

**UNIVERZA V LJUBLJANI**  
**EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**  
**KONVERTIBILNOST IN SLOVENSKI TOLAR**

**Ljubljana, april 2002**

**IGOR ŽIVANOVIĆ**

## **IZJAVA**

Študent/ka **IGOR ŽIVANOVIĆ** izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom **mag. KATJE ZAJC** in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 10.05.2002

Podpis:

---

## KAZALO

<b>UVOD</b>	1
<b>1. POJEM, OBLIKE IN STOPNJE VALUTNE KONVERTIBILNOSTI</b>	<b>2</b>
1.1. KONCEPT OMEJENE IN NEOMEJENE KONVERTIBILNOSTI	3
1.2. KONCEPT TEKOČE IN KAPITALSKE KONVERTIBILNOSTI	4
1.3. KONCEPT KONVERTIBILNOSTI PO VIII. IN XIV. ČLENU SPORAZUMA O MDS	5
1.4. KONCEPT ZUNANJE IN NOTRANJE KONVERTIBILNOSTI	6
1.5. KONCEPT »DE FACTO« (DEJANSKE) KONVERTIBILNOSTI	7
1.6. KONCEPT »IN FACT« KONVERTIBILNOSTI	7
1.7. KONCEPT »IN FACT« KONVERTIBILNOSTI V ZVEZI S POSEBNIMI PRAVICAMI ČRPANJA (SDR)	8
<b>2. ZGODOVINSKI PREGLED RAZVOJA VALUTNE KONVERTIBILNOSTI V OKVIRU MEDNARODNIH DENARNIH UREDITEV</b>	<b>8</b>
2.1. OBDOBJE KLASIČNE VALUTNE KONVERTIBILNOSTI (ZLATA VELJAVA)	8
2.1.1. DEVIZNI TEČAJI V POVEZAVI S KLASIČNO VALUTNO KONVERTIBILNOSTJO	9
2.1.2. KONVERTIBILNOST IN EKONOMSKE RAZMERE PRED II. SVETOVNO VOJNO	11
2.2. USTANOVITEV MEDNARODNEGA DENARNEGA SKLADA IN KONVERTIBILNOST V POVOJNI MEDNARODNI DENARNI UREDITVI	12
2.2.1. KONVERTIBILNOST IN PROBLEMI MEHANIZMA MEDNARODNIH PLAČIL TER PROPAD ZLATO-DOLARSKEGA SISTEMA LETA 1971 OZIROMA 1973	15
2.2.2. PREHOD NA DRSEČE DEVIZNE TEČAJE IN KONVERTIBILNOST PO LETU 1973	17
2.2.3. KONVERTIBILNOST PO DRUGI SPREMEMBI SPORAZUMA O MDS LETA 1978	19
<b>3. KONVERTIBILNOST V ODVISNOSTI OD NARODNOGOSPODARSKIH RAZMER</b>	<b>20</b>

<b>4.</b>	<b>KONVERTIBILNOST IN SLOVENSKI TOLAR</b> .....	23
4.1	DENARNA OSAMOSVOJITEV SLOVENIJE.....	23
4.2.	DEVIZNOTEČAJNA UREDITEV V SLOVENIJI IN NOTRANJA KONVERTIBILNOST SLOVENSKEGA TOLARJA.....	24
4.3.	UVEDBA FORMALNE KONVERTIBILNOSTI SLOVENSKEGA TOLARJA PO SPORAZUMU O MDS .....	26
4.4.	VSEBINSKO IZPOLNJEVANJE POGOJEV ZA UVEDBO (ZUNANJE) KONVERTIBILNOSTI SLOVENSKEGA TOLARJA.....	27
4.4.1.	DEVIZNE REZERVE.....	28
4.4.2.	PLAČILNA BILANCA.....	29
4.4.3.	DEVIZNI TRG .....	30
4.4.4.	KAKOVOST SLOVENSKEGA TOLARJA.....	32
4.5.	ZUNANJA KONVERTIBILNOST IN PRENOSLJIVOST SLOVENSKEGA TOLARJA.....	33
4.6.	DEVIZNE OMEJITVE IN KAPITALSKA KONVERTIBILNOST V SLOVENIJI.....	35
4.6.1.	KREDITNI POSLI.....	37
4.6.2.	NEPOSREDNE NALOŽBE.....	38
4.6.3.	PORTFELJSKE NALOŽBE (POSILI Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI) .....	38
4.7	POMEN KONVERTIBILNOSTI V SLOVENIJI PO VSTOPU V EU.....	40
	<b>SKLEP</b> .....	41
	<b>LITERATURA</b> .....	43
	<b>VIRI</b> .....	44
	<b>PRILOGE</b>	

## UVOD

Prevzem valutne konvertibilnosti je eden najbolj izrazitih ekonomskih trendov na prelomu tisočletja in odraža željo držav, da svoja gospodarstva integrirajo v globalni trgovinski sistem in pritegnejo kapital iz tujine. Za Slovenijo, kot primer majhne odprte ekonomije, so mednarodni trgovinski in kapitalski tokovi še posebej pomembni, zato je valutna konvertibilnost ključnega pomena. Brez le-te bi bilo gospodarsko sodelovanje z drugimi državami oteženo.

Namen diplomskega dela je predstaviti pojem konvertibilnosti, tako iz formalnega kot iz vsebinskega vidika. Časovni razvoj konvertibilnosti predstavlja ustrezno podlago za ponazoritev ekonomskega pomena konvertibilnosti, izkušnje mednarodnega denarnega sistema pa so pripomogle tudi k uspešnemu uvajanju konvertibilnosti slovenske valute. Ekonomska upravičenost konvertibilnosti tolarja se prepleta z vprašanjem njegove perspektive.

V prvem poglavju so predstavljeni temeljni koncepti valutne konvertibilnosti. Konvertibilnost zavzema več pojavnih oblik in stopenj, kar nakazuje na kompleksnost tega pojma, ki je tesno povezan z drugimi ekonomskimi dejavniki.

Drugo poglavje je namenjeno vsebinskemu razumevanju izvajanja konvertibilnosti, kjer je teoretično ozadje podprto z zgodovinskimi dejstvi, povezanimi z razvojem samega pojma. Koncept in pomen konvertibilnosti se je v preteklosti spreminjal, spremembe pa so se odražale zlasti na oblikovanju deviznih tečajev, posledično na plačilnobilancnih prilagajanjih ter na vodenju monetarne politike. Kronološko je obravnavana konvertibilnost v času zlate veljave, sledi ustanovitev Mednarodnega denarnega sklada in postavitve različnih okvirov mehanizma mednarodnih plačil. Temeljni cilji delovanja te osrednje mednarodne denarne institucije so ostali nespremenjeni vse do danes, medtem ko je konvertibilnost zavzemala različne pojavnne oblike.

Tretje poglavje pojasnjuje vzpostavljanje določenih narodnogospodarskih razmer za uvedbo, izvajanje in ohranitev konvertibilnosti domače valute. Izpostavljeni so najpomembnejši ekonomski pogoji, potrebni za uspešno vključevanje gospodarstva v globalni gospodarski sistem, in doseganje pozitivnih učinkov sodobne konvertibilnosti na gospodarski razvoj države.

V zadnjem, četrtem poglavju je opisana denarna osamosvojitev Slovenije in konvertibilnost slovenskega tolarja. Za zaupanje v nacionalno valuto je pomembna vzpostavitev stabilnega nacionalnega denarnega sistema ter njegovo postopno vključevanje v mednarodni finančni sistem. Uvedbi formalne konvertibilnosti slovenskega tolarja in izpolnjevanju določenih vsebinskih kriterijev za njeno ohranitev sledi približevanje k Evropski uniji in Evropski monetarni uniji, ki terja od Slovenije tudi sproščanje kapitalskih omejitev. Vzdrževanje popolne konvertibilnosti slovenskega tolarja pod pogoji evropskega monetarnega sistema pa bo za Slovenijo svojevrstna preizkušnja.

Priloge so namenjene dopolnitvam, preglednicam in statističnim podatkom.

## **1. POJEM, OBLIKE IN STOPNJE VALUTNE KONVERTIBILNOSTI**

V času, ko še ni bilo delitve med notranjimi in zunanji ekonomskimi odnosi, je pričel nastajati denar, ki je omogočil prehod od neposredne menjave blaga za blago (barterska menjava) na menjavo blaga za denar (splošni ekvivalent) in denarja za drugo blago (Kumar, 1979, str. 1). V okviru tega diplomskega dela je pomembno to, da je denar ohranil svojo vlogo menjalnega posrednika oziroma plačilnega sredstva v notranjih plačilnih sistemih in pridobil na pomenu v mednarodnih plačilnih sistemih. Z nastankom papirnega denarja se je pojavil tudi pravni pojem valutne konvertibilnosti, ki se je skozi čas razvijal in danes predstavlja podlago za učinkovit mednarodni denarni sistem.

V sodobnem mednarodnem okolju prevladujeta dve možnosti poravnave domačih obveznosti do tujine. Subjekt v mednarodnih odnosih lahko svoje obveznosti poravnava s tujo valuto (z valuto tujega upnika ali z neko drugo tujo valuto), pridobljeno na deviznem trgu, ali z domačo valuto, če je ta za upnika sprejemljiva. Domača valuta v lasti tujega upnika, izven nacionalnih meja, postane deviza in predstavlja zakonito in likvidno terjatev do gospodarstva (centralne banke), ki je denar izdalo (Kumar, 1979, str. 2). Mednarodna plačilna sposobnost nacionalne valute ponazarja koncept sodobne (zunanje) konvertibilnosti, ki bistveno prispeva k zniževanju transakcijskih stroškov pri poslovanju s tujino in lajša mednarodno gospodarsko sodelovanje nasploh.

»Konvertibilnost denarja je torej značilnost denarja neke države v odnosu do tujine, to je do drugih držav ali do drugih narodnih gospodarstev« (Ribnikar, 1999a, str. 22). Toda pri tem ne gre le za enostranski odnos, saj morajo valutno konvertibilnost priznati, sprejeti in se po njej ravnati tudi druge države. Potrebno je vzajemno spoštovanje in sodelovanje vseh držav vključenih v mednarodni dogovor o konvertibilnosti valut, ki pod okriljem Mednarodnega denarnega sklada (MDS) zaradi več vrst ugodnih kreditov, ki jih ta nudi, olajšuje ohranjanje devizne likvidnosti ter s tem konvertibilnost posamezne valute (Kumar, 1999, str. 228).

Pomemben element je tudi učinkovito in celovito delovanje deviznega trga v povezavi s plačilno bilanco, ki preprečuje ukinitev konvertibilnosti denarja neke države kot posledica pretiranih konverzijskih zahtevkov. Iz tega sledi, da mora biti devizni tečaj odraz celotne ponudbe in povpraševanja po devizah, za kar je odgovorna tudi centralna banka (Kumar, 1999, str. 229-231). Sodobne države težijo k stabilnim in enotnim deviznim tečajem, k transparentnosti deviznega trga (in deviznih rezerv) ter nenazadnje k doseganju čim večje prostosti kroženja (cirkulacije) denarja oziroma plačevanja v tujino.

V sodobnem svetu se s konvertibilnostjo ali zamenljivostjo torej ne misli na to, da je mogoče denar zamenjati za vsako blago, saj je kupna moč bistvena značilnost denarja (Ribnikar, 1999a, str. 22). Gre za zgodovinsko svojevrsten in bolj kompleksen pojem, ki ni zgolj formalne narave, saj so pogoji za izvajanje konvertibilnosti pretežno vsebinski. V literaturi in praksi se omenja več pojavnih oblik in stopenj valutne (ne)konvertibilnosti. Za vsa sodobna pojmovanja valutne

konvertibilnosti bi v splošnem lahko rekli, da pomeni konvertibilnost zamenljivost domačega denarja za denar neke druge države pod določenimi pogoji, kjer pomembno mesto zasedajo razvitost, moč in stopnja odprtosti nacionalnega gospodarstva.

### **1.1. KONCEPT OMEJENE IN NEOMEJENE KONVERTIBILNOSTI**

Po Goldu bi bil domač denar neomejeno konvertibilen, če bi se lahko uporabljal neomejeno za nakup česarkoli. Brez kakršnihkoli omejitev bi se lahko zamenjeval tudi v katerikoli drug denar, in sicer po tečaju, odvisnem od samega deviznega režima, ki ga izvaja država (Ribnikar, 1999a, str. 22). V državah z režimom fiksnega (trdnega) deviznega tečaja se zamenjava opravi po deviznem tečaju, ki je odvisen od uradne paritetne vrednosti denarja. Npr. Guitián zamenljivost denarja pod takšnimi pogoji imenuje trdna konvertibilnost. V nasprotnem primeru Guitián govori o mehki, Haberler pa o tržni konvertibilnosti, kjer se zamenjava opravi po deviznem tečaju, ki se oblikuje na prostem deviznem trgu pod trenutnimi tržnimi pogoji, to je na podlagi režima drsečih deviznih tečajev (Veselinovič, 1998, str. 26; Galbis, 1996, str. 3).

Neomejena ali popolna konvertibilnost denarja velja tako za rezidente (domačine) kot za nerezidente (tujce), za fizične osebe in podjetja, brez kakršnihkoli omejitev po uradnem deviznem tečaju. Lahko bi jo označili kot idealno konvertibilnost, ki hkrati velja kjerkoli, kadarkoli in za karkoli. Zaradi nekaterih omejitev s področja monetarne in trgovinske politike ta v resničnem svetu praktično ne obstaja. Če je omejitev veliko, je valuta nekonvertibilna. Ker je na konvertibilnost denarja možen različen obseg deviznih, trgovinskih in kapitalskih omejitev v transakcijah s tujino, McKinnon obravnava konvertibilnost tudi kot vmesne stopnje (Veselinovič, 1998, str. 26).

Devizne omejitve in kontrola so ukrepi (mere), ki jih uporabljajo državne oblasti, ko je potrebno ohranjanje devizne likvidnosti države. Navadno so posledica zunanje nekonvertibilnosti nacionalnega denarja. Značilni ukrepi so (Kumar, 1999, str. 230; Veselinovič, 1998, str. 13):

- kvalitativne devizne omejitve za tekoča plačila in transfere v tujino (zamenjava denarja do določenega zneska, zamenjava za določene transakcije oziroma za določene ekonomske osebe, sistem diferenciranih deviznih tečajev, diskriminacija med uvozniki, davki na dohodke povezanimi z odlivi deviz),
- kvantitativne devizne omejitve za tekoča plačila in transfere v tujino (različni blagovni režimi uvoza: dovoljenja, kontingenti, omejen ali pogojno prost uvoz),
- devizna kontrola s strani centralne banke, devizne inšpekcije in deloma carinske uprave (obvezna cesija deviz pri domači centralni banki ali domačih poslovnih bankah, omejitve za tekoča plačila v tujino v obliki določenih administrativnih prioritet oziroma selektivnih omejitev, omejitve pri iznosu deviz),
- obvezen vnos deviznih prihodkov v domač bančni sistem v določenem roku (obvezna repatriacija deviz),
- izpolnjevanje določenih pogojev za odpiranje deviznih računov doma in v tujini, vključno z nerezidenčnimi računi,

- razmejitev mednarodnih finančnih tokov na tekoče in kapitalske transakcije (prenos kupne moči).

Za usmerjanje kapitalskih (zlasti finančnih) tokov so značilni ukrepi, kot so razna dovoljenja, prepovedi in davki. V razvitem svetu se tovrstne omejitve zmanjšujejo, zato postaja kapital vse bolj gibljiv, s tem pa tudi občutljivost deviznih tečajev in gospodarstev na pritoke špekulativnega ali »vročega« kapitala (Kumar, 1999, str. 231).

Stroge trgovinske in devizne omejitve so bile zaradi netržnih cen še posebej izrazite v centralno-planskih gospodarstvih. V tem primeru Wilczynski ugotavlja, da ni blagovne ali substantivne konvertibilnosti. To pomeni, da ni možna svobodna menjava ene valute za drugo in tudi ne nakup blaga z domačo valuto neke države in njegov iznos iz te države. V nasprotnem primeru govori o neomejeni konvertibilnosti, za katero je značilno, da ni nikakršnih trgovinskih in deviznih omejitev ter omejitev na kapitalske transakcije. Ob odsotnosti kapitalskih omejitev lahko govorimo o finančni konvertibilnosti (Ribnikar, 1999a, str. 15, 24-25). Tako kot Wilczynski, ki je naštel kar 15 stopenj konvertibilnosti, tudi Gilman trdi, da je konvertibilnost kot finančni koncept potrebno obravnavati skupaj z liberalizacijo mednarodne trgovine in realnimi (blagovno-storitvenimi) mednarodnimi transakcijami. Oba izhajata iz dejstva, da je stopnja dejanske (posredne) konvertibilnosti rezultat obeh, finančne in blagovne konvertibilnosti (Galbis, 1996, str. 6).

V vsaki državi je verjetno zaznati nekatere devizne, trgovinske in/ali kapitalske omejitve, zato v resničnem svetu praktično ne najdemo denarja, ki bi bil neomejeno konvertibilen. Na dejansko konvertibilnost denarja vpliva tudi kombinacija omejitev, kjer je valuta na primer zamenljiva po uradnem deviznem tečaju, a obenem veljajo visoke trgovinske in kapitalske omejitve, ki predstavljajo nizko stopnjo dejanske konvertibilnosti denarja. Država naj bi težila k takšni stopnji konvertibilnosti, da so koristi od mednarodne menjave in finančne povezanosti, ob pogoju devizne likvidnosti države, tako za posameznika kot gospodarstvo uresničljive.

## **1.2. KONCEPT TEKOČE IN KAPITALSKE KONVERTIBILNOSTI**

Koncept tekoče in kapitalske konvertibilnosti se nanaša na MDS kot osrednjo organizacijo mednarodnega denarnega sistema. Tekoča konvertibilnost je temeljni koncept Sporazuma o MDS. Opredeljena je v VIII. členu Sporazuma o MDS in predstavlja zamenljivost domačega denarja v tuj denar za potrebe plačil, ki se navezujejo na tekoči del plačilne bilance. Tu gre za tekoče transakcije, vključene pa so tudi nekatere postavke kapitalskega računa, ki so tesno povezane s tekočimi transakcijami. Vse omenjene transakcije, ki se ne smatrajo za transfer kapitala, so opredeljene v XXX. členu Sporazuma in se izvajajo brez omejitev. Te transakcije so določene kot plačila v zvezi z (Ribnikar, 1999a, str. 23; Galbis, 1996, str. 3):

- zunanjo trgovino in s storitvami,
- zapadlimi obrestmi in dohodki iz naslova donosov drugih oblik naložb,



- nakazili zmernih zneskov v zvezi z odplačili posojil ali z zmanjšanjem vrednosti neposrednih naložb,
- zmernimi nakazili zdomcev za njihove družine.

Omejitvam so običajno podvržene transakcije, ki se smatrajo za transfer kapitala, zajete v kapitalnem računu. Rezidentom je pogosto prepovedan nakup tujih imetij oziroma tujih finančnih oblik, kot so neposredne in portfeljske naložbe, ali držanje denarja na računih tujih bank. V zvezi z omejitvami na mednarodne tokove kapitala govorimo o kapitalski (ne)konvertibilnosti domačega denarja (Senjur, 1995, str. 279).

Pogosto velja, da je valuta neke države tekoče konvertibilna in nekonvertibilna glede kapitalnih transakcij, medtem ko obratnega primera v svetu ni. Odločitev o uvedbi in stopnji kapitalne konvertibilnosti zavisi od države same, saj jo Sporazum o MDS izrecno ne nalaga (Senjur, 1995, str. 280). Namen omenjenih predpisov je odpraviti vse omejitve za tekoča mednarodna plačila in zagotoviti, da nadzor nad kapitalnimi transakcijami ne bo izvajan na način, ki bi oviral ali zadrževal transakcije tekočega računa. Če država uvede takó tekočo kot kapitalno konvertibilnost, velja za valuto te države, po terminologiji MDS, popolna ali splošna konvertibilnost (Galbis, 1996, str. 3-4).

Primer splošne konvertibilnosti je bil značilen za Evropski monetarni sistem, kjer so se države v okviru določene regije zavezale za vzajemno tekočo in kapitalno konvertibilnost svojih valut, in sicer po trdnih deviznih razmerjih. Takšna vzajemna zamenljivost valut pa načeloma ni veljala za valute držav izven te regije, zato lahko te, geografsko določene medvalutne odnose, označimo kot regionalno konvertibilnost (Galbis, 1996, str. 1).

### **1.3. KONCEPT KONVERTIBILNOSTI PO VIII. IN XIV. ČLENU SPORAZUMA O MDS**

Konvertibilnost po VIII. členu Sporazuma o MDS je močno povezana z naporimi MDS za učinkovit multilateralni sistem mednarodnih plačil, zato še danes zaseda enega od osrednjih ciljev v njegovem delovanju. Članice, ki so se zavezale, da bodo spoštovale določila VIII. člena, ne smejo brez predhodne odobritve MDS ohranjati ali ponovno uvesti nikakršnih omejitev za tekoče mednarodne transakcije, kot so plačila in transferi. VIII. člen prepoveduje izvajanje prakse diferenciranih (multiplih, razvejanih) in/ali diskriminatornih deviznih tečajev in zahteva izpolnjevanje pogojev za vzdrževanje zunanje konvertibilnosti (likvidnosti) nacionalnega denarja (Galbis, 1996, str. 31).

XIV. člen Sporazuma o MDS je predviden kot prehodni režim do uvedbe konvertibilnosti, ki jo določa VIII. člen. V XIV. členu je zapisano, da se članice, ki so sprejele določila tega člena, smejo prilagajati spreminjajočim ekonomskim okoliščinam in ohranjati omejitve za tekoče mednarodne transakcije za čas od podpisa določil XIV. člena do pristopa k določilom VIII. člena. Država, ki sprejme pogoje VIII. člena, se ne more več vrniti na določila XIV. člena, lahko

pa, v primeru plačilnobilančnih težav, ob odobritvi MDS začasno uvede devizne omejitve (Galbis, 1996, str. 4, 7; Ribnikar, 1999a, str. 23). Sporazum o MDS je podrobneje predstavljen v nadaljnjih poglavjih.

