno politiko decentralizirano preko NCB (Ribnikar, 1999, str. 126).

3.1 EVROPSKA CENTRALNA BANKA (ECB)

Skupni denar zahteva skupno denarno politiko, ta pa mora biti, da bi bila konsistentna, centralizirana v rokah neke nadnacionalne monetarne oblasti. To vlogo v EMU igra ECB. Ustanovljena je bila 1. junija 1998 s sedežem v Frankfurtu. Nastala je iz Evropskega denarnega inštituta (angl. *European Monetary Institute – EMI*), ki je bil ustanovljen z namenom, da pripravi vse potrebno za ustanovitev ECB, in da oblikuje osnovne smernice za vodenje skupne monetarne politike v Evroobmočju. V polni funkciji je ECB začela delovati 1. januarja 1999, ko je bil v enajstih državah Evrosistema (Grčija se jim je pridružila kasneje) uveden evro kot knjižni denar (Mrak, 2002, str. 408).

3.1.1 Lastništvo ECB

Nacionalne centralne banke ESCB so edini vpisniki in lastniki kapitala ECB. Kapital ECB po trenutnih določilih lahko znaša največ 10 milijard evrov. Kapital je, kot bom prikazal v nadaljevanju, sicer za več kot polovico nižji od zgornje dogovorjene meje, ki je lahko v

¹ V Evrosistem spadajo: Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija.

² Nove članice EU: Ciper, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija.

³ Maastrichtski konvergenčni kriteriji: (1) **Stopnja inflacije** ne sme presegati povprečne stopnje inflacije v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke; (2) **obrestna mera** ne sme presegati povprečne obrestne mere v treh državah članicah EU z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki; (3) zahteva se, da mora biti valuta vsaj dve leti vključena v mehanizem deviznih tečajev ERM (aktualno ERM2) in upoštevati **normalne meje nihanja** okrog uradnega tečaja, brez devalvacije valute na lastno pobudo; (4) **javnofinančni deficit** ne sme presegati 3 odstotkov BDP države in (5) **javni dolg** ne sme presegati 60 odstotkov BDP države.

prihodnosti dosežena na podlagi odločitve Sveta ECB. Delež posamezne nacionalne centralne banke se določi v skladu s ključem za vpis kapitala ECB. Ta ključ se določi kot ponder, ki je enak vsoti:

- 50 % deleža države članice v prebivalstvu EU v predzadnjem letu pred ustanovitvijo ESCB in
- 50 % deleža države članice v bruto domačem proizvodu po tržnih cenah EU iz zadnjih petih let pred predzadnjim letom pred ustanovitvijo ESCB.

Postavka “ustanovitev ESCB” v zgornjih dveh navedbah je veljala za prvo določanje kapitalskega ključa, za vse nadaljnje pa velja postavka “datum revizije in prilagoditve kapitalskega ključa”.

Celoten znesek kapitala ECB je bil po pridružitvi 10 novih držav članic k EMU določen v višini 5.564.669.247,19 evrov (pred tem dogodkom je znašal 5 milijard evrov). Celoten vplačan kapital ECB pa, kot je prikazano v Tabeli 1 na naslednji strani, znaša le nekaj več kot štiri milijarde evrov. Razlog za razliko je v tem, da polno vrednost vpisanega kapitala glede na svoje določene deleže v kapitalskem ključu vplačajo le države članice Evrosistema, preostale države članice ESCB, torej članice z odstopanjem, pa le 7 % zneska, ki jim pripada glede na njihov delež v kapitalskem ključu ECB⁴. Ta minimalni odstotek je s strani centralnih bank držav z odstopanjem vplačan kot prispevek za stroške poslovanja ECB.

Ponderji kapitalskega ključa za posamezne države se revidirajo in prilagodijo vsakih pet let. Prva sprememba ponderjev po uvedbi leta 1998 je bila uveljavljena s 1. januarjem 2004, druga pa z vstopom 10 novih članic v EMU, 1. maja 2004.

Po kapitalskem ključu se poleg deleža vpisa posamezne nacionalne centralne banke v kapitalu ECB določi še delež prispevka posamezne nacionalne centralne banke k mednarodnim denarnim rezervam ECB, delež udeležbe posamezne nacionalne centralne banke pri razporeditvi dobička ECB in razdelitvi denarnega prihodka (seigniorage) Evrosistema ter delež posamezne nacionalne centralne banke v tehtanem sistemu glasovanja v povezavi s finančnimi zadevami Evrosistema (Majcen, Roter, 2002, str. 6). Po kapitalskem ključu države seveda tudi financirajo eventualno izgubo ECB. Države z odstopanjem, ki so v kapital ECB vplačale le 7 % vpisanega zneska, določenega s kapitalskim ključem, niso udeležene pri ugodnostih in obveznostih, navedenih v tem odstavku.

⁴ Pred 1. majem 2004 so članice ESCB, ki niso uvedle evra vplačale znesek v višini 5 % lastnega ponderja v kapitalskem ključu ECB.

Tabela 1: Ponderji posameznih držav članic ESCB, določeni kot deleži v kapitalnem ključu, veljavni od 1. maja 2004 dalje, in vplačana sredstva v kapital ECB

NCB	Kapital- ski ključ (%)	Vplačani kapital (€)
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	2,5502	141 910 195,14
Deutsche Bundesbank	21,1364	1 176 170 750,76
Banco da Grécia	1,8974	105 584 034,30
Banco de España	7,7758	432 697 551,32
Banque de France	14,8712	827 533 093,09
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51 300 685,79
Banca d'Italia	13,0516	726 278 371,47
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8 725 401,38
De Nederlandsche Bank	3,9955	222 336 359,77
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115 745 120,34
Banco de Portugal	1,7653	98 233 106,22
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,2887	71 711 892,59
Skupaj NCB Evrosistema	71,4908	3 978 226 562,17
Danmarks Nationalbank	1,5663	6 101 159,01
Sveriges Riksbank	2,4133	9 400 451,41
Bank of England	14,3822	56 022 530,23
Skupaj NCB, članice ESCB že pred 1. majem 2004	18,3618	71 524 140,65
Česká národní banka	1,4584	5 680 859,54
Eesti Pank	0,1784	694 915,90
Banco Central de Chipre	0,1300	506 384,90
Latvijas Banka	0,2978	1 160 010,95
Lietuvos bankas	0,4425	1 723 656,30
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5 408 190,75
Central Bank of Malta / Bank Centrali ta' Malta	0,0647	252 023,87
Narodowy Bank Polski	5,1380	20 013 889,41
Banka Slovenije	0,3345	1 302 967,30
Národná banka Slovenska	0,7147	2 783 948,38
Skupaj NCB, članice ESCB od 1. maja 2004	10,1474	39 526 847,30
SKUPAJ	100,000	4 089 277 550,12

Vir: Capital subscription, 2005.

3.1.2 Organi ECB

Svet guvernerjev ECB in Izvršni odbor ECB oziroma direktorij sta tista dva organa ECB, ki sta odgovorna za pripravo, vodenje in implementacijo denarne politike Evrosistema. Za ESCB pa je poleg njiju pomemben še tretji organ, ki se imenuje Razširjeni svet ECB.

3.1.2.1 Svet ECB (angl. *The Governing Council of the ECB*)

Svet ECB ali Svet guvernerjev ECB je najpomembnejši organ odločanja v ECB, saj dejansko določa skupno monetarno politiko Evrosistema. Sestavlja ga šest članov Izvršnega odbora in dvanajst guvernerjev nacionalnih centralnih bank držav Evrosistema. Vsak od osemnajstih članov ima po en glas. To pomeni, da za enim glasom velike ali pa male članice stoji zelo različna ekonomska moč teh držav (Keber, 2004, str. 8).

3.1.2.2 Izvršni odbor ECB (angl. *The Executive Board of the ECB*)

Izvršni odbor operativno vodi skupno monetarno politiko v skladu z usmeritvami, ki jih dobiva od Sveta ECB. Zadolžen je za dnevne odločitve pri operativnem izvajanju monetarne politike ECB. Sestavljen je iz predsednika, podpredsednika in štirih članov. Vsak član ima po en glas, v primeru neodločenega glasovanja pa je odločilen glas predsednika (Keber, 2004, str. 8).

3.1.2.3 Razširjeni svet ECB (angl. *The General Council of the ECB*)

Razširjeni svet, ki je predvsem posvetovalno telo, sprejema nekatere odločitve v okviru ESCB, pomembne za monetarno in deviznotečajno politiko tistih trinajstih držav članic EU, ki imajo status države z odstopanjem. Ta organ sestavljajo predsednik in podpredsednik Izvršnega odbora ter petindvajset guvernerjev nacionalnih centralnih bank vseh držav članic EU. Vseh članov je torej 27 (Keber, 2004, str. 9).

4 FAZE NASTAJANJA EMU

Ker je EMU v diplomskem delu večkrat omenjena in ker je naslovni pojem Evrosistem tesno povezan z zadnjo fazo nastanka EMU, je prav, da faze nastajanja EMU in razmere, v katerih se je ideja o njej razvijala, na kratko opišem.

Spremembe v svetovnem gospodarstvu konec šestdesetih let so obudile idejo o večji povezanosti ekonomskih politik držav članic Evropske gospodarske skupnosti (EGS) ter skupnem vodenju monetarne politike. Glavni cilj teh držav je postala ustanovitev evropske

ekonomske in monetarne unije (EMU), to je najvišja oblika ekonomske integracije med državami članicami EU. Pri tem ekonomska unija pomeni skupni trg, na katerem velja načelo štirih svoboščin, to pomeni prost pretok blaga, storitev, ljudi in kapitala med državami članicami, ki so se dogovorile tudi za skupno ekonomsko politiko na nekaterih področjih. Monetarna unija pa predstavlja predvsem skupno valuto, skupno centralno banko, skupno denarno politiko in skupno politiko deviznega tečaja (Lavrač, 1999, str. 16).

Države članice so prednosti skupnega monetarnega prostora videle predvsem v večjem finančnem in gospodarskem trgu. Slednje naj bi spodbudilo direktno investiranje v gospodarstvo in s tem povečalo gospodarsko rast. V novem evropskem prostoru so članice videle tudi možnosti za boljšo demokracijo, večjo transparentnost in učinkovitost (Zupan Škof, 2004, str. 26-27).

Leta 1970 je bilo izdano Wernerjevo poročilo, na podlagi katerega bi se EMU morala oblikovati v treh stopnjah. Žal pa tedanje spremenjene ekonomske okoliščine, predvsem konec sistema fiksnih deviznih tečajev, niso dopuščale resnejših premikov v zeleni smeri. Šele leta 1979 je prišlo do prvega pomembnega koraka k uresničitvi zastavljenega cilja, to je bila ustanovitev Evropskega monetarnega sistema (angl. *European Monetary System – EMS*). Temeljlil je na mehanizmu deviznih tečajev (angl. *Exchange Rate Mechanism – ERM*)⁵, skupni evropski denarni enoti (angl. *European currency unit – ECU*) in kreditnih mehanizmih. Junija 1988 se je Evropski svet odločil za čimprejšnjo uresničenje ekonomske unije. V ta namen je sestavil poseben odbor, ki so ga sestavljali guvernerji držav članic, predsedoval pa mu je takratni predsednik Evropske komisije, Jacques Delors. Poročilo odbora, znano kot Delors Report, je predlagalo, da se ekonomska in monetarna unija uresniči v treh fazah.

