

UNIVERZA V LJUBLJANI
Fakulteta za družbene vede

Peter Petrovčič

Mentor: prof. dr. Bogomil Ferfila

Somentor: doc. dr. Damjan Lajh

POLITIKE
EVROPSKE CENTRALNE BANKE

Magistrsko delo

Ljubljana, 2008

ZAHVALA:

Zahvaljujem se mentorju prof. dr. Bogomilu Ferfili in ostalim članom komisije za oceno in zagovor magistrskega dela za pomoč in usmeritve, ki so mi jih nudili tekom pisanja in oblikovanja magistrskega dela. Zahvala tudi visokošolski organizaciji, Fakulteti za družbene vede, na kateri sem tekom podiplomskega študija spoznal družboslovni in predvsem politološki vidik urejanja medsebojnih razmerij v družbi.

Zahvaljujem se tudi Banki Slovenije, ustanovi, v kateri sem zaposlen, za dostop do velike količine ustreznih podatkov, brez katerih magistrsko delo ne bi bilo tako, kot je.

Posebna zahvala gre tudi moji družini, ki mi je v času mojega študija stala ob strani in me v njem podpirala!

Kardeljeva ploščad 5
1000 Ljubljana, Slovenija
telefon 01 58 05 122
01 58 05 127

Univerza
v Ljubljani Fakulteta
za družbene vede



IZJAVA O AVTORSTVU magistrskega dela

Spodaj podpisani **PETER PETROVČIČ**, z vpisno številko **210061158**, rojen **14. julija 1963 v LJUBLJANI**, sem avtor magistrskega dela z naslovom:

POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE

S svojim podpisom zagotavljam, da:

- je predloženo magistrsko delo izključno rezultat mojega lastnega raziskovalnega dela;
- sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oz. avtoric, ki jih uporabljam v predloženem delu, navedena oziroma citirana v skladu s fakultetnimi navodili;
- sem poskrbel, da so vsa dela in mnenja drugih avtorjev oz. avtoric navedena v seznamu virov, ki je sestavni element predloženega dela in je zapisan v skladu s fakultetnimi navodili;
- sem pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti prenesena v predloženo delo in sem to tudi jasno zapisal v predloženem delu;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del, bodisi v obliki citata bodisi v obliki skoraj dobesednega parafraziranja bodisi v grafični obliki, s katerim so tuje misli oz. ideje predstavljene kot moje lastne – kaznivo po zakonu (Zakon o avtorstvu in sorodnih pravicah, Uradni list RS št. 21/95), prekršek pa podleže tudi ukrepom Fakultete za družbene vede v skladu z njenimi pravili;
- se zavedam posledic, ki jih dokazano plagiatorstvo lahko predstavlja za predloženo delo in za moj status na Fakulteti za družbene vede;
- je elektronska oblika identična s tiskano obliko magistrskega dela ter soglašam z objavo magistrskega dela v zbirki »Dela FDV«.

V Ljubljani, dne 08. julija 2008

Podpis avtorja:

KAZALO VSEBINE:

1	UVOD	15
1.1	Cilj magistrskega dela	15
1.2	Hipoteza	16
1.3	Opredelitev metod raziskovanja	17
1.4	Namen magistrskega dela	18
2	ZGODOVINA CENTRALNEGA BANČNIŠTVA	19
2.1	Začetki centralnega bančništva	19
2.2	Spremembe delovanja centralnih bank v preteklosti	20
2.2.1	Razvoj centralnega bančništva v letih 1668 do 1873	20
2.2.2	Zlati standard v letih 1873 do 1914	21
2.2.3	Obdobje obeh svetovnih vojn v letih 1914 do 1918 in od 1939 do 1945	23
2.2.4	Centralne banke in velika gospodarska kriza med obema vojnama	24
2.2.4.1	Združene države Amerike	24
2.2.4.2	Nemčija	25
2.2.5	Povojna obnova sveta v luči Keynesove teorije in sistema Bretton Woods	27
2.2.6	Nemčija po drugi svetovni vojni	29
2.3	Sodobni finančni sistem in monetarizem ter inflacijski pritiski	30
2.4	Razmerja centralnih bank do ostalih finančnih in političnih igralcev	31
2.4.1	Razmerje med centralno banko in vlado	31
2.4.2	Lastništvo centralnih bank	32
2.4.3	Finančni sistem: odnos med centralno banko in poslovnimi bankami	33
2.4.4	Odnos med centralno banko in ekonomsko teorijo	35
2.4.4.1	Dilema med diskrecijskem delovanjem centralnih bank ali delovanjem po pravilih	35
2.4.4.2	Free banking	36
3	NASTANEK IN RAZVOJ ECB	38
3.1	Mejniki v evropskem združevanju (1950 - 2007)	38
3.2	Ustanovitev ekonomske in monetarne unije	41
3.2.1	Prva faza EMU	42
3.2.1.1	Odbor guvernerjev NCB držav članic EGS	42
3.2.1.2	Pravne priprave	43
3.2.2	Druga faza EMU: ustanovitev EMI in ECB	43
3.2.2.1	Pregled pripravljanih del, ki jih je opravil EMI	44

3.2.2.2	Novi mehanizem deviznih tečajev ERM II	45
3.2.2.3	Novi bankovci	45
3.2.2.4	Pakt stabilnosti in rasti	45
3.2.2.5	Prvotne udeleženske v EMU	45
3.2.2.6	Priprave na določitev menjalnih razmerij	46
3.2.2.7	Imenovanje organov odločanja	46
3.2.3	Tretja faza EMU: nepreklicna določitev menjalnih razmerij	46
3.3	Pravne osebe v EMU	47
3.3.1	Evropski sistem centralnih bank (ESCB)	47
3.3.2	Evrosistem	48
3.3.3	NCB kot sestavni del Evrosistema	48
3.3.4	Evro območje	48
3.3.5	Evropska centralna banka (ECB)	48
4	ORGANIZIRANOST ECB IN NJENE FUNKCIJE	50
4.1	Vloga in funkcije Evrosistema	50
4.1.1	Zakaj sistem in ne ena centralna banka?	50
4.1.2	Poslanstvo Evrosistema	51
4.2	Delitev dela v Evrosistemu	51
4.2.1	Osnovne naloge Evrosistema	52
4.2.1.1	Opredelevitev in izvajanje monetarne politike	52
4.2.1.2	Opravljanje deviznih poslov	52
4.2.1.3	Podpora nemotenega delovanja plačilnih in poravnalnih sistemov	52
4.2.1.4	Hramba in upravljanje deviznih rezerv	53
4.2.2	Ostale naloge Evrosistema	53
4.2.2.1	Svetovalne funkcije	53
4.2.2.2	Zbiranje in urejanje statističnih podatkov	53
4.2.2.3	Pomoč pri bonitetnemu nadzoru in doseganju finančne stabilnosti	53
4.2.2.4	Izdajanje in skrbništvo nad evro bankovci	54
4.2.2.5	Mednarodno sodelovanje	54
4.2.3	Naloge posameznih NCB	54
4.2.4	Naloge ECB	55
4.3	Pravni status ECB	57
4.4	Sestava ECB	58
4.5	Sistem spremljanja ciljev monetarne politike ECB	61

5	MONETARNA POLITIKA ECB	66
5.1	Instrumenti monetarne politike ECB	67
5.1.1	Operacije odprtega trga	68
5.1.1.1	Operacije glavnega refinanciranja	70
5.1.1.2	Operacije dolgoročnega refinanciranja	70
5.1.1.3	Operacije finega uravnavanja	70
5.1.1.4	Strukturne operacije	71
5.1.2	Odperta ponudba bankam	71
5.1.2.1	Odperta ponudba mejnega posojanja	71
5.1.2.2	Odperta ponudba deponiranja likvidnosti čez noč	72
5.1.3	Zahtevane minimalne rezerve poslovnih bank	72
5.1.4	Postopki izvajanja operacij	74
5.1.4.1	Avkcijski postopki	74
5.1.4.2	Koledar avkcij	76
5.1.5	Izbira primernih nasprotnih strank	77
5.1.5.1	Priprava proti ponudbe	77
5.1.5.2	Primerne nasprotne stranke	78
5.1.5.3	Finančna aktiva za zavarovanje terjatev	78
5.1.5.4	Sankcije v primeru neizpolnjevanja obveznosti nasprotne stranke	79
5.1.6	Razdelitev dodeljenega zneska	80
5.1.7	Postopek poravnave	82
5.1.8	Postopki pri operacijah, ki ne potekajo prek avkcij	83
5.2	Obrestne mere ECB	83
5.2.1	Kratkoročne obrestne mere	84
5.2.2	Dolgoročne obrestne mere	84
5.2.3	Vpliv kratkoročnih obrestnih mer na dolgoročne obrestne mere	85
5.2.4	Zgodovinski pregled določanja obrestne mere ECB	85
5.2.5	Ključne obrestne mere ECB	87
5.2.6	Naravna realna obrestna mera v Evro območju	88
5.2.6.1	Razvoj realne obrestne mere v Evro območju	89
5.2.6.2	Taylorjevo pravilo	90
5.2.6.3	Naravna obrestna mera na podlagi Taylorjevega pravila	91
5.2.7	Vpliv višine obrestnih mer na razvoj posameznih držav	92
5.2.8	Odperte možnosti bank in kreditnih institucij	93
5.2.8.1	Razpon obrestnih mer za odprte možnosti bank in kreditnih institucij	94
5.2.8.2	Izračunavanje EONIA	95

5.3	Likvidnostne potrebe bančnega sistema	95
5.3.1	Upravljanje likvidnosti s strani ECB	97
5.3.2	Predvidevanje likvidnostnih potreb kreditnih institucij v Evro območju	98
5.3.3	Uporaba odprtih možnosti bank in kreditnih institucij	98
5.4	Politika deviznega tečaja	99
5.4.1	Sistem fiksnega deviznega tečaja	99
5.4.2	Sistem fleksibilnega deviznega tečaja	100
5.4.3	Sistem hibridnega deviznega tečaja	101
6	JAVNO POLITIČNI VIDIK MONETARNE POLITIKE ECB	105
6.1	Različnost vlog javno političnih igralcev pri oblikovanju in implementaciji monetarne politike ECB	105
6.1.1	Pestrost javno političnih igralcev, skupnosti in omrežij v EU	106
6.1.2	Vpliv javno političnih skupnosti na politiko ECB t.i. "vladanja pod pritiskom"	108
6.2	Teorija izbora javno političnih instrumentov za dosego vpliva na implementacijo monetarne politike ECB	112
6.2.1	Javno politični instrumenti, njihova implementacija in dejavniki, ki vplivajo na njihov izbor	113
6.2.2	Prihodnje usmeritve in področja raziskav	116
6.3	Problemi pri evalvaciji javnih politik	117
7	KRITIČNA EVALVACIJA MONETARNE POLITIKE ECB	121
7.1	Koordinacija makroekonomskih politik v EU kot klubska dobrina	121
7.1.1	Nov pristop k utemeljitvi potrebe po koordinaciji ekonomskih politik	123
7.1.2	Klubske dobrine v ekonomski integraciji	124
7.1.3	Pomen Lucasove kritike v analizi koordinacije ekonomskih politik	125
7.1.4	Pregled stanja koordinacije makroekonomskih politik v EU	126
7.1.5	Obseg klubskih dobrin v EU	127
7.2	Statutarna ločenost vodenja monetarne in fiskalne politike	129
7.2.1	Vodenje monetarne politike	129
7.2.2	Vodenje fiskalnih politik	129
7.2.3	Institucionalni okvir za koordinacijo monetarne in fiskalnih politik	130
7.2.4	Zavezanost k skupnim ciljem koordinacije monetarne in fiskalnih politik	131
7.3	Cenovna stabilnost kot edini cilj monetarne politike ECB	134
7.3.1	Skupni dejavniki inflacije in gospodarske rasti	135

7.3.1.1	Dejavniki inflacije	136
7.3.1.2	Dejavniki gospodarske rasti	138
7.3.2	Optimalna stopnja inflacije	139
7.3.3	Kratkoročni in dolgoročni učinki inflacije na gospodarsko rast	140
7.3.4	Večja vloga makroekonomskih politik pri spodbujanju gospodarske rasti	141
7.4	Problem odločanja v ECB	142
7.4.1	Določanje ključnih obrestnih mer	143
7.4.2	Sposobnosti odločanja ECB o izbiri ustrezne monetarne politike	145
7.5	Ustreznost politike deviznih tečajev	146
7.5.1	Primerjava ekonomskega okolja med EU in ZDA	147
7.5.1.1	Gospodarska rast	147
7.5.1.2	Stopnja inflacije	148
7.5.1.3	Stopnja brezposelnosti	149
7.5.1.4	Zunanja trgovina	150
7.5.2	Devizni tečaj	151
7.5.2.1	Režim neodvisnega drsenja deviznega tečaja	151
7.5.2.2	Gibanje tečaja USD/EUR	152
7.5.2.3	Vzroki za gibanje deviznih tečajev	154
7.5.3	Vzroki padca ameriškega dolarja	154
7.5.4	Vpliv šibkega dolarja na gospodarstvo Evro območja	158
7.5.4.1	Pozitivni vplivi šibkega dolarja na Evro območje	159
7.5.4.2	Negativni vplivi šibkega dolarja na Evro območje	161
7.5.5	Vloga ECB	161
7.5.6	Bodoča pričakovanja	162
7.6	Preprečevanje finančnih kriz in odzivnost nanje	163
7.6.1	Vzroki in razvoj krize na ameriških hipotekarnih trgih v letu 2007	164
7.6.2	Izvedene intervencije na denarnih trgih	168
7.6.3	Ukrepi za preprečitev bodočih kriz	169
7.6.3.1	Učinkovitejši nadzor poslovanja komercialnih bank	169
7.6.3.2	Standardi zavarovanja hipotekarnih kreditov	170
7.6.3.3	Skrb za ustrezno likvidnost denarnih trgov	171
7.6.3.4	Nižje in uravnotežene obresti na posojila	172
8	INTERPRETACIJA RAZISKAVE S PREDLOGI SPREMEMB	174
8.1	Teoretski del magistrskega dela	174
8.2	Empirični del magistrskega dela	176

8.2.1	Predlogi statutarnih sprememb	178
8.2.1.1	Redefinicija klubskih dobrin v EU	178
8.2.1.2	Vzpostavitev učinkovitejše koordinacije makroekonomskih politik v EU	179
8.2.1.3	Zavezanost držav članic Evro območja k spoštovanju Pakta stabilnosti in rasti	181
8.2.1.4	Statutarna sprememba ciljev delovanja ECB	182
8.2.1.5	Vzpostavitev učinkovitejšega sistema vodenja v ECB	183
8.2.2	Predlog sprememb v monetarni politiki ECB	184
8.2.2.1	Učinkovitejše prilagajanje deviznih tečajev	184
8.2.2.2	Vzpostavitev nadzora nad finančnim sistemom za preprečitev finančnih kriz	185
8.2.2.3	Oblikovanje 'policy mix'-a: "nizke obrestne mera – visoka likvidnost"	186
9	SKLEP	188
10	SEZNAM LITERATURE	191

KAZALO SLIK:

Slika 3.1	Zemljevid širitve EU	41
Slika 3.2	Tri faze ustanovitve EMU	42
Slika 4.3	Sestava ECB	59
Slika 4.4	Sistem dveh stebrov	63
Slika 5.5	Časovnica izvajanja standardnih avkcij v okviru trgovalnega dne	75
Slika 5.6	EONIA in ključne obrestne mere ECB v letu 1999	86
Slika 5.7	Struktura standardizirane bilance NCB	96
Slika 6.8	(Javno) politični igralci vplivanja na monetarno politiko NCB v preteklosti	109
Slika 6.9	Današnji javno politični igralci vplivanja na monetarno politiko ECB	111
Slika 7.10	Primerjava stopnje gospodarske rasti v stalnih cenah iz leta 1995	148
Slika 7.11	Primerjava stopenj inflacije	149
Slika 7.12	Primerjava stopenj brezposelnosti	149
Slika 7.13	Saldo trgovinske bilance Evro območja z ZDA	150
Slika 7.14	Gibanje nominalnega deviznega tečaja USD/EUR	153
Slika 7.15	Saldo tekočega računa plačilne bilance ZDA	155
Slika 7.16	Primerjava gibanja obrestnih mer 10-letnih državnih obveznic	157

KAZALO TABEL:

Tabela 4.1	Delež posameznih NCB v skupnem kapitalu ECB	58
Tabela 5.2	Vrste operacij monetarne politike	69
Tabela 5.3	Obveznosti kreditnih institucij, ki so vključene v rezerve	73
Tabela 5.4	Operativni koraki avkcijskih postopkov	75
Tabela 5.5	Proti ponudbe nasprotnih strank	81
Tabela 5.6	Razdelitev zneska	82
Tabela 5.7	Ključne obrestne mere ECB v letih 1999	87
Tabela 5.8	Kratkoročne obrestne mere in inflacija v evro območju	89
Tabela 5.9	Želena obrestna mera na podlagi Taylorjevega pravila za leto 2002	92
Tabela 5.10	Ključne obrestne mere ECB in EONIA	94
Tabela 7.11	Pregled sistema koordinacije ekonomskih politik v EU	127
Tabela 7.12	Obrestna mere na osnovi Taylorjevega pravila	144