#### **1.4. KONCEPT ZUNANJE IN NOTRANJE KONVERTIBILNOSTI**

Prvi korak k uvedbi konvertibilnosti po VIII. členu Sporazuma o MDS je običajno uvedba zunanje konvertibilnosti. Zunanja konvertibilnost pomeni pravico za nerezidente, da po uradnem deviznem tečaju zamenjajo denar države, do katerega so prišli navadno na osnovi tekočih transakcij, za denar katerekoli druge države (navadno za potrebe tekočih transakcij). Coulbois poudarja, da je zunanje konvertibilen denar tisti denar, ki v nasprotju z bilateralnimi plačilnimi sporazumi omogoča, da država prakticira multilateralnost mednarodne menjave (Ribnikar, 1999a, str. 23). »Po Sporazumu o MDS zunanja konvertibilnost pomeni, da je država v vsakem trenutku sposobna neomejeno odkupovati presežke svoje valute v lasti nerezidentov, pri čemer so se jim le-ti natekli iz naslova tekočih transakcij« (Veselinovič, 1998, str. 26). V praksi je pogosto le uradna, saj velja obvezna zamenjava izdanega denarja pri domači centralni banki samo za tuje centralne banke, kadar te zamenjavo zahtevajo (Kumar, 1999, str. 227).

Zunanji konvertibilnosti je komplementarna notranja konvertibilnost in pomeni zamenljivost denarja samo za rezidente. Obveza centralne (emisijske) banke, da na zahtevo domačinov zamenja domač denar v devize po stalnem uradnem deviznem tečaju, danes načeloma ne obstaja v nobeni državi in tudi ni potrebna. Namreč v državah, ki imajo doseženo dejansko zunanjo konvertibilnost, deluje devizni trg, kjer lahko domačini za nacionalni denar kupujejo potrebne devize za plačila v tujino (ali za devizno varčevanje), oziroma obratno, prodajajo presežne devize za domač denar. Izjema so države s slabim denarjem, kjer je kot predhoden ukrep za zunanjo konvertibilnost mogoča uvedba notranje konvertibilnosti, toda to praviloma ni učinkovita rešitev brez sočasnega uveljavljanja pogojev za uvedbo zunanje konvertibilnosti. Z uvedbo notranje konvertibilnosti se zaupanje prebivalcev v kakovost domačega denarja nedvomno poveča, obenem pa lahko nastane problem množične notranje konverzije domačega denarja v kakovosten tuj denar, ki lahko v obliki »bega kapitala« odteka v tujino. Če država ob trajnem zmanjševanju deviznih rezerv ne izpolni pogojev za uvedbo zunanje konvertibilnosti, je potrebno konverzijo prekiniti ali pa drastično znižati devizno vrednost domačega denarja, kar zruši predhodno zaupanje v izboljšanje kakovosti domačega denarja. Možen ukrep pa so tudi zelo visoke omejitve na mednarodne tekoče in kapitalske transakcije (Kumar, 1999, str. 227-228).

Negativne posledice, ki jih lahko prinese uvedba notranje konvertibilnosti, se odrazijo v spremembi domačega denarnega obtoka in preko tega na saldo plačilne bilance. Praviloma to vpliva tudi na gospodarsko dinamiko in zaposlenost, kar je razlog, da si države navadno prizadevajo le za uvajanje zunanje konvertibilnosti svojega denarja. (Kumar, 1999, str. 228).

## 1.5. KONCEPT »DE FACTO« (DEJANSKE) KONVERTIBILNOSTI

MDS pri svojem delovanju uporablja tudi termin dejanska ali »de facto« konvertibilnost. Valuta članice MDS, ki ni podpisnica obvez iz naslova VIII. člena Sporazuma o MDS in s tem formalno nima konvertibilne valute, ima lahko status popolne »de facto« konvertibilnosti. Trditev izhaja iz dejstva, da je valuta članice, ki je podpisnica XIV. člena in ne ohranja več omejitev na tekoče transakcije, dejansko konvertibilna po VIII. členu, s to razliko, da članica ni dolžna izvajati konverzije valut tujim centralnim bankam<sup>1</sup>. MDS v okoliščinah plačilnobilančnih težav tudi podpisnicam VIII. člena izjemoma dopušča začasne omejitve pri opravljanju tekočih mednarodnih transakcij. Zato je razlog za obravnavo »de facto« konvertibilnosti tudi ugotovitev, da ima lahko članica, katere valuta je formalno konvertibilna po VIII. členu, dejansko nižjo stopnjo valutne konvertibilnosti na trgu kot članica, ki je podpisnica XIV. člena. MDS nadalje opredeljuje različne koncepte dejansko konvertibilnih valut (Galbis, 1996, str. 32, 53; Kumar, 1981, str. 29).

## 1.6. KONCEPT »IN FACT« KONVERTIBILNOSTI

Koncept »in fact« konvertibilnosti se navezuje na Splošni sporazum o posojanju (General Arrangement to Borrow), ki ga je v okviru MDS leta 1962 sklenilo 10 industrijsko razvitih držav, kasneje pa še dve<sup>2</sup>. Z denarnimi sredstvi, ki jih v določenih okoliščinah Skladu posojajo podpisnice Sporazuma, MDS omogoča finančno pomoč članicam s plačilnobilančnimi težavami (Ribnikar, 1999a, str. 59). Vsa vračila posojil so lahko le v valutah podpisnic VIII. člena, v SDR (posebne pravice črpanja) ali dejansko konvertibilnih valutah. Poglavitna razloga za sprejem koncepta »in fact« konvertibilnosti sta bila:

- država, ki nima valute konvertibilne po VIII. členu, ima pa dejansko konvertibilno valuto, lahko dobi posojilo za reševanje plačilnobilančnih težav (tak status je bil do leta 1964 značilen za Japonsko),
- valuta, konvertibilna po VIII. členu, je lahko ob odobritvi MDS predmet omejitev pri opravljanju mednarodnih tekočih transakcij.

Zgornji koncept se nanaša na deklaracijo VII. člena Sporazuma o MDS, ki Skladu dovoljuje zahtevati od države s plačilnobilančnim presežkom, da posodi oziroma zamenja lastno valuto za posebne pravice črpanja. Veliko povpraševanje po tej valuti namreč lahko povzroči pomanjkanje le-te (»redka valuta« - »scarcity of currency«), kar bi lahko ogrozilo dejavnost MDS, zato se za te valute lahko dovolijo tudi devizne omejitve. Leta 1998 se je pojavil tudi Novi sporazum o posojanju (New Arrangement to Borrow), ki deluje po podobnem načelu in vključuje 25 podpisnic (Ribnikar, 1999a, str. 57-59).

---

<sup>1</sup> Status »de facto« konvertibilnosti po VIII. Členu Sporazuma o MDS je bil do leta 1961 značilen za valute držav Evropske plačilne unije.

<sup>2</sup> ZDA, ZRN, Velika Britanija, Kanada, Japonska, Nizozemska, Francija, Italija, Belgija in Švedska; Švica in Saudska Arabija.

## **1.7. KONCEPT »IN FACT« KONVERTIBILNOSTI V ZVEZI S POSEBNIMI PRAVICAMI ČRPANJA (SDR)**

Definicija dejansko konvertibilne valute v zvezi s posebnimi pravicami črpanja je zapisana v XXXII. členu Sporazuma o MDS. Osnovna transakcija pri posebnih pravicah črpanja je transfer le-teh med udeleženci računa SDR. Namen tega koncepta je, da lahko članica, ki je uporabnica računa SDR, dobi želeno valuto za prilagajanje plačilnobilančnim potrebam na podlagi prenosa svojih posebnih pravic črpanja na državo s plačilnobilančnim presežkom. Transakcije s SDR se vršijo med centralnimi bankami z namenom pridobitve navadno neke tuje, lahko tudi nacionalne valute. Valute držav, ki so konvertibilne po VIII. členu Sporazuma o MDS, so interkonvertibilne z vsemi drugimi dejansko konvertibilnimi valutami držav, ki sodelujejo v transakcijah iz naslova SDR. To pomeni, da je ob prenosu SDR po enotnem menjalnem tečaju zagotovljen prejem enake vrednosti sredstev v želeni valuti, ne glede na prevzemnika (Ribnikar, 1999a, str. 63).

## **2. ZGODOVINSKI PREGLED RAZVOJA VALUTNE KONVERTIBILNOSTI V OKVIRU MEDNARODNIH DENARNIH UREDITEV**

Časovni razvoj valutne konvertibilnosti ter pridobljene izkušnje so pomemben dejavnik za razumevanje samega pojma konvertibilnosti in vzpostavitev sodobnega ter učinkovitega mehanizma mednarodnih plačilnih odnosov. Koncept valutne konvertibilnosti se je v skladu s spremembami mednarodnega denarnega sistema spreminjal, spremembe pa so se odražale tudi na oblikovanju deviznih tečajev, deviznih rezerv in v plačilnobilančnih prilagajanjih.

### **2.1. OBDOBJE KLASIČNE VALUTNE KONVERTIBILNOSTI (ZLATA VELJAVA)**

Valute lahko tradicionalno delimo na vezane in proste ali papirne. Za vezane valute je značilna valutna veljava (sistem, standard, valuta), s katero je določena vrednost denarne enote. V preteklosti sta bili pomembnejši obliki valutnega blaga predvsem žlahtni kovini zlato in srebro, in sicer vsaka zase ali obe skupaj - zlata in/ali srebrna veljava (Ribnikar, 1999, str. 60). V primeru, ko sta bili valutno blago obe skupaj, ločimo denarno vezavo v okviru vzporedne valute, kjer sta bili obe kovini medsebojno enakovredno zamenljivi (menjava »al pari«). Drugače je bilo pri dvojni valuti ali bimetalizmu, kjer je bila vrednost valute fiksno vezana posebej glede na zlato in posebej na srebro. Posledično je bila vezana tudi relativna vrednost dveh žlahtnih kovin, v praksi pa je bilo menjalno razmerje v prid zlatu (Ethier, 1988, str. 345). V povezavi z nastankom papirnega (neblagovnega) denarja se je pojavil tudi pojem valutne konvertibilnosti. V tem smislu je bila, po odpravi srebrne veljave in pred uvedbo proste valute, ki jo poznamo danes, zlata veljava najpomembnejša oblika denarne ureditve.

Začetki enojne zlate veljave segajo v leto 1819 (deklarativno 1870), ko jo je prva uvedla Anglija, s tem pa se je pričelo tudi obdobje klasične valutne konvertibilnosti. Zlata veljava se je obdržala vse do prve svetovne vojne ter le delno po njej, natančneje do leta 1931 v Angliji, oziroma do leta 1936, ko so jo odpravile še zadnje države. Osrednja značilnost zlate veljave je bila

neposredna vezava vrednosti enote nacionalnega denarja na zlato, ki je veljalo tedaj za splošno mednarodno priznano in sprejemljivo plačilno sredstvo. Takšna vezava celotnega notranjega denarnega obtoka na zlato je v prvotnem smislu določala tudi blagovno vrednost in s tem celoten narodni dohodek nekega gospodarstva. Vrednosti valut posameznih držav so bile v času zlate veljave fiksirane, s tem pa je bila določena tudi relativna medsebojna vrednost različnih valut. Knjižni denar poslovnih bank je bil neomejeno zamenljiv za bankovce (menice kot predstavnik zlata), te pa neomejeno zamenljivi za ekvivalent – zlato. Na ta način so si bile vse denarne oblike enakovredne. Vsaka država je bila odgovorna za vzdrževanje uradne vrednosti lastne valute v okviru sredstev mednarodnih rezerv, tako da konvertibilnost bankovcev v zlato ni bila ogrožena. Obseg zlatih rezerv je bil odvisen od same tekoče produkcije monetarnega zlata in obsega mednarodnega pretoka zlata, kar je določalo tudi količino primarnega denarja v obtoku. Konvertibilnost bankovcev v zlato je veljala toliko časa, dokler je imela centralna banka kritje v zlatu, s katerim je lahko odkupovala papirni denar. Nasprotno je zlate rezerve povečevala s kupovanjem zlata v zameno za izdan papirni denar, kar je ohranjalo vrednost nacionalnega denarja glede na zlato (Ethier, 1988, str. 345; Ribnikar, 1999, str. 61; Kumar, 1981, str. 25).

V splošnem je za zlato veljavo značilno delno kritje bankovcev, svobodna mednarodna trgovina ter prost uvoz in izvoz zlata. Veljala je popolna konvertibilnost nacionalnega denarja v zlato, kar je predstavljalo obvezo centralne banke, da zamenja domač denar v zlato v neomejenih količinah in ne glede na prinositelja ter vrsto transakcije. V praksi je to pomenilo možnost neposredne poravnave obveznosti do tujine preko zlata, ki je opravljalo funkcijo »zakonitega« mednarodnega plačilnega sredstva, dejansko pa je bilo obveznosti moč poravnati tudi z devizami (Kumar, 1979, str. 3; Kumar, 1981, str. 28).

### 2.1.1. DEVIZNI TEČAJI V POVEZAVI S KLASIČNO VALUTNO KONVERTIBILNOSTJO

Odnos menjave oziroma menjalno razmerje dveh konvertibilnih valut se je zrcalil v deviznem tečaju. Zaradi različnega povpraševanja in ponudbe deviz na posameznem deviznem trgu devizni tečaji v obdobju zlate veljave niso bili popolnoma stabilni. Devizni tečaji, ki jih je sicer določalo stalno razmerje med določeno količino zlata in vrednostjo nacionalne valute, so nihali okrog kovne paritete (uradnega - paritetnega tečaja) znotraj mej zlatih točk. Zgornjo oziroma spodnjo zlato točko (cca. 0,5% do 1% okrog kovne paritete) so določali stroški zamenjave posamezne valute v zlato in stroški izvoza oziroma uvoza zlata. Obe točki sta (preko takratnih finančnikov, ki so se ukvarjali z arbitražo zlata) odražali cenovno ugodnejšo in tako edino racionalno možnost izvršitve mednarodnega plačila, to je z zlatom namesto z devizo, zato ju imenujemo tudi točka izvoza in točka uvoza zlata (Kumar, 1979, str. 3).

Višino deviznega tečaja sta oblikovala ponudba in povpraševanje po devizah<sup>3</sup>. Ko je bilo povpraševanje večje od ponudbe deviz, se je devizni tečaj bližal zgornji zlati točki, in obratno.

---

<sup>3</sup> Do sprememb ponudbe in povpraševanja na deviznem trgu je prihajalo zaradi: tehnoloških sprememb (produkcija zlata ali nevalutnega blaga); sprememb v obtočni hitrosti denarja ali v odstotku zlatega kritja; sprememb v nemonetarnem povpraševanju po zlatu (Ribnikar, 1999, str. 44).

Če je ob nespremenjenih pogojih ponudbe in povpraševanja po devizah (»ceteris paribus«), devizni tečaj dosegel zgornjo zlato točko, je prišlo do izvoza zlata in država je izgubljala zlato. Nasprotno je država z deviznim tečajem pri spodnji zlati točki ogrozila valute držav, iz katerih je zlato uvažala, kar je ustrezalo predvsem ekonomsko razvitim državam, ki so manj razvitim narekovale razvoj. V državi, kjer se je preko konverzije bankovcev za zlato manjšala količina zlata in s tem multiplikativno notranji denarni obtok, je upadala tudi kupna moč in s tem agregatno povpraševanje, kar je povzročalo splošno nižanje cen<sup>4</sup>. Nižje cene so stimulatивно vplivale na izvoz blaga in negativno na uvoz blaga, kar je preko povečane ponudbe deviz vplivalo na višino deviznega tečaja, ki se je tako nižal. Analogen proces prilagajanja se je odvijal, ko se je devizni tečaj države znašel na spodnji zlati točki. Na ta način se je devizni tečaj, ki tako ni mogel dolgo ostati na zgornji ali spodnji zlati točki, postopno vračal proti paritetni vrednosti domače valute, plačilna bilanca<sup>5</sup> pa proti ravnovesju. Takšen ciklični proces, ki je odraz neposredne povezanosti notranjega in zunanjega kroženja denarja, se imenuje avtomatizem zlate valute, saj državi ni potrebno posredovati na trgu (»laissez faire« odnos), da bi ohranila devizni tečaj znotraj mej okoli kovne paritete – to je zagotavljala neomejena konvertibilnost domačega denarja v zlato, če je le bilo razmerje med zlatom in denarjem v obtoku takšno, da ni ogrožalo konvertibilnosti (Ribnikar, 1999, str. 54-55; Kumar, 1981, str. 26).

Svobodna konvertibilnost valut v zlato je ob spoštovanju pravil zlate veljave preko uravnoveženja plačilne bilance zagotavljala ravnovesne<sup>6</sup> vrednosti deviznega tečaja in posledično neposredno primerljivost ravni cen (kupnih moči) med državami. Te razmere so do prve svetovne vojne pozitivno vplivale na ohranitev same konvertibilnosti valut. Mednarodni denarni mehanizem je z zagotavljanjem devizne likvidnosti in relativno stalnih deviznih tečajev preprečeval pojave velikega deviznega tveganja in visokih stopenj sprememb ravni cen. Omogočal je preprost način plačevanja med gospodarstvi, kar je prispevalo tudi k hitrejšemu razvoju mednarodnih ekonomskih odnosov, čeprav so breme v času gospodarskih kriz nosile predvsem manj razvite države (Kumar, 1979, str. 5).

Avtomatizem zlate veljave je dejansko deloval samo v primeru, ko so bile cene blaga in plače hitro prilagodljive, kar je veljalo zlasti za predvojno obdobje, ko je bila vloga centralne banke relativno pasivna in je večinoma skrbela le za izvajanje konverzije nacionalne valute v zlato in obratno (Caves, Frankel, Jones, 1999, str. 376). Cene in plače pa niso bile edini dejavnik plačilnobilančnega prilagajanja. Kapitalska gibanja so se kot posledica razlik v obrestnih merah med državami prav tako odražala v količini denarja v obtoku, zato je v praksi tekoči del plačilne

---

<sup>4</sup> Denarni mehanizem zlate veljave predstavlja tipičen primer delovanja klasične kvantitetne denarne teorije:  $MV=PQ$  (M: količina denarja v obtoku; V: obtočna hitrost; P: raven cen; Q: obseg realnih transakcij).

<sup>5</sup> Plačilna bilanca neke države je računovodski prikaz sestave in vrednosti vseh tekočih (realnih) in kapitalskih tokov (transakcij) s tujino v nekem obdobju. Na splošno lahko rečemo, da je plačilna bilanca v ravnotežju, ko je v ravnotežju njen tekoči del. Saldo tekočih (avtonomnih) transakcij s tujino je izravnani, ko je vrednost uvoza blaga in storitev ter enostranskih transferov enaka vrednosti izvoza teh spremenljivk. V odvisnosti od potreb obravnave obstajajo tudi drugi saldi oziroma preseki plačilne bilance (glej npr. Veselinovič, 1998, str. 3-4).

<sup>6</sup> Ravnovesni devizni tečaj je tečaj, ki gospodarstvu omogoča doseči plačilnobilančno ravnotežje oziroma ciljni saldo (Veselinovič, 1998, str. 20).

bilance tudi daljša obdobja ostajal neizravnani. Dodaten razlog za takšno stanje plačilne bilance so bile tudi spremembe v velikosti narodnega dohodka, na katerega je preko agregatnega povpraševanja multiplikativno vplival izvoz in uvoz (Ribnikar, 1999, str. 55).

Spremembe v količini notranjega denarnega obtoka so zaradi izvoza oziroma uvoza zlata privedle do ekonomskih sprememb v posameznih državah v obliki inflacije, deflacije, nezaposlenosti in gospodarske stagnacije, kar nakazuje na »brezosebnost« (Ribnikar, 1999, str. 48) tega sistema, ki onemogoča stabilen gospodarski razvoj posamezne države. Centralna banka je bila primorana kupovati in prodajati zlato za zaščito nacionalne valute. Pri takšnem načinu vzdrževanja vrednosti domače valute in ob nezadostni količini zlata za kritje nacionalnih valut so negativne ekonomske posledice, tudi zaradi odrekanja samostojni stabilizacijski monetarni politiki, v tridesetih letih 20. stoletja povzročile ukinitvev notranje in zunanje konvertibilnosti ter zlom zlate veljave (Kumar, 1979, str. 4).

Za obdobje klasične valutne konvertibilnosti so značilna tri podobdobja: veljava zlatih kovancev, veljava zlatih palic in zlato-devizna veljava (glej Prilogo 1). Vse oblike zlate veljave se v okviru valutne konvertibilnosti medsebojno razlikujejo predvsem po vsebinskih spremembah, ki so bile odraz notranjih in zunanjih ekonomsko-političnih razmer.

#### 2.1.2. KONVERTIBILNOST IN EKONOMSKE RAZMERE PRED II. SVETOVNO VOJNO

Zgodnja trideseta (1929-1933) so po prvi svetovni vojni prinesla še en ekonomski šok in propad mednarodnih valutnih odnosov. Gospodarska kriza, ki se je začela z zlomom ameriške borze oktobra leta 1929, se je razširila po vsem svetu. Po vrsti propadov bank po celem svetu in zaradi izgube zaupanja in s tem konverzijskih zahtevkov po zlatu so države nezadržno ukinjale popolno konvertibilnost in prekinjena je bila povezava med notranjo in zunanjo cirkulacijo denarja. Domače ekonomske težave so države reševale z nekorektno politiko svojih deviznih tečajev (devalvacijami) ter z deviznimi, trgovinskimi in kapitalskimi omejitvami. Cilj takšne ekonomske politike (»beggar thy neighbor«) je bil dosežati korist na škodo drugih držav. Ti ukrepi so sprožili povračilne ukrepe ter povzročili pomanjkanje deviznih sredstev in dolgotrajne plačilnobilančne napetosti, kar je vodilo v skrčeno mednarodno gospodarsko aktivnost in svetovno gospodarsko depresijo še povečalo (Pugel, Lindert, 2000, str. 446; Kumar, Bovha, Aristovnik, 2000, str. 3).