4.1 PRVA FAZA

Prva faza EMU je trajala od 1. julija 1990 do 31. decembra 1993. Najprej so bile odpravljene vse omejitve pri pretoku kapitala znotraj Evropske skupnosti. Spodbujali so tudi k čim večji koordinaciji ekonomskih politik posameznih držav članic ter k tesnejšemu sodelovanju med centralnimi bankami, da bi dosegli stabilnost cen. Pomemben rezultat prve faze je bila tudi Pogodba o Evropski uniji (Maastrichtska pogodba), ki je stopila v veljavo 1. novembra 1993. Ta pogodba je kot formalni cilj postavila oblikovanje EMU, določa pa tudi konvergenčne kriterije, ki jih je potrebno izpolniti, da lahko država članica sodeluje v EMU. Konvergenčni kriteriji so bili določeni, da zagotovijo razmere za

⁵ Države, katerih valute so bile vključene v mehanizem deviznega tečaja, so morale določiti uradni tečaj svojega denarja z ECU-jem (paritetni tečaj ECU), ki je veljal za evropsko denarno enoto in je predstavljal košarico valut držav EMS. Na podlagi tega paritetnega tečaja valut držav, katerih valute so bile v ERM, so se določili še bilateralni centralni tečaji vseh valut, ki so bile v ERM (Ribnikar, 2004, str. 74-75).

učinkovito delovanje monetarne unije. Poleg tega Maastrichtska pogodba vsebuje še protokol o Statutu ESCB in ECB ter protokol o Statutu EMI.

4.2 DRUGA FAZA

1. januarja 1994 se je začela druga faza oblikovanja EMU, trajala pa je do 31. decembra 1998. V tem času je bil ustanovljen EMI, predhodnik Evropske centralne banke. Njegova naloga je bila okrepitev sodelovanja med nacionalnimi centralnimi bankami in koordinacija denarnih politik držav članic ter priprava vsega potrebnega za ustanovitev ESCB, s katerim bi uresničili vodenje enotne denarne politike in uvedbo skupne evropske valute. Le-ta je dobila ime evro decembra 1995. Junija 1997 je prišel v veljavo tudi nov mehanizem določanja deviznih tečajev ERM II. V istem času je bil podpisan tudi Pakt stabilnosti in rasti s strani Evropskega sveta, s katerim so zagotavljali disciplino držav članic pri upravljanju javnih financ.

V tej fazi so si države članice prizadevale za izpolnitev konvergenčnih kriterijev. 2. maja 1998 je Svet Evropske unije odločil, da enajst držav (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija) izpolnjuje pogoje za uvedbo evra s 1. januarjem 1999. Za izračun fiksnih tečajev evra so uporabili takratne bilateralne centralne tečaje teh držav. 1. junija 1998 je bila ustanovljena ECB, ki je nadomestila EMI.

4.3 TRETJA FAZA

Zadnja faza nastajanja EMU se je začela 1. januarja 1999 z uvedbo nove skupne valute evro in s prenosom pristojnosti za vodenje enotne denarne politike na Evrosistem. Delovati je pričela ECB, ki je prevzela naloge EMI. V tretjo fazo je vstopilo enajst držav članic, ki so izpolnjevale zahteve konvergenčnih kriterijev za uvedbo evra. Njihove valute so bile takoj fiksirane, uradna valuta pa je postal evro. Najprej so ga uvedli kot knjižni denar, evro bankovci in kovanci pa so bili uvedeni 1. januarja 2002.

1. januarja 2001 se je število članic povečalo na dvanajst, ko je Grčija izpolnila vse kriterije in se je lahko vključila v tretjo fazo EMU. 1. maja 2004 je v Evropsko unijo vstopilo deset novih članic (Ciper, Češka, Estonija, Madžarska, Latvija, Litva, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija). Te države niso uvedle evra v skladu z evropskimi predpisi, ampak ga bodo čez nekaj let, ko bodo izpolnjevale zahtevane pogoje za uvedbo evra. Glede na to lahko rečemo, da vse članice EU, čeprav niso vključene v evro območje, sodelujejo v EMU, ker izpolnjujejo nekatere obveznosti iz EMU – imajo status članic z *odstopanjem*.

5 MEDNARODNE DENARNE REZERVE EVROSISTEMA

V predhodnih poglavjih sem predstavil mednarodne denarne rezerve na splošno in Evrosistem, to poglavje pa je namenjeno specificiranju naslovne teme. To pomeni, da bom predstavil posebnosti in statistične podatke v zvezi z mednarodnimi denarnimi rezervami v Evrosistemu.

5.1 DEFINICIJA MEDNARODNIH DENARNIH REZERV V TRETJI FAZI EMU

Po definiciji IMF so mednarodne denarne rezerve likvidna (kadarkoli dostopna) in trgovalna (angl. *marketable*) **zunanja sredstva** v lasti in pod popolnim nadzorom **monetarnih oblasti**, namenjena direktnemu financiranju plačilnobilančnih neravnotežij ter indirektnemu reguliranju realnih velikosti teh neravnotežij s posredovanjem na deviznem trgu oziroma vplivanjem na višino deviznega tečaja. Tudi pri mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema gre seveda za vsa sredstva v okviru, definiranim v pododstavku 2.2.1.

V situaciji posamezne države, kot je bila Slovenija pred 1. majem 2004, z definicijo »zunanjih sredstev« in »monetarnih oblasti« nimamo posebnih težav. Ob začetku delovanja Evrosistema pa je bilo potrebno oba pojma dodatno definirati.

Zunanja rezervna sredstva so terjatve, ki (ECB, 2000a, str. 9):

- so *denominirane v tuji valuti* – sredstva, denominirana v evrih ne morejo biti tretirana kot mednarodne denarne rezerve Evrosistema, ne glede na to, ali so to terjatve do subjektov znotraj ali zunaj Evroobmočja in
- so *terjatve do nerezidentov Evrosistema* – terjatve do rezidentov katerekoli države Evrosistema ne spadajo med mednarodne denarne rezerve Evrosistema.

Z zgornjima določiloma je deloma definiran tudi pojem »monetarne oblasti«. Zaradi načela residence lahko sklepamo, da je edina in absolutna monetarna oblast, ki nadzira mednarodne denarne rezerve v Evrosistemu ECB, ki ima s svojimi organi »monopol« nad določanjem skupne monetarne politika Evroobmočja. Vendar pa je dejanska ožja definicija monetarnih oblasti v zvezi z mednarodnimi denarnimi rezervami, kot bomo videli kasneje, odvisna od tega, kaj zajema pojem »mednarodne denarne rezerve Evrosistema« – celotne rezerve, z vključenimi rezervami NCB, ali pa le mednarodne denarne rezerve ECB.

5.1.1 Prenos mednarodnih denarnih rezerv na ECB

V začetku tretje faze EMU, 1. januarja 1999, so nacionalne centralne banke, kot sem omenil v podpoglavju 3.1.1, del svojih mednarodnih denarnih rezerv prenesle na ECB –

tako so se formirale mednarodne denarne rezerve ECB. Začetne mednarodne denarne rezerve ECB so bile določene v višini 50 milijard evrov. Države so ECB odvedle svoje rezerve v višini, določeni z vsaki lastnim ponderjem v kapitalskem ključu ECB. Za delež mednarodnih denarnih rezerv, ki ga je nacionalna centralna banka prenesla na ECB, je predpisana tudi valutna struktura. 85 % sredstev mora biti denominiranih v USD ali JPY, preostalih 15 % pa v obliki monetarnega zlata. V zameno za prenešene rezerve so države članice dobile terjatve do ECB, denominirane v evrih. Ker pa so mednarodne denarne rezerve na ECB prenesle samo nacionalne centralne banke držav, ki so uvedle evro, države članice z odstopanjem pa ne, njihova dejanska vsota ob prenosu ni znašala 5 milijard evrov, pač pa nekaj manj kot 39,5 milijard evrov (Badinger, 2000, str. 12).

Tabela 2: Mednarodne denarne rezerve, ki so jih NCB prenesle na ECB

NCB	Kapitalski ključ ^{a)} (%)	Prenešene rezerve (v mio €)
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	2,8658	1432,90
Deutsche Bundesbank	24,4935	12246,75
Banco de España	8,8935	4446,75
Banque de France	16,8337	8416,85
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	424,80
Banca d'Italia	14,8950	7447,50
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	74,60
De Nederlandsche Bank	4,2780	2139,00
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	1179,70
Banco de Portugal	1,9232	961,60
Suomen Pankki - Finlands Bank	1,3970	698,50
Skupaj	78,9379	39468,95

^{a)} Kapitalski ključ v tej obliki je veljal od 1.1.1999 do 31.12.2003.

Vir: Badinger, 2000, str. 13.

Ko državi članici ESCB preneha status države članice z odstopanjem, torej ko uvede evro, mora na ECB prenesti del svojih mednarodnih denarnih rezerv, v skladu z lastnim ponderjem v kapitalskem ključu ECB. Tako je bilo 1. januarja 2001 z Grčijo, ki je ob vstopu v Evrosistem na ECB prenesla 1.028,20 milijonov evrov svojih mednarodnih denarnih rezerv⁶. To pomeni, da se je ob tem dogodku seštevek mednarodnih denarnih rezerv ECB zvišal na nekaj manj kot 40,5 milijard evrov.

⁶ Ponder Grčije v kapitalskem ključu ECB je bil ob njenem prevzemu evra 2,0564 %.

5.1.2 Mednarodne denarne rezerve, ki ostajajo v lasti in pod nadzorom nacionalnih centralnih bank

Mednarodne denarne rezerve, ki jih nacionalne centralne banke prenesejo na Evropsko centralno banko, so torej pod direktnim in efektivnim nadzorom ECB in so definirane kot *mednarodne denarne rezerve ECB* (ECB, 2000a, str. 8). Mednarodne denarne rezerve NCB, ki pa ostanejo pri njih (ni prenosa lastništva na ECB), pa so pod direktnim in efektivnim nadzorom ter v upravljanju vsake posamezne NCB kot lastnice. Ta sredstva lahko NCB uporabijo za izpolnjevanje svojih obveznosti do mednarodnih organizacij. Za vse drugo poslovanje z deviznimi rezervami, ki ostanejo v nacionalnih centralnih bankah po prenosih deviznih rezerv na ECB, in za transakcije, ki jih opravijo države članice z operativnimi deviznimi sredstvi, je nad določeno mejo potrebna odobritev ECB. Ta omejitev je potrebna zaradi uspešnega ohranjanja konsistentnosti vsakega posameznega dela Evrosistema s skupno monetarno in deviznotečajno politiko EMU (Majcen, Roter, 2002, str. 13).

Tabela 3: Meja za predhodno prijavo poslov z operativnimi deviznimi sredstvi držav članic Evrosistema Evropski centralni banki

Vrsta posla		Meja
Dokončni nakup ali prodaja, promptno ali terminsko, deviznih sredstev	Za evro	500 milijonov €
	Za katerakoli druga devizna sredstva (angl. <i>cross currency transaction</i>)	500 milijonov €

Vir: Majcen, Roter, 2002, str. 14.

5.1.3 Možnost dodatnega vpoklica mednarodnih denarnih rezerv, ki so ostale pri nacionalnih centralnih bankah, s strani ECB

Kot je znano, znaša skupna višina mednarodnih denarnih rezerv ECB, če bi svoj delež na ECB prenesle vse članice ESCB, trenutno 5 milijard evrov. Ta znesek pa se v prihodnosti v skladu s potrebami lahko zviša do skupne višine 10 milijard evrov, na podlagi sklepa Izvršnega sveta ECB. Vsak nadaljnji prenos lastništva nad mednarodnimi denarnimi rezervami NCB na ECB do višine 10 milijard evrov mora biti opravljen na popolnoma enak način kot prvi, ki je bil izveden ob začetku delovanja Evrosistema⁷ (ECB, 2000a, str. 8).

Vse dokler ne pride do dodatnega prenosa lastništva mednarodnih denarnih rezerv na ECB, kot je opisano v tem podpoglavju, so te rezerve pod direktnim in efektivnim nadzorom NCB in so obravnavane kot *mednarodne denarne rezerve vsake posamezne NCB*. Vlogo teh sredstev je moč razumeti kot pozitiven doprinos k ohranjanju in pospeševanju tržne samozavesti in zaupanja v notranji trg EMU.

⁷ To določilo vsebuje tudi kreditiranje vključenih NCB v obliki evro-denominiranih terjatev do ECB v višini deviznih sredstev, prenešenih na ECB kot mednarodne denarne rezerve.