UPORABLJENE OKRAJŠAVE:

ABCP	-	Komercialni vrednostni papirji zavarovani s premoženjem
BDP	-	Bruto družbeni proizvod "per capita"
BIS	-	Banka za mednarodne poravnave
CDO	-	Zavarovani vrednostni papirji
ECB	-	Evropska centralna banka
ECOFIN	-	Svet ministrov pristojnih za finance in ekonomska vprašanja
ECU	-	Evropska denarna enota
EGS	-	Evropska gospodarska skupnost
EMI	-	Evropski monetarni inštitut
EMS	-	Evropski monetarni sistem
EMU	-	Evropska monetarna unija
EONIA	-	Tržna obrestna mera ("Euro Over Night Index Average")
ERM	-	Mehanizem deviznih tečajev
ERM II	-	Novi mehanizem deviznih tečajev
ESCB	-	Evropski sistem centralnih bank
ESPJ	-	Evropska skupnost za premog in jeklo
EU	-	Evropska unija
EUR	-	Evro

EURATOM	-	Evropska skupnost za jedrsko energijo
EURIBOR	-	Medbančna obrestna mera ("Euro Interbank Offered Rate")
FED	-	Ameriški sistem zveznih rezerv
IMF	-	Mednarodni denarni sklad
LBO	-	Prevzem z vzvodom
LIBOR	-	Medbančne obrestne mere
LOLR	-	Posojilodajalec v skrajni sili
M&A	-	Prevzemi in združitve
NCB	-	Nacionalna centralna banka
OECD	-	Organizacija za mednarodno sodelovanje in razvoj
PES	-	Pogodba o ustanovitvi evropskih skupnostih oz. Maastrichtska pogodba
SIV	-	Institucije za investiranje v strukturirane naložbe
USD	-	Ameriški dolar
TARGET	-	Plačilni in poravnalni sistem za evro
WB	-	Svetovna banka
WTO	-	Mednarodna trgovinska organizacija

1 UVOD

V luči gospodarskih in ekonomskih težav, ki jih v zadnjem letu doživlja Evropska unija (v nadaljevanju: EU), se vedno več ekonomskih teoretikov vzporedno z mnogimi politiki in politologi sprašuje o ustreznosti oblikovanja, implementacije in evalvacije monetarne politike Evropske centralne banke (v nadaljevanju: ECB). Sorazmerno visoka inflacija, ki v večjem delu EU že trka na vrata inflacijske spirale, zelo različna stopnja inflacije v posameznih državah Evro območja, slaba odzivnost ECB na hipotekarno krizo v ZDA ter po ocenah mnogih, predvsem izvozno usmerjenih gospodarskih subjektov, premočan evro, ponujajo sklep, da trmasto vztrajanje pri zgolj enem cilju, ki ga ECB pri oblikovanju svoje monetarne politike zasleduje, to je stabilnosti cen, ni dovolj. Poenostavljen izraz, ki kroži med svetovnimi ekonomisti, da "ko ZDA zgolj kihnejo, se prehladi cel svet", ni zgolj šala, temveč v ekonomiji tudi danes večkrat potrjeno dejstvo.

Ne glede na to je nesporno, da sta v relativno kratkem času tako EU, kot v nadaljevanju ECB, uspeli uspešno uveljaviti novo evropsko valuto na svetovnih finančnih trgih. Danes je trden evro svetovna valuta z največjim obsegom gotovine v obtoku. Vedno več denarnih transakcij na svetu poteka v evru in vrednotenje vedno več naravnih bogastev po svetu (tudi nafte) se izvaja z evrom.

Seveda konzervativno oblikovanje in implementacija monetarne politike ECB, ki ji pravno podlago daje Statut ESCB in ECB ter Maastrichtska pogodba, prinaša gospodarstvu in prebivalcem EU tudi težave, ki so v zadnjem času pogostejše in občutnejše. Pojavljajo se potrebe in tudi zahteve po prožnejšem vodenju monetarne politike ECB, ki bi upoštevala tudi širši javno politični okvir EU. Vodilna pri tem je Francija, predvsem pa na nivoju EU združena in organizirana različna javno politična omrežja, kot so posamezna gospodarska, ekološka in sindikalna združenja, znanost in tehnologija, socialne in kulturne skupine itd..

1.1 Cilj magistrskega dela

Cilj magistrskega dela je odgovoriti na temeljno vprašanje kvalitativnega dela raziskave, ki bo sledilo obsežnejšemu teoretskemu delu magistrskega dela. To vprašanje se glasi:

"Ali je oblikovanje in implementacija monetarne politike ECB, ki zasleduje le en cilj, to je stabilnost cen v Evro območju, v luči sedanjih gospodarskih težav in finančnih pretresov ter vse močnejših javno političnih omrežij in igralcev v EU, še ustrezna?"

Skupna evropska valuta ter skupno oblikovanje in implementacija monetarne politike v EU še zdaleč ni dokončana zgodba. Z namenom odgovoriti na temeljno vprašanje bomo poskušali z javno političnega vidika s sekvenčno analizo tipičnih interakcij med potrebami javnosti in posameznimi ekonomskimi politikami, razložiti značilnosti teh interakcij ter nakazati smernice za spremembe v monetarni politiki

ECB. Vsaka od teh sekvenc bo skušala odgovoriti na bolj specifično vprašanje oz. podvprašanje temeljnega vprašanja raziskave. Nekaj teh vprašanj lahko, glede na obsežno literaturo na področju makroekonomskih in javnih politik in glede na razvoj znanja na področju vodenja monetarnih politik, navedemo že sedaj:

1. Ali je trenutno opredeljen sistem vrednot oz. klubskih dobrin v EU, katerih gonilna sila je vsekakor ustrezna monetarna politika ter z njo trden finančni sistem in gospodarstvo, še ustrezen ali ga je potrebno redefinirati?
2. Ali je razmerje med centraliziranostjo in šibko koordinacijo med posameznimi ekonomskimi politikami v EU ustrezno?
3. Ali zavezanost držav članic EU k Maastrichtskim kriterijem in Paktu o stabilnosti in rasti sploh deluje ali je potrebna trša koordinacija fiskalnih politik držav članic EU?
4. Ali ima ECB v luči zadnje in bodoče širitve Evro območja še ustrezen sistem odločanja?
5. Ali vodi ECB glede na visoko precenjenost evra napram ameriškemu dolarju, ustrezno politiko deviznih tečajev?
6. Ali se ECB s sedanjim načinom oblikovanja in implementacije monetarne politike učinkovito odziva na finančne krize po svetu?

Na ta in ostala podvprašanja, ki se navezujejo na temeljno vprašanje magistrskega dela, bomo poskušali odgovoriti tekom celovite evalvacije monetarne politike ECB in ostalih spremljajočih ekonomskih politik, ki vplivajo nanjo.

1.2 Hipoteza

Iz rezultatov empiričnega dela raziskave, bomo v povzetku magistrskega dela poskušali potrditi ali ovreči temeljno hipotezo magistrskega dela, sestavljeno iz dveh trditiv. Trditvi se glasita:

1.)

"Delovanje ECB se bo v prihodnosti približalo angleško-francoskemu modelu centralnega bančništva."

2.)

"Za preprečevanje finančnih kriz, zagotavljanje zdravega gospodarstva ter trajnejšega in enakomernejšega razvoja vseh držav članic EU, bo potrebo redefinirati klubske dobrine v EU, statutarno spremeniti koordinacijo monetarne in fiskalnih politik posameznih držav ter zagotoviti učinkovito, odzivno in prožno oblikovanje in implementacijo monetarne politike ECB, ki bo sledila širšim interesom javno političnih igralcev in omrežij v EU, ki za dosego množice ekonomskih ciljev zahtevajo učinkovitejšo implementacijo njene politike ."

Interpretacija ugotovitev empiričnega dela raziskave v povzetku magistrskega dela bo doprinesla k boljšemu razumevanju interakcij med potrebami javnosti, ki jih izražajo na ravni EU vse močnejša javno politična omrežja in igralci ter makroekonomskimi politikami, katerih najpomembnejša je prav monetarna politika ECB.

1.3 Opredelitev metod raziskovanja

V teoretskem delu magistrskega dela, bomo z opisom zgodovine centralnega bančništva, nastanka in razvoja ECB ter organiziranosti ECB in njenih funkcij, poskušali razložiti načine oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB. Že v tem delu bomo pokazali na najrazličnejše konflikte, ki se tičejo centralnih bank. To je, ali so sploh potrebne, ali njihovo delovanje zasleduje najrazličnejše javno politične cilje, ali so ustrezno vključene v koordinacijo z ostalimi makroekonomskimi politikami. Opozorili bomo tudi na politični vidik ustanovitve ECB, ki je v bistvu politična nadgradnja gospodarskega združevanja EU.

V empiričnem delu, bomo v okviru kvalitativne raziskave, poskušali odgovoriti na vsako sekvenčno vprašanje, od katerih smo jih večino že navedli, preostale pa bomo izpeljali tekom celovite evalvacije monetarne politike ECB ter ostalih spremljajočih ekonomskih politik, ki vplivajo nanjo. Vsaka raziskovalna sekvenca oz. vsako podvprašanje temeljnega vprašanja raziskave, bo tako poskušala odgovoriti na temeljno vprašanje magistrskega dela in s tem potrditi ali ovreči delovno hipotezo.

Z interpretacijo rezultatov raziskave bomo na koncu poskušali začrtati smernice nujnih sprememb v oblikovanju in implementaciji monetarne politike ECB, ki bodo hkrati pripomogle k lažjemu razumevanju bistva evropskih integracij.

Raziskava bo temeljila na obsežnem gradivu, ki se nanaša na ekonomsko in monetarno teorijo, javno politično teorijo, dostopne podatke na internetu ter različne intervjuje. Raziskovalne metode in tehnike bodo zajele:

- analizo primarne in sekundarne literature;
- analizo ekonomske znanstvene teorije na področju centralnega bančništva, temelječega na nemškem oz. angleško francoskem modelu;
- primerjalno evalvacijsko študijo monetarne politike ECB s politiko nekaterih uspešnih in velikih centralno bančniških sistemov, kot je Ameriški sistem zveznih rezerv (v nadaljevanju: FED) in Japonska centralna banka;
- primerjalno analizo statističnih podatkov;
- usmerjene intervjuje z zagovorniki obeh modelov ter
- intervjuje z zainteresiranimi javno politični igralci.

V raziskavi bomo primerjali posamezne značilne družbene indikatorje, kot so:

- stopnja rasti bruto družbenega proizvoda (v nadaljevanju: BDP);
- stopnja inflacije;
- stopnja brezposelnosti;
- indeks človekovega razvoja;
- stopnja povprečne izobrazbe;
- stopnja zadovoljstva prebivalcev ter
- struktura proračunov držav članic EU, proračuna EU in ostalih primerljivih držav.

1.4 Namen magistrskega dela

Namen magistrskega dela je torej na podlagi strokovno utemeljenih izsledkov raziskave določiti mejo, do katere mora monetarna politika ECB postati javna politika ter izdelati akademsko zasnovana priporočila za nujno potrebne spremembe v sedanji monetarni politiki ECB.

2 ZGODOVINA CENTRALNEGA BANČNIŠTVA

Skozi zgodovinski pregled delovanja centralnih bank lahko odgovorimo na nekaj temeljnih statusnih vprašanj: Kdaj in kako so nastale centralne banke? Kako vpliva lastništvo na delovanje centralnih bank? Kaj je glavna vloga centralne banke in kako naj jo izpolnjuje? In na koncu: v katero smer bo šel razvoj centralnih bank? Za čas nastanka posamezne centralne banke lahko razumemo datum, ko je banka pridobila pravico nad monopolnim izdajanjem bankovcev, o pravi centralni banki pa lahko govorimo šele s prevzemom funkcije "posojilodajalca v skrajni sili"¹. Delovanje centralnih bank skozi zgodovino je tesno povezano s pojavom ekonomskih kriz, novih ekonomskih idej in nenehnim razvojem finančnih sistemov (Glyn; 2002). V nadaljevanju tega poglavja se bomo osredotočili le na centralno bančni del zgodovine denarja.

2.1 Začetki centralnega bančništva

Zgodovina centralnih bank je pravzaprav zgodovina razvoja finančnih trgov in predvsem njihove vse večje regulacije. Od kdaj lahko govorimo o centralni banki, kot jo poznamo danes? Ali od trenutka, ko je neka poslovna banka od države pridobila monopol nad izdajo bankovcev, ali od takrat, ko je banka postala posojilodajalec v skrajni sili drugim poslovnim bankam? Različni avtorji upoštevajo različne trenutke. Dejstvo je, da v današnjem času največji pomen centralne banke ni več v tiskanju denarja, ampak predvsem v vodenju ustrezne monetarne politike in v uravnavanju kreditnega potenciala bank, ob tem pa ima seveda vsaka centralna banka v določenih situacijah na finančnih trgih tudi vlogo posojilodajalca v skrajni sili.

Kot prva centralna banka se v literaturi navaja Bank of England, ki je bila ustanovljena že leta 1694 in je kot prva banka dobila monopol nad izdajo bankovcev v letu 1844. Prav tako je bila tudi prva, ki je prevzela vlogo posojilodajalca v skrajni sili leta 1870.

Skozi zgodovino se je delovanje centralnih bank zelo spreminjalo, hkrati pa se je razvijal tudi finančni sistem. Spremembe so se odražale od zagotavljanja kritja izdanih bankovcev v določenem blagu (v dragih kovinah, največkrat zlatu ali v tuji valuti), do uravnavanja kreditnega potenciala poslovnih bank z instrumenti odprtega trga². Tako je v sistemu zlate valute centralna banka zagotavljala zamenljivost njenega denarja za zlato, ki ga je hranila z namenom zagotavljanja kritja izdanega denarja. V sistemu

¹ Eden od instrumentov monetarne politike centralnih bank, ki jih bomo podrobno opisali v nadaljevanju magistrskega dela, je posojanje denarja poslovnim bankam za zagotavljanje njihove likvidnosti.

² Instrumenti odprtega trga kot najpomembnejši instrument monetarne politike omogočajo uravnavanje količine denarja v obtoku. To centralna banka doseže s prodajo ali nakupom državnih obveznic. Če želi povečati količino denarja v obtoku kupi državne obveznice in obratno, če želi zmanjšati količino denarja v obtoku. Osnovna pogoja za uporabo tega instrumenta sta obstoj državnih vrednostnih papirjev (zakladnih menic, obveznic) in razvit trg vrednostnih papirjev. Centralna banka s tem instrumentom ohranja nespremenjen kreditni potencial poslovnih bank in s tem količino denarja v obtoku, saj kompenzira odtok in pritoke, ki nastajajo z odtokom rezerv poslovnih bank v gotovinski obtok, odtok deviznih rezerv in zlata iz države.

papirne valute je cilj centralne banke ohranjanje notranje in zunanje vrednosti valute. Nesporno se je skozi zgodovino pokazalo, da je obdobje zlate valute obdobje manjše inflacije in njene manjše variabilnosti, kot pa je to v sistemu papirne valute³.

Centralne banke že od vsega začetka bolj ali manj očitno bijejo boj z njihovimi ustanovitelji, institucijami oblasti, to je vlado in državo. Centralna banka, kot banka države, se lahko mnogokrat znajde v precepu med cilji aktualne politike na oblasti in monetarnimi cilji, ki jih zasleduje. Poceni financiranje, kot želja vlade na eni strani in ohranjanje vrednosti denarja na drugi strani, običajno nista vedno kompatibilni želji. Predvsem v začetku delovanja centralnih bank so velika trenja nastajala med centralno banko in poslovnimi bankami. Le stežka so poslovne banke sprejele vodilno vlogo ene banke, še toliko težje pa v primeru, če je lahko centralna banka nastopala na trgu tudi kot konkurent poslovnim bankam. Z opustitvijo vloge centralnih bank kot konkurenta na ostalim poslovnim bankam, se je odnos poslovnih bank do centralne banke spremenil.

Poleg konkretnih trenj med posameznimi igralci na finančnem trgu, to je centralno banko, vlado, poslovnimi bankami, velikimi korporacijami žejnimi poceni denarja, sindikati, itd., se je in se še bije boj med ekonomisti, pripadniki različnih šol. Gre za razpravo na dveh ravneh. Prvi del razpravlja o delovanju centralne banke po določenih pravilih ali delovanje centralne banke z diskrecijsko pravico odločanja. Drugi del razprave med ekonomisti pa zadeva centralno banko kot tako, to je: ali je sploh potrebna? Zaenkrat je vsaj drugi del razprave bolj ali manj na strani tistih, ki zagovarjajo obstoj centralne banke in jo smatrajo kot potrebno institucijo za uravnavanje in nadzor nad delovanjem finančnega sistema v posamezni nacionalni državi.

2.2 Spremembe delovanja centralnih bank v preteklosti

V nadaljevanju si pogledjmo spremembe, ki so jih v svojem delovanju doživljale centralne banke od njihovih začetkov do danes. Pozoren bralec bo v tem poglavju lahko razbral, da pri vodenju centralnih bank obstaja stalno nihanje med skrbjo za uravnoveženost finančnega sistema, za katerega so odgovorne ter potrebami aktualne politike oz. kapitala.