Ukinitvev popolne konvertibilnosti za zlato je privedla do neenotnega oblikovanja deviznih tečajev z visoko stopnjo regulacij mednarodnih ekonomskih odnosov s strani oblasti v obliki diferenciranih deviznih tečajev, valutnih diskriminacij in drugih plačilnobilančnih omejitev. Centralne banke so bile zaradi političnih pritiskov, da sledijo tudi drugim narodnogospodarskim ciljem, nemočne pri ohranjanju stabilnih medvalutnih razmerij. Odsotnost popolne konvertibilnosti se je odražala v neravnovesnih deviznih tečajih, plačilnobilančnih napetostih ter posledično v stagnaciji mednarodne trgovine, ki se je delno reševala z bilateralnimi plačilnimi sporazumi (»kliring«-i), zato je bila reforma mednarodnega denarnega sistema nujno potrebna.

## 2.2. USTANOVITEV MEDNARODNEGA DENARNEGA SKLADA IN KONVERTIBILNOST V POVOJNI MEDNARODNI DENARNI UREDITVI

Julija 1944 so se na mednarodni finančni konferenci v Bretton Woodsu, New Hampshire srečali predstavniki 44-ih zavezniških držav in ustanovili mednarodno organizacijo MDS - Mednarodni denarni sklad (International Monetary Fund). Predstavniki držav so se soočili z ekonomskimi potrebami povojnega sveta. Na podlagi katastrofalnih ekonomskih razmer med obema vojnama so skušali ustvariti takšen mednarodni denarni sistem, ki bi državam zagotavljal visoko stopnjo zaposlenosti, cenovno in valutno stabilnost ter plačilnobilančna ravnovesja, brez omejitev in valutnih diskriminacij, ki zavirajo rast mednarodne trgovine. Obnovitev valutne konvertibilnosti je bil eden od temeljnih pogojev za izpeljavo načrtov, ki si jih je zadal MDS. 22. julija istega leta je bil podpisan Sporazum o MDS (Articles of Agreement), organizacija pa je dejansko pričela z delom marca 1947 (Krugman, Obstfeld, 1997, str. 548-549). Idejna snovalca Sporazuma, Anglež Keynes in Američan White, sta predvidevala, da naj enotna mednarodna denarna institucija sledi svojim nalogam in na podlagi posojil državam omogoča odpravljanje plačilnobilančnih napetosti ter ohranitev zadostnih deviznih rezerv<sup>7</sup> (Lindert, Pugel, 2000, str. 448). MDS zbira sredstva v obliki članskih kvot<sup>8</sup>, katerih višina je odvisna od ekonomske velikosti ter zunanje trgovine države, obenem pa je podlaga za kreditiranje in obseg glasovalnih pravic (Ribnikar, 1999a, str. 58). Do danes je člansko kvoto, ki se občasno veča, prostovoljno vplačalo 183 članic.

Temeljni cilji delovanja organizacije so bili strnjeni v I. členu Sporazuma o MDS in se vse do danes niso spremenili (Ribnikar, 1999a, str. 56-57):

- razvoj mednarodnega denarnega sodelovanja,
- podpora večji in bolj uravnoteženi rasti mednarodne trgovine,
- podpora stanovitosti in vzdrževanju mednarodnih valutnih tečajnih razmerij, preprečitev konkurenčnega razvrednotenja valut in odsotnost valutne diskriminacije v mednarodnih plačilnih odnosih,
- pomoč pri vzpostavitvi multilateralnega plačilnega sistema za mednarodne tekoče transakcije brez deviznih omejitev,
- finančna in strokovna pomoč članicam s plačilnobilančnimi težavami,
- skrajšanje in zmanjšanje stopenj plačilnobilančnih neravnovesij.

Kot posledica relativne stabilnosti svetovnih cen in mednarodnih valutnih razmerij iz časa klasične valutne konvertibilnosti zlate veljave je Sporazum (IV. člen) temeljil na obnovi vezave vrednosti posamezne valute na zlato v obliki stalnih uradnih paritet. Odstopanje deviznih tečajev od paritetnih vrednosti valut (»par value«) je bilo dovoljeno za največ 1%. Trajno pomanjkanje

---

<sup>7</sup> Kljub mnogim podobnostim, se predloga obeh med seboj bistveno razlikujeta predvsem zaradi razlik med tedanjima ekonomsko-političnima položajema držav, iz katerih izhajata.

<sup>8</sup> Struktura članske kvote: največ 25% v rezervni (tuji) valuti ali SDR (do leta 1976 v zlatu), najmanj 75% v nacionalni valuti. Rezervno tranšo - 25% vrednosti kvote v tujih konvertibilnih valutah, ki jo država lahko šteje med svoje mednarodne denarne rezerve, država dobi brezpogojno, medtem ko se pogoji za pridobitev nadaljnjih štirih kreditnih tranš (vsaka 25% vrednosti kvote) stopnjujejo (Kumar, Bovha, Aristovnik, 2000, str. 4).



zlata in deviz je v večini držav privedlo do problema sredstev mednarodne likvidnosti. Po Sporazumu o MDS je ameriški dolar kot takrat edina zunanje konvertibilna valuta za zlato, s stalno zlato vrednostjo (\$35 za unčo), postal »ključna valuta« (»key currency«), na katero je bila, sočasno in pod enakimi pogoji, poleg zlata uzakonjena vezava nacionalnih valut. S tem je postal dolar popolnoma enakovreden zlatu, s to razliko, da je v obliki ameriških državnih zakladnic prinašal obresti (Gandolfo, 1995, str. 22).

Razlogi za privilegiran položaj dolarja v mednarodnih plačilih so bili (Kumar, 1979, str. 9):

- ZDA so ob dejanski okrepitvi ekonomskega potenciala in brez večjih posledic vojne postale svetovno najmočnejše gospodarstvo z največjimi zlatimi rezervami,
- vse zavezniške dežele so bile pri ZDA zadolžene,
- dolar kot valuta ekonomsko neprizadetega gospodarstva je postajal redko blago, saj je večinoma predstavljal sprejemljivo ali celo zakonito mednarodno plačilno sredstvo.

Sporazum iz Bretton-Woodsa je tako določal fiksne paritetne tečaje posameznih valut nasproti ameriškemu dolarju ali zlatu, s tem pa so bile fiksno določene tudi višine navzkrižnih paritetnih tečajev. Pod nenehnim nadzorom MDS so centralne banke držav članic z intervencijo vzdrževale fiksne devizne tečaje v okviru intervencijskih točk. MDS je v okoliščinah temeljnega (fundamentalnega)<sup>9</sup> plačilnobilančnega neravnovesja, ki sicer v Sporazumu ni natančno opredeljeno, dovoljeval neizbežne prilagoditve paritetnih tečajev do 10%, večje spremembe paritet pa so bile možne le ob odobritvi MDS (Gandolfo, 1995, str. 22-23).

Centralne banke držav članic, ki so hranile svoje mednarodne devizne rezerve v obliki dolarskih deviz, so imele pravico le-te zamenjati za zlato po uradnem tečaju pri ameriški centralni banki (Federal Reserve). Namen MDS je bil, da se rezerve v zlatu, nakopičene v ZDA, prerazporedijo po celem svetu. Dolar, ki je uspešno predstavljal vse univerzalne funkcije denarja (plačilno sredstvo, sredstvo menjave, mera in hranilec vrednosti), je tako postal uradna rezervna in s tem intervencijska valuta, zato se ta mednarodni denarni sistem pogosto imenuje tudi sistem zlato-dolarskih rezerv ali kar zlato dolarska veljava (Pugel, Lindert, 2000, str. 451).

Od ustanovitve MDS je značilen koncept modificirane in omejene (zožene) oblike valutne konvertibilnosti, ki je bila načelno zamišljena zlasti kot tekoča in zunanja ter vezana na zlato ali ameriški dolar. Poleg omenjenih oblik so se sčasoma pojavile tudi povsem nove oblike valutne konvertibilnosti (»de facto konvertibilnost, »in fact« konvertibilnost, »in fact« konvertibilnost nekaterih imetij – SDR; glej poglavja 1.5., 1.6. in 1.7., str. 7-8), ki izhajajo iz različnih sporazumov sprejetih v okviru MDS. Različne oblike konvertibilnosti nakazujejo, da le-ta ni bila natančno opredeljena. Oblike konvertibilnosti so se spreminjale odvisno od posebnosti in pogojev, pod katerimi so se centralne banke zavezale menjati določeno valuto v zlato, dolar in konvertibilne devize (zlasti angleški funt) (Ribnikar, 1999a, str. 24; Kumar, 1981, str. 26-27).

---

<sup>9</sup> V gospodarstvu so porušena vsa ravnotežja, notranja (nezaposlenost, visoka inflacija in velika zunanja zadolženost) in zunanja (plačilnobilančni primankljaj), kjer je domača ekonomska politika nemočna delovati stabilizacijsko ob istočasnem vzdrževanju stabilnega paritetnega tečaja (Veselinovič, 1999, str. 9-10).

MDS je spodbujal članice, da čim hitreje sprejmejo konvertibilnost po VIII. členu. Za razumevanje VIII. člena je bistveno razlikovanje med mednarodnimi tekočimi in kapitalskimi transakcijami. VIII. člen zahteva od članic, (Galbis, 1996, str. 4):

- da ne uvedejo nikakršnih omejitev na tekoče transakcije (Odstavek 2),
- da se izogibajo praksi diferenciranih deviznih tečajev in valutnih diskriminacij (Odstavek 3),
- da spoštujejo določila o zunanji konvertibilnosti – centralna banka članice na zahtevo drugih članic zamenja presežke svoje valute v tujini, ki so posledica tekočih transakcij, v valuto članic ali SDR; in dovoljuje zamenjavo domačega denarja v tujega, če gre za potrebe tekočih plačil ali transferov v tujino (Odstavek 4).

Sporazum o MDS od članic ni zahteval uvedbo kapitalske konvertibilnosti. Izkušnje pridobljene med obema vojnama so pokazale, da je bilo gibanje kratkoročnega in dolgoročnega kapitala eden od pglavitnih faktorjev gospodarske nestabilnosti. MDS je zato dovoljeval zaščito gospodarstev pred (špekulativnimi) gibanji kapitala, ki bi lahko ogrozila mednarodni plačilni sistem, zasnovan na trdnih deviznih tečajih in hkrati brez večjih deviznih omejitev. VI. člen (Odstavek 3) je zahteval le, da je nadzor nad kapitalskimi transakcijami izvajan na način, ki ne bo oviral tekočih transakcij s tujino (Galbis, 1996, str. 4).

Pred uvedbo konvertibilnosti po VIII. členu Sporazuma o MDS je bilo pomembno tudi predhodno obdobje plačilnobilančnega prilagajanja, ki je pojasnjeno v XIV. členu. Po tem členu so podpisnice lahko uporabljale določene devizne omejitve in spreminjale paritetne tečaje. Značilna je bila predvsem diskriminacija uvoza preko diferenciranih deviznih tečajev. Devizne omejitve so se začele zmanjševati proti koncu petdesetih let, ko so se pojavile zadostne devizne rezerve in izboljšal plačilnobilančni položaj držav (Galbis, 1996, str. 53).

Po VIII. členu Sporazuma o MDS naj bi bila valutna konvertibilnost predvsem zunanja. MDS je članice spodbujal k sprejetju te oblike konvertibilnosti, ki pomembno prispeva k učinkovitosti in multilateralnosti mednarodne menjave, saj nacionalna valuta formalno postane mednarodno plačilno sredstvo, ki je na zahtevo zamenljiva v ekvivalent. Zunanja konvertibilnost naj bi odpravila tudi bilateralne in multilateralne plačilne dogovore, ki so jih še pred drugo svetovno vojno sklenile nekatere države z zunanjo nekonvertibilnim denarjem. (Gandolfo, 1995, str. 450).

Obnovitev uradne valutne konvertibilnosti se je v praksi pokazala kot zahteven projekt, saj so države pri izpolnjevanju potrebnih pogojev dolgo odlašale. Prve zahodnoevropske države so šele konec petdesetih let pričele z uvajanjem formalne valutne konvertibilnosti. V odvisnosti od potreb mednarodnega denarnega sistema se je razvilo tudi nekaj povsem novih oblik valutne konvertibilnosti. Posledice rastoče stopnje povezanosti notranjega in zunanjega kroženja denarja pa so zaradi nerealne zahteve po ohranjanju fiksnih deviznih tečajev sčasoma postavile ustreznost veljavnega mednarodnega plačilnega mehanizma pred dvom.

## 2.2.1. KONVERTIBILNOST IN PROBLEMI MEHANIZMA MEDNARODNIH PLAČIL TER PROPAD ZLATO-DOLARKEGA SISTEMA LETA 1971 OZIROMA 1973

Vezava vrednosti valut na dolar in zlato po Sporazumu iz Bretton Woods-a je v mednarodnih plačilih privedla najprej do pomanjkanja dolarjev (»dollar scarcity«) in »problema likvidnosti«. V osnovi je bilo zamišljeno, da bodo mednarodne rezerve centralnih bank naraščale predvsem kot zlate rezerve, a zaradi pomanjkanja zlata so se te oblikovale zlasti kot dolarske devizne rezerve. To je pomenilo, da je bil edini vir mednarodnih deviznih rezerv ustrezno velik plačilnobilančni primanjkljaj ZDA. Veljalo je prepričanje, da so bile zaradi porasta mednarodne trgovine potrebe po mednarodni likvidnosti in s tem po dolarskih rezervah tujih centralnih bank upravičeno zadoščene na tak način (Ribnikar, 1999a, str. 79).

V okviru sistema, ki je veljal od leta 1944, so se devizni tečaji oblikovali znotraj dogovorjenih odstopanj od registriranega paritetnega tečaja za 1% v vsako smer. Za gibanje deviznega tečaja znotraj mej je z ustreznimi intervencijskimi odkupi ali prodajami deviz skrbela centralna banka. Preko politike odprtega trga je bila v okviru zmožnosti (poleg instrumenta obrestne mere za domačo valuto), ob omejenih deviznih rezervah, tako vsaj delno izvajana sterilizacija (Ribnikar, 1999a, str. 77). Da bi države s plačilnobilančnim primanjkljajem izpolnjevale zahteve po stalnih paritetnih tečajih svojih valut, so zaradi povezave med notranjim in zunanjim kroženjem denarja namesto deflacijskih ukrepov najpogosteje uvajale diferencirane devizne tečaje in druge devizne omejitve. Takšna praksa je bila značilna predvsem za šibkejša in razvijajoča se gospodarstva, saj so bili negativni vplivi podrejanja enotnemu deviznemu tečaju veliki. Plačilnobilančni primanjkljaji, majhne devizne rezerve, nezaposlenost in nizka stopnja gospodarskega razvoja so bili tehten razlog tudi za pogoste spremembe paritetnih tečajev, zato kljub nekaterim dodatnim kreditnim mehanizmom, ki jih je uvedel Sklad, mnoge države niso uvedle formalne konvertibilnosti nacionalnih valut. Različne oblike konvertibilnosti, ki jih je dopuščal MDS, so nekatere države uporabljale v odvisnosti od potreb v okviru nacionalnih gospodarskih ciljev, formalno konvertibilnost ob stalnih paritetnih tečajih in zadostnih deviznih rezervah pa je do konca petdesetih razglasilo le nekaj držav.

Razvite zahodnoevropske države so kot odraz okrepljene gospodarske moči in ob zadostnih rezervah, večinoma dolarskih in funtsterlinskih, ponovno uvedle zunanjo konvertibilnost šele decembra 1958 (konvertibilnost po VIII. členu pa februarja 1961 – glej Prilogo 2, Tabela 3), kar je bolj povežalo njihove realne trge, toda povečalo nestanovitost deviznih rezerv. Vzpostavitev bolj učinkovitega multilateralnega sistema plačil je časovno sovpadala s pričetkom krize zlato-dolarskega sistema. Plačilnobilančni primanjkljaj ZDA je v tem času zaradi množičnega uvoza in naraščajočega odliva kapitala povzročil velik presežek dolarjev v mednarodnih plačilnih odnosih (»dolar glut«). Sčasoma je postalo ohranjanje deviznih tečajev v okviru uradnih paritet držav neto izvoznic, predvsem držav Zahodne Evrope, Kanade in Japonske preveč zahtevno, saj so dodatne dolarske rezerve presegle potrebo po le-teh za vodenje učinkovite nacionalne ekonomske politike. Revalvacija valut teh držav ni prišla v poštev, saj bi zmanjšala cenovno konkurenčnost njihovih gospodarstev in posledično povečala nezaposlenost. Precenjenost dolarja

je ob neupoštevanju negativnih zunanjih učinkov ameriške ekonomske politike (»blagohotno omalovaževanje«) postavila mehanizem mednarodnih plačil pred preizkušnjo. Različna ekonomska razvitost in mednarodna ekonomska aktivnost posameznih držav je ob zahtevi po stalnih paritetnih tečajih povzročala vedno večje odstopanje med notranjimi in zunanjimi cenami, izraženimi v nacionalni valuti. Značilno je, da so razvite države odlašale z devalvacijami oziroma revalvacijami nacionalnih valut, kar je povzročilo dolgoročno neravnovesne devizne tečaje in plačilnobilančna neravnovesja. »Problem plačilnobilančnega prilagajanja« se je poleg gibanj kratkoročnega špekulativnega kapitala odražal negativno na mnoga nacionalna gospodarstva. V šestdesetih letih se je sistem trdnih deviznih tečajev poskušal ohraniti, zato so se povečali pritiski (znana je Triffinova razprava, ki se označuje kot »problem (ne)zaupanja« v dolar in njegovo zunanjo konvertibilnost v zlato), da ZDA podredijo svojo ekonomsko politiko plačilni bilanci, in nasprotno, druge države pospešijo odtok kapitala in uvoz blaga iz ZDA (Ribnikar, 1999a, str. 77-82).

Nespremenjena ameriška ekonomska politika in občuten presežek dolarjev v mednarodnih plačilnih odnosih je povzročil odpor centralnih bank drugih držav za neto odkup le-teh po stalnem deviznem tečaju, čemur je sledil neprimerno povečan domač denarni obtok oziroma »uvoz inflacije«. Vedno manjše zaupanje v dolarski sistem mednarodnih plačil je 15. avgusta leta 1971 privedlo do tega, da je ameriški predsednik Nixon zaradi strahu pred velikim konverzijskim navalom uradno ukinitel tako notranjo kot zunanjo konvertibilnost dolarja za zlato in dolar je prvič po 38 letih devalviral (od \$35 na \$38 za unčo zlata). Dejansko je bil dolar nekonvertibilen za zlato že nekaj let pred uradno ukinitvijo konvertibilnosti, saj je celoten obtok dolarjev močno presegal kritje v zlato. Sistem se je ohranil predvsem zaradi dejstva, da tuje centralne banke niso zahtevale zamenjave dolarjev v zlato. Decembra leta 1971 je bil ob ponovnem poskusu ohranitve fiksnih deviznih tečajev dogovorjen možen razpon nihanja okrog »centralnih tečajev« najbolj razvitih držav za 2,25% (Smithsonian Agreement, Washington). ZDA so poskusile tudi z uvedbo 10%-ne carinske stopnje za ves uvoz z namenom omejitve dolarskih odtokov (Gandolfo, 1995, str. 23; Krugman, Obstfeld, 1997, str. 563).

Zaradi opisanih negativnih posledic in nestabilnosti dolarskega mehanizma mednarodnih plačil, ki ob stalnih uradnih paritetnih tečajih ni omogočal izravnave plačilnih bilanc (tako kot v času zlate veljave), je MDS s Prvim dopolnilom členov Sporazuma o MDS leta 1969, poleg zlata in zunanje konvertibilnih valut, vpeljal novo obliko mednarodne likvidnosti. Enota SDR (posebne pravice črpanja), kot dodatno mednarodno rezervno sredstvo, je predstavljala ekvivalent enemu ameriškem dolarju in je definirana kot dobropis centralne banke članice na računu pri MDS. Po letu 1973 je enota SDR predstavljala vrednost košarice 16-ih zunanje konvertibilnih valut, oziroma od leta 1981 košarico petih valut največjih svetovnih izvoznih (Gold, 1976, str. 8-9). Vrednost enote SDR se danes izračunava na podlagi trenutnih deviznih tečajev štirih svetovnih valut - ameriški dolar, evro, japonski jen in angleški funt.

Po letu 1971 se je pomen konvertibilnosti spremenil in od tedaj pomeni plačilno sposobnost oziroma prenosljivost (transferibilnost) posamezne valute v mednarodnem plačilnem prometu,

brez obveze emisijske banke, da zamenja domačo valuto v nek vnaprej določen ekvivalent. V okviru tega koncepta konvertibilnosti so osrednjo vlogo zasedle razvite in mednarodno aktivne države, ki si prizadevajo ohranjati stabilno vrednost nacionalne valute (Kumar, 1981, str. 32-33).

Ob razglasitvi zunanje konvertibilnosti valut in ob zahtevi po vzdrževanju fiksnih deviznih tečajev so med različno mednarodno ekonomsko aktivnimi gospodarstvi nastajala dolgotrajna plačilnobilančna neravnotežja, ki so nujno terjala spremembo višine deviznih tečajev, kar je v začetku leta 1973, po drugi devalvaciji dolarja in deloma tudi zaradi naftne krize<sup>10</sup>, pripeljalo do propada bretton-woodskega sistema. To je pomenilo konec delovanja povojnega sistema mednarodnih plačil in s tem povezanega načina oblikovanja deviznih tečajev (Kumar, 1979, str. 7; Ethier, 1988, str. 466). Pojavila se je potreba po novi mednarodni denarni ureditvi, ki bi državam omogočila lažje in učinkovitejše izravnavanje plačilnobilančnih napetosti in vodenje bolj samostojne monetarne politike, zlasti pri določanju denarne mase. Mnoge razvite države so v ta namen prešle na drseče devizne tečaje, članice EGS (Evropske gospodarske skupnosti) pa so marca leta 1973 navzven najavile celó skupno drsenje svojih valut - kombinirani devizni tečaji.