5.1.4 Povzetek definicije mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema

V skladu s priporočili IMF so torej mednarodne denarne rezerve Evrosistema definirane kot visoko likvidne (angl. *highly liquid*), trgovalne (angl. *marketable*) in kredibilne (angl. *credit – worthy*) **terjatve**, ki jih imajo ECB⁸ in NCB držav, vključenih v Evrosistem⁹, **do nerezidentov** in so **denominirane v tujih valutah** (to pomeni v katerikoli valuti, razen v evrih) ter **zlato, rezervna tranša pri IMF in SDR**.

5.2 PODATKI

V tem podglavju bom predstavil podatke, ki prikazujejo gibanje vrednosti mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema od konca leta 1999 (leto začetka obstoja in delovanja Evrosistema) do konca leta 2004. Vsi podatki v Tabeli 4 so v milijardah € in se nanašajo na konec navedenega obdobja (če ni drugače določeno).

Tabela 4: Mednarodne denarne rezerve Evrosistema

	Skupaj MDR ^{a)}	Zlato		SDR	Rezervna tranša	Devize
		V mio unč ^{b)}				
Dec. 1999	372,1	116,4	402,758	4,5	24,3	226,9
Dec. 2000	377,2	117,1	399,537	4,3	20,8	235,0
Širitev Evrosistema (pridruži se Grčija)						
Dec. 2001	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8
Dec. 2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8
Dec. 2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9
Nov. 2004	291,6	133,4	391,219	4,1	19,4	134,7
Od tega v lasti ECB						
Dec. 1999	49,3	7,0	24,030	0,0	0,0	42,3
Dec. 2000	45,3	7,0	24,030	0,0	0,0	38,2
Širitev Evrosistema						
Dec. 2001	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4
Dec. 2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3
Dec. 2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6
Nov. 2004	36,5	8,4	24,656	0,2	0,0	27,9

^{a)} MDR – mednarodne denarne rezerve.

^{b)} Unča je standardna količinska mera zlata z določeno čistostjo (angl. *fine troy ounce*).

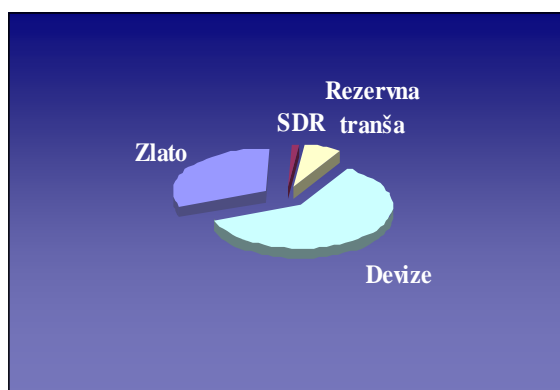
^{c)} Podatki za december 2004 v času nastajanja diplomske naloge še niso bili na voljo.

Vir: Monthly Bulletin, 2003; Monthly Bulletin, 2005.

⁸ »Pooled reserves«

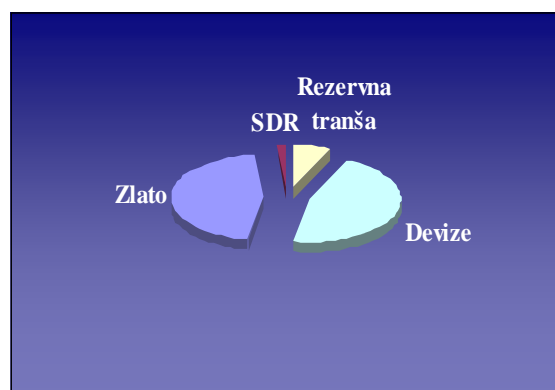
⁹ »Unpooled reserve assets«

Slika 2: MDR Evrosistema, dec. 1999



Vir: Podatki iz Tabele 4.

Slika 3: MDR Evrosistema, nov. 2004

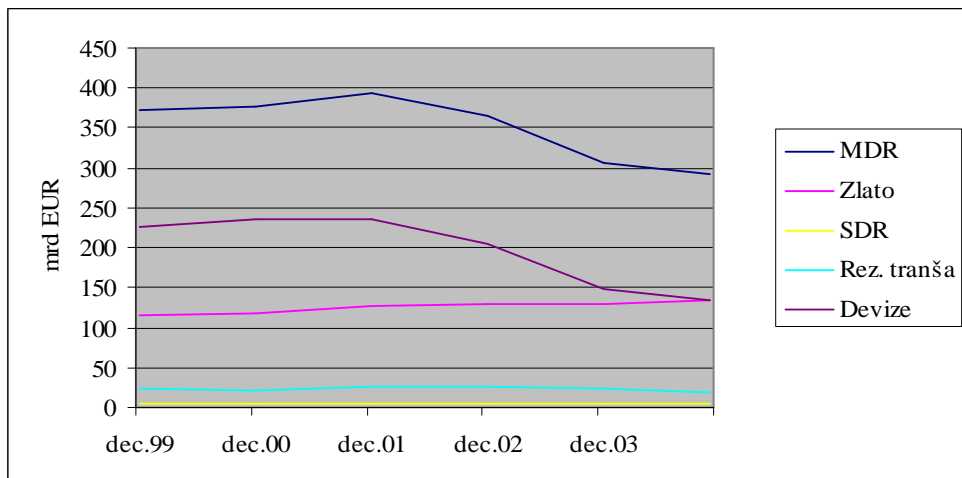


Vir: Podatki iz Tabele 4.

Na podlagi navedenih podatkov in Slike 2 lahko zaključim, da so bile leto po nastanku najpomembnejša sestavina celotnih mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema devizne rezerve centralnih bank. Sledilo je zlato, kot relativno precej manj pomembni sestavini pa sta si sledila rezervna tranša pri IMF in SDR. V obdobju od konca leta 1999 do konca leta 2004 je opaziti trend padanja skupne vrednosti mednarodnih denarnih rezerv. To dejstvo velja tako za rezerve, ki so v lasti nacionalnih centralnih bank, kot za tiste v lasti ECB in ga gre pripisati predvsem občutnemu padanju vrednosti deviznih rezerv, pada tudi vrednost SDR, rezervna tranša nima nekega določljivega trenda, pri zlatu pa ob dokaj konstantnem obsegu¹⁰ opazimo naraščanje skupne vrednosti, kar je posledica naraščanja vrednosti zlata na svetovnem trgu. Spremembo v vrednostni strukturi MDR Evrosistema lahko razberemo ob primerjavi Slike 2 in Slike 3, torej stanja konec decembra 1999 in konec novembra 2004. Opaziti je moč premik od občutno vodilnega položaja deviznih rezerv centralnih bank k njihovem skoraj povsem izenačenemu položaju z zlatom, medtem ko se relativna udeležba SDR in rezervne tranše pri IMF v strukturi mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema ni bistveno spremenila.

¹⁰ Količina zlata v celotnih mednarodnih denarnih rezervah nekoliko upada, v rezervah ECB pa se ne spreminja (sprememba je nastala le ob priključitvi Grčije, ko je tudi ta država del svojega zlata prenesla na ECB).

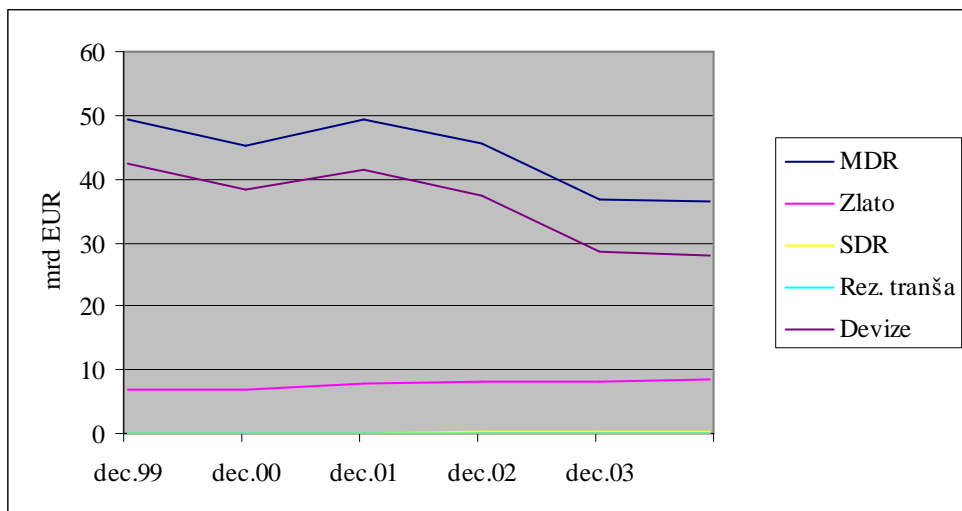
Slika 4: Trend gibanja vrednosti posameznih sestavin mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema



Vir: Podatki iz Tabele 4.

Najopaznejši prelom gibanja vrednosti mednarodnih denarnih rezerv na Sliki 4 opazimo konec leta 2001. Do takrat se ni bistveno spreminjala, povišanje vrednosti v letu 2001 je delno tudi posledica uvedbe evra s strani Grčije.

Slika 5: Trend gibanja vrednosti posameznih sestavin mednarodnih denarnih rezerv ECB



Vir: Podatki iz Tabele 4.

Na obeh slikah (4 in 5) lahko opazimo, da trend gibanja vrednosti mednarodnih denarnih rezerv, tako tistega dela, ki je v lasti ECB, kot celotnih, skoraj povsem sledi trendu gibanja vrednosti deviznih rezerv. To je deloma posledica relativno največje pomembnosti (količinsko in vsebinsko) deviznih rezerv centralnih bank v mednarodnih denarnih, deloma

pa tega, da zlatu, ki je druga najpomembnejša sestavina, komaj opazno raste vrednost (torej gibanje njegove vrednosti ne vpliva bistveno na vrednost celotnih rezerv). SDR in rezervna tranša pri svoji relativno precej manj pomembni vlogi ne bi bistveno vplivale na celotno gibanje vrednosti, tudi če bi se njuni vrednosti spreminjali opazneje. V rezervah ECB pa ti dve sestavini seveda sploh nimata nobene vloge – kot je opisano v začetnem delu tega poglavja, so NCB na ECB prenesle le zlato in devizne rezerve.

Na tem mestu velja omeniti še to, da je imela na zmanjšanje – tokrat ne vrednosti, pač pa količine – mednarodnih deviznih rezerv ECB vpliv tudi sprememba kapitalskega ključa ECB dne 1. januarja 2004¹¹, s katero se je skupna udeležba NCB Evrosistema v vpisanem kapitalu (angl. *subscribed capital*) ECB zmanjšala za 1,3559 odstotne točke. Posledično je prišlo do znižanja kapitala ECB za 64 milijonov € in seveda za znižanje celotnega obsega mednarodnih denarnih rezerv v rokah ECB. Količina le-teh se je z začetnih 40,497 milijard €, kolikor so jih države članice Evrosistema 1. januarja 1999 prenesle na ECB, znižala za 678 milijonov €. Ta količina je bila vrnjena NCB. Ta sprememba sicer ni vplivala na celoten obseg mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema, pač pa le na njihovo strukturo lastništva (ECB, 2003, str. 195).

Tabela 5: Indeksi sprememb vrednosti mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema in njihovih sestavnih delov od decembra 1999 do novembra 2004

	Skupaj MDR	Zlato		SDR	Rezervna tranša	Devize
			V mio unč			
Dec. 00/ Dec. 99	1,014	1,006	0,992	0,956	0,856	1,036
Dec. 01/ Dec. 00	1,041	1,077	1,006	1,279	1,216	1,003
Dec. 02/ Dec. 01	0,932	1,034	0,993	0,873	0,988	0,873
Dec. 03/ Dec. 02	0,837	0,997	0,986	0,917	0,932	0,724
Nov. 04/ Dec. 03	0,951	1,026	0,994	0,932	0,833	0,905
V lasti ECB						
Dec. 00/ Dec. 99	0,919	1,000	1,000	/	/	0,903
Dec. 01/ Dec. 00	1,088	1,114	1,026	0,1/0,0	/	1,084
Dec. 02/ Dec. 01	0,923	1,038	1,000	2,000	/	0,901
Dec. 03/ Dec. 02	0,811	1,000	1,000	1,000	/	0,767
Nov. 04/ Dec. 03	0,989	1,037	1,000	1,000	/	0,976

Vir: Monthly Bulletin, 2003; Monthly Bulletin, 2005; Lastni izračuni.