2.2.1 Razvoj centralnega bančništva v letih 1668 do 1873

V tem obdobju je pravzaprav težko govoriti o centralnih bankah, kot jih poznamo danes. V veliki večini gre za institucije, ki so nastopale na trgu denarja kot konkurenca ostalim poslovnim bankam. V nekaterih državah pa je bila centralna banka edina bančna institucija, šele nato so se okoli nje začele razvijati poslovne banke.

³ V sistemu papirne valute centralna banka zagotavlja zamenljivost izdanega denarja za tujo valuto, ki jo v ta namen hrani v okviru deviznih rezerv.

Naloga takratnih bank je bila ohranjanje zamenljivosti izdanega denarja za blago, na katerega je bil denar vezan. Sprva je imela vsaka poslovna banka posebej določeno količino zlatih rezerv, ki je ohranjala trajno zamenljivost denarja, ki ga je banka obvladovala. Nato je z vse večjim pomenom centralne banke, ta postala edina banka, ki je za pokritje izdanega denarja hranila zlato ali druge drage kovine. Vse ostale poslovne banke pa so zagotavljale zamenljivost svojega denarja za centralno bančni denar z depoziti pri centralni banki. S tem, ko se je centralna banka vse bolj umikala iz osnovnih bančnih poslov, je postajala vse bolj vezana na posle države kot njena edina banka. Zaradi vpliva aktualne politike na delo centralnih bank, so se tako kmalu pojavili problemi prevelikega deficitarnega financiranja države in s tem inflacijskih pritiskov. Posebej v času kriz in vojn je bila centralna banka na udaru politike za financiranje državne blagajne. V takih primerih je mnogokrat prišlo do odprave zamenljivosti centralno bančnega denarja za valutno blago, to pa je slabilo zaupanje prebivalstva in gospodarskih subjektov v finančni sistem ter zviševalo inflacijo. V teh primerih smo imeli sistem proste valute in denar centralne banke je bil edino zakonito plačilno sredstvo. V sistemu zlate valute (ali katerekoli druge valute) pa je bilo dejansko nepotrebno razglasiti denar kot zakonito plačilno sredstvo, saj ga je bilo mogoče vsak trenutek zamenjati za valutno blago. Vsekakor je s tem korakom zaupanje v centralno bančni denar postalo večje in tako morda olajšalo delo centralnim bankam.

Centralnim bankam se vsaj na začetku pripisuje tudi vloga povezovalca narodov oziroma se jih vidi kot pozitivni faktor pri nastajanju nacionalnih držav. Tak primer so centralne banke skoraj vse sedanje EU razen Velike Britanije, kjer imata še danes Royal Bank of Scotland in Royal Bank of Ireland poseben status. Lahko torej ugotovimo, da je tudi ECB v desetletju od svoje ustanovitve odigrala pomembno povezovalno vlogo držav znotraj EU.

"Tako vidimo, da je v začetnem obdobju centralna banka poleg izdaje bankovcev, za katere je slej kot prej dobila monopol s strani države, opravljala tudi ostale komercialne posle kot konkurent poslovnim bankam, a se je s te vloge počasi umikala in tako postala prva in edina banka države oz. "banka vseh bank"" (Ribnikar; 2003-I: 38).

2.2.2 Zlati standard v letih 1873 do 1914

Leto 1873 predstavlja mejnik v centralnem bančništvu. S formalnim prehodom več držav na sistem zlate valute se je začelo novo obdobje v delovanju centralnih bank. Politika centralnih bank v tem obdobju je bila več ali manj enostavna. S ključnim instrumentom monetarne politike, ki je še danes poglaviten instrument uravnavanja ponudbe in povpraševanja ter s tem inflacije in posledično gospodarske rasti, to je s spreminjanjem ključne obrestne mere⁴, je centralna banka zagotavljala zamenljivost svojega denarja za zlato. Običajno to kritje ni bilo 100% ampak zgolj delno, kar je

⁴ Ključna obrestna mera je obrestna mera, po kateri centralne banke posojajo denar poslovnim bankam za zagotavljanje njihove likvidnosti.

omogočalo multiplikacijo denarja in s tem tudi vse večji gospodarski razvoj. To je bilo verjetno obdobje največje samostojnosti centralne banke, saj se vlade niso vmešavale v monetarno politiko centralne banke. Oblikovanje in implementacija monetarne politike sta temeljila na v naprej določenih pravilih obnašanja.

Kot smo že navedli, je imela centralna banka kot najpomembnejši instrument monetarne politike na voljo možnost spreminjanja ključne obrestne mere. S tem je centralna banka uravnavala pretok zlata in tako zagotavljala stopnjo kritja svojega denarja. Pri tem pa so se morale države oziroma centralne banke odločiti o obsegu svojih zlatih rezerv, saj je iz tega izhajalo tudi gibanje obrestnih mer. Več zlatih rezerv je imela centralna banka, bolj dolgo je lahko vzdrževala enako ključno obrestno mero in obratno. Tako je bila variabilnost ključnih obrestnih mer v državah z majhnimi zlatimi rezervami, torej v revnih državah, mnogo večja kot variabilnost ključnih obrestnih mer v državah z večjimi zlatimi rezervami, torej v bogatih državah. Seveda je potrebno povedati, da se država ni prosto odločala o višini zlatih rezerv. Te so temeljile na več faktorjih, med drugim so bile odvisne od količine zlate rude nakopane doma, od stanja plačilne bilance države, od stopnje zadolženosti gospodarstva, od nemonetarne povpraševanja po zlatu in še česa.

Problem delovanja centralne banke v tem sistemu se je pokazal tam, kjer so bile poslovne banke in centralna banka dokaj nepovezane. Kot smo že navedli, je imela centralna banka za vodenje monetarne politike na voljo predvsem možnost spreminjanja ključne obrestne mere. Njena sprememba naj bi vplivala tudi na ostale obrestne mere. V manj povezanem sistemu, kot je bil angleški, je imela centralna banka več težav "vsiliti" svojo ključno obrestno mero poslovnim bankam in kreditnim institucijam, saj te niso bile tako močno vezane na instrumente njene monetarne politike. Bank of England se je temu prilagodila na tri načine: prvič je začela z operacijami na odprtem trgu (z "Repo posli" in "Consol papers") z namenom vplivati na rezerve bank in preko tega na njihov kreditni potencial, drugič z nadzorom diskontnih hiš (posojilnic) in njihovega delovanja in tretjič z umikom svojega poslovanja iz komercialnih poslov.

Morda je zanimivo, da je kljub enostavnosti in brezosebnosti sistema, prišlo do relativno malo povezav med centralnimi bankami v smislu posojil v zlatu za premagovanje plačilno bilančnih neravnovesij. Pravzaprav je znan zgolj en primer take povezave med centralnima bankama Francije in Anglije.

Izven Evrope je v tem času koncept centralnih bank šele postajal zanimiv. Denimo v ZDA so bili do leta 1913 brez centralno bančne institucije, ki bi imela nadzor nad delovanjem denarnega sistema. Prav tako so Japonci dokaj pozno začeli razmišljati o centralni banki. Vsi pa so se zgledovali po evropskih bankah. Tako so Japonci kot model prevzeli model Banque de Belgique, Američani pa so se nagibali k nemškemu modelu centralnega bančništva.

V tem obdobju so centralne banke prevzele tudi vlogo posojilodajalca v skrajni sili in tako dokončno prevzele vse funkcije nadzora nad finančnim sistemom v posamezni državi. Vendar pa prevzem vloge posojilodajalca v skrajni sili ne gre enačiti z vlogo "gasilca". Centralna banka ni dolžna sanirati vsako težavo v finančnem sistemu, temveč zgolj tiste, ki bi utegnile ogroziti sistem kot celoto. Tako je tudi danes na tem področju močno prisotna razprava o vlogi centralne banke in o moralnem tveganju poslovnih bank.

2.2.3 Obdobje obeh svetovnih vojn v letih 1914 do 1918 in od 1939 do 1945

Kot smo že omenili, velike in nepričakovane krize preko pritiskov vlad izzovejo določene ukrepe centralnih bank in eden prvih takih je suspenz zamenljivosti denarja za zlato z namenom financiranja vojne. Podobno se je zgodilo tudi v obeh svetovnih vojnah. Dodaten problem tega časa je bil, da so se v obdobju pred tem posamezni finančni trgi že močno medsebojno povezali in so zato ob izbruhu vojne nekatere centralne banke postale tehnično nesolventne zaradi njihovih naložb v tuje vrednostne papirje.

Tako so v Londonu 28. julija 1914 banke začele odpoklicevati posojila borznim posrednikom. Po tridnevnem prazniku se je stvar nekoliko umirila, predvsem kar zadeva obrestne mere, vendar so banke še naprej odpoklicevale posojila. Večinoma je šlo za posojila z zavarovanjem v delnicah iz bodočih nakupov (s premijo 10 – 20 %), kar pomeni, da je ob odpoklicu posojil cena zavarovanj močno padla in ta niso več zadoščala za poplačilo dolgov. Po preteku moratorija na plačilo dolgov, so oblasti prevzele večino terjatev do tujine, obenem pa je bila s strani centralne banke v tem času na trgu zagotovljena velika dodatna likvidnost z namenom preprečiti splošno paniko, kar jim je tudi uspelo. Po končani vojni se je bilo potrebno vrniti v ustaljene tokove. Vprašanje je bilo, ali začeti na podlagi predvidevanj novih odnosov ali začeti z enakega izhodišča kot pred vojno? Velika večina držav je prevzela predvojno stanje kot prikaz pripravljenosti na kontinuiteto zlatega standarda. Vendar je vojna zahtevala svoj davek v obsegu zlatih rezerv pri evropskih državah. Velika večina monetarnega zlata je bila nakopičena v Ameriki in pojavila se je potreba po prilagajanjih. Problem je predstavljala Amerika, ki je imela v tem času poleg velike količine zlata tudi visoko inflacijo in je zaradi tega vodila restriktivno monetarno politiko. To je za ostale države pomenilo, da morajo za prilagajanje voditi še restriktivnejšo politiko, to je politiko odkrite deflacije. Poleg tega je z nastankom novih držav na območju Evrope prišlo do velike inflacije, kot posledic velikega dolga in inflacijskega davka, ki ga je pobirala država. Tako je bilo jasno nakazano dvoje: prvič, samostojnost centralnih bank sama po sebi še ne zagotavlja stabilne valute in drugič, stabilnost valute je nemogoče doseči zgolj z restriktivno monetarno politiko, pri tem mora sodelovati tudi fiskalna politika!

Na tej točki se moramo glede na temo magistrskega dela nekoliko pomuditi. Delovanje Evropske monetarne unije (v nadaljevanju: EMU) temelji na enotnem vodenju monetarne politike v okviru Evrosistema in ECB, kar bomo natančneje opredelili v naslednjih poglavjih in na ločenem vodenju

fiskalnih politik v posameznih državah članicah Evrosistema. Pri tem se glede na zgoraj navedeno ugotovitev postavlja vprašanje, ali je uspešno vodenje monetarne politike v Evrosistemu, brez finančne discipline, vpliva in povezanosti s fiskalnimi politikami posameznih držav članic sploh možno? Po začetnem uspehu ECB pri uvedbi enotne evropske valute, se namreč danes pojavljajo težnje posameznih močnejših držav (pri tem je vodilna Francija) po vmešavanju njihove aktualne politike v monetarno politiko ECB. Prej bi pričakovali obratno dejavnost ECB z njenim odločnejšim vplivanjem na oblikovanje ustrežnejših fiskalnih politik posameznih držav članic Evrosistema, kot so določene s Paktom stabilnosti in rasti. Vendar ne gre spregledati dejstva, da je danes ECB pri vodenju svoje monetarne politike že močno vpeta v javne politike vsaj v odnosu do fiskalnih politik in oblikovanj proračunov držav Evrosistema.

2.2.4 Centralne banke in velika gospodarska kriza med obema vojnama

Zaradi velikih izgub v obdobju prve svetovne vojne, je po njej zaradi napačnega razumevanja monetarnih politik nasploh ter zaradi neizkušenosti svetovnih ekonomistov s takim stanjem, v nekaterih državah sveta prihajalo do resnih gospodarskih kriz. Poglejmo si podrobneje krizi v dveh največjih medvojnih gospodarstvih, ki sta bili tudi najbolj vpeti v vojni spopad in tako po prvi svetovni vojni tudi najbolj gospodarsko izčrpani.

2.2.4.1 Združene države Amerike

Velika gospodarska kriza v ZDA v letih 1929 do 1933 predstavlja eno največjih svetovnih gospodarskih kriz nasploh. Vprašanje, zakaj je do nje prišlo, je še danes nerešeno in predmet dolgih razprav med pripadniki posameznih ekonomskih šol. Monetariste v tej razpravi predstavljata Anna Schwarz in Milton Friedman, ki sta v svojem delu (Friedman in drugi: 1965) našla vzrok v nepravilnem delovanju FED. Izhajala sta iz predpostavke o količini denarja v obtoku in dejstvu, da se je le ta v obdobju od avgusta 1929 do oktobra 1930 zmanjšal za 2,6 %. V svoji raziskavi sta zaključila, da borzni zlom ni imel velike povezave s padcem proizvodnje, temveč je bil zgolj posledica neustrezne politike FED. Drugo stališče zastopajo keynesisti, ki nasprotujejo obema navedenima avtorjema predvsem glede znižanja količine denarja v obtoku. Tako trdijo, da se je realno količina denarja povečala za 16 do 18 % glede na to, kateri agregat opazujemo. Kljub temu nobena stran ne razlaga dovolj dobro, zakaj je prišlo do take depresije. Poleg tega se je industrijska proizvodnja zmanjšala že mnogo pred zlomom borze na Wall Street⁵. Industrijska proizvodnja je namreč na mesečni ravni padla s 127 mrd USD v juniju 1929 na 122 mrd USD v septembru, 117 mrd USD v oktobru, 106 mrd USD v novembru in na 99 mrd USD v decembru 1929. Posebej močan je bil padec v proizvodnji avtomobilov, ki je z začetnih 660.000 enot v marcu 1929, padla na 440.000 v avgustu, 416.000 v septembru, 319.000 v oktobru, 169.500 v novembru,

⁵ Borza na Wall Street 29 v New Yorku predstavlja največjo ameriško borzo, kazalca njene uspešnosti pa sta indeksa Nasdaq in Dow Jones

do končnih 92.500 proizvedenih avtomobilov v mesecu decembru 1929. Edina teorija, ki dovolj dobro razlaga tak padec proizvodnje, je teorija o nestabilnosti kredita. Posojila so se preusmerjala iz realnih trgov, to je iz realne proizvodnje in potrošnje v špekulativne namene na borzi. Tako je količina "call money" zrasla iz 6,4 mrd USD konec decembra 1928 na 8,5 mrd USD v oktobru 1929. Po zlomu borze na Wall Street je kreditni mehanizem preprosto prenehal obstajati. Kljub temu, da je bila ključna obrestna mera FED zelo nizka, je celotna količina posojil skozi obdobje depresije upadla. Vprašanje je, kje je FED naredil napako? Analogija z nekaterimi današnjimi krizami, recimo japonsko depresijo leta 1992, je ta, da je tudi na Japonskem prišlo do zmanjšanja posojil in zloma borze, ampak ne v takem obsegu kot leta 1929 v Ameriki. Zakaj? FED je 1929 dovolil propad velikega števila bank, kar je povzročilo takojšnje zmanjšanje obsega posojil predvsem gospodarstvu in tako za seboj potegnilo velik val stečajev podjetij. To je bila posledica neustreznega ravnanja FED, vprašanje pa je, zakaj je že pred samim zlomom borze na Wall Street prišlo do tako velikega znižanja proizvodnje in ali bi lahko FED ta padec preprečil že prej?