## 2.2.2. PREHOD NA DRSEČE DEVIZNE TEČAJE IN KONVERTIBILNOST PO LETU 1973

Ukinitvi zunanje konvertibilnosti dolarja v zlato in drugi devalvaciji dolarja leta 1973 je sledila sprememba v načinu izražanja zunanje vrednosti domačega denarja in prehod na drseče (plavajoče) devizne tečaje. MDS po letu 1973 formalno ni več zahteval ohranjanje deviznih tečajev v okviru stalnih paritet. Dotedanji trdni koncept konvertibilnosti se je začel preoblikovati v mehkega, vsebinsko pa se je spremenila tudi sestava mednarodnih deviznih rezerv. Za nacionalno valuto je postalo pomembno, da je prenosljiva oziroma splošno sprejemljiva, kar pomeni, da lahko opravlja funkcijo mednarodnega plačilnega sredstva, kjer ni potrebna vnaprejšnja določitev ekvivalenta, v katerega je zamenljiva. Sodobna konvertibilnost tako predstavlja plačilno sposobnost proste ali papirne valute v mednarodnem plačilnem prometu. Z Drugo spremembo členov Sporazuma o MDS iz leta 1978 se članicam tudi uradno dovoljuje uvedba režima drsečega oblikovanja deviznih tečajev, ki so realen odraz tržnega povpraševanja in ponudbe po devizah.

Oblike nadzorovanega (prilagodljivega) drsenja, ki jih MDS priporoča so (Kumar, 1999, str. 224-225):

- Oblike vezave deviznega tečaja:
  - devizni tečaj, vezan na tujo valuto (eno vodilnih valut – največkrat ameriški dolar)
  - devizni tečaj, vezan na SDR
  - devizni tečaj, vezan na posebno košarico valut
- Oblike omejene prilagodljivosti deviznega tečaja:
  - devizni tečaj glede na skupni valutni dogovor – (npr. EMS - Evropski monetarni sistem)
  - devizni tečaj glede na posamezno valuto

---

<sup>10</sup> Zaradi občutnega presežka dolarjev v državah izvoznicah nafte se v tem kontekstu omenja izraz »petrodolarji«.

- Oblike večje prilagodljivosti deviznega tečaja:
  - prilagajanje deviznega tečaja glede na lastne indikatorje (obrestna mera, inflacija itd.)
  - druge oblike nadzorovanega prilagajanja deviznega tečaja
  - neodvisno prilagajanje deviznega tečaja

Oblike režimov deviznih tečajev v posameznih državah (ekonomskih prostorih) so se v času spreminjale. V obdobju 1988-1997(Q II) (glej Prilogo 3, Tabela 4) se je delež držav članic MDS, ki so svojo valuto vezale na neko drugo valuto, zlasti na ameriški dolar, izrazito zmanjšal. Nasprotno se je najbolj povečal delež držav članic z obliko večje prilagodljivosti deviznih tečajev, ki postala tudi na splošno najpogostejša oblika deviznega tečaja. V okviru te skupine to velja predvsem za nadzorovano drsenje deviznega tečaja in neodvisno drsenje deviznega tečaja. Tak trend oblikovanja deviznih tečajev lahko zaradi liberalizacije mednarodnih kapitalskih tokov pričakujemo tudi v prihodnosti.

Sistem uravnava (nadzorovano) drsečih deviznih tečajev omogoča, da centralna banka ohrani sposobnost nadzora nad domačo ponudbo denarja, za ceno manjše stabilnosti deviznih tečajev, s tem pa zmanjša tudi možnost negativnih vplivov špekulativnega kapitala. Drseči devizni tečaji so omogočili boljše plačilnobilančno prilagajanje, saj dokaj spontano lahko predstavljajo ukrep usmerjanja mednarodne trgovine in posledično denarnih tokov<sup>11</sup>. Majhna soodvisnost notranjega in zunanjega kroženja denarja zagotavlja visoko stopnjo samostojnosti pri vodenju monetarne in deviznotečajne politike, ki pa lahko ob dolgoročnejšem vodenju v smeri neravnovesnih (deformiranih) deviznih tečajev povzroči špekulacije in poveča njihova nihanja. Vodenje politike deviznih tečajev v nasprotni smeri od dolgoročnih tržnih trendov (»kazino ekonomija«) je v devetdesetih v nekaterih manj razvitih državah pripeljalo do pogostih drastičnih devalvacij in velikih valutnih kriz<sup>12</sup> (Pugel, Lindert, 2000, str. 458; Oplotnik, 1998, str. 617).

Kriteriji, na podlagi katerih se države odločajo o najustreznejši obliki deviznega tečaja, so ekonomska razvitost ter obstoječi zunanji in notranji ekonomski pogoji (dolgoročni primanjkljaj, obseg in struktura plačilne bilance, stopnja inflacije, (ne)zaposlenost ipd.). Pomembno vlogo pri izbiri pa ima tudi politika deviznega tečaja oziroma stopnja intenzivnosti poseganja na devizni trg s strani centralne banke (Kumar, 1999 str. 225). Zaradi želje po relativno stabilnih deviznih tečajih so centralne banke še vedno pogosto intervenirale, zato se včasih omenja sorodnost s fiksnimi deviznimi tečajmi, za katere so značilna majhna nihanja in zadostne devizne rezerve. Takšni vezano drseči devizni tečaji so značilni predvsem za valute majhnih držav in držav v razvoju, katerih valute niso uporabne v mednarodnih plačilih (podrejene ali »minorne« valute)

<sup>11</sup> Marshall-Lernerjev teorem pravi, da ko je vsota elastičnosti uvoznega povpraševanja in izvozne ponudbe večja (manjša) od 1, deprecijacija domače valute (ne) vpliva na izboljšanje salda plačilne bilance (Gandolfo, 2001, str. 84).

<sup>12</sup> (mehiška 1994, azijska in češka 1997, ruska 1998, brazilska 1999, turška 2000). Izkušnje kažejo, da se je iz tovrstne krize moč rešiti oziroma se ji izogniti s kratkoročnim zvišanjem obrestnih mer, z namenom povečati privlačnost in zaupanje v domačo valuto, s trdnejšo fiskalno politiko, če to okoliščine dopuščajo in ni prisotna korupcija, ter s poostreno regulacijo oziroma nadzorom nad delovanjem bančnega sistema in večjo transparentnostjo poslovanja (Oplotnik, 1998, str. 616).

kljub razglasitvi njihove zunanje konvertibilnosti (Gandolfo, 1995, str. 372; Kumar, 1981, str. 33).

Za sistem čistih drsečih deviznih tečajev je značilna popolna odsotnost intervencij na deviznem trgu s strani centralne banke, zato je tečaj vsak trenutek odraz tržne ponudbe in povpraševanja po devizah. V tem sistemu ni potrebe po uradnih mednarodnih deviznih rezervah, plačilna bilanca pa je vedno v ravnovesju, kar je posledica mehanizma avtomatičnega prilagajanja, ki jo taka oblika deviznih tečajev zagotavlja. Ta model deviznih tečajev je zgolj teoretičen, še najbližje so mu nekatere države z nezadostnimi deviznimi rezervami in zunanje nekonvertibilnim denarjem ter večina razvitih držav, za katere je značilno neodvisno drsenje, kjer višino deviznega tečaja v največji meri določa trg. V nasprotnem primeru govorimo o fiksnem, a prilagodljivem deviznem tečaju, kjer je intervencija centralne banke praktično obvezna. Ostale oblike deviznih tečajev pa lahko označimo kot vmesne ali hibridne, za katere je značilna zmerna intervencija centralne.

Dolar je kljub uvedbi drsečih deviznih tečajev ostal najširše uporabljano sredstvo mednarodnih plačil, kar pa zaradi pretekle institucionalne mednarodne denarne ureditve ni nenavadno. Sestava deviznih rezerv držav se je spreminjala v skladu s potrebami poslovnega sveta, kjer je pomembno vlogo, poleg dolarja, dobila tudi obračunska enota ECU (po 1. januarju 1999 Evro), ki je predstavljala košarico valut članic evropskega monetarnega sistema in je sorodna enotam SDR. Ob vsesplošnem prehodu držav na koncept (nadzorovane) tržne konvertibilnosti se je pojavila potreba tudi po formalni prilagoditvi mednarodnega denarnega sistema.

### 2.2.3. KONVERTIBILNOST PO DRUGI SPREMEMBI SPORAZUMA O MDS LETA 1978

Cilj MDS je pospeševati razvoj multilateralnega plačilnega sistema ob gospodarski stabilnosti in rasti držav. V ta namen je MDS še vedno podpiral članice, da postanejo njihove nacionalne valute čim hitreje konvertibilne. Ker so se načrti iz Bretton-Woodsa, v nasprotju s pričakovanji, v veliki meri pokazali za neuresničljive, je MDS na Jamajki leta 1976 sprejel Drugo spremembo Sporazuma o MDS, ki je stopila v veljavo aprila leta 1978. Predlagane dopolnitve so prinesle številne spremembe v primerjavi z osnovnim konceptom iz leta 1944 (Ribnikar, 1999a, str. 40-41; Kumar, 1999, str. 226; Galbis, 1996, str. 1-2, 45):

- po IV. členu Sporazuma članicam ni več potrebno registrirati stalne paritetne vrednosti domače valute,
- pariteta v zlatu je z demonetizacijo zlata prepovedana,
- članice tudi formalno izražajo zunanjo vrednost nacionalnega denarja odvisno od režima deviznega tečaja, ki so ga izbrale, zaželeni pa so enotni devizni tečaji,
- o politiki deviznotečajnega prilagajanja se članice odločajo po lastni presoji (dejansko je takšna ureditev veljala že od 1973, z drugim dopolnilom Sporazuma pa je bila še uradno potrjena),
- povečan nadzor nad politiko deviznih tečajev s strani MDS, ki prepoveduje manipuliranje z deviznimi tečaji s strani centralne banke z namenom doseči cenovno konkurenčno prednost nasproti drugim članicam (»umazano drsenje« - »dirty float«),

- »prehodna ureditev« konvertibilnosti po XIV. členu, do odprave omejitev in sprejema konvertibilnosti po VIII. členu, ni več časovno določena; pred tem je veljalo 5-letno »predhodno obdobje«, ki pa v praksi ni bilo dosledno upoštevano,
- skrb države za čim bolj stabilno devizno vrednost domačega denarja.

V XXX. členu Sporazuma se je pojavil tudi povsem nov koncept »prosto uporabljane valute« (»freely usable currency«), ki je v praksi prevladal nad konceptom konvertibilne valute in konceptom dejansko konvertibilne valute. Prosto uporabljane valute, ki jih je moč pridobiti na pomembnejših deviznih trgih, naj bi se množično uporabljale pri mednarodnih transakcijah in s tem olajšale mednarodno trgovino. Danes so to valute ekonomsko močnih in mednarodno aktivnih držav, praviloma s stabilnim nominalnim in realnim deviznim tečajem ter z visoko stopnjo mednarodnega zaupanja. Po zadnji objavi so to evro, britanski funt, ameriški dolar in japonski jen (Rules and regulations of the IMF, 2002).

Kljub veliki dostopnosti prosto uporabljanih valut države še vedno težijo k izpolnjevanju pogojev za zunanjo konvertibilnost nacionalnih valut in s tem tudi k njihovi uradni mednarodni plačilni sposobnosti. V okviru VIII. člena Sporazuma o MDS konvertibilnost ostaja še vedno predvsem zunanja in tekoča, v razvitem svetu pa je opaziti tudi naraščajoči trend sproščanja omejitev za kapitalske transakcije.

### **3. KONVERTIBILNOST V ODVISNOSTI OD NARODNOSPODARSKIH RAZMER**

Učinkovito uvajanje tekoče in zunanje konvertibilnosti po VIII. členu Sporazuma o MDS načeloma terja od članic vzpostavitev določenih narodnogospodarskih razmer. Zdrava makroekonomska politika in sposobnost gospodarstva, da se odziva na spremembe tržnih cen, je ključnega pomena, saj ob ustrezni izbiri in politiki deviznega tečaja zagotavlja stabilno in dolgoročno mednarodno likvidnost ter plačilnobilančno ravnotežje. S primerno kombinacijo monetarne in fiskalne politike je tako država sposobna vzdrževati tekočo konvertibilnost domačega denarja in se soočati z notranjimi in zunanji gospodarskimi spremembami, ne da bi se posluževala deviznih in trgovinskih omejitev (Galbis, 1996, str. 8). Konvertibilnost kot vsebinski ekonomski pojav tako na dolgi rok zahteva uravnoteženost določenih ekonomskih kategorij. V odvisnosti od sistema deviznega tečaja je pomembno zlasti plačilnobilančno prilagajanje in financiranje tega prilagajanja. V literaturi se pojavljajo različne teorije zunanjega uravnoteženja gospodarstva.

Trdni devizni tečaji omogočajo stabilnost in predstavljajo prednost v zunanjetrgovinskem ravnotežju, na drugi strani pa podrejajo domače gospodarstvo tujini. Za ohranitev trdnih deviznih razmerij so potrebne zadostne (visoke) devizne rezerve in pogoste »ad hoc« intervencije centralne banke za zaščito vrednosti nacionalne valute. Prilagajanje tujini mora zaradi trdnih deviznih tečajev potekati preko drugih ekonomskih parametrov, zlasti cen, občasno pa so možne



tudi devalvacije oziroma revalvacije (uradne spremembe paritet) domače valute, ki lahko povzročijo menjavanje obdobji stabilnosti in ekonomske šoke (Veselinovič, 1998, str. 21).

Prosti ali drseči devizni tečaji bistveno bolj pripomorejo k plačilnobilančnim prilagajanjem in uravnoveženosti plačilne bilance. Omogočajo avtomatično prilagajanje, več svobode in lažjo gospodarsko rast. Teoretično devizne rezerve niso prisotne, v praksi pa se je izkazalo, da so še vedno potrebne, toda v manjši meri. Učinkovitost monetarne politike v tem sistemu deviznih tečajev je večja, saj ni možen »uvoz inflacije«, pa tudi negativni vplivi špekulativnih gibanj »vročega denarja« med valutnimi območji so manjši. V pogojih visoke inflacije je sistem izjemno nestabilen (depreciacija domače valute), zato tudi ni primeren za manj razvite ekonomije (Veselinovič, 1998, str. 21-22).

Ravnovesni devizni tečaj je tečaj, ki gospodarstvu omogoča doseči določeno plačilnobilančno ravnotežje ali nek drug plačilnobilančni cilj. Ravnovesni devizni tečaj na kratki rok odraža enakost kupnih moči med dvema državama (premoženjska teorija), na dolgi rok pa je tudi posledica razlik med inflacijama obeh držav (teorija paritet kupnih moči) oziroma usklajenosti monetarne ponudbe in povpraševanja (monetarna ali denarna teorija) (Veselinovič, 1998, str. 20-24).

Plačilnobilančno prilagajanje pomaga odpravljati vzroke za zunanje neravnotežje. Različna plačilnobilančna neravnovesja se financirajo na različne načine. Poznamo »slučajno« neravnovesje (npr. naravna katastrofa), ki se navadno financira z zmanjšanjem deviznih rezerv. Pri »cikličnem« neravnovesju (gospodarska recesija, ekspanzija) se za plačilnobilančno prilagajanje najprej uporabijo devizne rezerve, zatem pa kombinacija ukrepov ekonomske politike. Ukrepi ekonomske politike so značilni tudi za »strukturno« neravnovesje, ki je posledica disparitete domačih in tujih cen (teorija elastičnosti), strukturne neprilagojenosti gospodarstva, nezaposlenosti. Plačilnobilančno prilagajanje je moč dosežati tudi s trgovinskimi in deviznimi omejitvami ter kontrolo (pri totalnem ali fundamentalnem neravnovesju), kot tudi z deflacijo, največkrat pa z depreciacijo (devalvacijo) domače valute. Ravno slednja rešuje plačilnobilančno neravnovesje po teoriji porabe (absorbicije), ki trdi, da je neravnovesje posledica neusklajene porabe in proizvodnje v nekem gospodarstvu (Veselinovič, 1998, str. 9-10, 13-16).

V splošnem lahko rečemo, da je plačilnobilančno neravnotežje financirano neposredno z zadolževanjem v tujini oziroma s prodajo domačih imetij tujcem (uvoz kapitala), na drugi strani pa tudi s spremembo višine deviznih rezerv. Dokler neugodna plačilnobilančna gibanja resno ne prizadanejo tekočega poslovanja s tujino (tekočega dela plačilne bilance) v negativnem ali pretirano pozitivnem smislu, lahko govorimo o uravnoveženi plačilni bilanci. Na drugi strani pa je pomembno, da obseg deviznih rezerv ne predstavlja prevelike stroške akumuliranja, ali obratno, ne terja dodatnega zadolževanja v tujini (Veselinovič, 1998, str. 9-11). Takšno zunanje ravnovesje (ob notranjem ravnovesju) gospodarstva na dolgi rok ne bi smelo ogrožati države pri izvajanju konvertibilnosti, kar kaže tudi naraščajoči trend formalno konvertibilnih valut v svetu (glej Prilogo 2, Tabela 3).

Konvertibilnost po VIII. členu Sporazuma o MDS je do februarja 1996 (od skupno 181 članic) sprejelo 115 članic, preostalih 66 članic pa konvertibilnost po XIV. členu. MDS pri svojem delovanju ne obvezuje, vseeno pa spodbuja članice, da odstranijo ovire tudi na kapitalnem računu. Do leta 1996 je kapitalno konvertibilnost sprejelo približno 60 držav. Pri uvajanju kapitalne konvertibilnosti gre v prvi vrsti za odstranjevanje kvantitativnih omejitev, davkov, ki diskriminirajo med domačimi in tujimi transaktorji, ter diferenciranih deviznih tečajev za tekoče in kapitalne transakcije (Galbis, 1996, str. 51).

Kapitalna konvertibilnost se smatra za preuranjeno za nekatere, predvsem razvijajoče se države, zato tudi ni neposredno zahtevana s strani Sporazuma o MDS. Razloge gre iskati v možnih destabilizacijskih špekulativnih (kratkoročnih) kapitalskih tokovih in tveganju odtokov dolgoročnega kapitala. Države zato lahko ohranjajo nadzor nad kapitalskimi transakcijami na način, ki ne ovira transakcij tekočega računa (MDS s Tretjo Spremembo Sporazuma iz leta 1992 natančneje določa možnosti nadzora nad kapitalskimi transakcijami – glej str. 4-5). Države, ki so se odločile za uvajanje kapitalne konvertibilnosti, morajo najprej sprostiti kapitalne tokove povezane s trgovskimi tokovi, tokove neposrednih in portfeljskih naložb ter odstraniti kvantitativne omejitve za kratkoročne tokove kapitala. Pogost razlog za liberalizacijo transakcij povezanih s kapitalnim računom je povezovanje in združevanje nacionalnih gospodarstev v različne ekonomske integracije. Prost pretok kapitala in kapitalno konvertibilnost so z Direktivo o liberalizaciji kapitalnega trga iz leta 1988 sprejele članice Evropske unije, izvajati pa so jo pričele po ukinitvi kapitalnih ovir leta 1992. Za ta korak so se odločile tudi nekatere druge industrijsko razvite države, kjer je značilen Kodeks o liberalizaciji kapitalnih tokov držav OECD iz leta 1989 (Galbis, 1996, str. 50-51).

Poleg gospodarskih razmer, potrebnih za uspešno izvajanje tekoče konvertibilnosti, so za uvedbo in ohranitev kapitalne konvertibilnosti pomembni še nekateri dejavniki. Potreben je razvit domač finančni sektor v smislu svobodnega tržnega sistema (tržne obrestne mere, enotni davki na dohodke itd.), makroekonomsko stabilnost pa ne sme ogroziti inflatorno financiranje javnega dolga, ki nujno terjaja vodenje restriktivne ekonomske politike. Države se za takšno finančno povezanost, ki zmanjšuje cenovne (doseganje obrestne paritete) in kakovostne razlike med domačimi in tujimi finančnimi produkti, odločajo zaradi koristi, ki jih ta prinaša v obliki učinkovitosti in visoke stopnje razvitosti finančnih trgov kot odraz popolnih mednarodnih konkurenčnih razmer (Galbis, 1996, str. 9-10). Potreben pogoj je, da je liberalizacija kapitalnih tokov v kontekstu s primerno makroekonomsko in tečajno politiko (Oplotnik, 1998, str. 617).

Rastoče število držav, ki uvajajo konvertibilnost svojih valut in rastoča stopnja valutne konvertibilnosti nasploh, države povezuje v globalni gospodarski sistem, v katerega se postopno vključuje tudi Slovenija, slovenski tolar pa tako postaja sestavni del sodobne mednarodne finančne arhitekture.

## **4. KONVERTIBILNOST IN SLOVENSKI TOLAR**

### **4.1 DENARNA OSAMOSVOJITEV SLOVENIJE**

Politično osamosvojitve Slovenije je spremljala tudi gospodarska in s tem denarna osamosvojitve države. Banka Slovenije (BS) je 25. junija 1991 postala osrednja in monetarno suverena institucija denarne oblasti v Sloveniji. Novo ustanovljena centralna banka (prej Narodna banka Slovenije) je 8. oktobra 1991, ko je tudi dejansko začela delovati, uvedla novo nacionalno denarno enoto - slovenski tolar (Zakon o denarni enoti Republike Slovenije, 1991), ki je v Sloveniji postalo tudi edino zakonito plačilno sredstvo (Zakon o uporabi denarne enote Republike Slovenije, 1991). Temeljna naloga Banke Slovenije je bila izpeljava konverzije celotnega nacionalnega denarnega obtoka, ki so ga sestavljali jugoslovanski dinarji, v novo slovensko valuto. Gotovinska zamenjava se je izvajala v razmerju ena proti ena in je trajala tri dni. Do 30. septembra 1992 so denarni obtok sestavljali izključno začasni »denarni boni«, zatem pa jih je postopno nadomestil »pravi« slovenski tolar (Ribnikar, 1999, str. 293; Mencinger, 2001, str. 29-30). Za vzpostavitev novega nacionalnega denarnega sistema je bila pomembna tudi sanacija večjega dela slovenskega bančnega sektorja, za kar je konec leta 1993 prevzela odgovornost Agencija za sanacijo bank, in sicer vse do sredine leta 1997, ko je bila sanacija zaključena.