Iz Tabele 5 razberemo, da je vrednost celotnih MDR Evrosistema v prvih treh letih po nastanku naraščala, nato pa do novembra 2004 padala. Enako smer gibanja vrednosti izkazujejo tudi devizne rezerve. Zlatu je vrednost za malenkost upadla le v letu 2003

¹¹ Prvotni ponderji kapitalskega ključa ECB ter obe revidirani verziji so prikazani v Prilogi 1.

(padec vrednosti je posledica relativno večjega znižanja obsega v primerjavi s povišanjem cene zlata), vrednost SDR, ki jih skupaj posedujejo članice Evrosistema je narasla le v letu 2001, predvsem kot posledica priključitve Grčije, enako velja za rezervno tranšo pri IMF. Opazna razlika pri gibanju vrednosti MDR ECB je le v tem, da je v letu 2000 padla tako skupna vrednost deviznih rezerv centralnih bank, kot posledično tudi skupna vrednost celotnih mednarodnih denarnih rezerv.

5.2.1 Podatki za posamezne države članice Evrosistema

Podatki za posamezne države v Tabeli 6 se nanašajo na konec meseca novembra 2004¹². Vsi podatki so v mio € (če ni drugače določeno). Države so navedene po enakem vrstnem redu kot v Tabeli 1. Pomembno je tudi, da so to podatki o delu MDR, ki je ostal pri NCB.

Tabela 6: Podatki o strukturi mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema po posameznih državah članicah, november 2004

Država	Skupaj MDR	Zlato		SDR	Rezervna tranša	Devize
			V mio unč			
Belgija	10667,13	2828,65	8,29	304,78	1808,25	5725,45
Nemčija	73680,04	37615,34	110,38	1537,61	5164,13	29362,96
Grčija	2706,62	1153,52	3,46	26,39	321,17	1205,54
Španija	15094,96	5742,73	16,83	337,83	1199,85	7814,55
Francija	59483,70	32634,64	96,24	653,53	4195,86	21999,67
Irska	2187,73	64,35	0,18	68,05	339,80	1715,53
Italija	47253,50	26946,31	78,83	99,55	2800,39	17407,25
Luksemburg	235,40	25,33	0,074	11,53	110,23	88,31
Nizozemska	16109,29	8325,68	25,00	590,33	2022,80	5170,48
Avstrija	9465,22	3485,18	10,21	123,29	664,56	5192,19
Portugalska	8866,44	5293,00	15,50	76,50	339,47	3157,47
Finska	9333,92	538,26	1,58	145,34	498,17	8152,15

Vir: IMF, 2005; Spletne strani NCB, 2005; Lastni izračuni.

V Tabeli 7 so podani podatki o relativni udeležbi rezervnih sredstev posameznih NCB držav članic v celotnih mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema konec novembra 2004 in relativni udeležbi v mednarodnih denarnih rezervah ECB¹³.

¹² Najažurnejši podatki, ki jih je bilo v času nastajanja diplomskega dela moč pridobiti za vsako od držav članic Evrosistema.

¹³ Ta podatek se od ponderja v kapitalskem ključu ECB razlikuje zato, ker so MDR ECB sestavljene le iz imetij, prenešenih na ECB s strani NCB članic Evrosistema. Skupna udeležba članic Evrosistema v MDR, prenešenih na ECB tako znaša 100% (angl. *Scaled share in ECB's capital*).

V naslednjih podpoglavjih so opisana stanja struktur mednarodnih denarnih rezerv po posameznih državah konec novembra 2004. Kjer so strukture primerjane s strukturo mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema, tudi zanjo veljajo podatki s konca novembra 2004. Podana je tudi primerjava med deležem posamezne države v mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema (skupaj z rezervami, prenešenimi na ECB) in deležem, ki ga države zastopajo v rezervah, prenešenih na ECB.

Tabela 7: Relativna udeležba sredstev posameznih NCB članic Evrosistema v MDR Evrosistema in MDR ECB

NCB	MDRE ^{a)} (%)	MDRECB ^{b)} (%)	MDR ^{c)} (%)
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	3,66	3,57	4,11
Deutsche Bundesbank	25,27	29,56	28,97
Banco da Grécia	0,93	2,65	1,26
Banco de España	5,17	10,88	6,54
Banque de France	20,40	20,80	23,00
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,75	1,29	0,91
Banca d'Italia	16,20	18,26	18,49
Banque centrale du Luxembourg	0,08	0,22	0,11
De Nederlandsche Bank	5,53	5,59	6,22
Oesterreichische Nationalbank	3,25	2,91	3,61
Banco de Portugal	3,04	2,47	3,35
Suomen Pankki - Finlands Bank	3,20	1,80	3,43
ECB	12,52	/	/
Skupaj	100,00	100,00	100,00

a) Udeležba v MDR Evrosistema.

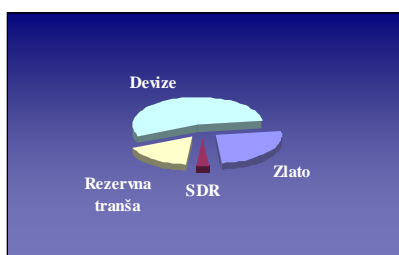
b) Udeležba v MDR ECB.

c) Udeležba v MDR Evrosistema skupaj s sredstvi, prenešenimi na ECB.

Vir: IMF, 2005; Spletne strani NCB, 2005; Lastni izračuni.

5.2.1.1 Belgija

Slika 6: Struktura MDR v Belgiji

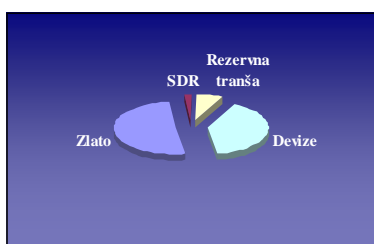


Vir: Podatki iz Tabele 6.

V Belgiji so najpomembnejši sestavni del MDR devizne rezerve CB. Zlato ima relativno manjši pomen kot v celotnih MDR Evrosistema, zato pa rezervna tranša pri IMF zaseda večji delež. Delež MDR Belgije v MDR Evrosistema je višji od deleža MDR ECB, ki ga je Belgija prenesla na ECB.

5.2.1.2 Nemčija

Slika 7: Struktura MDR v Nemčiji

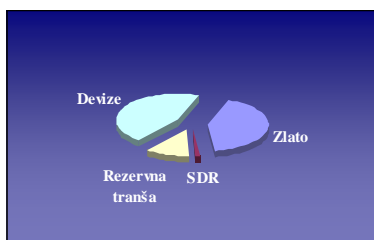


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Nemčija spada med države, pri katerih je najpomembnejša sestavina MDR zlato. To je predvsem značilnost velikih tradicionalnih gospodarstev. Rezervna tranša in SDR so po relativni velikosti primerljive z nivojem Evrosistema, devizne rezerve CB pa tako zasedajo za Evrosistem podpovprečen delež. Delež MDR Nemčije v MDR Evrosistema je manjši od njenega deleža v MDR ECB.

5.2.1.3 Grčija

Slika 8: Struktura MDR v Grčiji

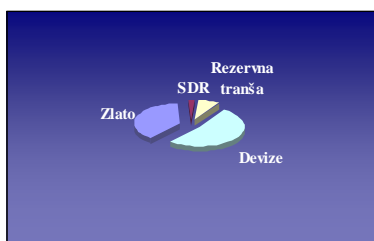


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Grčija ima podobno strukturo MDR kot celoten Evrosistem, opaziti je le nekoliko bolj zastopano rezervno tranšo pri IMF. Ta je višja, precej enakomerno na račun obeh najpomembnejših sestavin MDR. Delež MDR Grčije v skupnih rezervah je precej manjši kot njen delež v MDR ECB.

5.2.1.4 Španija

Slika 9: Struktura MDR v Španiji

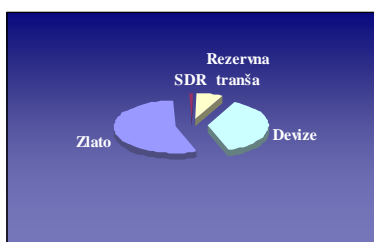


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Španija ima podobno strukturo MDR kot Belgija, le da je tu zlato nekoliko pomembnejše na račun deleža rezervne tranše pri IMF. Delež v MDR Evrosistema pa je, podobno kot velja za Grčijo, precej nižji od deleža v MDR ECB.

5.2.1.5 Francija

Slika 10: Struktura MDR v Franciji

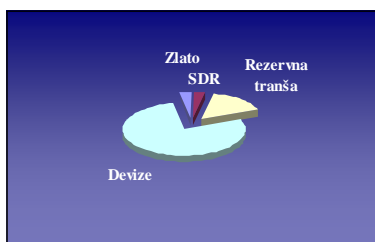


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Francija ima podobno strukturo mednarodnih denarnih rezerv kot Nemčija, le da je tu najpomembnejša vloga zlata še nekoliko izrazitejša, predvsem na račun deviznih rezerv CB. Delež teh tu znaša le slabih 37 % MDR. Delež v MDR Evrosistema je nekoliko višji od deleža v MDR ECB.

5.2.1.6 Irska

Slika 11: Struktura MDR na Irskem

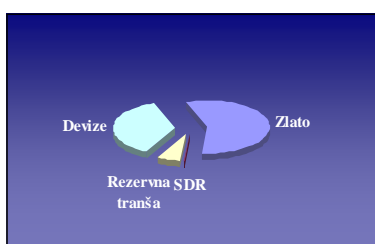


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Irska je ena bolj specifičnih držav kar se tiče strukture MDR. Najpomembnejšo vlogo zavzemajo devizne rezerve CB in sicer kar nekaj več kot 78 %. Druga najpomembnejša sestavina je rezervna tranša pri IMF, zlato pa je celo manj pomembno kot SDR, njegov delež znaša le slabe 3 %. Delež Irske v MDR Evrosistema je nižji od njenega deleža v MDR ECB.

5.2.1.7 Italija

Slika 12: Struktura MDR v Italiji

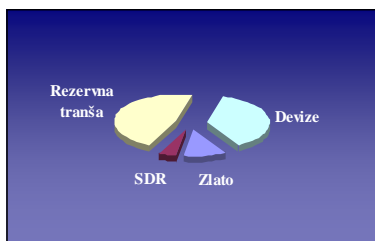


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Struktura italijanskih MDR je skoraj identična strukturi francoskih, kar pomeni premoč deleža zlata, približno tretjinski delež deviznih rezerv CB in deleža rezervne tranše pri IMF ter SDR, primerljiva z nivojem celotnega Evrosistema. Delež Italije v MDR Evrosistema je skoraj enak njenemu deležu v MDR ECB.

5.2.1.8 Luksemburg

Slika 13: Struktura MDR v Luksemburgu

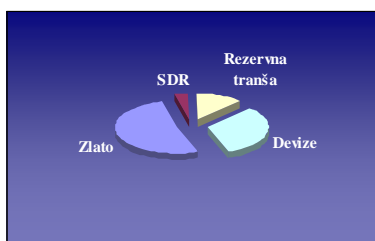


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Luksemburg je drugi izrazit posebnost med državami članicami. Skoraj 47 % njegovih MDR tvori rezervna tranša pri IMF, devizne rezerve CB so na drugem mestu z nekaj manj kot 38 %, preostali delež pa zavzemajo SDR in zlato, ki ga je nekaj več kot 2-krat toliko kot SDR. Delež Luksemburga v MDR Evrosistema je za polovico manjši od njegovega deleža v MDR ECB.