2.2.4.2 Nemčija

Problem novonastalih evropskih držav po prvi svetovni vojni smo delno že razložili, predvsem problem velikih inflacij. V podobnem položaju leta 1924 znašla Nemčija. Po veliki inflaciji je Nemčija, oz. takratna Weimarska republika⁶, prešla na sistem zlate valute. Sistem je zahteval 40 % kritje izdane gotovine v zlatu ali devizah, pri tem pa obseg deviz ni smel znašati več kot četrtino tega zneska. Takratna centralna banka Nemčije, Reichsbank, je bila samostojna ter od vlade popolnoma neodvisna institucija, ki pa je z vstopom v sistem zlate valute izgubila kontrolo nad količino denarja v obtoku. Določena je bila najnižja ključna obrestna mera 5 %, ki jo je bilo mogoče znižati zgolj ob izrednih razmerah. Poleg tega je bil določen limit na obrestovanje državnih vrednostnih papirjev, torej na kreditiranje države in sicer najprej v višini 100 milijonov takratnih reichsmark, kasneje pa je bil ta limit povečan na 400 milijonov. Nemčija je imela v tem času še vedno visoke reparacijske obveznosti za plačilo povzročene vojne škode v prvi svetovni vojni. Plačilo teh obveznosti je bilo nadzorovano s strani zmagovite koalicije. Zaradi neprijetnih inflacijskih izkušenj iz preteklosti, je Reichsbank ne glede na težnje aktualne politike sledila sorazmerno visoki ravni ključne obrestne mere. Posledica visokih obrestnih mer v poslovnih bankah, je bilo dokaj šibko gospodarstvo, nizka gospodarska rast, visoka brezposelnost in splošna tendenca k deflaciji. V Nemčiji je bilo obdobje med letoma 1925 in 1929 na eni strani obdobje integracij med centralnimi bankami Evrope, kot posledica velike stopnje neodvisnosti od vlad, na drugi strani pa obdobje velikih nasprotovanj med direktorjem Reichsbank in vlado, še posebej glede pogajanj o reparacijah. Reichsbank je imela v tem obdobju tudi velike probleme s kreditnim potencialom poslovnih bank in njihovo kreditno politiko nasploh. Ta je v času po obnovi in odpravi inflacije postala spet ekspanzivna in

⁶ Weimarska republika je ime za republiko Nemčijo, ki je nastala po 1. svetovni vojni. 9. novembra 1918 so jo v Berlinu razglasili pod vodstvom zmernega socialista Friedricha Eberta. Voljena narodna skupščina se je sestala januarja 1919 v mestu Weimar in se sporazumela o ustavi. Eberta so izvolili za prvega predsednika (1919 - 1925), nasledil pa ga je Hindenburg (1925 - 1934).

posledično so se začeli pojavljati novi inflacijski pritiski. Potrebno je poudariti, da je bil to čas povečanih kapitalskih tokov, zato so bile centralne banke vpete med doseganje notranjega gospodarskega ravnotežja ter pravila sistema fiksnih deviznih tečajev v zlati valuti. Tako je bil po prepričanju vodstva Reichsbank edini ustrezeni instrument monetarne politike racionalizacija količine kreditov s strani centralne banke pri relativno nespremenljivih obrestnih merah. Posledica takih ukrepov je bil odliv kapitala in zlata iz Nemčije ter povečevanje zunanje dolga. To je leta 1931 privedlo do dolžniške krize, ki je na koncu pripeljala do velike gospodarske krize in vzpona nacionalsocializma. Še pred tem je prišlo do propada nekaterih poslovnih bank zaradi velikega povpraševanja po denarju in zato velikega navala na banke. Problem je bil zaznaven že mnogo prej, saj so imele poslovne banke zaradi hude konkurence le malo rezerv. V internem memorandumu Reichsbank je bil podan predlog po večjih rezervah in posebnih depozitih, ki naj bi jih poslovne banke imele pri centralni banki in sicer v višini 5 % njihovih vlog. Zaradi potencialnega navala na predvsem manjše, deželne banke, je bila Reichsbank prisiljena prevzeti vlogo posojilodajalca v skrajni sili (Deutsche Bundesbank; 1998).

Prvi znaki panike na nemških denarnih trgih so se kazali že v letu 1929, ko so potekala pogajanja o reparacijah in je morala Reichsbank poseči po kreditnih omejitvah v poslovnih bankah. Do dejanskega poloma je prišlo po odstopu predsednika Reichsbank g. Schachtsla s svojega položaja. Po dolgih konfliktih z vlado je predsednik marca 1930 zaradi nasprotovanja Youngovim načrtom⁷ zapustil svoj položaj, na njegovo mesto pa je prišel g. Luther, ki ni imel dovolj znanja in izkušenj za tako delo. To se je pokazalo prav kmalu. V začetku maja 1930 se je zmanjševal kapital bank zaradi velikega odtoka vlog, kar se je še stopnjevalo po volitvah septembra 1930, ko se je močno okrepila pozicija nacionalsocialistov. Nova panika je nastala maja 1931, ko je z izplačilom vlog prenehala dunajska Creditanstalt. Poseben problem za centralno banko je predstavljal tudi odliv kapitala v tujino, predvsem s strani domačih investitorjev. Reichsbank je dobila zagotovila za pomoč s strani FED in Bank Of England, če bo sama uredila oziroma zajezila odliv kapitala iz Nemčije. V praksi je Reichsbank onemogočala oz. zelo otežila dostop poslovnim bankam do deviz. Posledica takih gibanj na denarnem trgu je bilo očitno zmanjševanje rezerv Reichsbank. 23. septembra 1930 je Reichsbank imela še 69,6 % kritje, po 31. maju 1931 pa je nivo kritja močno upadel. 30. junija 1931 je znašal odstotek kritja le še 40,1 %. S kreditom ostalih centralnih bank v višini 100 mio USD je Reichsbank poskušala izboljšati svoj položaj, ki pa je bil vse prej kot rožnat. Dvig ključne obrestne mere na 7 % ni zadostoval za zajezitev kapitalskih tokov iz Nemčije in tako je Reichsbank še zadnjič poskusila z dvigom ključne obrestne mere. Dne 22. junija je ponudila kredit poslovnim bankam, ki je omejeval stanje z dne 19. junija in s hkratnim posebnim navodilom, da poslovne banke z njim ne smejo kreditirati nakupa deviz. Reichsbank je torej v praksi odpovedala podporo poslovnim bankam. Ko je 13. julija banka Danat zaustavila svoja izplačila in zaradi splošnega navala razglasila nedelavni dan za vse svoje podružnice, je bil to znak za splošno krizo na nemških finančnih

⁷ Američan Young je leta 1928 naredil načrt, kako od Nemčije iztržiti ustrezno vojno odškodnino, izvedba tega načrta pa bi v veliki meri onemogočila normalni razvoj nemškega gospodarstva. Temu je večina strank v takratni Nemčiji, še posebej Hitlerjeva nacionalsocialistična stranka, močno nasprotovala.

trgih. Ta kriza, ki je še dodatno oslabilo že tako šibko gospodarstvo Nemčije, je bila posledica več dejavnikov. Prvič: nemške banke so bile zelo ranljive, kar je povzročilo, da se je začelo dvomiti tudi v velike nemške banke. Drugič: pojavljala se je bojazen o sposobnosti vlade, da se nedeficitarno financira. In tretjič: kriza je postavila pod vprašaj vzdržnost sistema zlate valute. Vsak od teh faktorjev je lahko avtonomno sprožil krizo, zadnji impulz pa je dodala še Reichsbank, ki je poskušala negativni trend obvladati z restriktivno monetarno politiko. Šele po krizi leta 1931 je začela Reichsbank voditi bolj fleksibilno monetarno politiko, ki je bila sledeča:

1. t.i. Londonska konferenca julija 1931 je predlagala zamrznitev odplačevanja nekaterih kratkoročnih dolgov Nemčije, sprva za šest mesecev, nato pa je vsako leto sledilo novo prestrukturiranje dolgov;
2. vlada Nemčije je začela načrtno zbirati devize ter
3. zaradi reprogramiranja dolgov se je Reichsbank lahko bolj posvetila domačemu gospodarstvu, pred inflacijskimi pritiski pa je še vedno opozarjala tako prebivalstvo kot vlado.

Lahko rečemo, da je bil poglavitni vzrok za vzpon nacionalsocializma v Nemčiji ravno v opisani globoki finančni krizi, ki so jo povzročile deloma zaveznice s svojimi visokimi reparacijskimi zahtevami, deloma pa nestrokovno vodenje monetarne politike Reichsbank, ki je preveč podlegla željam trenutne politike na oblasti. Kmalu za tem se je v Nemčiji začelo obdobje planskega oziroma dirigiranega gospodarstva. Diktat je s strani Hitlerjeve nacionalsocialistične stranke postajal vse močnejši.

Globalna posledica obeh navedenih finančnih kriz je bila, da je v mednarodnih monetarnih odnosih vse več držav in njihovih centralnih bank opustilo zamenljivost denarja za zlato, torej opustilo sistem zlate valute in prešlo na sistem drsečih deviznih tečajev. Uvedel se je torej nov instrument monetarne politike, to je valutni menjalni tečaj, ki je sicer tržnega značaja in je odvisen od moči gospodarstva posamezne države in od monetarne politike njene centralne banke. Tudi iz izkušenj velikih gospodarskih kriz iz obdobja med obema svetovnima spopadoma, lahko torej povzamemo izrazito povezanost in soodvisnost oblikovanja monetarne politike z oblikovanjem javnih politik (gospodarskih, socialnih, vojnih, okoljskih, itd.).

2.2.5 Povojna obnova sveta v luči Keynesove teorije in sistema Bretton Woods

Prvi cilj gospodarske politike po drugi svetovni vojni je bil zagotoviti obnovo porušene Evrope in Japonske. Edina velesila, ki je bila sposobna zagotavljati prepotrebne kapitalne dobrine za razvoj Evrope in Japonske, je tako ostala Amerika. Drugi problem je bila delitev Evrope na komunistični in kapitalistični blok. Vse to je delno razrešil Marshallov plan obnove porušene Evrope, ki je bil sprva predviden za celotno področje Evrope in ni predvideval nastanka železne zaves.

V svetovnih finančnih krogih je že od leta 1941 naprej krožila ideja o obnovitvi sistema zlate valute, ki se je v letih 1870 - 1914 po prepričanju mnogih izkazal za dovolj dobrega, da bi ga bilo treba obnoviti. Razprave so sprva potekale med Veliko Britanijo in ZDA, kasneje pa so se tem pogovorom počasi priključevale še ostale države. Ti pogovori so bili zelo pod vtisom Keynesovega dela (Keynes; 1936) in velike depresije v ZDA iz obdobja med obema vojnama, zato je prihajalo do nasprotij že na osnovnih konceptualnih stvareh.

Tudi na področju delovanja centralnih bank je imelo Keynesovo delo velik vpliv. Večina držav je že kmalu po vojni nacionalizirala centralne banke in si tako v veliki meri zagotovila podporo svoji gospodarski politiki, ki je bila v tistem času orientirana predvsem na doseganje polne zaposlenosti, predvsem s fiskalnim prilagajanjem in mnogo manj s prilagajanjem monetarnih spremenljivk. Monetarnemu prilagajanju so se vlade rade volje odrekle, saj so s tem dobile v svoje roke več vzvodov za vodenje ekonomske politike. Poleg tega so zaradi nepoznavanja obrestne elastičnosti in zaradi nedoločljivosti odlogov v monetarni sferi zavračale delovanje preko monetarnega sistema. Kakorkoli že, vlade so težile k polni zaposlenosti, fiskalnim prilagajanjem in k vse bolj neposrednemu vmešavanju v gospodarstvo. Recept za to so bile nizke obrestne mere, preko katerih naj bi se zagotovila visoka gospodarska rast, njenemu prilagajanju pa naj bi sledila fiskalna in dohodkovna politika. V praksi se je vse skupaj odražalo nekoliko drugače. Prilagajanja so se opravljala glede na položaj države znotraj sistema fiksnih deviznih tečajev in njegovega uravnavanja.

V monetarni politiki se je pokazal trend opuščanja direktnih kontrol in prehajanja na monetarne instrumente odprtega trga, s katerimi se uravnava monetarna sfera. Tako so bile ZDA v tem času prva država, ki je odpravila kreditne in kapitalske kontrole. Seveda so si to lahko privoščili, saj niso bili z ničemer vpeti v ohranjanje vrednosti svoje valute. Bili so namreč tisti, ki so imeli svojo valuto vezano na zlato, vse ostale valute znotraj sistema pa so bile vezane na ameriški dolar. Torej, v skladu s Keynesovo teorijo imamo v sistemu fiksnega deviznega tečaja " n " število valut, od tega je " $n-1$ " število valut prostih, vrednost le ene valute pa je določena z valutnim blagom, to je zlatom in ostalimi dragimi kovinami (Keynes; 1936: 214).

Poleg sistema vezanih valut so takratna monetarna pogajanja v ameriškem Bretton Woodsu prinesla ustanovitev še nekaterih pomembnih institucij. To je Mednarodni denarni sklad (v nadaljevanju: IMF), kot nekakšen posojilodajalec v skrajni sili za posamezne države, Svetovna banka (v nadaljevanju: WB) in Mednarodna trgovinska organizacija (v nadaljevanju: WTO). Pomen teh institucij je velik še danes, saj predstavljajo mednarodno monetarno oblast, avtoriteto in posojilodajalca revnim državam ter večkrat tudi nekakšnega super nadzornika svetovnega finančnega sistema.

Zakaj je propadel sistem Bretton Woods? Trditve ekonomistov so si tudi na tem področju dokaj različne. Posledice neustrezne politike, tako monetarne kot fiskalne, so se začele v začetku sedemdesetih kazati v vse večjih inflacijskih pritiskih v ZDA in vse večjem nasprotovanju evropskih držav načinu

vodenja monetarne in fiskalne politike v ZDA. Tako je 15. avgusta 1971 takratni ameriški predsednik Nixon ameriški dolar razrešil vezave na zlato in začelo se je obdobje drsečih deviznih tečajev. Vendar lahko danes trdimo, da je bil za evropske države neustrezen sistem Bretton Woods tudi eden od povodov k razmišljanju po enotni evropski valuti. Gospodarsko močne ZDA so namreč s povezanostjo in usklajenostjo delovanja monetarnih in fiskalnih instrumentov postajale vse močnejša gospodarska grožnja državam starega kontinenta.

2.2.6 Nemčija po drugi svetovni vojni

Kljub vojaškemu porazu je Nemčija tudi po drugi svetovni vojni ostala vodilna gospodarska sila v Evropi in kot takšna upoštevanja vredna tudi v svetu. Nemčija je bila takoj po vojni razdeljena v štiri okupacijske cone, v vsaki coni pa je prevzela oblast ena od zaveznic. Problem na finančnem področju je bil, da je sovjetska vojska zavzela Berlin in s tem tudi sedež centralne banke ter na hitro in "po svoje" spremenila monetarna in fiskalna pravila v svoji coni. Že tako oteženo poslovanje med conami so ti ukrepi še dodatno zavrli. V ameriški in angleški coni so se začeli oblikovati predlogi o denarni reformi, ki je bila nujno potrebna. V zahodnem delu Nemčije so namreč zavezniške sile poskušale v kar največji meri izkoristiti obstoječi monetarni sistem, predvsem zaradi deželnih centralnih bank in njihovih povezav s poslovnimi bankami.

Že kmalu po koncu vojne se je v Zahodni Nemčiji začela obnova finančnega sistema, ki je v sicer oteženih razmerah deloval dokaj normalno. V prvem koraku obnove bančnega sistema je bilo potrebno zagotoviti kontrolo nad poslovnimi bankami in nad filialami stare Reichsbank, to je deželnimi centralnimi bankami. Zaradi velike količine gotovine, ki je bila v obtoku, banke zahodnih zasedenih ozemelj niso izdajale novega denarja, temveč so se trudile pridobiti nazaj v banke čim več gotovine, kar jim je tudi uspelo. Drugi ukrep, ki so ga morale po navodilih okupacijskih sil izpeljati banke, je bil zamrznitev imetij na računih potencialnih vojnih dobičkarjev in zločincev. Tukaj je bila v veliki meri prisotna diskrecijska politika okupacijskih sil, ki so imele nadzor nad računi. Že julija 1945 so bile v ameriški okupacijski coni ustanovljene predhodnice današnjih Landes Zentralbanken (LZB) in sicer za Bavarsko v Münchenu, za deželo Baden-Württemberg v Stuttgartu in za deželo Hessen v Frankfurtu. Podobno so naredili Francozi, ki so ustanovili banke za severno območje v Kaiserslauternu in za južno območje v Freiburgu, nato pa še banko za celotno območje v Speyerju. V britanski okupacijski coni je delovala banka v Hamburgu. Pravila za delovanje teh bank so bila v veliki meri stara pravila Reichsbank. Le tam, kjer je bilo to nujno potrebno, je prišlo do spremembe teh pravil. Do leta 1948 je bila ključna obrestna mera 3,5 %, za lombardna posojila pa 4,5 %. Leta 1948 je nastala predhodnica nemške Bundesbank, Bank Deutscher Länder (BDL), s sedežem v Frankfurtu in s funkcijami zelo podobnimi centralno bančnemu modelu, kot jih je kasneje imela Bundesbank. Istega leta je prišlo v Zahodni Nemčiji tudi do monetarne reforme, ki je dokončno razdelila obe Nemčiji. Predstavniki sovjetske okupacijske cone se namreč niso strinjali z ostalimi tremi zavezniki. Novi monetarni zakoni so stopili v veljavo 21. junija 1948 in so določali

razdelitev imetij na računih, njihov preračun na nove marke in roke, v katerih so se ta imetja lahko izplačevala.

Naslednji večji mejnik v zgodovini nemškega bančništva je bila ustanovitev nemške centralne banke, to je Bundesbank, do nedavnega ene izmed najpomembnejših in najmočnejših finančnih institucij na svetu sploh. Tako je iz njene predhodnice Bank Deutscher Länder nastala Bundesbank, katere naloga je bila ohranjanje vrednosti nemške marke in v okviru tega, podpora ekonomski politiki vsakokratne vlade. Koncept o samostojni centralni banki so močno zagovarjali Američani, ker naj bi le tak odnos centralne banke do vsakokratne aktualne politike zagotovil, da ne bi več prišlo do visokih inflacij, ki so bile v medvojni Nemčiji podlaga za vzpon nacionalsocializma. Obenem bi preprečili izkoriščanje centralne banke za doseganje političnih ciljev. Povojna Zvezna republika Nemčija je uspešno uveljavila model od aktualne politike v celoti neodvisne centralne banke, ki je bil v devetdesetih letih prejšnjega stoletja tudi osnova za ustanovitev ECB.