Pri pripravi slovenske finančne zakonodaje je osrednje mesto zasedla slovenska centralna banka. Banka Slovenije v prvi vrsti skrbi za stabilno (notranjo in zunanjo) vrednost domače valute in splošno likvidnost plačevanja v državi ter v tujino, pri njenem delovanju pa je neodvisna.<sup>13</sup> V V. členu Zakona o Banki Slovenije so natančno določene njene naloge in pooblastila (Zakon o Banki Slovenije, 1991):

- uravnava količino denarja v obtoku,
- skrbi za splošno likvidnost bančnega sistema,
- skrbi za splošno likvidnost v plačilih do tujine,
- nadzoruje banke in hranilnice,
- izdaja bankovce in pošilja kovance v obtok,
- predpisuje pravila za izvajanje jamstva za vloge občanov,
- predpisuje, organizira in usklajuje informacijski sistem, potreben za opravljanje njenih funkcij,
- opravlja posle za Republiko Slovenijo v skladu z zakonom<sup>14</sup>,
- opravlja druge zadeve določene z zakonom<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Temeljna organa Banke Slovenije sta guverner in Svet Banke Slovenije, ki ga sestavlja 11 članov (6 neodvisnih strokovnjakov, guverner, namestnik guvernerja in trije viceguvernerji).

<sup>14</sup> Plačilni promet, posli z najetimi tujimi posojili, posli s fiduciarnim računom, prenos proračunskih likvidnostnih presežkov v BS, posli z vrednostnimi papirji.

<sup>15</sup> Reforme plačilnih sistemov, razvoj statistične funkcije, gotovinsko poslovanje, mednarodno sodelovanje.

## 4.2. DEVIZNOTEČAJNA UREDITEV V SLOVENIJI IN NOTRANJA KONVERTIBILNOST SLOVENSKEGA TOLARJA

Prehod iz centralno-planskega gospodarstva v tržno ekonomijo in postopno odpiranje gospodarstva preko vključevanja v mednarodne realne in finančne tokove so v Sloveniji zaznamovale pomembne razvojne odločitve, med katerimi je prav gotovo pomembno mesto zasedla vzpostavitev notranje konvertibilnosti slovenskega tolarja in primeren devizni tečaj, ki bi omogočila rast mednarodne menjave in vse koristi povezane z njo.

Uvedba novega denarnega sistema je vsebovala določitev deviznotečajne ureditve, oziroma izbiro med fiksnim in bolj fleksibilnim deviznim tečajem. Pri prvem se monetarna politika odpoje uravnavanju ponudbe denarja, pri drugem pa določanju deviznega tečaja. MDS priporoča različne oblike (prilagodljivega) drsenja (glej str. 17-18). Kljub predlogom MDS in »Sachsove svetovalne skupine« za izvajanje trdne konvertibilnosti, ki so med drugim vključevali vezavo slovenske valute na eno od vodilnih valut, košarico valut ali pa celó uvedbo vzporedne tuje valute (npr. nemške marke) preko sistema valutnega odbora (denarna uprava), se je Slovenija odločila za devizni tečaj v okviru skupine deviznega tečaja z večjo prilagodljivostjo in za vodenje lastne politike uravnavanega deviznega tečaja. Za Slovenijo je tako od oktobra 1991 značilen sistem uravnavano drsečih deviznih tečajev, kjer Banka Slovenije s posegi na devizni trg vpliva na višino deviznega tečaja (Mencinger, 2001, str. 28-29). Politika deviznih tečajev (»tečajna politika«) v Sloveniji ni vnaprej poznana, kar pomeni, da se centralna banka ne zavezuje, kdaj in v kolikšni meri bo devize kupovala ali prodajala. Centralna banka ima tako, kljub temu da posega na devizni trg, proste roke pri vodenju denarne politike (eksogena spremenljivka) oziroma pri določanju denarne mase<sup>16</sup> (Ribnikar, 1999, str. 297-299; Mencinger, 2001, str. 31). Uvedba drsečih deviznih tečajev (endogena spremenljivka) je omogočila notranjo konvertibilnost slovenskega tolarja, ki je veljala za tekoče in nekatere kapitalske transakcije. Konvertibilnost je imela sprva izrazito tržni značaj.

Vzpostavitev nove denarne ureditve je izkazovala težnjo po cenovni stabilnosti. Slovenija je preko neoviranih možnosti za nadzor nad količino denarja v obtoku, ob odsotnosti nominalnega sidra v obliki trdnih deviznih tečajev žrtvovala stabilnost deviznega tečaja. Režim deviznega tečaja se je približal skoraj čistemu (prostemu) drsenju, saj je centralna banka redko intervenirala na deviznem trgu (Ribnikar, 1999, str. 320-321). Fiksne devizne tečaj bi bilo na daljši rok mogoče zagotoviti le, če bi bila domača inflacija na primerljivi ravni z inflacijo trgovinskih partnerjev (mesečna inflacija je bila npr. oktobra 1991 kar 21,5%). Izrazito omejena devizna likvidnost Slovenije (ob osamosvojitvi je znašala 190 mio USD) je ob relativno visoki stopnji nezaupanja prebivalstva v nov domači denar (nezaupanje je izhajalo še iz bivše valute), onemogočila vzdrževanje notranje konvertibilnosti domačega denarja po trdnih, vnaprej določenih deviznih razmerjih brez pogostih in pričakovanih devalvacij (pojav devalvacijsko-inflacijske spirale kot element »šok« prehoda). Za ohranjanje trdne tečajne politike bi bile tako

---

<sup>16</sup> Količino denarja v obtoku predstavlja denarni agregat M1, ki pomeni seštevek vpoglednih tolarških vlog v bančnem sistemu in izdano gotovino centralne banke (Ribnikar, 1999, str. 352).

nujne pretežne omejitve na področju deviznih transakcij ter administriranje blagovnih in finančnih tokov. Sistem trdnega deviznega tečaja bi onemogočil tudi potrebno prilagajanje novim ravnotežjem v okviru nove gospodarske strukture. Našteti razlogi so bili poglavitni razlog za nasprotovanja predlogom iz tujine o trdnem deviznem tečaju (Mencinger, 2001, str. 29).

Nemška marka je bila uporabljena kot referenčna valuta z dokaj arbitrarno določenim začetnim razmerjem 1:32 v korist nemške marke, ostali devizni tečaji pa so bili določeni posredno preko navzkrižnih frankfurtskih deviznih tečajev. Visoka inflacija, odsotnost denarne iluzije, rast plač in nezaupanje v novo slovensko valuto so se odrazili že ob takojšnjem padcu vrednosti tolarja iz prvotnega »kvazi ravnotežnega« tečaja na 42 tolarjev za nemško marko (Mencinger, 2001, str. 29-30). Uvedba drsečih deviznih tečajev se je za Slovenijo pokazala kot pravilna odločitev. Številne valutne krize v svetu, s katerimi so se zlasti v devetdesetih letih soočile nekatere države v razvoju, so bile namreč posledica destabilizirajočih špekulativnih napadov, ki so v času vsestranske globalne (zlasti kapitalske) liberalizacije onemogočili vzdrževanje stabilnih fiksnih deviznih tečajev.

Koncept mehke in notranje konvertibilnosti v Sloveniji je povezal slovenske realne trge s tujimi, saj je omogočal višjo stopnjo odprtosti slovenskega gospodarstva, kot bi to dopuščal sistem fiksnih deviznih tečajev. Postopen prehod v normalno tržno gospodarstvo in prilagoditev razmerij ter primerljivost domačih in tujih cen je izpostavila domače proizvajalce tuji konkurenci. Notranja konvertibilnost je omogočila bolj ravnovesna razmerja med domačo valuto in tujimi valutami, ki so spodbudila izvoz blaga in storitev in privabila kapital iz tujine. Obdobje tranzicije je potekalo postopno, povečevala pa se je tudi vloga centralne banke, ki si je zadala skrb za večjo stabilnost deviznih tečajev (Lavrač, 1995, str. 19).

Danes centralna banka uravnava devizne tečaje v odvisnosti od vpliva plačilnobilančnih gibanj na količino denarja v obtoku in v okviru ciljnega obsega in strukture deviznih rezerv. Plačilna bilanca se izravnava predvsem prek gibanja deviznega tečaja, pretirani realni apreciaciji tolarja pa se BS izogiba s sterilizacijo neto deviznih pritokov iz tujine in z morebitnim subvencioniranjem izvoza kapitala, kar pa ob naraščajoči mobilnosti kapitala zmanjšuje pomen delovanja monetarne, pa tudi fiskalne politike.

Banka Slovenije izvaja politiko deviznega tečaja z različnimi instrumenti (Mohorič, 2001, str. 38):

- Dokončni in začasni (»devizni swap«, od julija 1993) nakupi in prodaje deviz: Banka Slovenije s temi enosmernimi ali dvosmernimi transakcijskimi posegi spreminja ponudbo ali povpraševanje na deviznem trgu in tako vpliva na višino deviznega tečaja.
- Blagajniški zapisi BS v tujem denarju (v EUR ali USD) (tudi dvodelni blagajniški zapisi BS): gre za nakup omenjenih vrednostnih papirjev s strani poslovnih bank, ki se vplačajo z diskontom, obrestne mere pa se prilagajajo obrestnim meram na evrokreditnem trgu. Te blagajniške zapise BS je mogoče zastaviti kot zavarovanje za najem različnih posojil pri

Banki Slovenije, pridobiti pa jih je moč po stalno odprti ponudbi (v praksi od januarja 1992).

- Razni predpisi, ki poslovnim bankam omejujejo postavke premoženjske bilance glede na valuto in tip instrumenta:
  - ukrep deviznega minimuma zagotavlja splošno likvidnost pri plačevanju v tujino in likvidnost deviznih vlog, zato so poslovne banke dnevno dolžne z devizami in likvidnimi deviznimi naložbami v tujini dosegati devizni minimum (od julija 1993);
  - odprta devizna pozicija ne sme dnevno presegati 20% kapitala poslovne banke, povprečna mesečna pa ne sme presegati 10% kapitala poslovne banke.
- Uravnavanje portfeljskih naložb nerezidentov: omejitev pretoka kratkoročnega kapitala preko uvedbe skrbniških računov in premije za nakup pravice za nakup deviz pri Banki Slovenije (več v nadaljevanju).

Slovenski tolar je bil že od svoje uvedbe notranje konvertibilen, zanj pa prav tako niso veljale velike devizne omejitve, kar je omogočilo odpravo »črnega« deviznega trga, zato po uvedbi uradne konvertibilnosti po Sporazumu o MDS ni bilo čutiti bistvenih sprememb. Možnosti za pozitivne spremembe, ki jih dopušča konvertibilnost slovenske valute, so prisotne in so v veliki meri odvisne od slovenskih denarnih oblasti, ki so odgovorne za kakovost domačega denarja.

#### **4.3. UVEDBA FORMALNE KONVERTIBILNOSTI SLOVENSKEGA TOLARJA PO SPORAZUMU O MDS**

Republika Slovenija je postala polnopravna članica Mednarodnega denarnega sklada 14. decembra 1992, ko je vplačala kvoto v višini 150,5 milijonov enot SDR (cca. \$ 225 milijonov) in prevzela prehodni režim XIV. člena Sporazuma o MDS. Slovenski tolar je bil uvrščen med konvertibilne valute, ko je Slovenija 1. septembra 1995 sporočila MDS, da je pripravljena sprejeti obveznosti VIII. člena (Oddelek 2,3 in 4) Sporazuma o MDS. Slovenija je odstranila omejitve za plačila in transfere v tujino, zajete v tekočem delu plačilne bilance, in se zavezala, da se brez odobritve MDS ne bo posluževala prakse diferenciranih deviznih tečajev in valutnih diskriminacij. S sprejemom VIII. člena je Slovenija dolžna izvajati tudi zunanjo konvertibilnost nacionalnega denarja, kar pomeni, da je sposobna odkupovati presežke nacionalne valute v tujini na zahtevo tujih centralnih bank in neomejeno zamenjevati domačo valuto v tujo, če gre za potrebe mednarodnih plačil, povezanih s tekočimi transakcijami. Slovenija je sprejela konvertibilnost tolarja po VIII. členu kot 105. članica po vrsti in se tako pridružila naraščajočemu številu držav, ki izpolnjujejo obveznosti iz naslova tega člena (glej Prilogo 2, Tabela 3) (Republic of Slovenia Accepts Article VIII. Obligations, 2002).

Ob nastopu članstva v MDS se je Slovenija odločala med prehodnim režimom XIV. člena in takojšnjim sprejetjem obveznosti VIII. člena. Odločila se je za prehodno ureditev, saj ji takojšnje sprejetje VIII. člena ne bi več omogočalo prehoda na režim XIV. člena, če bi se za to pojavila potreba. Kljub visoki stopnji notranje konvertibilnosti, ki jo je omogočal drseči devizni tečaj, ni bilo zagotovila, da bi bili po sprejemu VIII. člena pozitivni učinki na monetarnem področju

dolgoročneje narave in morebitni negativni učinki v veliki meri odsotni. Ker je bil prisoten dvom o tem, da v prihodnosti ne bo potrebno uvajati deviznih omejitev, je Slovenija odlašala s sprejemom obveznosti, ki jih nalaga VIII. člen. Konvertibilnost po VIII. členu je razglasilo že veliko držav, ki so po razvoju zaostajale za Slovenijo. Razlog, da se Slovenija ni takoj vključila med države članice, ki so podpisnice VIII. člena, gre iskati tudi v bilateralnih plačilnih sporazumih, predvsem z bivšimi jugoslovanskimi republikami. Kasnejše misije MDS v Sloveniji so ugotovile, da je Slovenija izpolnjevala večino zahtev s strani MDS, ki se nanašajo na obveznosti iz VIII. člena. Problematičen je bil le plačilni sporazum s Hrvaško, ki pa je bil 1. januarja 1995 odpravljen. Po odpravi vseh deviznih omejitev, v skladu s konceptom konvertibilnosti po VIII. členu, so bili prisotni dvomi le še s strani Slovenije. Izvirali so iz skrbi, da bi prehod na uradno konvertibilnost lahko povzročil motnje na devizno-finančnem trgu in bi bile potrebne devizne omejitve. K motnjam naj bi prispeval zlasti nesorazmeren del jugoslovanskega zunanje dolga, ki bi bil ob neugodnih izidih pogajanj o dolgu pripisan Sloveniji. V tem času so se devizni tečaji stabilizirali, inflacija pa je kazala znake umirjanja, saj se je padla pod 10%. Kasneje je bil dosežen tudi načelen separaten dogovor o delitvi dolga, s tem pa so bili zadržki odpravljeni in Slovenija se je 1. septembra 1995 odločila za uradno razglasitev konvertibilnosti tolarja po Sporazumu o MDS. Pred Slovenijo so sprejele uradno konvertibilnost nekatere druge države na prehodu, sicer zakasnjeno razglasitev uradne tolarke konvertibilnosti pa je zasenčil tudi naključni zdrs Slovenije na lestvicah deželnega tveganja ter pospešena nominalna deprecijacija tolarja (Lavrač, 1995, str. 17-18).

Slovenija je leta 1995 formalno sprejela vse obveznosti iz naslova VIII. člena Sporazuma o MDS, kar vključuje tudi obveznosti iz Odstavka 2 o izogibanju diferenciranim deviznim tečajem. Kljub temu je na slovenskem deviznem trgu opaziti pojave diferenciranih deviznih tečajev in čeprav so razlike med njimi minimalne, ne moremo govoriti o enotnem deviznem tečaju (podjetniški in menjalniški tečaj). Konvergenca deviznih tečajev poteka prek devizne arbitraže udeležencev na različnih deviznih trgih, v katero se lahko vključuje tudi centralna banka (Mencinger, 2001, str. 31). V okviru pogodbe o sodelovanju pri posegih na deviznem trgu BS določa možni razpon nihanja deviznih tečajev, po katerih lahko poslovne banke sklepajo posle z drugimi komitenti (Mohorič, 2001, str. 38). Na splošno majhne razlike med obema tečajema nakazujejo na odvečnost diferenciacije deviznih tečajev, ki zgolj škodi ugledu slovenskega tolarja v smislu vsebinskega uvajanja njegove zunanje konvertibilnosti.

#### **4.4. VSEBINSKO IZPOLNJEVANJE POGOJEV ZA UVEDBO (ZUNANJE) KONVERTIBILNOSTI SLOVENSKEGA TOLARJA**

Državi uspe uvesti in ohraniti (zunanjo) konvertibilnost, če ima (Kumar, 1999, str. 228; Williamson, 1991, str. 283):

- zadostne devizne rezerve,
- na daljši rok uravnoteženo plačilno bilanco (zlasti tekoči del),
- razvit institucionalni okvir deviznega trga (promptni in terminski ter domači in mednarodni) s stabilnimi realnimi deviznimi tečaji,

- dober denar – dovolj stabilno notranjo in zunanjo vrednost denarja ter domače in mednarodno zaupanje vanj.

Našteti pogoji za dolgoročno in učinkovito izvajanje (zunanje) konvertibilnosti nakazujejo na dejstvo, da je konvertibilnost v prvi vrsti vsebinski pojem, ki ni zgolj formalne narave, zato je smiselno ugotavljati konvertibilnost slovenskega tolarja tudi s tega vidika.

#### 4.4.1. DEVIZNE REZERVE

Devizne rezerve države sestavljajo devize centralne banke, operativne devizne rezerve in deloma devizna imetja nebančnih subjektov. Pri deviznih rezervah neke države je predvsem pomembno optimiziranje višine deviznih rezerv, oziroma po Nurkse-u, do kakšne višine se le-te lahko zmanjšujejo, če jih uporabimo za financiranje deficita v tekočem delu plačilne bilance. Ob tem je pomembno, da se te ne zmanjšajo preveč, saj bi to lahko škodilo stabilnosti domače valute in spodbudilo špekulacije. Triffin je primerjal devizne rezerve z mesečnim uvozom oziroma za koliko mesecev uvoza zadostujejo devizne rezerve (Veselinovič, 1998, str. 11).

**Tabela 1:** Stanje deviznih rezerv BS in celotnega bančnega sistema v Republiki Sloveniji na koncu leta v obdobju 1994-2001 (v mio USD) in primerjava le-teh z letnim uvozom blaga in storitev

<b>Leto</b>	<i>Devizne rezerve BS</i>	<i>Devizne rezerve bančnega sistema</i>	<i>Letni uvoz blaga (cif) in storitev</i>	<i>Pokritost uvoza z deviznimi rezervami bančnega sistema (v %)</i>	<i>Število mesecev uvoza, ki ga omogočajo celotne devizne rezerve</i>
<b>1994</b>	1.480,1	2.763,2	8.334,2	33,2	3,98
<b>1995</b>	1.801,6	3.425,7	10.752,7	31,9	3,82
<b>1996</b>	2.278,7	4.124,1	10.679,1	38,6	4,63
<b>1997</b>	3.297,2	4.376,9	10.601,0	41,3	4,96
<b>1998</b>	3.572,9	4.781,5	11.415,2	41,9	5,03
<b>1999</b>	3.058,8	4.115,2	11.403,0	36,1	4,33
<b>2000</b>	3.110,0	4.376,2	11.396,7	38,4	4,61
<b>2001</b>	4.244,3	5.738,4	11.408,1	50,3	6,04

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2002, str. 56, 58, 64.

Iz Tabele 1 lahko razberemo, da so se celotne devizne rezerve v Sloveniji do vključno leta 1998 povečevale. Hitro naraščanje deviznih rezerv na začetku devetdesetih let je zlasti posledica presežka v tekočem delu plačilne bilance. Letna stopnja rasti deviznih rezerv se je postopno zmanjševala, večji upad letne stopnje rasti pa je bilo v Sloveniji zaznati v letih 1996-1998. Leta 1999 je prvič prišlo do presežnega povpraševanja po tujem denarju in zmanjšanja deviznih rezerv za 666,3 mio USD oziroma za 13,9% glede na predhodno leto, kar je posledica občutno



velikega tekočega primanjkljaja plačilne bilance in nezadostnih kapitalskih pritokov za pokritje tega primanjkljaja leta 1999. Slednje lahko razberemo tudi iz devizno-rezervnega preseka plačilne bilance izkazanem v Tabeli 2, ki nam pove, v kolikšni meri financiramo »zgornji« del plačilne bilance z mednarodnimi denarnimi rezervami. Po letu 1999 so celotne devizne rezerve ponovno naraščale, izrazito pa v letu 2001, ko so narasle za 31,1% glede na predhodno leto.

Obseg devizne likvidnosti v Sloveniji se je v povprečju v letih 1994-1998 povečeval relativno hitreje kot obseg uvoza blaga in storitev, kar odsevajo podatki o rastočem razmerju med tema spremenljivkama. Konec leta 1997 in konec leta 1998 so celotne devizne rezerve zadoščale za plačilo približno petmesečnega uvoza, devize BS pa za plačilo uvoza za čas slabih štirih mesecev. Pokritost uvoza s celotnimi deviznimi rezervami se je vidno znižala le leta 1999. V letu 2000 je to razmerje zaznamoval ponoven vzpon, leta 2001 pa so celotne devizne rezerve zadoščale že za polletni uvoz.

Za Slovenijo je pomembno, da mora biti višina in struktura deviznih rezerv takšna, da zagotavlja dolgoročno gospodarsko rast in razvoj, možnost ustrezne intervencije BS na deviznem trgu ter nemoteno plačevanje v tujino. Ustrezen obseg deviznih rezerv pomeni, da te nadomestijo morebitno financiranje plačilnobilančnega primanjkljaja z dragim zadolževanjem v tujini, na drugi strani pa je potrebno upoštevati oportunitetne stroške akumuliranja deviznih rezerv in tveganje relativne spremembe vrednosti le-teh v odvisnosti od pričakovanj. Konvertibilnost slovenskega tolarja ob zadostnih deviznih rezervah in ugodnih plačilnobilančnih saldih vse do danes ni bila ogrožena.