5.2.1.9 Nizozemska

Slika 14: Struktura MDR na Nizozemskem

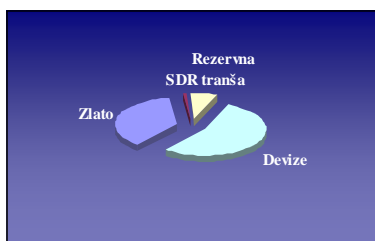


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Tudi Nizozemska spada med države z zlatom kot najpomembnejšim v strukturi MDR. Devize so na drugem mestu z nekaj več kot 32 %, relativno pomembnejši delež kot v MDR Evrosistema pa ima tudi rezervna tranša pri IMF. Tudi tu so SDR obrobne pomena. Delež Nizozemske v MDR Evrosistema je višji kot v MDR ECB.

5.2.1.10 Avstrija

Slika 15: Struktura MDR v Avstriji

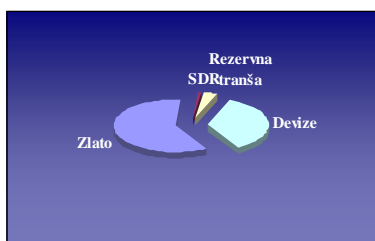


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Struktura MDR Avstrije je najbližja tisti v Španiji, le da so tu devizne rezerve CB s skoraj 55 % relativno še močnejše. Zlato je druga najpomembnejša sestavina, rezervna tranša je nekoliko pomembnejša kot povprečno v Evrosistemu, SDR pa je obrobne pomena. Avstrija ima višji delež v MDR Evrosistema kot v MDR ECB.

5.2.1.11 Portugalska

Slika 16: Struktura MDR na Portugalskem

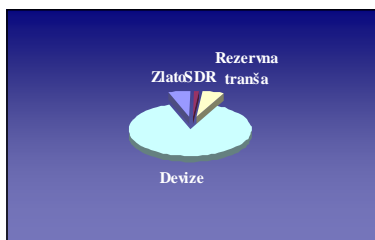


Vir: Podatki iz Tabele 6.

Na Portugalskem ima najvišji delež v MDR zlato (podobno kot v Franciji in Italiji) in sicer kar nekaj manj kot 60 %. Devizne rezerve CB so z nekaj manj kot 36 % na drugem mestu, deleža preostalih dveh sestavin pa ne odstopata dosti od povprečja Evrosistema. Tudi delež Portugalske v MDR Evrosistema je višji od njenega deleža v MDR ECB.

5.2.1.12 Finska

Slika 17: Struktura MDR na Finskem



Vir: Podatki iz Tabele 6.

Finska je s svojo izjemno strukturo MDR še najbližje Irski. Tudi tu največji delež zavzemajo devizne rezerve CB – celo večjega kot na Irskem, predvsem na račun rezervne tranše pri IMF (njen delež je tu približno enakovreden deležu zlata) – in sicer kar nekaj več kot 87 %. Tudi na Finskem so SDR obrobne pomena. Delež Finske v MDR Evrosistema je skoraj dvakrat tolikšen kot njen delež v MDR ECB.

5.2.1.13 Povzetek na podlagi statističnih podatkov za posamezno državo članico

Na podlagi zgoraj navedenih podatkov in slik lahko zaključim, da zlato zaseda najpomembnejše mesto v strukturi mednarodnih denarnih rezerv Nemčije, Francije, Italije, Nizozemske in Portugalske (v vseh teh državah so devize trdno na drugem mestu), v Grčiji pa ima skoraj enak delež kot devizne rezerve centralnih bank. Te so tam torej na prvem mestu, poleg Grčije pa jih imajo relativno največ tudi v Belgiji, Španiji, Avstriji, močno pa prednjačijo na Finskem, kjer imajo zlato, rezervna tranša pri IMF in SDR obrobne pomen ter na Irskem, kjer pa je rezervna tranša pri IMF vendarle nekoliko bolj zastopana.

Povsem lastno "skupino" glede strukture mednarodnih denarnih rezerv tvori Luksemburg, kjer ima najpomembnejši delež (skoraj polovico) rezervna tranša pri IMF, za dobro tretjino je deviznih rezerv CB, preostali delež pa si delita nekoliko boljše, pa vendar slabo zastopano zlato in SDR.

Ko primerjamo deleže posameznih držav v mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema z njihovimi deleži v mednarodnih denarnih rezervah ECB, ugotovimo, da so prvi izrazito višji v Avstriji, na Portugalskem in predvsem na Finskem, nekoliko višji so v Belgiji, Franciji, Italiji in na Nizozemskem, nižji v Nemčiji, na Irskem, v Grčiji, Španiji in Luksemburgu, od tega v slednjih treh izrazito. Ob računanju kapitalskega ključa ECB sta bila, kot vemo, upoštevana dva podatka: število prebivalcev in gospodarska moč posamezne države. Na podlagi tega so članice tudi prenesle svoje mednarodne denarne rezerve na ECB, torej bi lahko sklepali, da je kapitalski ključ ECB tudi primeren sklop razmerij, v katerih naj bi bile države pri sestavi celotnih mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema. Ob tem sklepu oziroma predpostavki in ob dodatni predpostavki, da imajo celotne mednarodne denarne rezerve ravno primeren obseg, lahko zključimo, da imajo države iz prve skupine, torej tiste z deležem, nižjim v MDR Evrosistema kot MDR ECB, premalo mednarodnih denarnih rezerv glede na svoj obseg prebivalstva in gospodarsko moč. Obratno velja seveda za države iz druge skupine. Vendar pa je, kot trdijo mnogi avtorji in bo opisano v nadaljevanju diplomskega dela, druga predpostavka povsem nerealna.

5.3 VZROKI ZA NIŽANJE VREDNOSTI MEDNARODNIH DENARNIH REZERV EVROSISTEMA IN EVROPSKE CENTRALNE BANKE

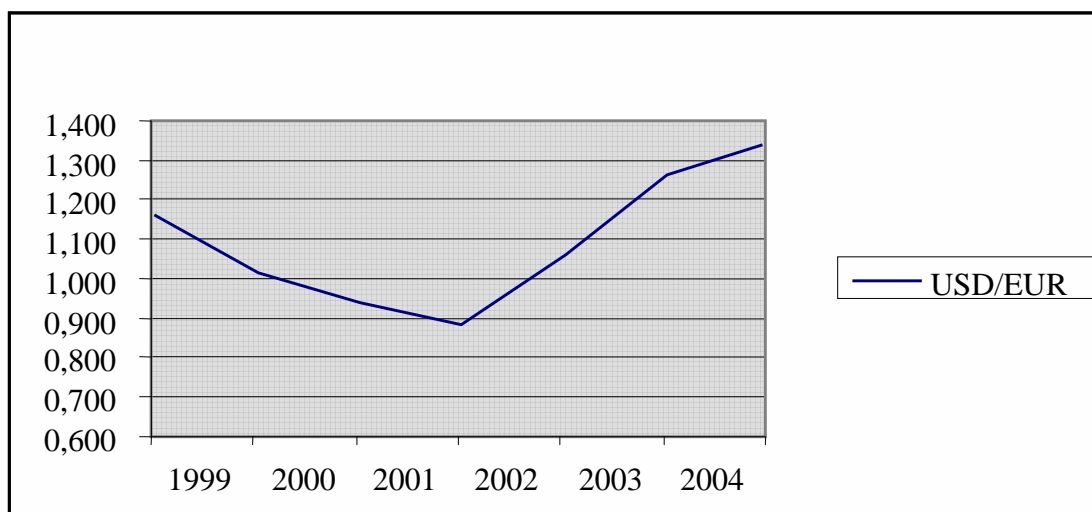
Kot je moč sklepati iz v predhodnem besedilu navedenih podatkov, so glavni razlog za spremembe vrednosti mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema skozi opazovana leta spremembe v vrednosti deviznih rezerv centralnih bank.

Če opazujemo gibanje vrednosti rezerv ECB ugotovimo, da je le-ta v vseh letih, razen v letu 2001, padala. Padec vrednosti v letu 2000, z 49,3 na 45,3 milijarde €, je bil posledica intervencije ECB na deviznem trgu in spremembe tržnih vrednosti rezervnih sredstev – zlatu se vrednost ni spremenila, vrednost deviznih rezerv pa se je znižala (ECB, 2001, str. 69). Glede na to, da v strukturi deviznih rezerv ECB močno prednjači USD, ki ga je kar za 90 %, preostali delež pa zaseda JPY (ECB, 2000, str. 153), sklepam, da gre to znižanje vrednosti pripisati padcu bilateralnega deviznega tečaja med dolarjem in evrom. V nasprotni smeri, torej k povišanju vrednosti, so delovali prilivi iz naslova obresti na rezervna sredstva. V letu 2001 je, kot rečeno, vrednost MDR ECB narasla, in sicer s 45,3 na 49,3 milijard €. To povečanje gre pripisati predvsem priključitvi Grčije k Evrosistemu, pa tudi obrestnim prihodkom in povišanju cene zlata na svetovnem trgu ter komaj opaznemu porastu vrednosti dolarja v odnosu do evra (ECB, 2002, str. 71). V letu 2002 je

bil zabeležen padec vrednosti rezerv na 45,5 milijard €, predvsem kot posledica apreciacije evra (ECB, 2003, str. 78). V letu 2003 je bil padec vrednosti na 36,9 milijard € zopet odraz spremembe tržnih vrednosti rezervnih sredstev, predvsem depreciacije USD, saj zlato vrednosti ni spremenilo. V nasprotni smeri so zopet šibko delovali obrestni prihodki (ECB, 2004, str. 84). Manj opazno znižanje vrednosti MDR od konca decembra 2003 do konca novembra 2004, na 36,5 milijard evrov, je posledica dejstva, da se je deviznim sredstvom (zopet govorimo predvsem o dolarju) vrednost znižala bolj, kot se je zlato povišala.

Po gornji analizi je očitno, da je glavni krivec za nižanje vrednosti mednarodnih denarnih rezerv ECB ameriški dolar, ki predstavlja njihov velik del in vztrajno izgublja na vrednosti. Če primerjamo indekse sprememb v MDR Evrosistema in MDR ECB v Tabeli 5, ugotovimo, da so odstopanja v vrednosti indeksov za posamezno kategorijo v istih letih precej majhna, in da se, z izjemo leta 2000, gibljejo v isti smeri. To pomeni, da je imela pri spreminjanju vrednosti MDR Evrosistema vrednost dolarja precej podobno vlogo kot pri spreminjanju vrednosti MDR ECB. Na Sliki 18 je prikazano spreminjanje bilateralnega deviznega tečaja med USD in EUR v obdobju od januarja 1999 do decembra 2004, podatki so mesečni in izražajo povprečno stanje tečaja v posameznem mesecu.

Slika 18: Bilateralni devizni tečaj USD/EUR od začetka leta 1999 do konca leta 2004



Vir: Monthly Bulletin, 2001; Monthly Bulletin 2002; Monthly Bulletin, 2003; Monthly Bulletin, 2004; Monthly Bulletin, 2005.

S Slike 18 lahko razberemo, da dolarju vrednost od začetka leta 2002 naprej vztrajno pada, kar se sklada z ugotovitvijo, da se vrednost deviznih rezerv Evrosistema od leta 2002 znižuje, to pa povzroča zniževanje vrednosti celotnih MDR Evrosistema. V Letu 2004 je opaziti nižjo intenzivnost depreciranja dolarja, to pa se sklada tudi z nižjo intenzivnostjo padanja vrednosti MDR Evrosistema v tem letu, kar lahko razberemo s Slike 4 na strani 19. Primerjava obeh slik kaže na izredno močno povezanost med gibanjem bilateralnega

deviznega tečaja med ameriškim dolarjem in evrom ter gibanjem vrednosti mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema.