2.3 Sodobni finančni sistem in monetarizem ter inflacijski pritiski

Po razpadu sistema zlate valute Bretton Woods je prišlo v delovanju centralnih bank do velikih premikov. V preteklosti enostavno zagotavljanje kritja izdane gotovine z zlatom oz. tujo valuto in vzdrževanje fiksnih tečajev, se je spremenilo v uravnavanje domače monetarne politike, torej v nekaj, kar centralni bankirji do takrat pravzaprav niso počeli. Poleg tega so to obdobje zaznamovali dve naftni krizi in s tem povezani inflacijski pritiski, bolj ali manj destabilizirajoče špekulacije na trgih vrednostnih papirjev in ponovno obujanje ideje o fiksnih deviznih tečajih v evropskih državah.

Centralne banke so kot instrumente monetarne politike vse bolj uporabljale instrumente odprtega trga, vse manj je bilo direktnih kontrol, predvsem pa se je počasi a vztrajno povečeval pretok kapitala, kar je za centralne banke predstavljalo vse večji problem. Spremenili so se tudi cilji delovanja centralnih bank. Namesto preprostega, neosebnega in avtomatičnega sistema zlate valute, je morala sedaj centralna banka za nadzor nad inflacijo nadzirati več kazalcev monetarne politike, med katerimi je bila najpomembnejša količina denarja v obtoku. Tako se je počasi uveljavilo tudi ciljno napovedovanje rasti denarne mase, ki je bila izbrana kot ključni indikator monetarne politike. S tem je bilo delno zadoščeno tudi zahtevi monetaristov po delovanju centralnih bank v okviru naprej določenih pravil. Skozi celotno povojno obdobje do danes izgubljajo pomen rezerve bank, katere dejansko predstavljajo obdavčenje kreditorejmalcev. Pojavljajo se tudi nove ideje o jamstvu za vloge, o nadzoru nad bankami in nasploh nadzoru nad finančnim sistemom kot takim (Ribnikar; 2003-III).

Skozi vso zgodovino so centralne banke predstavljale prvi steber stabilnosti in tisto institucijo, ki ima moč in sredstva, da prepreči zlom finančnega sistema. Ta možnost je seveda povsem diskrecijska pravica in nikakor ni dolžnost centralne banke, čeprav se poraja vprašanje, kdaj intervenirati ob enem

izmed najbolj delikatnih vprašanj vsake države. Poleg tega so bile v preteklosti centralne banke vedno steber konzervativnosti v finančnem svetu in se le počasi prilagajajo inovacijam na finančnih trgih. Je pač tako, da je težnja po vse manjšem nadzoru prisotna pri privatnih osebah (bodisi pravnih, bodisi fizičnih). Dejstvo je, da so ravno finančni trgi ena najbolj reguliranih panog, kar jih danes svet pozna. Kljub tej regulaciji še vedno ostaja potreba po centralni banki, manj zaradi dejstva, da izdaja denar, kot zaradi omogočanja normalnega delovanja ostalih poslovnih bank. Dodatno temu je sodelovanje centralnih bank ponekod že doseglo tako raven, da lahko govorimo o enotnih denarnih področjih, o določenih valutnih conah in nadnacionalnem tekmovanju med posameznimi valutami. To tekmovanje postaja vedno bolj aktualno še posebej v luči vse bolj uspešne skupne evropske valute evro.

Vprašanje še večje integracije, oblikovanja svetovne centralne banke, oz. reforme obstoječih finančnih institucij in njihovih pravil delovanja, presega temo tega magistrskega dela, je pa to področje, na katerem lahko v bližnji prihodnosti pričakujemo največje spremembe. Ameriška hipotekarna kriza v letu 2007 je ena izmed takih potreb po navedenih integracijah.

2.4 Razmerja centralnih bank do ostalih finančnih in političnih igralcev

Za ustrezno opredelitev do osnovnega vprašanja, ki si ga danes zastavljajo mnogi vodilni ekonomisti, politiki in tudi centralni bankirji, to je, ali je monetarna politika sodobne centralne banke res še vedno le v njeni domeni, ali pa je to že prerasla in vedno bolj postaja del javnih politik, kar je tudi osnovna tema pričujočega magistrskega dela, pogledjmo v tem poglavju še nekaj do danes veljavnih razmerij med centralnimi bankami in glavnimi političnimi in ekonomskimi igralci kreiranja javnih financ in finančnih sistemov nasploh (Capie in drugi; 1994).

2.4.1 Razmerje med centralno banko in vlado

Velika večina današnjih centralnih bank izrecno poudarja njihovo samostojnost in neodvisnost pri oblikovanju monetarne politike. Nasploh se na neodvisnost od političnih oblasti gleda kot na nekaj zelo pomembnega, če ne celo samoumevnega. Vprašanje je, ali je ta neodvisnost res tako velika in tako nepogrešljiva za doseganje monetarnih ciljev, ali je sčasoma postala zgolj mit ali celo krinka pred tihim sodelovanjem s političnimi oblastmi. Posebej problematično je govoriti o politični neodvisnosti, še bolj o stopnji neodvisnosti, saj je le-to skoraj nemogoče definirati in še težje izmeriti. Pri vseh teh proučevanjih potemtakem hitro naletimo na oviro, ki ji pravimo neformalna politika, lobiranje, igre v ozadju, lahko pa bi našli še kak drug izraz.

Obstaja nekaj pomembnejših elementov, ki so skozi zgodovino centralnega bančništva odločali o samostojnosti in neodvisnosti centralnih bank. Prvi element je splošna politična klima. Obdobje devetnajstega in zgodnji začetek dvajsetega stoletja označuje obdobje sorazmerno širokega liberalizma in

s tem tudi nevmešavanja države v gospodarstvo. Zatem sledi obdobje obeh vojn in na ekonomskem področju vse bolj pomembnega keynesizma, ki je določal ravnanje centralnih bank po v naprej določenih in dogovorjenih pravilih. To obdobje, katerega so zaznamovale velike gospodarske in finančne krize tako v Ameriki, kot tudi ali predvsem v Evropi, je trajalo nekako do poznih sedemdesetih. Takrat je pojem liberalizma s prihodom Reagana in Thatcherjeve na oblast spet dobil krila. Podobno je tem splošnim političnim in gospodarskim premikom z določenim časovnim zamikom sledila tudi neodvisnost centralnih bank.

Drugi element so občasni in nepričakovani dogodki, ki so imeli vpliv na delovanje celotne države. Med te dogodke lahko štejemo vojne in gospodarske krize. Vsak tak dogodek je povečal stopnjo državne kontrole nad celotnim gospodarstvom. Tej kontroli se je država tudi po prenehanju potrebe po velikih intervencijah v gospodarstvo, vsaj v določenem obdobju težko odrekla. Sorazmerno velik element vpliva države na gospodarstvo je seveda predstavljal tudi vpliv na ekonomske politike, ki jih je imela v rokah centralna banka s svojimi instrumenti monetarne politike. Če si je aktualna oblast na določen način in v določenem obsegu podredila oz. je usmerjala delovanje centralne banke, je lahko skupaj z ustrežno fiskalno politiko lažje reševala gospodarske in finančne probleme, ki so se izpostavili v posameznih obdobjih kriz.

Tretji element je kompleksnost centralno bančnega delovanja in diskrecijska pravica pri sprejemanju odločitev. Bolj kot je bilo delovanje centralnih bank vezano na določena pravila, kot je bilo v sistemu zlate valute in v zadnjih dveh desetletjih v okviru EMU, manj so vlade pritiskale na centralne banke in obratno. Bolj kot so instrumenti monetarne politike centralne banke postajali zapleteni in čim večjo diskrecijsko pravico so imeli centralni bankirji pri odločanju, večji so postajali pritiski na centralno banko za podpiranje vladne politike.

2.4.2 Lastništvo centralnih bank

Interesantno pri proučevanju neodvisnosti delovanja centralnih bank je, kako oz. ali sploh lahko na njihovo delovanje vpliva lastnik. Zanimivo je, da je lahko lastništvo nad centralnimi bankami v privatnih rokah, v državni ali v mešani lasti. Zanimivo zaradi tega, ker poznamo v Evropi in v drugih večjih finančnih sistemih predvsem državno lastništvo centralnih bank in si privatnega niti ne predstavljamo. Nasprotno lahko tudi privatno lastništvo centralnih bank, seveda s primerno ureditvijo pravnega odnosa med državo in centralno banko, v celoti prinaša pričakovane rezultate delovanja centralne banke. S tem, ko so se centralne banke umaknile iz komercialnih poslov povezanih s prebivalstvom in podjetji, so prenehale obstajati kot običajne profitne institucije. Danes je delitev dobička centralne banke bolj ali manj jasno določena s statutom banke. Bistveno je, da se deli le manjši del tega dobička, večina ostaja centralnim bankam za povečevanje njihovih intervencijskih možnosti. Kljub temu, da je še vedno težko govoriti o neodvisnosti centralnih bank, je zagotovo eden izmed stebrov te neodvisnosti guverner oz.

direktor centralne banke. Dolžina guvernerjevega mandata, ki ne sme sovpadati z dolžino političnega mandata ene vlade ter potrebne reference za opravljanje te funkcije, dajejo guvernerju, kot tudi celotni centralni banki določeno stopnjo kredibilnosti, ki pa jo mora ta potrditi skozi mandat s pravilnim delovanjem. Le preko rezultatov delovanja centralne banke je možno ugotavljati njeno samostojnost, pa še to, kot smo dejali, je vse prej kot lahko delo. Primerov vmešavanja politike v delo centralnih bank skozi zgodovino res ne zmanjka. Tako je tudi celoten projekt EMU le zgodba o političnih željah in centralno bančnemu nasprotovanju temu. Tudi dogodki v letu 2007 glede odzivnosti ECB na ameriško hipotekarno krizo in sorazmerno visoko inflacijo v Evro območju ne mečejo preveč čiste luči v smislu samostojnosti na institucijo, ki je bila v navedenem letu prva na svetu po vrednosti izdane gotovine.

2.4.3 Finančni sistem: odnos med centralno banko in poslovnimi bankami

"Ekonomija, za razliko od naravoslovnih ved, ne temelji na splošno veljavnih zakonih, ki jih je možno vselej eksaktno preverjati. Je živa veda ter še zdaleč ni dokončana zgodba. Enako je še danes nedokončana tudi zgodba o centralnem bančništvu, odnosih znotraj finančnega sistema in odnosa centralnih bank do politike. Edina stalnica v zgodovini centralnega bančništva je skrb centralnih bank za čim boljše delovanje finančnega sistema v korist prebivalstva in gospodarstva. Osredotočenost centralnih bank zgolj na en kazalec vitalnosti finančnega sistema, npr. le na inflacijo, torej ni nujno najboljša" (Drazen; 2002: 17).

Ideja centralnega bančništva predvideva, da imajo poslovne banke depozite pri centralni banki in da je sistem tak, da ni konkurence med poslovnimi in centralno banko. Ta ideja je potrebovala kar nekaj časa, da se je razvila do stopnje, kot jo poznamo danes. V čem je bil v preteklosti problem centralne banke? Problem je bilo dejstvo, da je bila centralna banka pred tem, ko je dobila monopol nad izdajo bankovcev in je postala banka države, popolnoma navaden igralec na trgu, s ciljem maksimiranja dobička. Do tu vse lepo in prav. Problemi so nastajali v vmesnem obdobju, ko je lahko ena sama banka uravnavala svoj dobiček zgolj z izdajo denarja, obenem pa še vedno na trgu nastopala kot običajen konkurent ostalim poslovnim bankam. Torej je bila potrebna sprememba v načinu delovanja takratne centralne banke, predvsem zaradi tega, da je pridobila kredibilnost pri ostalih bankah.

Zakaj? Finančni sistem kot tak, je zelo medsebojno povezan. V nekaterih primerih je deloval dovolj dobro tudi brez pretirane regulacije in prisotnosti centralne banke (recimo Bank of Scotland v osemnajstem stoletju). Vendar je potreba po centralnih bankah nastala prav zaradi povezanosti finančnega sistema, kar se je pokazalo predvsem pri navalih na posamezne banke npr. v ZDA in Nemčiji med obema vojnama. Problem finančnega sistema je, da temelji zgolj na zaupanju, predvsem če imamo opraviti s papirno valuto. In prav ta povezanost in hkratna izguba zaupanja v posamezno banko je v prvi fazi rodila potrebo po eni banki, že omenjenemu izrazu: banki vseh bank. Le ta bo dajala smernice delovanja, v določeni meri nadzirala institucije in v primeru nevarnosti večjih pretresov na finančnih trgih pomagala

posameznim bankam. Torej pridemo do tiste funkcije, ki je značilna zgolj za centralno banko in za nobeno drugo institucijo. To je funkcija "posojilodajalca v skrajni sili" (Lender of Last Resort – v nadaljevanju: LOLR).

Kdaj so centralne banke dobile oziroma prevzele to funkcijo? Ali lahko o tem govorimo že pri prvem reševanju kake poslovne banke ali lahko govorimo o tej funkciji od trenutka, ko je centralna banka prevzela odgovornost za stabilnost finančnega sistema kot celote? Konkretizacijo delovanja centralne banke je v svojem delu "Lombard Street" opisal Walter Bagehot, kjer je tudi opisal funkcijo LOLR, kot eno izmed osnovnih funkcij centralne banke (Bagehot; 1873). Glavni problemi centralne banke, četudi bi imela napisana vsa pravila delovanja, kot je npr. LOLR, še vedno ostajajo vprašanja: kdaj, kako, komu in koliko (denarja nameniti). To so glavna vprašanja morebitne intervencije centralne banke na finančnem trgu, ki kot smo že dejali, ne more biti samoumevna.

Prvo vprašanje je torej, kdaj intervenirati? Vsekakor lahko prehitra intervencija naredi še dodatno škodo v finančnem sistemu, kakor tudi "klic gasilcev iz pogorišča".

Vprašanje, kako intervenirati, je do neke mere odvisno od razvitosti, globine in kvalitete trga vrednostnih papirjev. Problem je lahko nezadostna količina tistih vrednostnih papirjev, ki jih je centralna banka pripravljena ustrezno obrestovati oz. prevzeti od poslovne banke.

Naslednji problem je, kdo naj bo v trenutkih krize deležen pomoči centralne banke. Zgodovina kaže mnogo primerov, kjer so posamezne poslovne banke propadle, ker niso dobile pomoči centralne banke. Mnogokrat odločitev ni bila sprejeta zgolj na temelju solventnosti banke, ampak je šlo tudi za medsebojne obračune med posameznimi družinami ali celo zamere na nadnacionalni ravni. Tako je iz francoske zgodovine znan primer družin Rothschild in Periere. Banque de France takrat ni rešila Perierjeve banke Credit Mobilier, zaradi domnevnega maščevanja Rothschildov zaradi nerazčiščenih računov okoli Banque de Savoy. Tudi Bank of England je bila kar nekajkrat obtožena namerne neaktivnosti pri reševanju posameznih poslovnih bank z namenom škodovati tujim špekulantom, ki so bili vključeni v njihovo poslovanje.

Odgovor na vprašanje koliko gotovine oz. strokovno rečeno koliko likvidnosti poslati na finančni trg, je morda na prvi pogled bolj preprost. Toliko, kot trg gotovine potrebuje in jo lahko absorbira z dovolj dobrim kritjem v vrednostnih papirjih. Stvar je na prvi pogled zelo preprosta, a se zaplete, kadar imamo opraviti z vrednostjo delnic, ki jih poslovne banke dajejo centralni banki. Ta definicija je možna zgolj v primeru, ko ni več panike na trgu vrednostnih papirjev in ni več nevarnosti velikih padcev cen vrednostnih papirjev. V času krize to ni mogoče, saj je vrednost posameznih vrednostnih papirjev takrat zelo relativna.

In spet se takoj pojavi prvo vprašanje, kdaj torej intervenirati? Če je odgovor na vprašanje količine nekoliko lažji, je odgovor na pravilno izbiro trenutka bolj ali manj umetnost. In s tem postane delovanje

centralnih bank spet daleč odmaknjeno od določenih pravil ter vedno bolj postaja diskrecijska pravica posameznih vodilnih ljudi znotraj centralne banke. Tako se kot naročena odpira možnost političnega vplivanja nanje.

2.4.4 Odnos med centralno banko in ekonomsko teorijo

Ideje o delovanju centralnih bank se skozi zgodovino spreminjajo, nastajajo nove in nekatere gredo spet v pozabo. Vendar pa so nekatere izmed razprav prisotne v bolj ali manj enaki obliki skozi celo zgodovino centralnega bančništva. Prva stalnica je dilema med zagovorniki delovanja centralnih bank po vnaprej določenih pravilih in zagovorniki diskrecijskega delovanja centralnih bank. Druga razprava poteka okoli izdajanja denarja, ki naj bi bil pravica zgolj ene institucije, obenem pa se ta tematika povezuje tudi s stabilnostjo bančnega sistema kot celote. Gre za dilemo med tako imenovanimi metalisti in kartalisti oz. za dilemo o konceptu "free bankinga", ki ga je s sodelavci opisal Capie v svojem delu "The Future Of Central Banking" (Capie in drugi; 1994: 102 - 156).