#### 4.4.2. PLAČILNA BILANCA

Podatki o sestavi in vrednosti ekonomskih tokov s tujino (uvoznih in izvoznih) so strnjeni v plačilni bilanci posamezne države in so prikazani za določeno obdobje (navadno za obdobje enega leta). Pri izpolnjevanju vsebinskih pogojev za uvedbo konvertibilnosti je pomembna predvsem uravnoteženost (tekočega dela) plačilne bilance in niti ne toliko sama struktura le-te. Za Slovenijo so bila značilna dokaj spremenljiva gibanja salda tako tekočega računa kot salda kapitalskega in finančnega računa. Pri slednjem pomembno vlogo zaseda postavka o spremembi mednarodnih denarnih rezerv, ki kaže, v kakšni meri je z njimi poleg preostalega dela kapitalskega računa<sup>17</sup> financirano prilagajanje tekočemu zunanjemu ravnovesju Slovenije.

---

<sup>17</sup> Kapitalski račun se metodološko deli na kapitalski in finančni račun. Po tej delitvi kapitalski račun vključuje kapitalske transfere, patente in licence, medtem ko finančni račun vključuje naslednje postavke: neposredne naložbe, naložbe v vrednostne papirje, druge naložbe, mednarodne denarne rezerve.

**Tabela 2:** Saldo tekočega in kapitalnega računa (KR) ter sprememba mednarodnih denarnih rezerv (MDR) Republike Slovenije na koncu leta v obdobju 1992-2001 (v mio USD)

<i>Leto</i>	<i>Tekoči račun</i>	<i>Kapitalni račun</i>	<i>sprememba MDR</i>	<i>KR – spr. MDR</i>
<b>1992</b>	926,2	-645,4	-632,6	-12,8
<b>1993</b>	191,9	-201,7	-111,1	-90,7
<b>1994</b>	573,0	-503,1	-641,4	138,3
<b>1995</b>	-99,4	294,0	-236,6	530,6
<b>1996</b>	31,4	-26,1	-587,5	561,5
<b>1997</b>	11,4	-88,7	-1.287,2	1.198,5
<b>1998</b>	-147,2	84,9	-157,8	242,6
<b>1999</b>	-782,6	755,3	81,1	674,3
<b>2000</b>	-611,5	568,5	-178,3	746,8
<b>2001</b>	-66,9	19,5	-1.284,6	1.304,2

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2002, str. 56, 58, 60, 61.

V obdobju 1992-1994 je Slovenija izkazovala občuten presežek v tekočem delu plačilne bilance, h kateremu so odločilno prispevale storitve, v obdobju 1995-1997 pa je bil saldo razmeroma izravnani. Leta 1999 se je prvič pojavil opaznejši (strukturni) primanjkljaj tekočega računa v višini 782 mio USD, nezadostna kompenzacija z neto kapitalnimi pritoki pa je terjala tudi prvo zmanjšanje mednarodnih denarnih rezerv v višini 81,1 mio USD. Za leto 2000 je bil še vedno značilen precejšen primanjkljaj v tekočem računu, že naslednje leto pa je bil ta saldo praktično izravnani. Kapitalni račun zmanjšan za vrednost spremembe mednarodnih denarnih rezerv je z izjemo manjših primanjkljajev v letih 1992 in 1993 ves čas izkazoval neto uvoz kapitala, medtem ko so se same mednarodne denarne rezerve z izjemo leta 1999 stalno povečevale.

Za Slovenijo ne moremo trditi, da je njena plačilna bilanca na dolgi rok uravnotežena kljub dokaj izravnanim posameznim saldovom v nekaterih obdobjih. Politika deviznega tečaja je bila v preteklosti usmerjena zlasti k doseganju določene višine deviznih rezerv. Za ohranitev konvertibilnosti slovenskega tolarja na dolgi rok je pomembno, da Slovenija ohranja zastavljeno stopnjo deviznih rezerv, pri čemer je potrebno izogibanje večjim plačilnobilančnim primanjkljajem, zlasti na »liberaliziranem« tekočem računu.

#### 4.4.3. DEVIZNI TRG

Devizni trg po Zakonu o deviznem poslovanju sestavljajo vsi posli nakupa in prodaje tujih plačilnih sredstev, ki se opravljajo med pooblaščenimi bankami in domačimi osebami, med pooblaščenimi bankami neposredno in med pooblaščenimi bankami in Banko Slovenije (Mencinger, 2001, str. 30).

Po osamosvojitvi Slovenije so bili na deviznem trgu dovoljeni samo promptni posli, prepoved terminskih poslov pa je veljala do leta 1992. Do 1. januarja 1992 je bilo obvezno izločanje 30% deviznih prilivov podjetij izvoznikov pri BS. Dolgo je bila značilna tudi obvezna uporaba ali prodaja (cesija) deviznih prilivov podjetij drugim podjetjem ali poslovnim bankam v 48 urah. Slovenski devizni trg se je v praksi institucionalno razdelil na »podjetniški trg deviznih sredstev« (trg tekočih transakcij), kjer sodelujejo podjetja, banke in Banka Slovenije in za katerega so značilni trije ločeni segmenti (Mencinger, 2001, str. 30-31):

- devizni trg med Banko Slovenije in poslovnimi bankami,
- devizni trg neposredno med poslovnimi bankami (»medbančni devizni trg«),
- devizni trg med poslovnimi bankami in podjetji.

Na drugi strani se je uveljavil »menjalniški« oziroma »valutni trg tuje efektivne« (trg kapitalskih transakcij), kjer sodelujejo fizične osebe (rezidenti in nerezidenti), menjalnice in pooblašene banke, in omogočil prebivalstvu izbor valut za sestavo osebnega finančnega portfelja. Ta trg je uspešno nadomestil »črni« devizni trg. Po aprilu 1992, ko je BS odpravila omejitev, pri kateri so morale poslovne banke na menjalniškem trgu mesečno izravnati ponudbo in povpraševanje na podjetniškem deviznem in valutnem trgu, je prišlo preko prostega pretoka deviz med obema trgovoma oziroma devizne arbitraže praktično do združitve obeh trgov, ki pa formalno obstajata še danes (Mencinger, 2001, str. 30-31).

Posamezni trgi se razlikujejo med seboj po številu, vrednosti in povprečni velikosti transakcij ter posledično po višini deviznih tečajev, katerih absolutne in relativne razlike se zmanjšujejo in so že od leta 1994 minimalne. Velik del deviznega trga vključuje transakcije med bankami, podjetji in Banko Slovenije. Funkcija deviznega tečaja na tem delu trga je, da izenačuje obseg ponudbe in povpraševanja po izvoznem in uvoznem blagu in storitvah ter skupaj z obrestno mero zagotavlja dovolj deviznega priliva iz tujine za financiranje morebitnega tekočega primanjkljaja plačilne bilance (Mencinger, 2001, str. 30).

Poleg podjetniškega in menjalniškega tečaja je potrebno omeniti še posebno obliko tečaja, ki ni rezultat delovanja tržnih sil. To je uradni tečaj Banke Slovenije, ki ga izračunava Banka Slovenije kot 60-dnevno drsečo ponderirano sredino<sup>18</sup> vseh podjetniških tečajev z odbitkom zgornjih in spodnjih ekstremov. Zaradi manjših dnevniških fluktuacij služi za obračun carinskih in podobnih dajatev ter ostale obračune npr. vezane na valutno klavzulo, obenem pa naj bi usmerjal deviznotečajna pričakovanja (Mencinger, 2001, str. 30). Primerjava srednjega tečaja Banke Slovenije in srednjega podjetniškega tečaja je prikazana v Prilogi 4, Tabela 5.

Razvit devizni trg mora odsevati tudi stabilne realne devizne tečaje. Stroški dela na enoto proizvodnje so prav gotovo eden pomembnejših dejavnikov, ki opredeljujejo cenovno konkurenčno sposobnost posamezne gospodarske enote. Ker je Nemčija najpomembnejši trgovinski partner Slovenije, je bilo do nedavnega smiselno opazovati gibanje realnega

---

<sup>18</sup> Padajoča dnevna utež je odvisna od stopnje inflacije – višja ko je inflacija, višja je utež bližnjih dni.

deviznega tečaja med slovenskim tolarjem in nemško marko. Vrednostni odnosi med valutama temeljijo na primerjavi stroškov dela na enoto proizvodnje v predelovalni dejavnosti v obeh državah z baznim letom 1995. V obdobju 1994-1996 je tolar glede na marko realno depreciral, medtem ko je v obdobju 1997-2000 realno apreciral (Kuzmin, 2001, str. 24-26). Realna deprecijacija oziroma apreciacija tolarja v obravnavanem obdobju ni bila izrazito velika, zato lahko v grobem rečemo, da slovenski tolar vzdržuje dokaj stabilno realno zunanjo vrednost. Razlog za realno apreciacijo tolarja gre iskati v relativno višji stopnji inflacije v primerjavi z nominalno deprecijacijo slovenskega tolarja, kar pa je posledica presežne ponudbe deviz na trgu, ki zmanjšuje cenovno konkurenčnost slovenskih podjetij na tujih trgih.

Zaradi precejšnje segmentiranosti deviznega trga in relativno majhne, sicer rastoče razvitosti terminskega deviznega trga (transakcije z rokom izvršitve od tri dni do enega leta) in trga izvedenih finančnih instrumentov nasploh, v Sloveniji ne moremo govoriti o visoko razvitem deviznem trgu. To dejstvo podkrepljuje tudi večinoma nepovezan domač devizni trg, preko domačega denarja, s tujimi deviznimi trgi, saj slovenski tolar na tujih deviznih trgih večinoma ne nastopa kot predmet trgovanja. Postopno opuščanje deviznih omejitev in odsotnost črnega deviznega trga oziroma transparentnost legalnega deviznega trga z relativno stabilnim realnim (efektivnim)<sup>19</sup> deviznim tečajem nakazujejo na možnost ustvarjanja normalnega trga deviznih sredstev z majhnimi tveganji, značilnega za najrazvitejše tržne ekonomije s kakovostnim denarjem.

#### 4.4.4. KAKOVOST SLOVENSKEGA TOLARJA

»Sodoben denar je v vsaki državi cenjen kot denar le do meje, ki jo določajo skupaj zakon o denarju in centralni banki, uspešna monetarna politika in s tem povezano zaupanje prebivalcev v kakovost denarja«. Za zaupanje v kakovost denarja s strani rezidentov je pomembno, kako dobro opravlja funkcijo (Kumar, 1999, str. 219):

- (zakonitega) plačilnega sredstva,
- merilca vrednosti in cen,
- menjalnega sredstva,
- hranilca vrednosti.

V splošnem lahko rečemo, da je tolar dovolj kakovosten denar, ki učinkovito opravlja funkcijo plačilnega in menjalnega sredstva znotraj slovenskega denarnega področja, namreč z Zakonom o deviznem poslovanju so devizni posli med rezidenti prepovedani. O veliki kakovosti slovenskega tolarja ne moremo govoriti v povezavi s funkcijo merilca vrednosti in cen, kjer se, kljub zakonskemu določilu izražanja cen izključno v slovenskih tolarjih (razen v primeru valutne klavzule), v praksi razne vrednosti za primerjavo pogosto preračunavajo v neko tujo, navadno neko vodilno valuto (npr. DEM ali EUR). Opazimo lahko, da slovenski tolar v povezavi z

---

<sup>19</sup> Dejanski (povprečni) tržni devizni tečaj, ki kaže vrednost domače valute nasproti vsem valutam najpomembnejših trgovinskih partnerjev države (Kumar, Bovha, Aristovnik, 2000, str. 115).

zaupanjem v valuto še najslabše opravlja funkcijo hranilca vrednosti. Po pričakovanjih je v zadnjem času v Sloveniji sicer opaziti spremembe varčevalnih navad, toda še vedno je kljub višjim obrestnim meram za tolarske bančne vloge prisotno obsežno devizno varčevanje (bančno in »v nogavicah«) oziroma valutno nadomeščanje domačega denarja (»mehka valuta«) s tujim (»trda valuta«) (Ribnikar, 1999a, str. 13-16).

Uresničevanje temeljnih funkcij denarja predstavlja predpogoj za njegovo mednarodno uporabnost in zaupanje tudi s strani nerezidentov. Denar kroži preko državnih meja pod drugačnimi pogoji kot znotraj države. Ker ukrepi monetarne politike in moč državnega zakona o denarju skupno z zaupanjem prebivalcev običajno ne segajo preko državne meje, lahko sodoben denar tvori svojo peto funkcijo - denar v mednarodnem prometu - le na podlagi (Kumar, 1999, str. 219):

- primerne mednarodne ureditve denarnih tokov preko državnih meja – mednarodna zakonodajna pravila denarnega prometa s tujino,
- mehanizma, ki določa vrednost domačega denarja glede na tuje blago, tuje storitve in glede na tuj denar.

Zadnja funkcija denarja je pomembna v povezavi z zunanjo konvertibilnostjo oziroma mednarodno prenosljivostjo domačega denarja.

#### **4.5. ZUNANJA KONVERTIBILNOST IN PRENOSLJIVOST SLOVENSKEGA TOLARJA**

Razglasitev uradne zunanje konvertibilnosti v povezavi s prenosljivostjo (transferibilnostjo) slovenskega tolarja ostaja kljub podpisu VIII. člena Sporazuma o MDS pretežno le simbolične narave. Ta je za Slovenijo le formalna, saj se tolar praktično ne uporablja v mednarodnem plačilnem prometu oziroma največkrat ni sprejemljiv za tuje upnike. To vlogo pogosto opravljajo »prosto uporabljane valute«, med katerimi je bila v preteklosti značilna predvsem nemška marka, danes pa je to mesto prevzel evro. Za plačila v tujino domači ekonomski subjekti tako potrebujejo konvertibilne devize. Zaradi nezadostnega zaupanja v tolar s strani tujih upnikov je prišlo do pojava sodobne in prirejene različice Greshamovega zakona, kjer v mednarodnih plačilih boljši (tuj) denar izpodriva slabšega (domačega)<sup>20</sup>, čemur je priča več dejavnikov.

Majhna uporabnost tolarja v mednarodnih plačilnih odnosih v prvi vrsti izhaja iz navad in tradicije, ki se je ohranila v okviru Slovenije in njenih trgovinskih partneric. Ta tradicija izhaja iz nekakšne ekonomije obsega, saj »posredniška« valuta, ki se množično uporablja, postane cenejša in enostavnejša za samo uporabo v plačilih med partnericami. Posledično postane njena uporaba še bolj množična, ob takšnem demonstracijskemu efektu pa jim težko »konkurirajo« tudi druge valute. Pomemben vzrok za mednarodno neuporabnost tolarja je majhen slovenski trg, ki predstavlja šibak ekonomski potencial. Nezaupanje v zunanjo likvidnost tolarja gre tako iskati v

---

<sup>20</sup> Ta pojav se zaradi velike vloge dolarja v mednarodnih plačilih največkrat označuje tudi kot »dolarizacija«.

nepredvidljivih prihodnjih stopnjah inflacije in tudi konstantni nominalni deprecijaciji slovenske valute, ki lahko zbuja vtis negotovosti o prihodnji notranji in zunanji vrednosti enote tolarja (Lavrač, 1995, str. 20; Ribnikar, 1999a, str. 15).

V prihodnje lahko Slovenija računa na višjo stopnjo prenosljivosti slovenskega tolarja v mednarodnih transakcijah s tujino predvsem pri mednarodnih plačilih v »balkanske« države, ki postajajo vse pomembnejši trgovinsko-gospodarski partner Slovenije, možnosti pa so odprte tudi za tolarška plačila v največje trgovinske partnerice (glej Prilogo 5, Tabela 6). Sloveniji tako ne bi bilo potrebno plačevati obresti za tujo valuto, za pridobitev katere je potrebno poprej tudi izvoziti blago, njena uporaba pa je v primerjavi s slovenskim tolarjem tako dražja. To bo moč doseči po znižanju stopnje inflacije na primerljivo evropsko raven, tako da bo slovenska valuta kot obračunska enota in sprejemljivo mednarodno plačilno sredstvo enakovredna valutam razvitih evropskih držav. Za to bo potrebna večja učinkovitost slovenskih monetarnih oblasti, ki bodo morale poskrbeti za večjo kakovost tolarja kot odraz ne samo realne, pač pa tudi nominalne stabilnosti domače valute. Na ta način bo za tuje ekonomske subjekte slovenski tolar bolj privlačen, s tem pa se bodo za Slovenijo povečale tudi prednosti oziroma koristi, ki izhajajo iz mednarodne plačilne sposobnosti domače valute.

Koristi, ki izhajajo iz mednarodne plačilne sposobnosti nacionalne valute, izvirajo iz zmanjšanja transakcijskih stroškov v mednarodnem plačilnem prometu in olajšujejo mednarodno gospodarsko sodelovanje nasploh. Gospodarski subjekti teh, navadno razvitih držav, se o plačilih lahko dogovarjajo v svoji nacionalni valuti. Nizka stopnja prenosljivosti nacionalnih valut je največkrat lastnost manj razvitih (držav v prehodu in razvijajočih se držav) in majhnih držav, tudi Slovenije. Za Slovenijo je značilno, da se o plačilnih pogojih poravnave mednarodnih upniških in dolžniških razmerij vpleteni gospodarski subjekti odločajo sami, slovenska pogajalska moč za plačilo v domači valuti pa je kot omenjeno v praksi navadno nezadostna (Rant, 1996, str. 3).

Po osamosvojitvi Slovenije se je mednarodno trgovinsko sodelovanje večinoma preusmerilo na nekatere države EU (Nemčija, Italija, Francija, Avstrija), kar lahko ocenimo kot pozitivno pred vstopom na skupni evropski trg. Vse večji pomen ima tudi trgovinsko sodelovanje z državami bivše SFRJ, kjer si je Slovenija zaradi poznavanja teh trgov priborila občutno konkurenčno prednost. Za Slovenijo je torej značilna mednarodna trgovina zlasti z državami v okviru ožje geografske regije. Strategija slovenskih ekonomskih odnosov s tujino je v prvi vrsti osredotočena na krepitev položaja na obstoječih in razširitev na nove trge EU, povrnitev večjega dela bivših jugoslovanskih trgov in nadaljnje povečanje mednarodne menjave z državami CEFTE in nekaterih držav bivše Sovjetske zveze. Željo po rasti mednarodne menjave in po poglobitvi trgovinskih odnosov s temi trgovinskimi partnericami pa spremlja tudi želja po večjem prodoru s posameznimi proizvodi na nove, bolj oddaljene in razvite trge, kot so trgi ZDA, trgi neevropskih držav OECD in trgi članic EFTE. Za regionalno razčlenitev blagovne menjave z glavnimi trgovinskimi partnericami Slovenije glej Prilogo 5, Tabela 6.

Slovenija je relativno majhna država, ki se lahko uspešno razvija le kot odprto, navzven usmerjeno gospodarstvo. To ne pomeni le rastočega pomena mednarodne menjave blaga in storitev v bruto domačem proizvodu, temveč vsestransko internacionalizacijo slovenskega gospodarstva. Slovensko gospodarstvo se mora s svojim ekonomskim in pravnim sistemom prilagoditi razvitim državam in se vključevati v mednarodne organizacije in integracije, da bi doseglo hitrejšo gospodarsko rast in razvojno dohitevanje razvitih evropskih držav. Slovenija je po osamosvojitvi začela postopek pogajanj o pristopu h GATT in septembra 1994 postala pogodbenica tega sporazuma, leta 1995 pa je bila tudi ena izmed ustanoviteljic WTO (Svetovna trgovinska organizacija), katere cilj je zmanjševanje trgovinskega protekcionizma. Januarja 1996 se je Slovenija pridružila še Srednjeevropskemu sporazumu o prosti trgovini CEFTA<sup>21</sup> (Kumar, Bovha, Aristovnik, 2000, str. 9-11, 26-27). Strateški cilj Slovenije je polnopravno članstvo v Evropski Uniji. Februarja 1999 je uradno postala pridružena članica EU.

Slovenski tolar se praktično ne uporablja pri realnih transakcijah s tujino, zato je težko verjeti, da se bo nekoč množično pojavil kot predmet trgovanja na mednarodnih finančnih trgih in/ali kot sestavni del mednarodnih deviznih rezerv tujih centralnih bank. Zakon o deviznem poslovanju prenosljivosti oziroma uporabo slovenskega tolarja pri poslovanju s tujimi podjetji ne omejuje (Zakon o deviznem poslovanju, 1999), vendar centralna banka slovenskih podjetij ne vzpodbuja dovolj za uporabo slovenske valute, vsaj v geografsko ožjem mednarodnem prostoru. Ekonomska odprtost in razvitost države je predpogoj, da valuta pridobi lastnost prenosljivosti v mednarodnih plačilih. Na drugi strani pa je vzdrževanje denarnega oziroma valutnega ravnovesja na majhnem denarnem prostoru zahtevno, od tod pa izhaja tudi mednarodno nezaupanje v nek denar. To spoznanje je tudi eden pglavitnih temeljev evropske denarne integracije, ki naj bi navzven nudila večjo valutno zaščito, vanjo pa se namerava vključiti tudi Slovenija, kjer bo uvedba skupne evropske valute v Sloveniji verjetno prehitela transferibilnost slovenskega tolarja.

#### **4.6. DEVIZNE OMEJITVE IN KAPITALSKA KONVERTIBILNOST V SLOVENIJI**

Slovenija izvaja notranjo tekočo konvertibilnost praktično že od osamosvojitve. Leta 1995 je Slovenija uvedla uradno konvertibilnost tolarja po VIII. členu Sporazuma o MDS in tolar je bil uvrščen tudi med zunanje konvertibilne valute. Za Slovenijo je značilna tudi visoka stopnja blagovne konvertibilnosti, ki je posledica relativno proste blagovno-storitvene mednarodne menjave. V Sloveniji sicer poznamo tri zakonske oblike režima uvoza in izvoza blaga in storitev, kot so prost izvoz in uvoz blaga in storitev, kontingenti (npr. za kmetijske pridelke), dovoljenja. Nadzor nad zunanjetrgovinskim in deviznim poslovanjem opravljajo pristojni inšpekcijski organi, Banka Slovenije in carinski organi v okviru pooblastil, določenih z zakonom. Poročila pošiljajo ministrstvu, pristojnemu za ekonomske odnose s tujino (Tratnik, 2000, str. 16-17, 21).