5.4 DOGAJANJE NA PODROČJU MEDNARODNIH DENARNIH REZERV OB PREHODU NA TRETJO FAZO EMU

Evropska unija je imela pred uvedbo evra ECU. To je bil nekakšen približek povprečne evropske valute, umetna, sestavljena valuta, ki jo je predstavljala košarica vseh valut držav članic EU. ECU so tvorili fiksni zneski vseh teh valut, ki so bili izračunani na osnovi ponderja, ki je bil za posamezno državo določen na osnovi njenega ekonomskega pomena v okviru EU. V Evropskem denarnem sistemu se je ECU uporabljal kot uradna valuta in sicer v naslednjih funkcijah (Mrak, 2002, str. 400):

- kot obračunska enota za določanje centralnih deviznih tečajev v okviru mehanizma deviznih tečajev ERM,
- kot osnova za določanje indikatorja divergence,
- kot obračunska enota pri operacijah intervencij in povezanega kreditiranja med centralnimi bankami članic ter
- kot sredstvo poravnave med nacionalnimi centralnimi bankami držav članic.

Države članice EU so morale na EMI prenesti 20 % svojih dolarskih in zlatih rezerv, v zameno pa so dobile terjatve do EMI v obliki ECU.

Tik pred uvedbo evra, 31. decembra 1998, se je proces kreacije ECU odvrtel v nasprotni smeri. V tem času je že obstajala ECB kot pravni naslednik EMI. Države članice so ECB vrnilo svoje terjatve v obliki ECU in v zameno dobile svoja zunanja sredstva, ki so jih ob uvedbi ECU prenesle na EMI.

5.4.1 Posledice uvedbe evra in njihov vpliv na mednarodne denarne rezerve Evrosistema

Uvedba skupne valute je imela na mednarodne denarne rezerve Evrosistema dva različna učinka (Badinger, 2000, str. 15):

- Prvi učinek izhaja iz dveh povsem tehničnih prilagoditev. Prva je v prejšnjem pododstavku opisana zamenjava ECU za zlato in dolarje, druga pa je dejstvo, da so devizne rezerve nacionalnih centralnih bank, denominirane v evro-valutah¹⁴, s 1. januarjem 1999 postale terjatve do rezidentov istega ekonomskega prostora, torej se niso več mogle prištevati med mednarodne denarne rezerve. Na podlagi tega so se

¹⁴ Evro-valute so valute posameznih držav članic EU pred uvedbo evra (npr. DEM, GBP, ITL,...).

mednarodne denarne rezerve Evrosistema ob tem dogodku znižale za celotno vrednost rezerv, ki so jih NCB držale v obliki katerekoli evro-valute.

- Drugi učinek uvedbe evra pa je povezan z dejstvom, da je seštevek mednarodnih denarnih rezerv posameznih nacionalnih centralnih bank postal višji od efektivnega povpraševanja oziroma potreb po mednarodnih denarnih rezervah agregatnega Evroobmočja. Dva argumenta, ki najpogosteje govorita v prid zmanjšanim potrebam po rezervah sta (1) izginotje občutnega dela mednarodne trgovine (ta je postala »regijska«, saj je za posamezno državo članico EU pred uvedbo skupne valute, sploh pa pred uvedbo Notranjega trga, vsako trgovanje z drugo članico pomenilo trgovanje s tujo valuto kot menjalnim posrednikom) in (2) odprava potrebe po stabiliziranju menjalnega tečaja med evro-valutami (države članice Evrosistema ne potrebujejo več mednarodnih denarnih rezerv, ki so pred uvedbo evra služile za izravnavanje plačilnobilančnih neravnotežij, ki so nastala na podlagi njihovega medsebojnega trgovanja z namenom ohranjanja deviznotečajnih razmerij, v skladu s skupno monetarno politiko evropskega ekonomskega prostora). Obstajajo tudi argumenti, ki zmanjšano povpraševanje po mednarodnih denarnih rezervah v Evrosistemu povezujejo z »ekonomijami obsega«.

5.4.1.1 Presežne mednarodne denarne rezerve Evrosistema

Na tem mestu se torej srečamo s presežnimi mednarodnimi denarnimi rezervami nacionalnih centralnih bank Evrosistema v odnosu do agregatnega povpraševanja po njih, kljub temu, da so se nominalno zmanjšale ob prehodu na skupno valuto. Presežne mednarodne denarne rezerve so rezultat učinkov sinergije v Evrosistem združenih držav. To pomeni, da Evrosistem potrebuje manj rezerv, kot so jih skupaj potrebovale vse članice vsaka zase. S problemom presežnih mednarodnih denarnih rezerv (angl. *excess reserves*) se je ukvarjalo že kar nekaj strokovnjakov in vsi so prišli do zaključka, da so rezerve Evrosistema občutno prevelike. Leta 1990 so na primer strokovnjaki Evropske komisije izračunali, da bi bilo ob prehodu na skupno valuto smotrno odpraviti (transformirati) kar približno 50 % takratnih mednarodnih denarnih rezerv v lasti NCB. Pet let kasneje je Kenen v svojem delu *Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht* presežne rezerve ocenil na nekoliko manj kot 40 % (Badinger, 2000, str. 33). Podobno kot Kenen je tudi Badinger v svoji analizi iz leta 2000 presežne mednarodne denarne rezerve Evrosistema ocenil na približno 1/3, leta 2002 skupaj z Barbaro Dutzler pa na približno 1/2.

Ob tem so se seveda pojavili različni predlogi, ki nakazujejo, kako bi bilo mogoče presežne rezerve porabiti oziroma jih transformirati v produktivnejša sredstva. Najopaznejša predloga sta, da bi se te rezerve uporabile za odplačilo javnega dolga ali pa za financiranje sklada za podporo raziskav in razvoja. Alternativni predlogi pa se formirajo v smeri uporabe za financiranje znižanja davčne obremenitve gospodinjstev in podjetij ter za

uporabo na področju javnih investicij oziroma infrastrukturnih projektov. Seveda pa je potrebno upoštevati dejstvo, da je uporaba presežnih rezerv na omenjene načine v okviru posameznih NCB smiselna le, če so koristi ob takih uporabah višje od oportunitetnih stroškov držanja rezerv v presežnem obsegu. Poleg tega je ob implementaciji posameznih omenjenih predlogov realno pričakovati porajanje inflatornih pritiskov, ti pa lahko ogrozijo enega temeljnih ciljev ECB – stabilnost cen. Tako bi posamezne države članice ob odločanju o uporabi presežnih rezerv morale natančno preučiti vse možne posledice, pri odločitvi pa seveda tudi upoštevati mnenje ECB, na podlagi 31. člena Statuta ESCB in ECB, ki zahteva odobritev manipuliranja z mednarodnimi denarnimi rezervami, ki so ostale pri NCB, nad določeno mejo¹⁵, da bi se zagotovila konsistentnost s skupno deviznotečajno in monetarno politiko (Badinger, 2000, str. 59).

Preden bi prišlo do odločanja, kako se bodo presežne mednarodne denarne rezerve porabile, je seveda potrebno določiti, kolikšen delež le-teh bi odpadel na posamezno državo članico in kakšna bi bila njihova struktura (kolikšen delež bi zavzemalo zlato, kolikšen devizne rezerve centralnih bank,...). O najprimernejši strukturi mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema se namreč govori ob razpravah o vlogi posameznih sestavnih delov v sodobnih mednarodnih denarnih rezervah, predvsem vlogi zlata. Vendar pa je eventualni ključ razdelitve presežnih rezerv med posamezne države članice pomembnejši od strukture.

Ko govorimo o takem ključu sta najverjetnejši dve alternativni (Badinger, 2002, str. 14):

- Prva možnost je alokacija presežnih rezerv glede na razmerja med deleži posameznih držav članic v mednarodnih denarnih rezervah ECB, kar pomeni zanemarjanje pomembnosti trenutnih velikosti rezerv posameznih NCB. Po tem ključu je ciljni obseg mednarodnih denarnih rezerv za posamezno državo izračunan tako, da je od njenih trenutnih rezerv odštet zmnožek presežnih rezerv Evrosistema in deleža te države v mednarodnih denarnih rezervah ECB. Gre torej za *proporcionalno* alokacijo presežnih mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema. V nadaljevanju besedila bo ta ključ imenovan *Ključ 1*.
- Druga možnost pa je alokacija presežnih rezerv glede na dejanske trenutne obsege mednarodnih denarnih rezerv v lasti posameznih držav. V tem primeru se najprej določi ciljni obseg rezerv celotnega Evrosistema. Ta ciljni obseg se nato razdeli med države glede na njihov delež v rezervah ECB (po tem ključu bi se torej deleža države v MDR Evrosistema in v MDR ECB izenačila). Pri tej različici ključa gre za alokacijo presežnih mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema *glede na trenutni obseg (vrednost)* rezerv posamezne države. V nadaljevanju besedila bo ta ključ imenovan *Ključ 2*.

¹⁵ Podpoglavje 5.1.2.

Sredstva, ki bi bila posamezni državi na razpolago za porabo po razdelitvi presežnih mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema, se ob uporabi posameznega ključa precej razlikujejo. Ta razlika je odvisna od odstopanja trenutnega deleža države v MDR Evrosistema od deleža v MDR ECB. Zato bi bila odločitev o tem, kateri ključ uporabiti, če bi se odločili za nižanje obsega rezerv v prid porabi na kateregakoli od načinov, naštetih v predhodnem besedilu, zelo težka in verjetno izrazito politična. Za lažje razumevanje bom v Tabeli 8 predstavil razlike, ki bi nastale ob uporabi posameznega ključa v primerjavi z uporabo drugega. Podatki v tabeli so v milijardah €(če ni drugače določeno) in se nanašajo na konec novembra 2004. Poleg tega bomo predpostavljali, da je v mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema 40 % presežnih, kar pomeni, da bi bil njihov optimalen obseg 175,0 mrd € (konec novembra 2004 je bilo v Evrosistemu rezerv za 291,6 mrd €).

Tabela 8: Presežne rezerve za posamezno državo članico glede na uporabo posameznega ključa razdelitve

Država	MDRECB (%)	Vrednost MDR	Ključ 1		Ključ 2	
			Ciljna vrednost MDR	Presežne MDR	Ciljna vrednost MDR	Presežne MDR
	(1)	(2)	(3)	(4)=(2)-(3)	(5)	(6)=(2)-(5)
Belgija	3,57	11,99	7,83	4,16	6,25	5,74
Nemčija	29,56	84,48	50,00	34,48	51,71	32,77
Grčija	2,65	3,67	0,58	3,09	4,64	-0,97
Španija	10,88	19,07	6,38	12,69	19,03	0,04
Francija	20,80	67,07	42,81	24,26	36,39	30,68
Irska	1,29	2,62	1,12	1,50	2,26	0,36
Italija	18,26	53,92	32,62	21,30	31,95	21,97
Luksemburg	0,22	0,32	0,06	0,26	0,38	-0,06
Nizozemska	5,59	18,14	11,62	6,52	9,78	8,36
Avstrija	2,91	10,53	7,14	3,39	5,09	5,44
Portugalska	2,47	9,77	6,89	2,88	4,32	5,45
Finska	1,80	10,00	7,90	2,10	3,15	6,85
Evrosistem	100,00	291,58	174,95	116,63	174,95	116,63

Vir: IMF, 2005; Spletne strani NCB, 2005; Lastni izračuni.

Presežne mednarodne denarne rezerve, ki bi jih posamezna država članica lahko porabila za kateregakoli od z ECB dogovorjenih namenov, se med seboj bolj ali manj razlikujejo ob uporabi različnih ključev razdelitve. Razlika je odvisna (pozitivna odvisnost) od razlike med deležema posamezne države v MDR Evrosistema in MDR ECB. Iz Tabele 8 razberemo, da je Ključ 1 ugodnejši za Nemčijo, Grčijo, Španijo, Irsko in Luksemburg, to

pa so ravno tiste države, ki imajo nižji delež v MDR Evrosistema kot v MDR ECB¹⁶. To je logično, saj Ključ 2 ta dva deleža izenačuje. Nasprotno seveda velja za vse ostale države, ki bi ob morebitnem odločanju o uporabi prvega ali drugega ključa glasovale za slednjega.