2.4.4.1 Dilema med diskrecijskem delovanjem centralnih bank ali delovanjem po pravilih

Pravzaprav je ta debata po vsebini zelo mlada, saj je o diskrecijskem delovanju centralnih bank mogoče govoriti šele ob propadu sistema Bretton Woods, torej sistema fiksnih deviznih tečajev. Šele s prehodom na drseče devizne tečaje, je bilo namreč centralni banki omogočeno avtonomno oblikovanje monetarne politike brez omejitve od zunaj, kar pravzaprav predstavlja fiksní devizni tečaj. Prvi dve razpravi na to temo sta v prvi polovici devetnajstega stoletja potekali v Franciji med "bullionisti" in "antibullionisti", v Angliji pa med pripadniki bančne in denarne šole ("banking school" in "currency school"). Tretja razprava v obdobju med 1960 in 1985 pa je potekala med keynesisti in monetaristi (O'Brien; 2008). Razprave izvirajo iz nepopolnosti sistema oziroma nezmožnosti zagotovitve stabilnosti valute. V prvi resni razpravi so se mnenja kresala glede razlogov za suspenz zlate valute v Angliji v času 1797 - 1821. Potekala je med predstavniki denarne in bančne šole, razprava med keynesisti in monetaristi pa izhaja iz inflacijskih razmer v obdobju 1960 - 1980. V obeh primerih je razlog za nastale razmere po mnenju monetaristov oz. denarne šole v monetarnih faktorjih, medtem ko so pripadniki Keynesa oz. bančne šole ugotavljali vzroke za težave v nemonetarnih šokih na strani ponudbe (slabe letine, naftna kriza, porast plač,...). V obeh primerih so prevladali argumenti monetaristov/denarne šole. Tako so monetaristi zagovarjali delovanje centralne banke po določenih pravilih, predvsem so jasno postavili zahtevo po fiksnem povečevanju denarne mase. Tako povečanje bi na dolgi rok prineslo mnogo večjo stabilnost sistema in obenem onemogočilo, da se v obtoku pojavi neustrezna količina denarja. Takoj se je na dnevnem redu razprave pojavilo utemeljeno vprašanje o potrebnosti centralne banke. Tudi danes ta razprava še ni zaključena. Delovanje centralnih bank se giblje nekje na sredini predlogov obeh strani. Čistega zmagovalca torej ni.

Dejansko je iz celotne razprave možno izpeljati troje. Prvič, ekonometrija lahko dokaj dobro razloži vzroke in potek določenih kriz, ki zahtevajo posredovanje centralne banke. Drugič, ko gre za vprašanje, ali bi morali napovedati krizne dogodke vnaprej, so pripadniki tako ene, kot tudi druge šole več ali manj nemočni. Današnji instrumenti monetarne politike centralne banke so zelo široki, pri nadzoru količine denarja v obtoku pa veliko centralnih bank uporablja tehniko napovedovanja rasti denarne mase⁸. Posebej pozorno se v ekonomski teoriji posvečajo iskanju stabilne funkcije povpraševanja po denarju, še posebej po tem, ko je koncept obtočne hitrosti denarja postal bolj ali manj neuporaben za analize. S tem, ko je obtočna hitrost denarja izgubila svojo informacijsko funkcijo, je postalo nemogoče kontrolirati denarno maso zgolj preko količine primarnega denarja v obtoku. Zato lahko v veliki večini krivimo neverjeten razvoj finančnega sistema in plačilnih sredstev, od običajnih bankovcev in kovancev, do vse bolj abstraktnih oblik "plastičnega" in "elektronskega" denarja. In tretjič, prav zaradi (prikrite) vpletenosti političnih igralcev v kreiranje ustrezne monetarne politike centralne banke, njihovo delovanje običajno odstopa od splošno veljavnih ekonomskih pravil.

2.4.4.2 Free banking

Ideja o potrebnosti oz. nepotrebnosti centralne banke je stara vsaj toliko, kot je stara prva centralna banka. Vendar se je z umikom centralnih bank s področja delovanja ostalih poslovnih bank, močno spremenilo sprejemanje centralne banke. Predvsem med samimi bankami, manj pa morda med teoretiki, med katerimi se občasno najde kdo, ki nasprotuje centralni banki kot nadzorni in vodilni instituciji bančnega sistema. Prvi razlog za to, ki je bil prisoten predvsem v času formiranja centralnih bank, je bila zagotovitev monetarne suverenosti posamezne države in možnosti ustvarjanja dobička iz naslova izdajanja denarja⁹. Drugi razlog je bil že omenjeni vse bolj pozitiven odnos do centralne banke, predvsem s strani samega bančnega sistema. Tako je le malo ljudi iz prakse zagovarjalo idejo o bančnem sistemu brez centralne banke. Seveda je na zagovarjanje centralne banke s strani poslovnih bank možno gledati tudi drugače, sploh od trenutka, ko je centralna banka sprejela vlogo posojilodajalca v skrajni sili. Pa vendar, pripadniki "Free banking school" trdijo, da je današnje cilje centralne banke možno doseči tudi brez nje (Capie in drugi; 1994: 162). Se pravi, da lahko za stabilnost valute in bančnega sistema kot celote poskrbijo banke same brez kakršne koli nadzorne institucije. Tak sistem bi potemtakem temeljil izključno na zaupanju oz. konceptu, ki ga je dokazano pojav centralne banke zgolj utrdil, ne pa omajal. Sistem brez centralne banke bi bil predvsem dražji, z večjimi transakcijskimi stroški in stroški jamstva za vloge. Problem takega sistema se nedvomno pojavi v času kriz in pri navalih na banke, ko bi kljub temu, da bi posamezna banka lahko izdajala svoj denar (v katerikoli obliki), prišlo slej kot prej do delovanja anti-

⁸ Tehnika napovedovanja denarne mase je eden izmed denarnih agregatov, ki ga centralna banka izbere kot tistega z največjo močjo pojasnjevanja dogajanj na trgu denarja.

⁹ Možnost ustvarjanja dobička posamezne centralne banke iz naslova izdajanja denarja poimenujemo tudi z izrazom "seniorage".

Greshamovega zakona¹⁰, obdržal pa bi se denar zgolj najboljše banke (Mundel; 1998: 59). Vprašanje je, ali bi le ta ostala normalna banka ali bi zaradi zunanjih pritiskov prevzela vlogo današnje centralne banke in dodatno, ali le ta ne bi ostala edina banka nasploh v sistemu, kar bi pomenilo pravzaprav propad finančnega sistema kot takega z vsemi direktnimi in indirektnimi stroški.

POVZETEK POGLAVJA

"Od ustanovitve prve centralne banke, Bank of England, v letu 1694 do danes, se je delovanje centralnih bank močno spreminjalo. Domače in zunanje razmere, razne krize in obenem razvoj finančnega sistema so dejavniki, ki so skozi zgodovino oblikovali institucije, ki jih danes poznamo kot centralne banke. Od navadnih poslovnih bank do centralnih bank današnjega tipa je prišlo postopoma, s postopnim umikanjem centralne banke na področje vodenja monetarne politike (pasivnega prilagajanja ali aktivnega oblikovanja) in nadzora nad celotnim finančnim sistemom" (Ribnikar; 2003-I: 38). Z namenom, da bi zagotovila njegovo stabilnost, centralna banka nadzor zagotavlja preko delovanja kot posojilodajalec v skrajni sili, torej z vlogo, ki jo je centralna banka sprejela dokaj pozno in po več polomih finančnih sistemov. Med različnimi javno političnimi igralci in centralnimi bankami so se in se še vedno bijejo določene bitke. Odnos centralne banke in vlade, centralne banke proti ostalim poslovnim bankam, v zadnjem času centralne banke proti najrazličnejšim javno političnim igralcem in nenazadnje oblikovanje različnih idej znotraj ekonomske stroke, zagotavljajo na eni strani konstantno preverjanje potrebnosti centralne banke, drugi strani pa njen neprestan razvoj, tako v ciljih kot v instrumentih njene monetarne politike. Avtonomnost pri vodenju monetarne politike centralne banke postaja vedno bolj relativna, delovanje centralnih bank pa ostaja vpeto med ekonomsko teorijo ter družbene in politične potrebe.

¹⁰ "Greshamov zakon", imenovan po vodji Royal Bank of England iz prvih let po njeni ustanovitvi, pravi, da denar slabše kvalitete iz obtoka nujno izpodrine boljšega, ki se uporablja za pretapljanje v zlato in srebro ter hranjenje v zakladnicah.

3 NASTANEK IN RAZVOJ ECB

Nastanek ECB je zgolj posledica oz. nadgradnja gospodarskega združevanja evropskih držav. Učinkovito gospodarsko unijo si je namreč nemogoče predstavljati brez enotne monetarne politike, ki jo lahko učinkovito vodi le enotna centralna banka. Nastanek ECB namreč v bistvu predstavlja korak dlje od gospodarskega združevanja evropskih držav, torej je še en korak k politični združitvi Evrope.

Težnje po združevanju posameznih delov Evrope ali nje kot celote, so stare toliko, kot Evropa sama. Do obdobja po drugi svetovni vojni, so vse težnje po združevanju temeljile na vojaški sili. Najrazličnejši zavojevalci so si skušali podrediti bližnje ali daljne sosede, njihova ozemlja in naravna bogastva z osvajalnimi vojnami. V daljni zgodovini so bili to vdori Vikingov, Tatarov, Mongolov, Egipčanov, itd. V antičnem času je mesto največjega evropskega imperija zasedal Rim, pred obdobjem obeh svetovnih vojn pa Napoleon, Anglosasi, carska Rusija, Turki in Habsburžani. Intenzivnost vojaških spopadov je z razvojem orožja, v želji po nadvladi na "starem kontinentu", preseгла meje Evrope. Obe svetovni vojni, ki sta jih sprožili koaliciji, združeni pod vodstvom Nemčije, sta prinesli veliko gorja ne samo v Evropi, temveč po celem svetu. Zgodovina nam torej govori, da nasilno združevanje narodov, držav ali monarhij z uporabo orožja, v jezikovno, kulturno, gospodarsko in politično enotne subjekte, ne prinese dolgoročnih in trajnih učinkov.

Osnovna ideja novodobnega združevanja Evrope v obdobju po drugi svetovni vojni, je nastala iz razmišljanj povojnih politikov o načinu preprečitve novih vojn. Evropski voditelji so se namreč na podlagi vojaških analiz druge svetovne vojne začeli zavedati, da bi nova svetovna vojna po vsej verjetnosti, zaradi uničujočega razvoja orožja, z Zemlje v veliki meri iztrebila človeštvo. Kako torej preprečiti nov svetovni spopad? Prvi način, za katerega so se dogovorili voditelji evropskih držav, tistih, ki so bile najbolj vpletene v oba svetovna spopada, je bil nadzor nad proizvodnjo jekla in energije. Drugi način je bil, da združevanje Evrope ne sme več potekati na rasnem, kulturnem in jezikovnem poenotenju evropskih narodov, temveč je potrebno pri združevanju evropskih narodov predvsem negovati njihovo različnost.

V nadaljevanju tega poglavja si najprej pogledjmo razvoj EU, ustanovitev in razvoj ECB in ostalih pravnih subjektov EMU ter njene osnovne naloge v luči zgoraj navedenih temeljev političnega in gospodarskega združevanja Evrope.

3.1 Mejniki v evropskem združevanju (1950 - 2007)

Po drugi svetovni vojni so bili politiki v več evropskih državah prepričani, da je edini način za preprečitev nove, po večinskem mnenju za svet usodne vojne v Evropi, gospodarsko in politično združevanje evropskih držav. Na kratko torej pogledjmo ključne mejnike v evropskem gospodarskem in političnem združevanju v obdobju po drugi svetovni vojni (Ferfila in drugi; 2007: 63 – 129):

- **1950**
Francoski zunanji minister Robert Schuman¹¹ predlaga združitev premogovne in jeklarske industrije Zahodne Evrope.
- **1951**
Šest držav članic (Belgija, Zvezna republika Nemčija, Luksemburg, Francija, Italija in Nizozemska) ustanovi Evropsko skupnost za premog in jeklo (v nadaljevanju: ESPJ). Pogodba o ustanovitvi ESPJ, t.i. Pariška pogodba, je, kot je bilo predvideno ob ustanovitvi, po 50 letih z letom 2002 prenehala veljati.
- **1957**
Podpisani sta Rimski pogodbi, s katerima sta ustanovljeni Evropska skupnost za jedrsko energijo (v nadaljevanju: EURATOM) in Evropska gospodarska skupnost (v nadaljevanju: EGS). Z njima želijo države članice odstraniti medsebojne trgovinske in tarifne ovire in oblikovati skupni trg.
- **1967**
Organi treh evropskih skupnosti (ESPJ, EGS in EURATOM) se združijo. Novi organi so Evropska komisija, Svet ministrov in Evropski parlament.
- **1970**
Po razpravi predsednikov držav in vlad je leta 1970 sprejeto Wernerjevo poročilo¹², ki zariše prve poteze ekonomske in denarne unije med šestimi državami članicami EGS. Iz več razlogov njihov načrt v začetku leta 1971 propade.
- **1973**
V EGS vstopijo Danska, Irska in Velika Britanija. EGS tako šteje že devet držav članic.
- **1979**
Vlade in centralne banke devetih držav članic oblikujejo Evropski monetarni sistem (v nadaljevanju: EMS). Njegova glavna značilnost je mehanizem deviznih tečajev (v nadaljevanju: ERM), ki uvede fiksna menjalna razmerja med valutami sodelujočih držav, z možnostjo časovne prilagoditve.
- **1981**
EGS se kot deseta članica pridruži še Grčija.

¹¹ Robert Schuman (1886 – 1963) je bil v Luxemburgu rojeni francoski politik, v letih druge svetovne vojne aktivni nasprotnik nacizma, avtor številnih del in pobud na temo združevanja Evrope in preprečevanja novega, še usodnejšega svetovnega spopada ter tudi dobitnik številnih evropskih nagrad in priznanj, med drugim viteškega reda papeža Pija IX.

¹² Wernerjevo poročilo iz oktobra 1969 je vsebovalo tristopenjski načrt oblikovanja ekonomske in monetarne unije v naslednjih desetih letih. Osnovne ekonomske in monetarne odločitve naj bi se sprejemale na ravni EGS. Predlagane stopnje so bile sledeče:

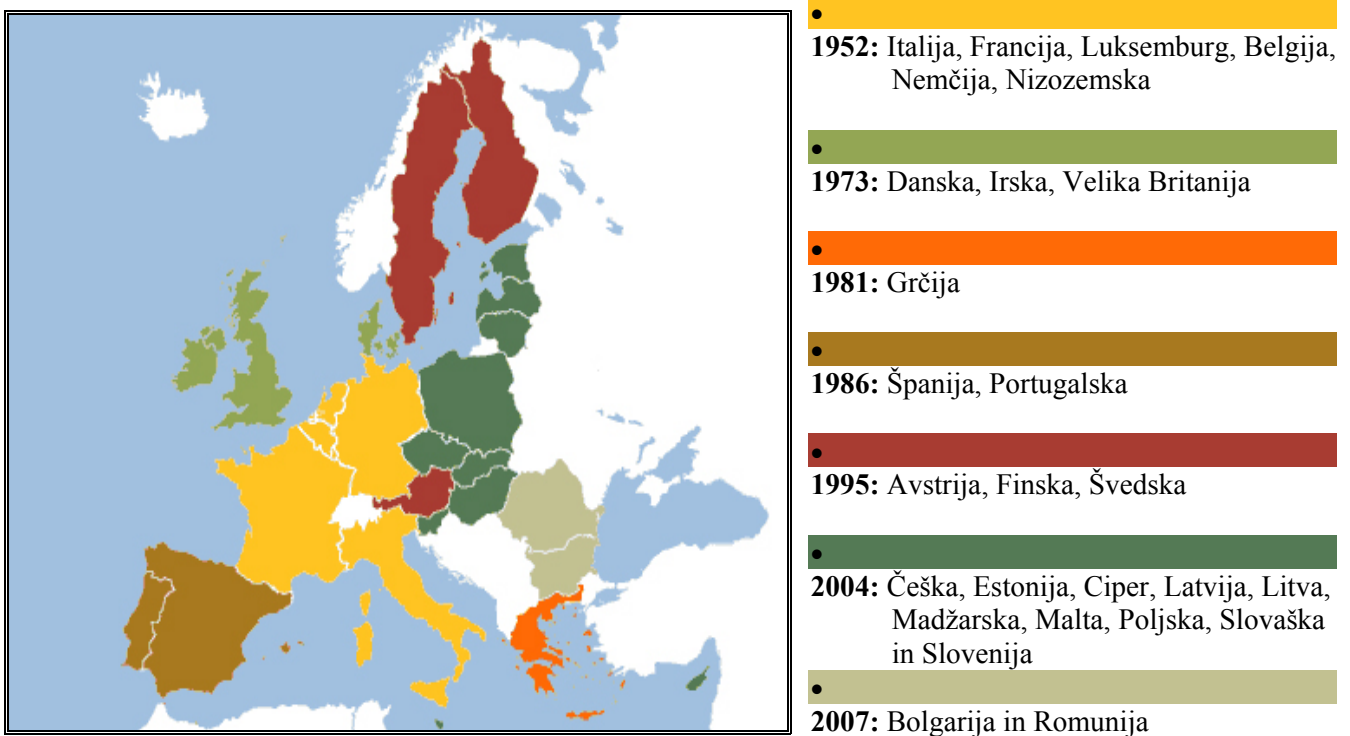
1. Zmanjšanje mej nihanja tečajev valut držav članic, širše smernice ekonomske politike na ravni EGS, koordinacija proračunskih politik, priprava sprememb.
2. Integracija finančnih trgov za oblikovanje prostega pretoka kapitala, progresivna odprava nihanj deviznih tečajev, tesnejša koordinacija kratkoročnih gospodarskih politik ter proračunskih in fiskalnih ukrepov.
3. Nepreklicno fiksiranje tečajev valut, konvergenca ekonomskih politik in ustanovitev sistema centralnih bank na ravni EGS (Banka Slovenije; 2007).