Nadzor nad mednarodnimi kapitalskimi transakcijami je zamišljen kot ščit pred vplivi iz tujine, vendar pogosto poveča občutljivost za finančne in druge ekonomske šoke, saj spodbuja obstoječa

---

<sup>21</sup> Članice CEFTA: Češka, Slovaška, Madžarska, Poljska, Slovenija, Romunija in Bolgarija.

neravnotežja v gospodarstvu (Zbašnik, 2001, str. 105). Za Slovenijo je značilna deregulacija mednarodnih kapitalskih tokov v obliki sproščanja omejitev, kot so prepovedi, davki in dovoljenja. Omejitve, ki so povezane s pretokom kapitala, so (bile) povezane predvsem z ekonomsko močjo in potencialom Slovenije ter nenazadnje z njenimi tovrstnimi interesi, ki se zrcalijo v finančni zakonodaji.

Uvajanje kapitalске konvertibilnosti v Sloveniji je močno povezano s potekom pridruževanja Slovenije k Evropski Uniji in kasneje k Evropski Monetarni Uniji. Koncept evropske ekonomske integracije temelji na štirih svoboščinah - prost pretok blaga in storitev, oseb ter kapitala -, ki naj bi omogočale zlasti gospodarske koristi, pa tudi politične koristi in koristi s področja varnosti. Liberalizacija kapitalskih tokov v okviru EU je bila postopna. Sprva je bilo značilno sproščanje dolgoročnih in srednjeročnih kapitalskih tokov (z zapadlostjo nad enim letom), po letu 1992 pa še sproščanje kratkoročnih kapitalskih tokov (z zapadlostjo, krajšo od enega leta). Evropska Unija v »Beli knjigi« predstavljaja program in časovno opredeljuje sprejemanje ustreznih predpisov za uresničevanje notranjega trga (Kumar, Bovha, Aristovnik, 2000, str. 23-24).

1. februarja 1999 je stopil v veljavo Sporazum o pridruženem članstvu Slovenije v Evropski Uniji s prehodnim obdobjem štirih let na področju pretoka kapitala, ki Sloveniji omogoča postopno zakonsko in vsebinsko prilagajanje nacionalne ekonomske politike. Slovenija se je zavezala k liberalizaciji kapitalskih tokov med rezidenti in nerezidenti na področju neposrednih in portfeljskih naložb ter vseh kreditnih poslov. Do izteka tega obdobja je potrebno odstraniti vse varovalne mehanizme pri urejanju kapitalskih pretokov s članicami EU (sprva dolgoročnih ter srednjeročnih in nato še kratkoročnih) in vzpostaviti polno regionalno kapitalsko konvertibilnost, ki bi omogočila popolno mednarodno integracijo slovenskih finančnih trgov. Slovenija lahko sprejme polletne ukrepe na področju že liberaliziranih mednarodnih kapitalskih tokov samo v primeru, ko pretok kapitala resno ogroža tečajno ali denarno politiko.

Sprejem Pridružitvenega sporazuma predvideva takojšnje sproščanje pretoka kapitala v Sloveniji v zvezi z/s (Evropski Sporazum o pridružitvi med Republiko Slovenijo na eni strani in Evropskimi skupnostmi in njihovimi državami članicami, ki delujejo v okviru Evropske unije, na drugi strani, 1997):

- neposrednimi naložbami v družbe, ustanovljene v skladu z zakonodajo države gostiteljice,
- likvidacijo ali repatriacijo poslovnega rezultata zgoraj navedenih družb,
- krediti za komercialne posle,
- krediti za zagotavljanje storitev, pri katerih sodeluje rezident ene od pogodbenic,
- krediti za finančna posojila.

V drugi stopnji prehodnega obdobja Pridružitveni sporazum predvideva odpravo kapitalskih omejitev v Sloveniji (Evropski Sporazum o pridružitvi med Republiko Slovenijo na eni strani in Evropskimi skupnostmi in njihovimi državami članicami, ki delujejo v okviru Evropske unije, na drugi strani, 1997):



- v zvezi s pretokom kapitala, likvidacijo in repatriacijo kapitala za naložbe, povezane z ustanavljanjem podjetij državljanov Evropske unije, ki opravljajo dejavnost v Sloveniji kot samozaposlene osebe,
- v zvezi s portfeljskimi naložbami,
- kot je dovoljenje slovenske vlade za pridobitev več kot 25% delnic, ki zagotavljajo pravico do glasovanja in so bile izdane v skladu z Zakonom o lastninskem preoblikovanju podjetij, za družbe, katerih nominalni delniški kapital presega 5 mio ECU.

Pridružitveni sporazum ne obvezuje države pogodbenice za sproščanje kapitalskih tokov na področju (Evropski Sporazum o pridružitvi med Republiko Slovenijo na eni strani in Evropskimi skupnostmi in njihovimi državami članicami, ki delujejo v okviru Evropske unije, na drugi strani, 1997):

- organiziranja iger na srečo, stav, loterij in drugih podobnih dejavnosti,
- trgovanja in agencijske dejavnosti s kulturnimi in zgodovinskimi spomeniki in stavbami ter naravnimi rezervati,
- storitev zračnega ter celinskega vodnega prevoza.

#### 4.6.1. KREDITNI POSLI

Po Zakonu o deviznem poslovanju so kreditni posli sklenitev kreditne pogodbe ali posojilne pogodbe, če je predmet kredita ali posojila denar. Zakon nadalje opredeljuje komercialne kredite (ki so povezani s trgovinsko-storitvenimi posli), družinska posojila in finančne kredite (vsi preostali krediti), izrecno pa med kredite uvršča še jamstva in garancije. Režim za kreditne posle je v celoti sproščen. Na področju kreditnih transakcij je Banka Slovenije že februarja 1999 sprostila omejitve na pretok kapitala, kjer lahko rezidenti povsem prosto sklepajo kreditne posle z nerezidenti v svojem imenu in za svoj račun, banke pa tudi za tuj račun. Devizni krediti med rezidenti so prepovedani, izjemoma pa so dovoljeni (odobreni s strani poslovnih bank) samo za plačila v tujino (Tratnik, 2000, str. 27-28, 33-34).

Skupen dejavnik nastanka velikih finančnih in dolžniških kriz zadnjih dvajsetih let je »beg« kratkoročnega dolžniškega kapitala, do katerega je prišlo zaradi slabih ekonomskih razmer v državi. Sprostitev vseh omejitev na področju kreditnih poslov prinaša tudi dodatno tveganje nizke likvidnosti ali nesolventnosti bančnega sektorja in podjetniškega sektorja, zato od monetarnih oblasti terja določeno stopnjo učinkovitega nadzora nad celotnim bančnim sistemom. Na drugi strani slovensko zadolževanje v tujini povzroča pritiske na realno apreciacijo slovenskega tolarja in na stopnjevanje potencialnega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance. Zato odgovor na poslabšanje salda tekočega računa ne more biti le večanje posojilnih tokov, ki so že marsikje sprožili dolžniško krizo, pač pa je potrebna tudi preiščljena liberalizacija tujih neposrednih in portfeljskih naložb, ki predstavlja pomemben signal za potencialne tuje vlagatelje (Aristovnik, Kešeljevič, 2001, str. 4).

#### 4.6.2. NEPOSREDNE NALOŽBE

Za Slovenijo kot državo na prehodu so neposredne tuje naložbe velikega pomena. Stabilnost in dolgoročnost teh naložb pomembno prispeva k prestrukturiranju slovenskega gospodarstva in tehnološki posodobitvi, ki se zrcali v zaposlenosti in posledično gospodarski rasti ter razvoju (Aristovnik, Kešeljevič, 2001, str. 5). To je tudi pglavitni razlog, da se je Slovenija zelo kmalu odločila za sprostitev mnogih omejitev na pretoke kapitala v obliki neposrednih naložb iz tujine, prepovedano pa ostaja ustanavljanje podjetij na področju proizvodnje vojaške opreme. Omejitve ostajajo tudi na področju nekaterih delov finančnega sektorja, in sicer v obliki določene maksimalne višine lastniške udeležbe (Tratnik, 2000, str. 6, 28, 30).

Neposredne naložbe so po Zakonu o deviznem poslovanju vse naložbe, ki jih investitor opravi z namenom vzpostavitve trajnih ekonomskih povezav in pridobitve učinkovitega vpliva na upravljanje podjetja. Te naložbe so bile najprej in v največji meri sproščene tako za rezidente v tujini kot za nerezidente v Sloveniji. Iznos dobička iz naslova neposredne naložbe nerezidenta je prost po poravnavi davčnih obveznosti, naložbe pa so zaščitene s pravico do odškodnine v primerih izgube ali škode, nastale zaradi razlastitve ali drugih podobnih ukrepov države (Tratnik, 2000, str. 28-30).

Na področju neposrednih naložb je Banka Slovenije 1. februarja 1999 sprostila omejitve na pretok kapitala za neposredne naložbe rezidentov v tujini in dotoke kapitala iz tujine za (Tratnik, 2000, str. 28):

- ustanovitve (»sveže« tuje neposredne investicije - »greenfield investment«) ali povečanja osnovnega kapitala podjetja v popolni lasti vlagatelja,
- ustanovitve podružnic ali prevzem že obstoječega podjetja v popolno last investitorja ali vlaganje zaradi opravljanja dejavnosti samostojnega podjetnika,
- pridobitve deleža v gospodarski družbi, ki ni registrirana kot delniška družba,
- kriterij nakupa delnic z značajem neposredne naložbe predstavlja več kot 10% udeležbe v osnovnem kapitalu ali glasovalnih pravic v delniški družbi (do 1.februarja 1999 pa 50%),
- neposredno naložbo predstavlja posojilo z dobo nad pet let, kadar je to dano med povezanimi osebami, ali ima naravo podrejene terjatve.

V primeru, ko po zakonu naložba nima značaja neposredne naložbe, gre za drugo naložbo, praviloma portfeljsko naložbo.

#### 4.6.3. PORTFELJSKE NALOŽBE (POSLE Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI)

Portfeljske naložbe imajo največkrat značaj kratkoročnih tokov kapitala. Nerezidenti lahko kupujejo vrednostne papirje v Sloveniji samo preko pooblaščenih udeležencev trga vrednostnih papirjev, kot so domače banke in borzno-posredniške hiše, ki so dolžne poročati o teh poslih. Banka Slovenije v ta namen predpisuje omejitve, da mora nerezident odpreti skrbniški račun za vse nakupe vrednostnih papirjev v Sloveniji (na katerega mora nakazati vsa sredstva za

poravnavo posla), razen v primeru nakupa delnic v primarni izdaji in nakupa obveznic v zaprti (privatni) izdaji, kjer lahko sodeluje največ 50 vnaprej znanih investitorjev. Prav tako nerezidentu ni potrebno odpreti skrbniškega računa za nakupe delnic, po katerem pridobi ali poseduje več kot 10% glasovalnih pravic delniške družbe oziroma pridobi več kot 10%-no udeležbo v osnovnem kapitalu delniške družbe, saj ima taka naložba značaj neposredne naložbe (Tratnik, 2000, str. 31-32).

Ob uvedbi skrbniških računov februarja 1997 se je izkazalo, da ima lahko pretirana zaščita domačega lastniškega kapitalskega trga za posledico močan pretres, saj so tečaji delnic takrat v zelo kratkem času drastično upadli, že julija 1997 pa je Banka Slovenije postopno pričela s sproščanjem naložb z dolgoročnejšim značajem, naložene za obdobje najmanj sedem let, kasneje pa za štiri leta, v katerem se nerezident odpove razpolagalni pravici. Do aprila 1999, ko je v veljavo stopil nov Zakon o deviznem poslovanju, slovenska zakonodaja preprosto ni urejala poslov z vrednostnimi papirji v odnosih s tujino. Tako so se ti posli presojali na podlagi narave vrednostnega papirja. Posli z dolžniškimi vrednostnimi papirji so se obravnavali kot kreditni posli, posli z lastniškimi vrednostnimi papirji pa kot neposredne naložbe. Po spremembi Zakona o deviznem poslovanju je bil rezidentom omogočen legalen dostop do tujih kapitalskih trgov, obstoječe omejitve, postavljene tujim portfeljskim investitorjem pa so dobile novo zakonsko podlago in časovno opredelitev. Vse omejitve, ki jih zakon postavlja na področju poslovanja z vrednostnimi papirji, bodo prenehale veljati najkasneje 1. februarja 2003.

Relativno visoka inflacija v Sloveniji ima za posledico tudi višje tržne obrestne mere, ki pa se zrcalijo v nižjih cenah delnic privatiziranih podjetij. Iz tega izhaja privlačnost portfeljskih naložb, ki so na ta način bolj občutljive na spremembe ekonomskih razmer od neposrednih naložb. Večji kapitalski dotoki ali odtoki bi lahko povzročili globlje zunanje neravnovesje, ki ga Banka Slovenije ne bi mogla nevtralizirati. Zato je poslovna banka dolžna za stanje vrednostnih papirjev na skrbniškem računu vsako četrletje pri Banki Slovenije kupiti pravico do nakupa deviz - opcijo po ceni v višini določenega odstotka naložbe, ki jo lahko izkoristi samo v primeru, če bi tuji investitor zahteval konverzijo svojih sredstev v tujo valuto in se umaknil s slovenskega trga. To poslovni banki ni potrebno storiti, če se z nerezidentom pogodbeno dogovori, da se nerezident zaveže, da kupljenih vrednostnih papirjev v enem letu od dneva vknjižbe vrednostnih papirjev v njegovo korist ne bo odtujil, z njimi kako drugače razpolagal niti na njih dovolil vknjižiti pravice tretjih. Poslovna banka sme dovoliti prenos vrednostnega papirja oziroma vknjižbo pravice tretjih na teh vrednostnih papirjih pred iztekom prepovedi samo v izjemnih primerih, npr. stečaj, ter v primeru, ko se vrednostni papir pod enako predpisanimi pogoji odsvoji drugemu nerezidentu (Tratnik, 2000, str. 32).

Sprostitev portfeljskih tokov kapitala pomeni vir financiranja za naložbe večjih slovenskih podjetij, na drugi strani pa predstavlja možnost slovenskih vlagateljev (zlasti institucionalni vlagatelji, poslovne banke, zavarovalnice) za izvoz kapitala in ustvarjanje svojega premoženja v tujini. S predhodnim dovoljenjem Ministrstva za finance je že od julija 1999 dovoljena tudi izdaja tujih vrednostnih papirjev v Sloveniji in domačih vrednostnih papirjev v tujini.

Pomembno je, da je razvoj slovenskega kapitalskega trga mogoče doseči le v razmerah odprtosti. Slovenski finančni trg še vedno ohranja nekaj manjših omejitev za tuje portfeljske investitorje. Tuje portfeljske naložbe predstavljajo 1,5% celotnega obsega naložb na Ljubljanski borzi in manj kot 5% celotne tržne kapitalizacije. Zaradi majhnosti slovenskega trga kapitala je razvoj številčnejših finančnih oblik za učinkovitejšo alokacijo sredstev težji, saj je le-ta pogojen z obsegom sredstev, s katerimi se trguje. Slovenija je tipična novonastala država na prehodu s tranzicijskim, razvijajočim se finančnim trgom, ki je tradicionalno bančno usmerjen. Višja stopnja razvoja organiziranega trga kapitala lahko izrazito prispeva k tudi učinkovitosti samega bančnega sektorja. Toda sprva si bo potrebno zagotoviti visoko privlačnost med tujimi investitorji, ki se po zmanjševanju »portfeljskih« omejitev, v nasprotju s pričakovanji, ni bistveno povečala. Npr., Mednarodna finančna korporacija (International Financial Corporaton) je nedavno označila slovenski kapitalski trg kot mejnega med razvijajočimi trgi (majhnega, netransparentega, nelikvidnega) in relativno neprimerne za vlaganje kljub odprtosti za tuje portfeljske naložbe (Veselinovič, 2001, str. 78-82).

#### **4.7 POMEN KONVERTIBILNOSTI V SLOVENIJI PO VSTOPU V EU**

Za izvajanje splošne konvertibilnosti je ob tržnem odzivanju gospodarstva in vzpostavitvi notranjih in zunanjih ekonomskih ravnotežij pomembna tudi ustrezna monetarna in fiskalna politika. Stabilna in zdrava makroekonomska politika je za Slovenijo, kot primer majhne odrpte ekonomije na prehodu, izjemno pomembna, izpostavljenost učinkom mednarodnega okolja je namreč največkrat velika. Slovenija se je kot sestavni del postopne evropske integracije izkazala kot najbolj razvita kandidatka za članstvo v EU, če vzamemo za merilo bruto domači proizvod na prebivalca (BDP per capita). Evolucija kapitalske oziroma splošne liberalizacije v Sloveniji pa vključuje tudi nekatere druge pokazatelje, ki bodo ključni pred vstopom v EMU.

Vključitvi Slovenije v EU bo sledilo tudi vključevanje v EMU z vsaj dveletnim prehodnim obdobjem. Ob tem bo pomembno izpolnjevanje takoimenovanih maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, ki se delijo na fiskalne<sup>22</sup> in monetarne<sup>23</sup>. Prve pogoje iz tega naslova Slovenija izpolnjuje že danes, medtem ko pri pogojih z denarnega področja, zlasti pri inflaciji in obrestnih merah, pa tudi pri deviznotečajnem režimu bistveno odstopa (Ribnikar, 1999a, str. 162-163).

Doseganje ustreznosti določenih kriterijev bo v Sloveniji terjalo spremembe zlasti monetarne politike in tudi spremembe navad vseh gospodarskih subjektov. Sprostitev vseh mednarodnih kapitalskih tokov ob vstopu v EU in nepreklicno fiksiranje višine deviznih tečajev v okviru EU bi lahko dokaj spontano pripomogla k izpolnjevanju nominalnih maastrichtskih kriterijev. Sproščeni mednarodni kapitalski pretoki naj bi pomagali arbitrirati razlike med obrestnimi

---

<sup>22</sup> Stabilnost javnih financ; javni dolg ne sme presegati 60%, letni proračunski primanjkljaj pa 3% letnega BDP.

<sup>23</sup> Stabilnost cen (povprečna inflacijska stopnja ne sme za več kot 1,5 odstotne točke presegati povprečja treh držav z najnižjo stopnjo inflacije; dolgoročna obrestna mera ne sme presegati za več kot 2 odstotni točki povprečne obrestne mere treh držav z najnižjo stopnjo inflacije; stabilnost deviznih tečajev, ki lahko odstopajo do +/- 2,25%, brez devalvacij ali revalvacij (Kumar, Bovha, Aristovnik, 2000, str. 23).

merami na tujih in domačih trgih, spodbudili pa naj bi tudi razvoj finančnega trga, medtem ko bo nominalno sidro v okviru fiksnega deviznega tečaja lahko pripomoglo tudi k umirjanju in k postopni konvergenci relativno visoke inflacijske stopnje v Sloveniji (Aristovnik, Kešeljevič, 2001, str. 6).

Lažje in učinkoviteje mednarodno gospodarsko sodelovanje je eden poglavitnih namenov neposrednega ekonomskega povezovanja različnih in odvisnih ekonomskih prostorov v smislu popolne, neomejene konvertibilnosti, kjer naj odločitve »homo economicus-a« temeljijo na kakovostnih in stroškovnih razlikah med produkti, tako realnimi kot finančnimi. Zato je ekonomska liberalizacija, imenovana tudi globalizacija, ki se vse prevečkrat neupravičeno tolmači kot nekaj slabega, tista, ki omogoča najvišjo stopnjo tehničnega napredka, strukturno specializacijo na podlagi relativnih primerjalnih prednosti ter gospodarsko rast in razvoj vseh vključenih gospodarstev. Odprava slovenskega tolarja in uvedba skupne valute Evro bo prinesla tudi koristi v obliki zmanjšanja transakcijskih stroškov, zmanjšanja deviznotečajnih tveganj in posledično stroškov zavarovanj teh tveganj, v Sloveniji pa se bo po uvedbi Evra pomen konvertibilnosti vsebinsko razširil tudi na mednarodno prenosljivost nove domače valute.

## **SKLEP**

Mednarodni denarni sistem je nedvomno eden sistemov, ki se je v preteklem stoletju razvijal in preraščal samega sebe, skladno z njim pa se je spreminjala tudi konvertibilnost in mehanizem mednarodnih plačil. Spremembe so se odražale na oblikovanju deviznih tečajev, plačilnobilančnih prilagajanjih in strukturi deviznih rezerv, spreminjala pa se je tudi vloga monetarne politike.

Konvertibilnost v času zlate veljave je predstavljala obvezo centralne banke, da zamenja domačo valuto v zlato, kasneje pa tudi v tuje valute, vezane na zlato. Avtomatizem zlate veljave je fiksiral devizne tečaje, posledično pa izpostavil države inflacijskim in deflacijskim gibanjem in povzročil neenakomeren gospodarski razvoj držav. Uvedba zlato-palične in zlato-devizne veljave kljub samostojnejši monetarni politiki ni zadostovala za omejitev negativnih vplivov iz tujine, zato je propad zlate valute pomenil tudi propad medvalutnih odnosov.

Pomembno mesto pri razvoju poveljne konvertibilnosti predstavlja Mednarodni denarni sklad. Z uveljavitvijo bretton-woodskega sistema se je ponovno vzpostavil sistem trdnih deviznih tečajev, osrednjo vlogo v strukturi deviznih rezerv pa je prevzel ameriški dolar. Države so ohranjale paritetni tečaj z intervencijo monetarnih oblasti na deviznem trgu, prilagodljivost pa so mu dajale občasne devalvacije ali revalvacije. Plačilnobilančna gibanja so bila podrejena trdni konvertibilnosti, plačilnobilančno prilagajanje pa se je odvijalo preko sprememb ravni nacionalnih cen in zaposlenosti, pa tudi z deviznimi omejitvami.

Propadu bretton-woodskega mehanizma mednarodnih plačil v sedemdesetih je sledila sprememba v oblikovanju deviznih tečajev. Prehod na drseče devizne tečaje je omogočil večjo

samostojnost monetarne politike na račun manjše stabilnosti deviznih tečajev, tržna konvertibilnost pa je pripomogla tudi k bolj spontanim plačilnobilančnim prilagajanjem.

Politično osamosvojitve Slovenije je spremljala tudi denarna osamosvojitve in vzpostavitev tržnih gospodarskih razmer, uvedba drsečih deviznih tečajev pa je omogočila notranjo konvertibilnost slovenskega tolarja. Leta 1995 je Slovenija sprejela konvertibilnost po VIII. členu Sporazuma o MDS in se zavezala, da ne bo izvajala omejitev na konvertibilnost za mednarodne tekoče transakcije in da se bo izogibala praksi diferenciranih deviznih tečajev in valutnih diskriminacij.