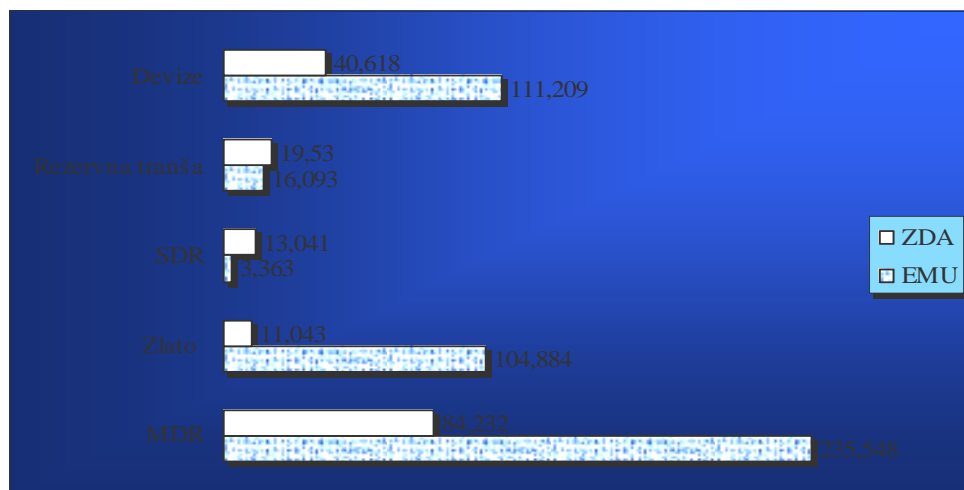
Če primerjamo ciljne vrednosti ob uporabi posameznega ključa, ugotovimo, da so le-te pri uporabi Ključa 1 določene precej nesorazmerno kapitalskemu ključu ECB, ki je, kot vemo, izračunan na podlagi števila prebivalstva in gospodarske moči posamezne države. Tako se zdi, da je ciljna vrednost mednarodnih denarnih rezerv v prvem primeru izrazito prenizka pri Grčiji, Španiji, Irski, pa tudi Luksemburgu¹⁷, pri Franciji, Avstriji, Portugalski in Finski pa je precej previsoka.

6 MEDNARODNE DENARNE REZERVE ZDA

Prejšnje poglavje je vključevalo razmišljanje o primernosti obsega mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema glede na potrebe po njih. Zato je na tem mestu smiselna njihova primerjava z obsegom mednarodnih denarnih rezerv ZDA.

ZDA so po zadnji širitvi EU po gospodarski moči z njo skoraj povsem primerljive, na podlagi česar lahko sklepamo, da bi morala biti primerljivost prisotna tudi na področju obsega mednarodnih denarnih rezerv. Vendar pa temu ni tako, kar je razvidno s Slike 19. Podatki, ki sem jih uporabil za oblikovanje Slike 19, se nanašajo na konec oktobra 2004 in so v milijardah \$.

Slika 19: Primerjava obsega MDR Evrosistema in ZDA konec oktobra 2004



Vir: Monthly Bulletin, 2005; Treasury Bulletin, 2004; Lastni izračuni.

¹⁶ Podpoglavje 5.2.1.13.

¹⁷ Državi Grčija in Luksemburg bi morali obseg svojih MDR v primeru uporabe Ključa 2 celo povečati.

S slike je moč razbrati, da je obseg mednarodnih denarnih rezerv ZDA skoraj tri-krat manjši, kot obseg mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema. Ta podatek vsekakor pritrjuje avtorjem, ki zagovarjajo tezo o pretiranem obsegu slednjih. Opazno več kot Evrosistem imajo ZDA le SDR, kar gre pripisati njihovi zgodovinski in že skoraj pregovorni mednarodni moči ter dejstvu, da je njihova valuta svetovna rezervna valuta. To jim daje možnost posojanja lastne valute drugim državam v zameno za SDR¹⁸ in tu gre iskati glavni razlog za njihov dokaj velik obseg SDR. V primerjavi z Evrosistemovo je tudi rezervna pozicija Združenih držav Amerike pri IMF nekoliko višja. Tudi to gre pripisati istim razlogom kot vodilni položaj pri obsegu SDR, najbolj pa gotovo dejstvu, da imajo od vseh držav na svetu ravno ZDA najvišjo *super rezervno tranšo*¹⁹, saj IMF v veliki meri kreditira druge države z ameriškim dolarjem. Vendar pa sta sestavini mednarodnih denarnih rezerv, pri katerih obsegu prednjačijo ZDA, kot vemo, precej manj pomembni kot preostali dve. In ravno v njima tiči vzrok tako močnemu preseganju MDR ZDA s strani MDR Evrosistema. Večje breme nosi monetarno zlato, saj zlato, ki ga držijo ZDA, predstavlja le nekaj več kot 10 % vsega zlata, s katerim – kot z rezervnim imetjem – razpolaga Evrosistem, devizne rezerve CB, ki pa so najmočnejši sestavni del mednarodnih denarnih rezerv v obeh ekonomskih prostorih, pa so v Evrosistemu skoraj tri-krat tolikšne kot v ZDA. Opazimo tudi, da imajo devize v obeh primerih skoraj enak relativni pomen v celotnih mednarodnih denarnih rezervah. Vendar pa je bila ta ugotovitev aktualna le v proučevani časovni točki (nekaj pred koncem leta 2004), saj vemo, da je zaradi deprecijacije dolarja v primerjavi z večino preostalih pomembnejših svetovnih valut, predvsem pa z evrom, vrednost mednarodnih denarnih rezerv v Evrosistemu v zadnjih treh letih padala, v ZDA pa naraščala.

7 MEDNARODNE DENARNE REZERVE SLOVENIJE DANES IN PO ODPRAVI NJENEGA STATUSA DRŽAVE ČLANICE EMU Z ODPSTOPANJEM

Slovenija je po vstopu v EU 1. maja 2004 dobila status članice z odstopanjem, ki ga bo imela do trenutka, ko bo prevzela evro, kar naj bi se predvidoma zgodilo v začetku leta 2007. Ko bo prišlo do tega, bo kot ostale članice Evrosistema na ECB prenesla del svojih mednarodnih denarnih rezerv, skladno s svojim ponderjem v kapitalskem ključu ECB, ki je bil določen z dnem njenega vstopa v EU. Ta ponder znaša 0,3345 %. V primeru, da bo maksimalni obseg mednarodnih denarnih rezerv ECB tudi ob prevzemu evra s strani Slovenije znašal 50 milijard evrov, kolikor znaša danes, bo to pomenilo, da bo Slovenija v zameno za v evrih denominirane terjatve do ECB nanjo prenesla 167,25 mio EUR vredne mednarodne denarne rezerve, 85 % v obliki USD in JPY, 15 % pa v obliki monetarnega

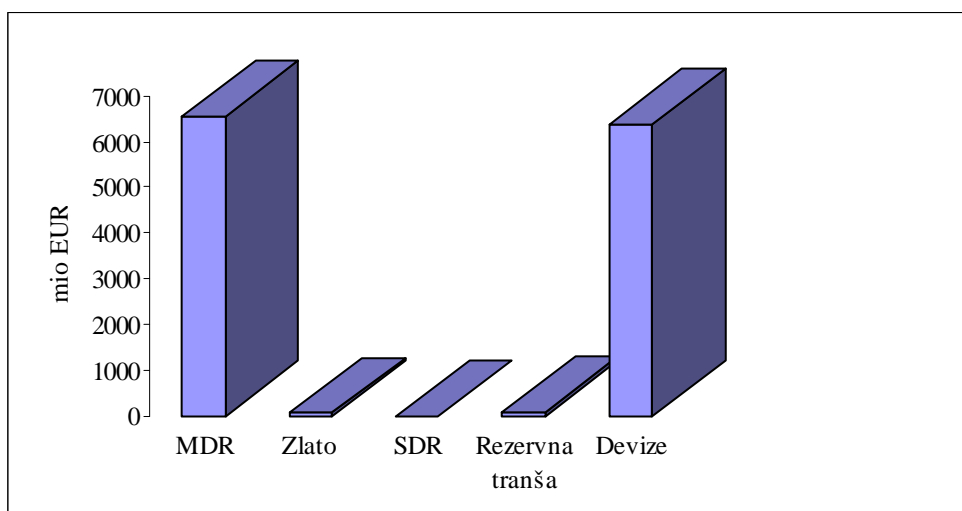
¹⁸ Podpoglavje 2.2.1.4.

¹⁹ Podpoglavje 2.2.1.3.

zlata. Prve sestavine bo torej za 142,16 mio EUR, druge pa za 25,09 mio EUR. Slika 20 prikazuje stanje vrednosti posameznih sestavin mednarodnih denarnih rezerv Slovenije na dan 31. december 2004. Podatki na Sliki 20 so v milijonih €.

Mednarodne denarne rezerve Slovenije so konec lanskega leta znašale 6.541,8 milijonov evrov. Njihov daleč najpomembnejši sestavni del predstavljajo devizne rezerve BS, ki so znašale 6.367,9 milijonov evrov. SDR imajo najnižjo težo, saj jih je bilo le za 8,2 milijona evrov, zlato in rezervna tranša pri IMF pa sta skoraj izenačena, prvega je bilo 31. decembra 2004 za 77,8, druge pa za 87,9 milijonov evrov. Glede na strukturo mednarodnih denarnih rezerv bi lahko rekli, da če bi se Slovenija z njo vključila v Evrosistem, bi bila gotovo ena najbolj izstopajočih članic. Najlažje bi jo bilo primerjati s finsko strukturo MDR, pa tudi z irsko²⁰, vendar pa nobena od njiju nima tako izstopajoče prevladujočega deleža deviznih rezerv centralne banke kot Slovenija.

Slika 20: Mednarodne denarne rezerve Slovenije konec leta 2004



Vir: Bilten Banke Slovenije, 2005.

V primeru, da bi se Slovenija konec leta 2004 vključila v Evrosistem, bi na ECB prenesla 2,2 % deviznih rezerv BS ter 32,3 % svojega monetarnega zlata. Njen delež v celotnih mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema bi znašal približno 2,256 %²¹. To pomeni, da bi bil delež mednarodnih denarnih rezerv Slovenije v skupnih mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema precej višji od deleža v mednarodnih denarnih rezervah ECB, kar jo zopet postavlja ob bok predvsem Finski, pa tudi Avstriji in Portugalski²².

²⁰ Podpoglavje 5.2.1.

²¹ Ob predpostavki, da so celotne mednarodne denarne rezerve Evrosistema 31. decembra 2004 znašale 290 milijard evrov.

²² Podpoglavje 5.2.1.

SKLEP

Mednarodne denarne rezerve Evrosistema so visoko likvidne, trgovalne in kredibilne terjatve, ki jih imajo ECB in nacionalne centralne banke držav, vključenih v Evrosistem, do nerezidentov in so denominirane v tujih valutah ter zlato, rezervna tranša pri IMF in SDR.

Skozi obdobje, proučevano v diplomskem delu, se je vrednost mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema v vseh letih, razen v letu 2001, zniževala. To spreminjanje vrednosti gre, kot sem ugotovil s primerjavo s spreminjanjem vrednosti ameriškega dolarja nasproti evru, pripisati predvsem slednjemu. Bilateralni devizni tečaj med dolarjem in evrom ima tako močan vpliv na gibanje vrednosti mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema zato, ker so devizne rezerve centralnih bank v Evrosistemu po pomenu in nominalni velikosti najpomembnejši sestavni del le-teh, monetarnemu zlato, ki je druga najpomembnejša sestavina, se tržna vrednost in količina ne spreminjata v pomembnem obsegu, SDR in rezervna tranša pri Mednarodnem denarnem skladu pa v strukturi mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema zasedajo izrazito manjši delež kot prvi dve sestavini.