- **1986**
EGS se pridružita še Španija in Portugalska.
- **1986**
Enotni evropski akt ponovno oživi zamisel o ekonomski in monetarni uniji.
- **1988**
Evropski svet oz. predsedniki držav in vlad, potrdijo cilj oblikovanja EMU. Odbor strokovnjakov, na čelu s takratnim predsednikom Evropske komisije Jacquesom Delorsom, preuči možne poti do EMU. V zaključnem poročilu¹³ odbor predlaga prehod do EMU v treh korakih.
- **1989**
Začnejo se pogajanja o Pogodbi o EU. Ta pogodba ustanovi EU in spremeni Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti. Najpomembnejši v njej sta določili o uvedbi EMU in ustanovitvi ECB. Običajno ime zanjo je Maastrichtska pogodba oz. Pogodba o ustanovitvi evropskih skupnosti (v nadaljevanju: PES).
- **1992**
Podpis Maastrichtske pogodbe. Pogodba uvede nove oblike sodelovanja med vladaми držav članic, npr. na področju obrambe, pravosodja ter notranjih in zunanjih zadev. Maastrichtska pogodba z uvedbo mehanizmov medvladnega sodelovanja v obstoječi sistem skupnosti, oblikuje EU.
- **1993**
Maastrichtska pogodba stopi v veljavo po ratifikaciji v vseh takratnih 12 državah članicah EU 1. novembra 1993.
- **1995**
EU se pridružijo še Avstrija, Finska in Švedska.
- **1990 – 1999**
V treh fazah, ki so podrobneje obrazložene v naslednjih točkah tega poglavja, je dosežena EMU.
- **2002**
Uvedba evro bankovcev in kovancev.
- **2003**
Podpis Pristopne pogodbe desetih kandidatk iz bivših socialističnih držav za vstop v EU predstavlja največjo širitev EU v njeni zgodovini.
- **2004**
Evropski uniji se 1. maja pridruži deset novih držav.

¹³ Delorovo poročilo je predlagalo vzpostavitev evropske monetarne institucije, to je Evropskega sistema centralnih bank (v nadaljevanju: ESCB), ki bi bila odgovorna za oblikovanje in izvajanje monetarne politike ter politike deviznega tečaja.

- **2007**

Zadnji dve članici Bolgarija in Romunija sta se EU pridružili 1. januarja 2007. Skupno število držav članic EU torej v začetku leta 2008 znaša 27. V državah EU kljub siceršnji naklonjenosti nadaljnjim širitvam, prevladuje splošno mnenje, da si je potrebno vzeti čas pred nadaljnjo širitvijo in tako zmanjšati potencialna tveganja, ki bi jih nadaljnja širitev prinašala glede gospodarskega, ekonomskega in političnega stanja v EU.

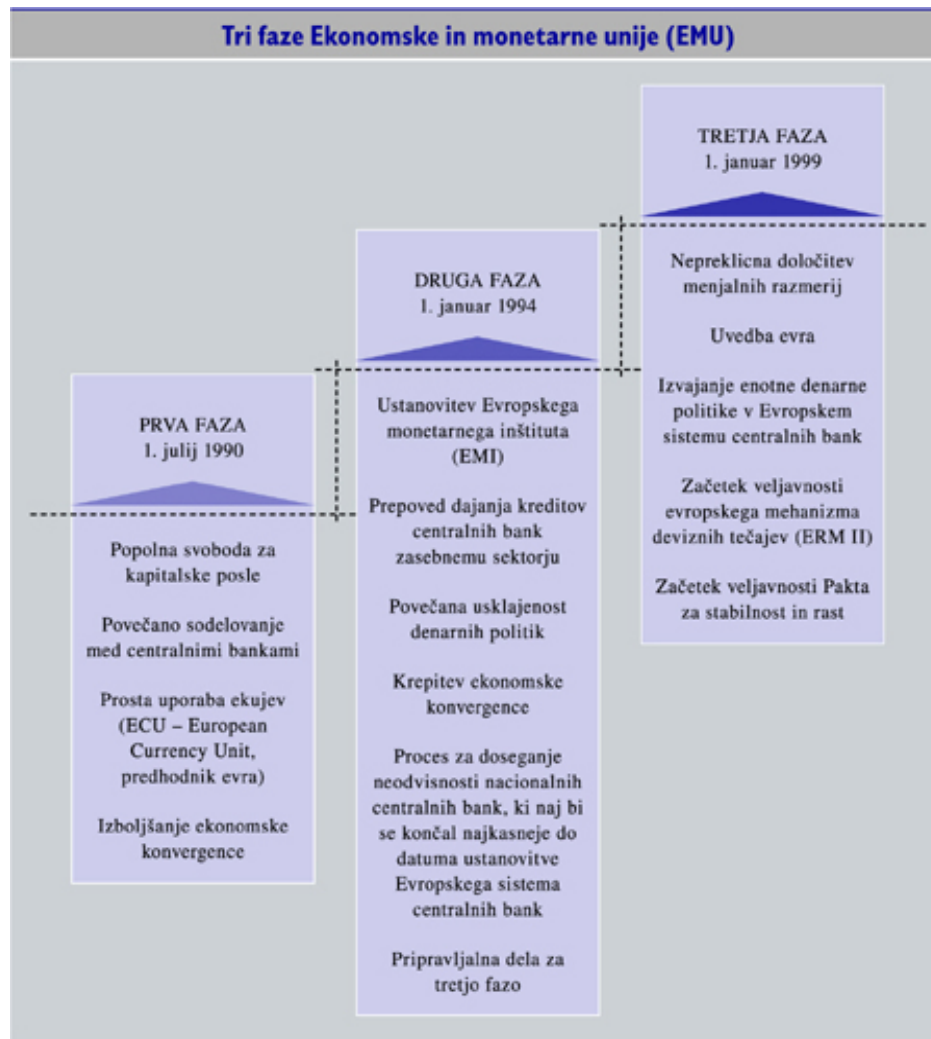


Slika 3.1: Zemljevid širitve EU

Vir: ECB-a; 2007

Ustanovitev ekonomske in monetarne unije

Glede ustanovitve EMU, ki je finančna in politična nadgradnja takratne EGS, je ključno leto 1988, ko je Evropski svet junija potrdil cilje njenega postopnega uresničevanja. Odobril je ustanovitev iniciativnega odbora pod vodstvom Jacquesa Delorsa, takratnega predsednika Evropske komisije, ki naj bi preučil in predlagal konkretne korake na poti do unije. Odbor so sestavljali guvernerji nacionalnih centralnih bank (v nadaljevanju: NCB) posameznih držav članic EGS, poleg njih pa še Alexandre Lamfalussy, takratni generalni direktor Banke za mednarodne poravnave (v nadaljevanju: BIS); Danec in profesor ekonomije Niels Thygesen ter Miguel Boyer, takratni predsednik banke Banco Exterior de España. Odbor je v svojem zaključnem, t.i. Delorsovem poročilu, predlagal oblikovanje EMU v treh ločenih, a evolucijskih korakih. Trije koraki ustanovitve EMU so grafično prikazani na *Sliki 3.2* na naslednji strani magistrskega dela.



Slika 3.2: Tri faze ustanovitve EMU

Vir: ECB-b; 2007

3.2.1 Prva faza EMU

Na osnovi Delorsovega poročila je Evropski svet junija 1989 sklenil, da se prva faza ekonomske in monetarne unije začne 1. julija 1990. Na ta dan so bile v načelu odpravljene vse omejitve za pretok kapitala med državami članicami.

3.2.1.1 Odbor guvernerjev NCB držav članic EGS

Odbor guvernerjev NCB držav članic EGS, ki je od svoje ustanovitve maja 1964 igral vedno pomembnejšo vlogo pri denarnem sodelovanju držav članic EGS, je dobil dodatne pristojnosti. Določene so bile v sklepu Sveta ministrov z 12. marca 1990. Nove naloge so obsegale posvetovanja o usklajevanju monetarnih politik držav članic ter prizadevanja za njihovo večjo usklajenost z namenom doseganja cenovne stabilnosti.

Glede na zapletenost naloge in razmeroma kratek čas, ki je bil na voljo, je Odbor guvernerjev začel tudi pripravljala dela za drugo in tretjo fazo formiranja EMU. V prvem koraku je zbral vsa vprašanja, ki bi jih bilo treba obdelati v začetnem obdobju, oblikoval program dela do konca leta 1993 in v skladu s slednjim določil odgovornosti obstoječih pododborov in delovnih skupin, ki so bile ustanovljene v ta namen.

3.2.1.2 Pravne priprave

Za izpolnitev nalog druge in tretje faze je bilo treba posodobiti Pogodbo o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti (Rimska pogodba) tako, da se je oblikovala potrebna institucionalna struktura. V ta namen je bila sklicana medvladna konferenca o EMU, ki je leta 1991 potekala vzporedno z medvladno konferenco o politični uniji.

Pogajanja so se končala s sprejetjem PES oz. Maastrichtske pogodbe, ki je bila potrjena decembra 1991, predsedniki držav in vlad pa so jo podpisali 7. februarja 1992. Zaradi zamud v ratifikacijskem postopku se PES, ki je spremenila Rimsko pogodbo in med drugim uvedla Protokol o statutu ESCB in ECB ter Protokol o statutu Evropskega monetarnega inštituta (v nadaljevanju EMI), ni začela izvajati do 1. novembra 1993.

3.2.2 Druga faza EMU: ustanovitev EMI in ECB

Ustanovitev EMI 1. januarja 1994 je pomenila začetek druge faze EMU in obenem razpustitev Odbora guvernerjev. Prehodna narava inštituta EMI, je hkrati odražala stanje monetarne integracije znotraj EU. EMI ni bil odgovoren za izvajanje monetarne politike v EU, ta je namreč še vedno ostala v rokah nacionalnih oblasti. EMI tudi ni bil kakor koli pristojen za posege na deviznem trgu. Imel je dve temeljni nalogi:

- krepiti sodelovanje med NCB in usklajevati monetarno politiko ter
- izvesti potrebne priprave za ustanovitev ESCB, priprave za izvajanje enotne monetarne politike in priprave za uvedbo enotne valute v tretji fazi.

EMI je deloval kot forum za posvetovanja ter izmenjavo mnenj in informacij o vprašanih monetarne politike. Obenem je oblikoval zakonski, organizacijski in logistični okvir, ki je bil potreben, da bi ESCB v tretji fazi lahko opravljal svoje naloge.

Decembra 1995 je Evropski svet sklenil, da valuto, ki bo uvedena v tretji fazi, imenuje "evro". Potrdil je, da se tretja faza EMU lahko začne 1. januarja 1999. Objavljen je bil urnik dogodkov za prehod na evro po scenariju, ki je temeljil predvsem na podrobno izoblikovanih predlogih, pripravljenih na inštitutu EMI.

3.2.2.1 Pregled pripravljanih del, ki jih je opravil EMI

V skladu s členom 117 PES (prej člen 109-f) je moral EMI pripraviti zakonski, organizacijski in logistični okvir, na podlagi katerega bi ESCB, ki ga sestavljajo ECB in NCB posameznih držav članic EU, v tretji fazi EMU lahko opravljal svoje delo. Na dan ustanovitve ga je predložil ECB. Tako je bila ena glavnih nalog EMI pripraviti organizacijske in pravne pogoje za ESCB. Ta naj bi začel delovati z začetkom tretje faze (ECB-c; 2007).

Neposredno v skladu z mandatom PES, so bili glavni cilji EMI naslednji:

- pripraviti celoten obseg instrumentov in postopkov za izvajanje enotne monetarne politike v prihodnjem Evro območju in preučiti možne strategije monetarne politike;
- povečati usklajenost zbiranja, urejanja in razpošiljanja pravilno strukturiranih statističnih podatkov o denarju, bančništvu, plačilni bilanci in drugih finančnih dejavnostih;
- razviti okvir za opravljanje deviznih poslov in hrambo ter upravljanje uradnih deviznih rezerv držav članic, ki sodelujejo v Evro območju;
- izboljšati učinkovitost čezmejnih plačilnih transakcij in transakcij za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji in tako okrepiti povezanost evropskega denarnega trga. Glavna naloga v tem okviru je bil razvoj tehnične infrastrukture (sistem za poravnavo, t.i. TARGET), s katerim bi čezmejni plačilni promet v evrih potekal enako nemoteno, kot domači plačilni promet ter
- pripraviti evrske bankovce, vključno z oblikovanjem in tehničnimi specifikacijami.

V okviru nadaljnjih priprav na ustanovitev ESCB, ki so opredeljene tudi v Statutu ESCB in ECB, kot prilogi PES, je EMI prevzel naslednje naloge:

- oblikovanje usklajenih računovodskih pravil in standardov, ki bi omogočali pripravo konsolidirane bilance stanja ESCB za potrebe notranjega in zunanjega poročanja;
- uvedba podpore za informacijske in komunikacijske sisteme, ki je potrebna za izvajanje operativnih in političnih nalog ESCB ter
- določitev načinov, s katerimi bi ESCB lahko prispeval k politiki, ki jo pristojni nadzorni organi izvajajo za zagotavljanje stabilnosti kreditnih institucij in finančnega sistema.

EMI je sodeloval tudi pri pripravi zakonodaje držav članic ESCB in EU v povezavi s prehodom v tretjo fazo EMU, še zlasti pri denarni in finančni zakonodaji, vključno s statuti NCB.

Poleg tega je EMI sodeloval z organi EU pri pripravah na tretjo fazo uvedbe EMU. Predvsem je v tem okviru bodisi v skladu z določili PES ali na prošnjo Evropskega sveta pripravil poročila:

- o scenariju za uvedbo evra;
- o sodelovanju med državami Evro območja in ostalimi državami članicami EU na področju monetarne in devizne politike ter

- o napredku pri izpolnjevanju obveznosti držav članic ESCB za sodelovanje v EMU (t.i. ekonomska in pravna konvergenca).

V skladu z določili statuta je o svojem napredku pri izvajanju pripravljanih del EMI pripravjal redna poročila, med katerimi so najpomembnejša letna poročila za obdobje med leti 1994 in 1997. Poleg tega je januarja 1997 objavil poročilo z opisom specifikacij operativnega okvira ESCB za izvajanje enotne monetarne politike in tako izpolnil določilo PES, da morajo biti specifikacije okvira pripravljene najkasneje do 31. decembra 1996. Trikrat je objavil ločena poročila o napredku pri izpolnjevanju konvergentnih meril. Več specializiranih poročil je obravnavalo vprašanja s področja monetarne politike, devizne politike, plačilnih sistemov in sistemov za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji, statistike, bankovcev in uvedbe evra.

Skupaj z vsemi notranjimi dokumenti o pripravljanih delih, ki jih je s pomočjo NCB posameznih držav članic opravil EMI ter na 45 sestankih v Frankfurtu na Majni med leti 1994 in 1998 odobril Svet EMI, je ECB prejela še obsežno dokumentacijo o konceptualnih in izvedbenih delih ter oblikovnih podrobnostih.

3.2.2.2 Novi mehanizem deviznih tečajev ERM II

Istočasno je EMI dobil nalogo, da pripravi pogoje za prihodnje denarne odnose in menjalna razmerja med Evro območjem in državami članicami EU. Decembra 1996 je EMI Evropskemu svetu predložil svoje poročilo, na katerem je temeljila Resolucija Evropskega sveta o načelih in osnovnih elementih novega mehanizma deviznih tečajev (New Exchange Rate Mechanism, v nadaljevanju: - ERM II), ki je nadomestil ERM iz leta 1979. Resolucija je bila sprejeta junija 1997.

3.2.2.3 Novi bankovci

Decembra 1996 je EMI Evropskemu svetu in kasneje tudi javnosti predstavil izbrana oblikovanja novih evro bankovcev, ki naj bi prišli v obtok 1. januarja 2002.