Izpolnjevanje obveznosti iz naslova Sporazuma o MDS in ohranjanje konvertibilnosti slovenskega tolarja na dolgi rok zahteva zadostne devizne rezerve in relativno uravnotežen tekoči del plačilne bilance. Medtem ko slednja pogoja v zadostni meri izpolnjujemo, se večji problem pojavlja zaradi majhne razvitosti našega deviznega trga. Kljub formalni uvedbi zunanje in tekoče konvertibilnosti slovenskega tolarja zaenkrat še ni pričakovati večje uporabnosti domačega denarja v mednarodnih plačilih. Bržkone bo tak mednarodni status tolarja prehitela uvedba skupne evropske valute tudi v Sloveniji.

Proces vključevanja v Evropsko Unijo terja od Slovenije tudi sproščanje omejitev na mednarodne kapitalske transakcije. Kapitalska konvertibilnost bo pripomogla k zmanjševanju razlik med notranjimi in zunanjimi obrestnimi merami, posledično k izenačevanju domače in evropske inflacije ter razvitosti kapitalskega trga. Odprava omejitev na kratkoročne tokove kapitala bo spodbudila tudi razvoj deviznega trga in omogočila bolj ravnovesen devizni tečaj, ki bi pozitivno vplival na uravnotežen strukturni razvoj slovenskega, majhnega in odprtega, gospodarstva.

## LITERATURA

1. Aristovnik Aleksander, Kešeljevič Aleksander: Doseganje plačilnobilančnega ravnovesja v okviru makroekonomske stabilizacije v državah na prehodu. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 11, str. 2-7.
2. Caves E. Richard, Frankl A. Jeffrey, Jones W. Ronald: World trade and payments. an introduction. 8. izdaja. Reading (Massachussets) : Addison-Wesley, 1999. 588 str., 64 tbl.
3. Ethier J. Wilfred: Modern International Economics. 2. izdaja. New York, London : University of Pennsylvania, 1988. 556 str., 62 pril.
4. Galbis Vicente: Currency Convertibility and the Fund. Review and prognosis. IMF Working Paper. Washington D.C. : International Monetary Fund, 1996. 59 str.
5. Gandolfo Giancarlo: International Finance and open-economy Macro-economics. Berlin : Springer, 2001. 613 str.
6. Gandolfo Giancarlo: International Economics II. International Monetary Theory and Open-Economy Macroeconomics. 2. izdaja. Berlin : Faculty of Economics and Commerce, 1995. 560 str.
7. Gold Joseph: Floating Currencies, Gold, and SDRs. Some Recent Legal Development. Pamphlet Series No. 19. Washington D.C. : International Monetary Fund, 1976. 87 str.
8. Krugman R. Paul, Obstfeld Maurice: International Economics. Theory and Policy. 4. izdaja. New York : Addison Wesley, 1997. 766 str.
9. Kumar Andrej, Bovha Simona, Aristovnik Aleksander: Mednarodna ekonomika. Vaje. 4. izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 130 str.
10. Kumar Andrej: Mednarodna ekonomika. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 258 str.
11. Kumar Andrej: Oris mednarodnega valutnega in finančnega sistema. Ljubljana : Ekonomska fakulteta Borisa Kidriča v Ljubljani, 1981. 83 str., 6. pril.
12. Kumar Andrej: Mednarodna plačila. Dolar, Evropski sistem in dolar. Ljubljana : Ekonomska fakulteta Borisa Kidriča v Ljubljani, 1979. 19 str.
13. Kuzmin Franc: Tečaj tolarja in konkurenčna sposobnost. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 11, str. 24-26.
14. Lavrač Vladimir: Notranja, zunanja in uradna konvertibilnost tolarja. Denar, Ljubljana, 5(1995), 17, str. 16-20.
15. Mencinger Jože: Kako je nastajal tolar?. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 5, str. 27-32.
16. Mohorič Saša: Gradivo za vaje za mednarodne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 40 str.
17. Oplotnik Žan Jan: Nova arhitektura mednarodnega finančnega sistema. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 49(1998), 6, str. 615-621.
18. Petrot Vladimir: Evolucija u ekonomskom pojmu valutne konvertibilnosti. Skopje : Ekonomski fakultet univerziteta u Skopju, 1963. 114 str.
19. Pugel A. Thomas, Lindert H. Peter: International Economics. 11. izdaja. Boston : Irwin/McGraw-Hill, 2000. 709 str.
20. Rant Andrej: Konvertibilnost tolarja. Bančni vestnik, Ljubljana, 45(1996), 4, str. 2-9.

21. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija I. Denar, finančne institucije in denarna politika. 1. izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 380 str.
22. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija II. Mednarodni denarni sistem. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
23. Senjur Marjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. 2. izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 502 str.
24. Veselinovič Draško: Razvoj nastajajočih trgov kapitala s poudarkom na Sloveniji. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 5, str. 77-84.
25. Veselinovič Draško: Uvod v mednarodne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 39 str.
26. Williamson John: Currency convertibility in Eastern Europe. Washington D.C. : Institute for International Economics, 1999. 461 str.
27. Zbašnik Dušan: Kapitalske transakcije s tujino in finančni sektor. Bančni vestnik, Ljubljana, 50(2001), 5, str. 105-110.

## **VIRI**

1. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 11(2002), 1, 103 str.
2. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, 10(2001), 11, 103 str.
3. Evropski sporazum o pridružitvi med Republiko Slovenijo na eni strani in Evropskimi skupnostmi in njihovimi državami članicami, ki delujejo v okviru Evropske unije, na drugi strani (Uradni list RS, št. 13/97).
4. International Financial Statistics Yearbook 2000. Washington. D.C. : International Monetary Fund, 50(2000), 1067 str.
5. Republic of Slovenia Accepts Article VIII. Obligations.  
[URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1995/pr9545.htm>], 15.1. 2002.
6. Rules and regulations of the IMF.  
[URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bl/rr15.htm>], 15.1.2002.
7. Tratnik Janko: Pravna ureditev zunanjetrgovinskega in deviznega poslovanja. Delovno gradivo. B.k., 2000. 47 str., 9 pril.
8. Zakon o Banki Slovenije (Uradni list RS, št. 1/91-I).
9. Zakon o denarni enoti Republike Slovenije (Uradni list RS, št. 17/91-I).
10. Zakon o deviznem poslovanju (Uradni list RS, št. 23/99).
11. Zakon o uporabi denarne enote (Uradni list RS, št. 17/91-I).



## **PRILOGA 1**

### **1. KONVERTIBILNOST V ČASU VELJAVE ZLATIH KOVANECV**

Veljava zlatih kovancev se je v večini tedanjih držav uveljavila v drugi polovici 19. stoletja. Za veljavo zlatih kovancev je bilo značilno, da so denarni obtok sestavljali tako zlati kovanci kot papirni denar – bankovci kot zakonito plačilno sredstvo. Centralne banke (državne kovnice) so se zavezale, da na vsako zahtevo sprejmejo zlato v zameno za bankovce, ki jih izdajajo, in obratno, zamenjajo bankovce za zlate kovance po uradnem fiksnem razmerju. To je pomenilo, da je morala biti vrednost denarne enote vedno enaka tisti količini oziroma teži zlata, s katero je bila definirana vrednost denarne enote. Na ta način je bil celoten obseg denarja v državi ovrednoten glede na zlato, pa čeprav zlato navadno ni predstavljalo velikega deleža v dejanskem obtoku denarnih sredstev. Za zlato je veljala kovna prostost, denarne oblasti pa so imele nizko stopnjo monetarne odgovornosti, ki so poleg konverzijskih operacij vključevale predvsem kovanje polnovrednih kovancev (Ethier, 1988, str. 344-345).

Ohranitev relativno stalnih medvalutnih razmerij v času veljave zlatih kovancev je bila mogoča, ker so se večji plačilnobilančni primanjkljaji držav financirali preko dolgoročnih kapitalskih gibanj s presežki vodilnih posojilodajalk. V tem času je vlogo finančnega centra preko izjemnega vpliva obrestnih mer na mednarodne kapitalske tokove z namenom obstoja z relativno nizkimi zlatimi rezervami zasedala predvsem Anglija. Zato je to obdobje pogosto imenovano tudi valuta funt šterlinga. Druge države so za ohranjanje konvertibilnosti vzdrževale višjo stopnjo zlatega kritja, saj so se zaradi obnašanja angleške centralne banke srečevale z nepredvidenimi nihanji zlatih rezerv (Ethier, 1988, str. 346-347).

Gospodarska izpostavljenost držav negativnim posledicam je zaradi liberalizma v mednarodni menjavi, pretežne mobilnosti kapitala ter prostega uvoza in izvoza zlata pripeljala do zloma popolne zlate veljave. Neomejena konvertibilnost je v obdobju veljave zlatih kovancev, preko visoke stopnje povezanosti notranjega in zunanjega denarnega obtoka po prvi svetovni vojni terjala razmislek držav o zmanjšanju negativnih ekonomskih vplivov iz tujine in ponovni vzpostavitvi stabilnih mednarodnih valutnih odnosov.

### **2. KONVERTIBILNOST V ČASU ZLATO-PALIČNE VELJAVE**

Veljava zlatih palic je bila kot prilagojena oblika veljave zlatih kovancev značilna za nekatere države v času med obema vojnama. ZDA so ponovno uvedle popolno konvertibilnost za zlato že leta 1919 in s tem postale novi finančni center, večina zahodnih evropskih držav pa jim je sledila šele leta 1925. Večina držav, ki so ponovno uvedle vezavo nacionalne valute na zlato, so sprejele odločitev, ki je temeljila na zlato-palični veljavi in doseganju bolj samostojne monetarne politike pri določanju notranje denarne mase. Zlato ni bilo več kovano v kovance, denarni obtok pa je dejansko sestavljal le papirni denar, katerega je centralna banka na zahtevo zamenjala za zlate palice (Ethier, 1988, str. 345). V sistemu, kjer v obtoku ni bilo zlatih kovancev, je morala biti

centralna banka še vedno pripravljena neomejeno kupovati in prodajati zlato po uradni ceni, to je ceni, ki sledi iz vrednosti denarne enote, izražene v zlatu. Teža in s tem vrednost zlatih palic je bila v posameznih državah različna, a precejšnja<sup>24</sup>. Zlato je iz notranjega plačilnega prometa praktično popolnoma izginilo. Nadomestili so ga bankovci kot obvezno plačilno sredstvo, saj se je število tistih, ki so razpolagali z zadostno vsoto denarja za »nakup« zlate palice, močno zmanjšalo. Dodaten razlog so bili tudi občutni transakcijski stroški zamenjave bankovcev v zlato. Konvertibilnost v notranjem denarnem območju je obstajala le še formalno, posledično pa se je zmanjšala tudi potreba po zlatem kritju.

Manjša povezanost med notranjo in zunanjo denarno cirkulacijo je preko vsebinsko omejene konvertibilnosti v notranjem denarnem območju, ob povečani proizvodnji in mednarodni menjavi omogočila prostor za vodenje lastne (ekspanzivne) monetarne politike (Petrot, 1963, str. 19). Zlato ni več predstavljalo zavore ali nominalnega sidra (»anchor«), ki je oviralo cilje monetarne politike. Nove emisije denarja, ki so bile možne zaradi bolj stalnih rezerv v monetarnem zlatu, so omogočale hitrejšo gospodarsko rast držav ter zagotavljale manjšo podrejenost negativnim vplivom zunanje-ekonomskega dogajanja. V svojem bistvu se delovanje zlato-palične veljave ni dosti spremenilo od njene predhodnice, saj je - sicer pod spremenjenimi pogoji - še vedno veljala popolna konvertibilnost valut.

### **3. KONVERTIBILNOST V ČASU ZLATO-DEVIZNE VELJAVE**

Država je lahko vezala vrednost lastnega denarja na zlato, ne samo neposredno, kjer je bila pripravljena zamenjati lasten denar za zlato, ampak tudi posredno, kjer je bila pripravljena zamenjati lasten denar za denar neke druge države, v kateri je veljala veljava zlatih kovancev ali zlato-palična veljava. Pojav zlato-devizne veljave si lahko razlagamo s postopno potrebo po še obsežnejši ekspanzivni monetarni politiki za doseg narodnogospodarskih in političnih ciljev, kateri je bila priča neenakomerno razporejena in relativno nespremenjena količina zlata v svetu, ki je služila za kritje več različnih valut (Petrot, 1963, str. 20). Zlato-devizna veljava je poleg zlato-palične veljave značilna za čas med obema vojnama, ko sta se sistema navadno kombinirala, tako da je veljala zamenljivost ali za zlate palice ali za zlate devize. V takšnem sistemu je bila centralna banka pripravljena neomejeno zamenjevati svoje bankovce za rezerve, ki jih je hranila v zlatu in v denarju držav, ki so ohranile vezavo denarja neposredno na zlato. Kot zlata deviza je bil najpogosteje uporabljan angleški funt šterling, za katerega je bila leta 1931 v Angliji odpravljena konvertibilnost za zlate palice, kar je sprožilo val ukinjanja zlato-devizne veljave v drugih državah (Ethier, 1988, str. 345; Gandolfo, 1995, str. 22).

V državah, kjer so centralne banke hranile rezerve izključno v zlatih devizah, je dejansko obstajala le konvertibilnost za zunanje kroženje denarja; v teh državah je namreč domač bankovec postal tudi edino uradno plačilno sredstvo v notranjem plačilnem prometu.

---

<sup>24</sup> Npr. v Franciji in Veliki Britaniji 400 unč ali 12,4 kg

**PRILOGA 2**

**Tabela 3:** Članice, ki so sprejele obveznosti VIII. člena Sporazuma o MDS, po letih sprejema, in čas (v letih) v prehodnem režimu XIV. člena Sporazuma o MDS (XIV).

<b>Leto</b>	<i>Članica</i>	<i>XIV</i>	<b>Leto</b>	<i>Članica</i>	<i>XIV</i>
<b>1946</b>	Mehika	1	<b>1973</b>	Bahami	-
	Panama	-		Bahrain	1
	Salvador	-		Južnoafriška Republika	28
	ZDA	1		Katar	1
<b>1947</b>	Gvatemala	2	<b>1974</b>	Oman	3
<b>1950</b>	Honduras	5		Združeni Arabski Emirati	2
<b>1952</b>	Kanada	7	<b>1975</b>	Papua Nova Gvineja	-
<b>1953</b>	Dominikanska Republika	8	<b>1976</b>	Venezuela	30
	Haiti	-	<b>1977</b>	Čile	32
<b>1961</b>	Belgija	16	<b>1978</b>	Sejšeli	1
	Francija	16		Surinam	-
	Irska	4	<b>1979</b>	Dominica	1
	Italija	14		Finska	31
	Luksemburg	16		Solomonovi otoki	1
	Nemčija	9	<b>1980</b>	Djibouti	2
	Nizozemska	16		Sveta Lucija	1
	Peru	16		Urugvaj	34
	Savdska Arabija	4	<b>1981</b>	Sveti Vincent	2
	Švedska	10	<b>1982</b>	Nova Zelandija	21
	Velika Britanija	16		Vanuatu	1
<b>1962</b>	Avstrija	14	<b>1983</b>	Antigua in Barbuda	1
<b>1963</b>	Jamajka	-		Belize	1
	Kuvajt	1		Islandija	38
<b>1964</b>	Japonska	12	<b>1984</b>	Sveti Kitts in Nevis	-
	Nikaragva	18	<b>1986</b>	Kiribati	-
<b>1965</b>	Avstralija	18		Španija	28
	Kostarika	19	<b>1988</b>	Indonezija	21
<b>1966</b>	Guyana	-		Koreja	33
<b>1967</b>	Bolivija	22		Portugalska	27
	Danska	21	<b>1989</b>	Svazi	20
	Norveška	22	<b>1990</b>	Tajska	41
<b>1968</b>	Argentina	12		Turčija	43
	Malezija	10	<b>1991</b>	Ciper	30
	Singapur	2		Tonga	6
<b>1970</b>	Ekvador	25	<b>1992</b>	Grčija	47
<b>1972</b>	Fidži	1		Maršalovi otoki	-

Leto	Članica	XIV	Leto	Članica	XIV	
<b>1992</b>	San Marino	-	<b>1995</b>	Slovaška	5	
	Švica	-		<b>Slovenija</b>	3	
<b>1993</b>	Barbados	23	<b>1996</b>	Zimbabve	15	
	Gambija	26		Benin	33	
	Izrael	39		Burkina Faso	33	
	Libanon	46		Centralnoafriška Republika	33	
	Mavritius	25		Čad	33	
	Mikronezija	-		Ekvatorialna Gvineja	27	
	Maroko	35		Gabon	33	
	Trinidad in Tobago	30		Gruzija	4	
	Tunizija	35		Jemen	33	
<b>1994</b>	Bangladeš	22	Kamerun	6		
	Estonija	2	Kazahstan	4		
	Gana	37	Kitajska	51		
	Grenada	19	Kongo	33		
	Indija	49	Madžarska	14		
	Kenija	30	Madagaskar	33		
	Latvija	2	Mali	33		
	Litva	2	Mongolija	5		
	Malta	26	Namibija	6		
	Nepal	33	Niger	33		
	Pakistan	44	Rusija	4		
	Paragvaj	49	Senegal	34		
	Šri Lanka	44	Slonokoščena obala	33		
	Uganda	31	Tanzanija	34		
	Zahodna Samoa	23	Togo	34		
	<b>1995</b>	Botsvana	27	<b>1997</b>	Ukrajina	4
		Brunei Darussalam	-		Alžirija	34
		Češka	5		Armenija	5
		Filipini	50		Gvineja Bisau	20
		Gvineja	32		Lesoto	29
Hrvaška		3	<b>1998</b>		Palau	-
Jordanija		43			Bolgarija	8
Kirgistan		3			Makedonija	6
Malavi		30	Romunija		26	
Moldavija		3	<b>1999</b>		Ruanda	35
Poljska		9			Brazilija	53
Sierra Leone	33	Mavretanija		36		

Vir: International Financial Statistics Yearbook 2000, 2000, str. 13; Galbis, 1996, str. 14-17, 35-37.

### PRILOGA 3

**Tabela 4:** Spreminjanje deleža držav glede na različne modele oblikovanja deviznega tečaja (v %, letno članstvo v MDS je 100%) v obdobju 1988-1997(Q II)

<i>Model oblikovanja deviznega tečaja (DT)</i>	1988	1990	1992	1994	1997 (Q II)
<b>Vezave vrednosti DT na:</b>	<b>61,5</b>	<b>55,1</b>	<b>46,8</b>	<b>41,8</b>	<b>35,9</b>
- USD	23,8	16,2	14,4	13,0	11,6
- Francoski Frank	9,3	9,1	8,4	7,9	8,3
- druge valute	3,3	3,2	3,6	4,5	5,0
- SDR	4,6	3,9	3,0	2,3	1,1
- različne valutne košarice	20,5	22,7	17,4	14,1	9,9
<b>Omejeno prilagodljivi DT glede na:</b>	<b>7,9</b>	<b>8,4</b>	<b>8,0</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>
- posamezno valuto	2,6	2,6	2,6	2,3	2,2
- valutni dogovor	5,3	5,8	5,4	5,1	6,6
<b>Prilagodljivi DT glede na:</b>	<b>29,2</b>	<b>33,0</b>	<b>41,9</b>	<b>50,8</b>	<b>55,3</b>
- lastne indikatorje	3,3	1,9	1,8	1,1	0
- nadzorovano drsenje	14,6	14,9	13,8	17,5	27,1
- neodvisno drsenje	11,3	16,2	26,3	32,2	28,2
<b>SKUPNO ČLANICE MDS</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Vir: Kumar, 1999, str. 225.

## PRILOGA 4

**Tabela 5:** Srednji tečaj Banke Slovenije (SBS) in srednji podjetniški tečaj (SP) za nemško marko (DEM) v obdobju 1992-2001 (letna povprečja)

<b>Leto</b>	<i>Srednji tečaj BS</i>	<i>Srednji podjetniški tečaj</i>	<i>Indeks SP/SBS</i>
<b>1992</b>	52,1280	54,1253	103,83
<b>1993</b>	68,4290	69,7407	101,92
<b>1994</b>	79,3741	79,7195	100,44
<b>1995</b>	82,6606	83,2063	100,66
<b>1996</b>	89,9759	90,1456	100,19
<b>1997</b>	92,1182	92,3913	100,30
<b>1998</b>	94,4126	94,5752	100,17
<b>1999</b>	98,9990	99,3907	100,40
<b>2000</b>	104,8310	105,5030	100,64
<b>2001</b>	111,0450	111,4781 <sup>25</sup>	100,39

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2001, str. 51-53; Bilten Banke Slovenije, 2002, str. 53.

<sup>25</sup> Vrednost je izračunana na podlagi fiksnega deviznega tečaja med evrom in nemško marko: EUR/DEM= 1.95583

## PRILOGA 5

**Tabela 6:** Trgovinska bilanca (f.o.b.) Republike Slovenije z glavnimi ekonomskimi skupinami držav partneric (v mio USD):

	1999		2000	
	<i>Izvoz</i>	<i>Uvoz</i>	<i>Izvoz</i>	<i>Uvoz</i>
<b>Evropska Unija</b>	5.650	6.945	5.580	6.856
- Nemčija	2.627	2.072	2.376	1.918
- Italija	1.176	1.686	1.188	1.761
- Avstrija	622	805	656	833
- Francija	491	1.100	619	1.043
<b>Nekdanja SFRJ</b>	1.296	572	1.364	594
- Hrvaška	671	444	688	448
<b>CEFTA</b>	622	851	692	920
<b>Ostala OECD</b>	387	717	404	681
- ZDA	258	293	270	299
<b>EFTA</b>	112	239	125	213
<b>Nekdanja SZ</b>	185	196	253	258
<b>Ostalo</b>	294	563	313	594
<b><i>Skupaj</i></b>	8.546	10.083	8.731	10.115

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2002, str. 63.