Struktura mednarodnih denarnih rezerv se med posameznimi državami članicami Evrosistema precej razlikuje. Pri večjih, tradicionalno močnih gospodarstvih opazimo precej močno vlogo zlata, pri manjših državah, ki so se razvile kasneje kot prve in še vedno konvergirajo k njim, pa opazimo vodilno (pri nekaterih celo izrazito) vlogo deviznih rezerv centralnih bank. Če primerjamo strukturo mednarodnih denarnih rezerv Slovenije s strukturo rezerv držav članic Evrosistema, ugotovimo, da ima Slovenija od vseh najizrazitejšo vlogo deviz, medtem ko so vse tri ostale sestavine praktično obrobne pomena. Ko govorimo o potrebnosti in pomenu posameznih sestavin, lahko takoj opazimo manjšo pomembnost SDR in rezervne tranše. Drugače pa je z monetarnim zlatom, ki v skupnih mednarodnih denarnih rezervah Evrosistema zaseda pomembno mesto, pa vendar so v strokovnih krogih prisotne razprave o smiselnosti in vlogi zlata v mednarodnih denarnih rezervah. Na podlagi dejstva, da so države članice ob vključitvi v Evrosistem na ECB prenesle 15 % zlata in 85 % deviznih rezerv centralnih bank, in da bo tako tudi ob vključevanju držav članic EMU z odstopanjem, lahko sklepamo, da Evrosistem tendira k deležu zlata v skupnih mednarodnih denarnih rezervah v obsegu 15 % vseh rezerv.

Naslednja kategorija, ki je pomembna v zvezi z mednarodnimi denarnimi rezervami Evrosistema, je njihov obseg. Dejstvo je, da se ta po prehodu evropskih držav na skupno valuto v primerjavi s prejšnjim stanjem ni veliko spremenil, kljub temu, da so se potrebe po njih zmanjšale zaradi obsega in moči novonastalega denarnega sistema ("ekonomije obsega") ter zaradi zmanjšanja mednarodne trgovine z vidika posamezne članice, saj je trgovina med njimi postala notranja trgovina. Kot posledica tega stanja so se pojavila akademska raziskovanja o primernosti obsega mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema,

ali natančneje, o obsegu presežnih rezerv. Te študije so povsem upravičene, to nam pokaže tudi primerjava z obsegom mednarodnih denarnih rezerv Združenih držav Amerike, ki je precej manjši.

Glede na opisano v diplomskem delu lahko torej v prihodnosti pričakujemo nižanje obsega mednarodnih denarnih rezerv Evrosistema, kljub temu, da se mu bodo v kratkem priključile nove države, ki bodo ta obseg s svojimi rezervami v osnovi povečale. Menim pa, da to nižanje obsega še ni tako blizu, saj so razmišljanja o načinih reformiranja mednarodnih denarnih rezerv v Evrosistemu zaenkrat še precej v povojih.

LITERATURA

1. Anžin Jerica: Mednarodne denarne rezerve Slovenije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 42 str.
2. Badinger Harald, Dutzler Barbara: Excess Reserves in the Eurosystem: An Economic and Legal Analysis. Dunaj : Wirtschafts Universität Wien, Forschungsinstitut für Europafragen, 2002. 85 str.
3. Badinger Harald: The Demand for International Reserves in the Eurosystem. Implications of the Changeover to the Third Stage of EMU. Dunaj : Wirtschafts Universität Wien, Forschungsinstitut für Europafragen, 2000. 77 str.
4. ECB: Annual Report 1999. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2000, 184 str.
5. ECB: Annual Report 2000. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2001, 216 str.
6. ECB: Annual Report 2001. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2002, 238 str.
7. ECB: Annual Report 2002. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2003, 254 str.
8. ECB: Annual Report 2003. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004, 230 str.
9. ECB: Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2000a. 56 str.
10. Keber Tjaša: Denarna politika Evropske centralne banke v letih 2002 in 2003. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 46 str.
11. Koren Katja: Vloga zlata v mednarodnih denarnih rezervah. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 90 str.
12. Lavrač Vladimir: EMU in pridružene države. Bančni vestnik, Ljubljana, 34(1999), 7/8, str. 15-20.
13. Lavrač Vladimir: Mednarodne monetarne rezerve, mednarodna likvidnost in vzdrževanje likvidnosti. Ljubljana : Teoretična sekcija Zveze ekonomistov Slovenije in Narodna banka Slovenije, 1985. 20 str.
14. Majcen Špela, Roter Mojca: Pomembnejše finančne prilagoditve centralne banke ob vstopu v EMU. Prikazi in analize, Ljubljana, 1(2002), 10, str. 5-19.
15. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : GV Založba, 2002. 659 str.
16. Ribnikar Ivan: Centralna pariteta ali sredinska enakost?. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 1/2, str. 74-76.

17. Ribnikar Ivan: Mednarodne (denarne) rezerve in mednarodna likvidnost. Bančni vestnik, Ljubljana, 47(1998), 11, str. 42-44.
18. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
19. Special Drawing Rights. Washington : IMF, 2004, 9.
[URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>], 2.2.2005.
20. Zupan Škof Andreja: Na pragu Evropske unije. Bančni vestnik, Ljubljana, 53(2004), 4, str. 26-30.

VIRI

1. Banca d'Italia.
[URL: <http://www.bancaditalia.it>], 31.1.2005.
2. Banco de España.
[URL: <http://www.bde.es>], 31.1.2005.
3. Banco de Portugal.
[URL: <http://www.bportugal.pt>], 31.1.2005.
4. Bank of Finland.
[URL: <http://www.bof.fi>], 31.1.2005.
5. Bank of Greece.
[URL: <http://www.bankofgreece.gr>], 31.1.2005.
6. Banque Centrale du Luxembourg.
[URL: <http://www.bcl.lu>], 31.1.2005.
7. Banque de France.
[URL: <http://www.banque-france.fr>], 31.1.2005.
8. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 14(2005), 1, 136 str.
9. Capital subscription. Banco de Portugal.
[URL: http://www.bportugal.pt/euro/sebc/reservas_e.htm], 27.1.2005.
10. Central Bank of Ireland.
[URL: <http://www.centralbank.ie>], 31.1.2005.
11. De Nederlandsche Bank.
[URL: <http://www.dnb.nl>], 31.1.2005.

12. Deutsche Bundesbank.
[URL: <http://www.bundesbank.de>], 31.1.2005.
13. ECB.
[URL: <http://www.ecb.int>], 31.1.2005.
14. IMF.
[URL: <http://www.imf.org>], 2.2.2005.
15. Informacijski sistem Bloomberg.
16. Key for subscription of the ECB's capital. ECB Press Release, 2003.
[URL: <http://www.ase.gr/content/gr/announcements/Files/KeyforsubscriptionECBCapitalDecember2003.doc>], 25.1.2005.
17. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2000, 3, 116 str.
18. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2001, 3, 142 str.
19. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2002, 3, 168 str.
20. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2003, 3, 184 str.
21. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004, 3, 169 str.
22. Monthly Bulletin. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2005, 1, 176 str.
23. Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.
[URL: <http://www.bnb.be>], 31.1.2005.
24. Österreichische Nationalbank.
[URL: <http://www.oenb.co.at>], 31.1.2005.
25. Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the ECB.
[URL: http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_protocol_18.pdf], 27.1.2005.
26. Treasury Bulletin. Washington : United States Department of the Treasury, 2004, 12, 134 str.

SLOVAR ANGLEŠKIH IZRAZOV, UPORABLJENIH V DIPLOMSKEM DELU

- credit-worthy - kredibilno, vredno zaupanja, zanesljivo, tudi dobičkonosno
- cross currency transaction - posli med/s sredstvi različnih valut
- European Currency Unit (ECU) - evropska denarna (valutna) enota
- European Monetary Institute (EMI) - Evropski denarni inštitut
- European Monetary System (EMS) - Evropski denarni sistem
- excess reserves - presežne rezerve
- Exchange Rate Mechanism (ERM) - mehanizem deviznih tečajev
- fine troy ounce - unča, količinska mera za zlato
- highly liquid - visoko likvidno
- International Monetary Fund (IMF) - Mednarodni denarni sklad
- marketable - trgovalno
- Special Drawing Rights (SDR) - posebne pravice črpanja
- subscribed capital - vpisani kapital
- The Executive Board of the ECB - Izvršni odbor ECB
- The General Council of the ECB - Razširjeni svet ECB
- The Governing Council of the ECB - Svet ECB

PRILOGE

Tabela 1: Prva in obe revidirani verziji kapitalskega ključa ECB

Država	Do 31. decembra 2003	Do 30. aprila 2004	Od 1. maja 2004
Avstrija	2,3594	2,3019	2,0800
Belgija	2,8658	2,8297	2,5502
Ciper	/	/	0,1300
Češka	/	/	1,4584
Danska	1,6709	1,7216	1,5663
Estonija	/	/	0,1784
Finska	1,3970	1,4298	1,2887
Francija	16,8337	16,5175	14,8712
Grčija	2,0564	2,1614	1,8974
Irska	0,8496	1,0254	0,9219
Italija	14,8950	14,5726	13,0516
Latvija	/	/	0,2978
Litva	/	/	0,4425
Luksemburg	0,1492	0,1708	0,1568
Madžarska	/	/	1,3884
Malta	/	/	0,0647
Nemčija	24,4935	23,4040	21,1364
Nizozemska	4,2780	4,4323	3,9955
Poljska	/	/	5,1380
Portugalska	1,9232	2,0129	1,7653
Slovaška	/	/	0,7147
Slovenija	/	/	0,3345
Španija	8,8935	8,7801	7,7758
Švedska	2,6537	2,6636	2,4133
Velika Britanija	14,6811	15,9764	14,3822
Skupaj	100,0000	100,0000	100,0000

Vir: Capital Subscription, 2005; Key for subscription of the ECB's capital, 2003.

Tabela 2: Gibanje bilateralnega deviznega tečaja USD/EUR od začetka leta 1999 do konca leta 2004

Dan/Leto	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1. jan.	1,161	1,014	0,938	0,883	1,062	1,261
1. feb.	1,121	0,983	0,922	0,870	1,077	1,265
1. mar.	1,088	0,964	0,910	0,876	1,080	1,226
1. apr.	1,070	0,947	0,892	0,886	1,085	1,199
1. maj	1,063	0,906	0,874	0,917	1,158	1,201
1. jun.	1,038	0,949	0,853	0,955	1,166	1,214
1. jul.	1,035	0,940	0,861	0,992	1,137	1,227
1. avg.	1,060	0,904	0,900	0,978	1,114	1,218
1. sep.	1,050	0,872	0,911	0,981	1,122	1,222
1. okt.	1,071	0,855	0,906	0,981	1,169	1,249
1. nov.	1,034	0,856	0,888	1,001	1,170	1,299
1. dec.	1,011	0,897	0,892	1,018	1,229	1,341

Vir: Monthly Bulletin, 2005.

Tabela 3: Gibanje vrednosti MDR ZDA od konca leta 1999 do konca oktobra 2004 (podatki so v milijardah dolarjev)

	MDR	Zlato	SDR	Devize	Rez. tranša
1999	71,516	11,048	10,336	32,182	17,950
2000	67,647	11,046	10,539	31,238	14,824
2001	68,654	11,045	10,774	28,981	17,854
2002	79,006	11,043	12,166	33,818	21,979
2003	85,938	11,043	12,638	39,722	22,535
2004	84,232	11,043	13,041	40,618	19,530

Vir: Treasury Bulletin, 2004.

**Tabela 4: Gibanje vrednosti MDR Slovenije od konca leta 1999 do konca leta 2004
(podatki so v milijonih evrov)**

	MDR	Zlato	SDR	Devize	Rez. tranša
1999	3.159,3	0,1	1,6	3.050,3	107,3
2000	3.435,9	0,1	4,0	3.343,3	88,5
2001	4.983,7	76,2	5,7	4.810,5	91,3
2002	6.781,4	79,9	6,7	6.578,9	115,9
2003	6.878,9	80,9	7,3	6.675,0	115,7
2004	6.541,8	77,8	8,2	6.367,9	87,9

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2005.