3.2.2.4 Pakt stabilnosti in rasti

Za dopolnitev določil Pogodbe o EMU, je Evropski svet junija 1997 sprejel Pakt stabilnosti in rasti, ki ga sestavljata dve uredbi. Njegov namen je bil zagotoviti proračunsko disciplino držav članic. Maja 1998 je Svet z novo deklaracijo pakt dopolnil in potrdil odločenost pri njegovem izvajanju.

3.2.2.5 Prvotne udeleženske v EMU

2. maja 1998 je Svet EU, v sestavi predsednikov držav ali vlad, soglasno sklenil, da je 11 držav članic izpolnilo nujne pogoje za sodelovanje v tretji fazi EMU in uvedbo enotne valute 1. januarja 1999.

Prvotne udeleženske v EMU so bile Belgija, Nemčija, Španija, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Finska. Predsedniki držav in vlad so dosegli tudi politično soglasje glede kandidatov za člane Izvršilnega odbora ECB.

3.2.2.6 Priprave na določitev menjalnih razmerij

Prav tako maja 1998 so finančni ministri držav članic EU, ki naj bi sprejele enotno valuto, skupaj z guvernerji NCB teh držav, Evropsko komisijo in EMI, sklenili, da se dvostranski srednji tečajji ERM II za valute sodelujočih držav članic proti evru, uporabijo kot osnova za določitev njihovih nepreklicnih menjalnih razmerij za evro.

3.2.2.7 Imenovanje organov odločanja

25. maja 1998 so vlade 11 sodelujočih držav članic imenovale predsednika, podpredsednika in še štiri člane Izvršilnega odbora ECB. Njihovo imenovanje je začelo veljati 1. junija 1998 in s tem obeležilo ustanovitev ECB. ECB in posamezne NCB sodelujočih držav članic sestavljajo Evrosistem, ki danes v tretji fazi EMU oblikuje in določa enotno monetarno politiko.

Z ustanovitvijo ECB 1. junija 1998 je EMI zaključil svoje delo. V skladu s členom 123 PES (prej člen 109-f) je z ustanovitvijo ECB EMI prenehal obstajati. Vsa pripravljala dela zaupana EMI, so bila opravljena pred rokom in ostanek leta 1998 je ECB posvetila zaključnim preverjanjem sistemov in postopkov pred pričetkom tretje faze EMU.

3.2.3 Tretja faza EMU: nepreklicna določitev menjalnih razmerij

1. januarja 1999 se je z nepreklicno določitvijo menjalnih razmerij za valute 11 prvotnih članic EMU in z izvajanjem enotne monetarne politike, za katero je od navedenega datuma naprej odgovorna ECB, začela tretja in zadnja faza EMU, ki traja še danes.

Število sodelujočih držav članic se je 1. januarja 2001, ko je v tretjo fazo EMU vstopila Grčija, povečalo na 12. Slovenija se je kot 13. članica pridružila 1. januarja 2007, Ciper in Malta pa kot 14. in 15. članica 1. januarja 2008. Po teh datumih so NCB navedenih štirih držav enakopravne članice Evrosistema.

Tretja faza EMU je dolgoročen proces, saj se je vsaka članica EU, tako kot tudi vse bodoče članice, obvezala, da bo v najkrajšem času sprejela skupno evropsko valuto evro. Edini pogoj je, da država izpolnjuje konvergentne kriterije, ki so zapisani v Maastrichtski pogodbi. Edino dve izmed ustanoviteljic enotnega monetarnega sistema, torej ESCB, Danska in Velika Britanija imata v ESCB poseben status, ki sta si ga izborile ob ustanovitvi ESCB. Ta jima omogoča zavlačevanje s prevzemom evra, kljub že

začetnemu izpolnjevanju konvergentnih kriterijev¹⁴. Tradicionalisti pač, kar se ne kaže zgolj pri prevzemu skupne evropske valute, temveč tudi pri prometni ureditvi (vožnja po levi v Združenem kraljestvu) in nasprotovanju enotnemu evropskemu sistemu električnih vtičnic (Danska), itd.. Švedska kot tretja članica ESCB, ki še ni prevzela evra, konvergentnih kriterijev zaradi sorazmerno visoke stopnje socialne zaščite državljanov in s tem povezanih stroškov v okviru proračuna, še ne izpolnjuje.

3.3 Pravne osebe v EMU

Ker sta si Danska in Velika Britanija pri vključevanju v EMU izborile odlog prevzema skupne evropske valute evro, kljub temu, da že od same uvedbe evra izpolnjujeta konvergentne kriterije, sodeluje danes na področju EMU več pravnih subjektov, kot bi jih sicer. Poleg Švedske tudi nekatere pridružene članice EU še ne izpolnjujejo konvergentnih kriterijev, kar prav tako vpliva na večje število pravnih subjektov. Da bi se v nadaljevanju magistrskega dela izognili napačnemu pojmovanju funkcij posameznih pravnih subjektov v EMU, naj v zaključku tega poglavja razložimo še obseg funkcij in delovanja posameznih subjektov (ECB-d; 2007).

3.3.1 Evropski sistem centralnih bank (ESCB)

ESCB sestavljajo ECB in NCB vseh držav članic EU ne glede na to, ali so sprejele skupno evropsko valuto evro ali ne. Torej sestavljajo ESCB tudi Danska, Velika Britanija, Švedska ter preostale pridružene članice EU. ESCB je potrebno razločevati od Evrosistema, ki je njegov del in ne vključuje vseh sedemindvajset NCB, temveč poleg ECB le NCB tistih petnajstih držav, ki so članice denarnega področja evra, to je Evro območja. Države, ki skupne valute niso prevzele in so članice EU, to so Velika Britanija, Švedska in Danska ter vse pridružene članice, ne morejo sodelovati pri vodenju in uveljavljanju skupne monetarne politike ter niso članice Evro območja. NCB so z nastankom ECB izgubile monetarno suverenost in samostojnost ter prevzele funkcijo posrednikov za ECB. Pri tem je potrebno poudariti, da NCB držav članic, ki niso uvedle enotne valute, obdržijo svoja pooblastila na področju monetarne politike v skladu z nacionalnim pravom in zato niso vključene v izvajanje enotne monetarne politike.

¹⁴ Konvergenčni kriteriji, kot jih opredeljuje Maastrichtska pogodba, so sledeči:

- nizka stopnja inflacije: stopnja inflacije ne sme za več kot 1,5 odstotnih točk presegati povprečne stopnje inflacije treh držav članic, ki so dosegle najboljše rezultate glede stabilnosti cen;
- nizka stopnja obrestnih mer: dolgoročne obrestne mere ne smejo presegati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki;
- stabilni tečaji valut: spoštovanje normalnih mej nihanja (plus ali minus 15 odstotnih točk), predvidenih z mehanizmom deviznih tečajev ERM II, vsaj dve leti, brez devalvacije valute nasproti valuti katerekoli druge države članice;
- vzdržni položaj javnih financ: javno-finančni primanjkljaj ne sme presegati 3 odstotke bruto domačega proizvoda (BDP), razen, če je to razmerje znatno in neprestano upadalo ter doseglo raven blizu referenčne vrednosti ali pa je prekoračitev referenčne vrednosti samo izjemna in začasna ter razmerje ostaja blizu referenčne vrednosti; javni dolg tudi ne sme presegati 60 odstotkov BDP, razen, če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost;
- skladnost pravnih redov držav članic, zlasti predpisov, ki se nanašajo na centralne banke, z določili 108. in 109. člena PES in s Statutom ESCB in ECB.

3.3.2 Evrosistem

Evrosistem sestavljajo ECB in NCB tistih držav članic EU, ki so sprejele skupno evropsko valuto evro. Evrosistem je temelj monetarne suverenosti Evro območja, ki je v letu 2007 poslovalo z največjo količino izdane lastne valute. Funkcije in odgovornosti Evrosistema, ECB in posameznih NCB se prepletajo in so posebej opredeljene v naslednjem poglavju magistrskega dela. Evrosistem in ESCB bosta v prihodnosti delovala sočasno tako dolgo, dokler bodo obstajale države članice EU zunaj Evro območja.

3.3.3 NCB kot sestavni del Evrosistema

Vsaka NCB je pravna oseba po nacionalni zakonodaji svoje države. NCB Evro območja, ki so sestavni del Evrosistema, izvajajo naloge, ki so jim bile dodeljene, v skladu s pravili, ki so jih določili organi odločanja ECB. NCB sodelujejo pri delu Evrosistema in ESCB tudi s svojo udeležbo v različnih odborih Evrosistema in ESCB. Na lastno odgovornost lahko opravljajo tudi naloge, ki niso v pristojnosti Evrosistema, razen če Svet ECB ugotovi, da take naloge posegajo v njegove cilje in naloge. Naloge, ki se izvajajo zunaj Evrosistema, se razlikujejo glede na državo in v glavnem obsegajo različne vrste finančnih in upravnih storitev za vlade posameznih držav. Večina NCB na primer samostojno izvaja ali sodeluje pri nadzoru finančnih institucij v svoji državi, mnoge pa imajo npr. lastne tiskarne za izdelavo bankovcev.

3.3.4 Evro območje

Evro območje sestavljajo države članice EU, ki so sprejele skupno valuto evro. S pridružitvijo Malte in Cipra je teh držav z letom 2008 že 15. Na vstop se z letom 2009 pripravljajo še tri pribaltske države in Češka.

3.3.5 Evropska centralna banka (ECB)

ECB je centralna banka za enotno evropsko valuto evro. Glavna naloga ECB je vzdrževati kupno moč evra in s tem stabilnost cen v Evro območju.

Pravna podlaga za enotno denarno politiko sta PES ter Statut ESCB in ECB, na podlagi katerih je ECB pričela delovati 1. junija 1998. ECB je bila ustanovljena kot jedro Evrosistema in ESCB. ECB in NCB posameznih držav članic EU skupaj opravljajo naloge, ki so jim bile zaupane. ECB deluje kot pravna oseba v mednarodnem javnem pravu.

ECB je bila ustanovljena 25. maja 1998, ko so vlade enajstih držav imenovale predsednika (takrat Nizozemec W. F. Duisenberg), podpredsednika in štiri člane izvršnega odbora ECB. Ti so 1. junija 1998 prevzeli zaupane jim dolžnosti. To je zaznamovalo nastanek ECB z namenom, da bi uvedla in upravljala novo valuto, vodila devizno poslovanje, zagotovila nemoteno delovanje plačilnih sistemov ter oblikovala

in izvrševala gospodarsko in monetarno politiko EU. Za sedež ECB je bil izbran Frankfurt na Majni v Nemčiji. Vodenje enote skupne monetarne politike je ECB prevzela šele 1. junija 1999.

V trenutku ustanovitve ECB, so posamezne NCB držav, ki so sprejele evro kot edino valuto, izgubile samostojnost pri izvajanju monetarne politike. Hkrati s pričetkom delovanja ECB, je prenehal delovati EMI, katerega naloga je bila povečati sodelovanje posameznih NCB, usklajevati njihove monetarne politike in tako tlakovati pot za nastanek ECB. Vendar EMI, za razliko od ECB, ni imel možnosti vodenja monetarne politike. Z nastankom ECB je nastal tudi ESCB, ki ga poleg ECB tvorijo posamezne NCB držav članic EU.

Predsednik ECB je danes Jean-Claude Trichet.

POVZETEK POGlavJA

Iz navedenega v tem poglavju je razvidna dolga in naporna pot oblikovanja skupnega evropskega monetarnega sistema, ki danes upravlja z največjim deležem svetovnega kapitala. Nastanek ECB je potekal v nasprotni smeri, kot so se sicer ustanovljale centralne banke v preteklosti. ECB je namreč nastala hkrati z odpovedjo pravicam vodenja lastne monetarne politike takrat uveljavljenih centralnih bank v močnih nacionalnih gospodarstvih in z uveljavljenimi lastnimi valutami, kot so Nemčija, Italija, Francija, Španija itd.. To je brez dvoma precedens v svetovni monetarni zgodovini ter primer odpovedovanja in poguma. Najverjetneje ga je bila zmožna le gospodarsko, moralno in fizično izčrpana Evropa po drugi svetovni vojni. Ta je takrat iskala načine, kako preprečiti ponovno svetovno morijo, ki bi ob njeni ponovitvi z Zemlje zagotovo izbrisala človeštvo. Edini način za to je bil nadzor, najprej nad proizvodnjo jekla in premoga, v nadaljevanju pa je ob hkratnih ekonomskih prednostih, ki jih je povezovanje izkazalo, le to privedlo do oblikovanja enotne monetarne politike. ECB je tako politična in monetarna nadgradnja začetnega gospodarskega povezovanja v povojni Evropi ter vsekakor zgodba o uspehu! Navedeno nikakor ni porok za njen dolgoročni obstoj, saj se ECB za ohranitev njene vloge že napovedujejo spremembe in prilagoditve.

4 ORGANIZIRANOST ECB IN NJENE FUNKCIJE

ECB je od 1. januarja 1999 odgovorna za izvajanje monetarne politike Evro območja, za ZDA največjega gospodarskega sistema na svetu. Evro območje je nastalo, ko so NCB 11 držav članic EU odgovornost za monetarno politiko januarja 1999 prenesle na ECB. Grčija se je pridružila leta 2001, Slovenija leta 2007, Ciper in Malta leta 2008. Evro območje torej v začetku leta 2008 šteje 15 držav članic. Oblikovanje Evro območja in nove nadsacionalne ustanove ECB sta bila mejnika v dolgem in zapletenem procesu evropskega povezovanja.

Za pridružitvev Evro območju je moralo vseh 15 držav izpolniti konvergenčne kriterije, kot jih bodo morale pred prevzemom evra izpolniti tudi druge države članice EU. Kriteriji določajo gospodarske in pravne pogoje, ki jih morajo države izpolnjevati za uspešno sodelovanje v EMU.

4.1 Vloga in funkcije Evrosistema

Zakonski besedili, ki ustanavljata ESCB sta PES in Statut ESCB in ECB. Napisani sta bili ob domnevi, da bodo vse države članice EU sprejele evro za skupno valuto in bo zato ESCB izvajal vse naloge povezane z enotno valuto. Dokler vse države EU ne uvedejo evra, ima glavno vlogo pri vodenju monetarne politike Evrosistem. Izraz Evrosistem tako omogoča lažje razumevanje sestave centralnega bančništva v Evro območju (ECB-e; 2007).

Evrosistem, kot centralno bančni sistem Evro območja, vključuje:

- ECB ter
- NCB petnajstih držav članic EU, katerih skupna valuta je evro.

Evrosistem je torej podmnožica ESCB. Ker odločitve o politiki ECB, na primer o monetarni politiki, veljajo le za države Evro območja, Evrosistem kot skupina dejansko izvaja centralno bančne naloge Evro območja. Tako ECB in NCB skupaj prispevajo k uresničevanju ciljev Evrosistema.

4.1.1 Zakaj sistem in ne ena centralna banka?

Za izbran sistem centralnega bančništva v Evropi, kot ga je po Delorsovem predlogu leta 1989 sprejel Evropski svet v sestavi predsednikov držav in vlad takratnih držav EU in je od leta 1992 zapisan v Maastrichtski pogodbi, obstajajo trije glavni razlogi. Ti so sledeči:

1. delovanje Evrosistema temelji na obstoječih pristojnostih NCB, na njihovi institucionalni sestavi, infrastrukturi, strokovnem znanju in odličnih operativnih zmogljivostih. Poleg tega posamezne NCB poleg nalog, ki jih opravljajo v okviru Evrosistema, izvajajo tudi dodatne naloge za potrebe vlad in drugih nacionalnih institucij.

2. glede na geografsko velikost Evro območja in dober odnos vzpostavljen med poslovnimi bankami in centralno banko v posamezni državi, je bilo primerno, da se kreditnim institucijam omogoči dostop do centralnega bančništva v vsaki sodelujoči državi članici.
3. glede na število držav, jezikov in kultur v Evro območju so bile posamezne NCB, namesto ene naddržavne, najprimernejše, da služijo kot dostopna točka do Evrosistema.

Torej, Delorsova komisija je po skrbnem tehtanju možnih variant, upoštevajoč tehnične, kadrovske, infrastrukturne in informacijske potencialne posamezne NCB ter tudi multikulturalnost in navezanost evropskih narodov na stare valute in svoj jezik, predlagala Evropskemu svetu navedeno obliko delovanja enotne EMU. Hitrost mednarodne uveljavitve evra potrjuje pravilnost takratnega razmišljanje članov Delorsove komisije.

4.1.2 Poslanstvo Evrosistema

"Evrosistem, ki ga sestavljajo ECB in NCB držav članic, ki so sprejele evro, je monetarna oblast Evro območja. Poglavitni cilj vseh, ki sodelujejo v Evrosistemu, je ohranjati cenovno stabilnost v skupno korist vseh državljanov. Deluje tudi kot vodilna finančna ustanova, pri čemer si prizadeva varovati finančno stabilnost ter krepiti evropsko finančno integracijo.

Pri uresničevanju monetarnih ciljev Evrosistem kar največjo pozornost posveča verodostojnosti, zaupanju, preglednosti in odgovornosti. Prizadeva si za učinkovito povezavo z državljani Evrope in z mediji. V odnosih z evropskimi in nacionalnimi oblastmi Evrosistem dosledno spoštuje določila PES ter načelo neodvisnosti.

Tako na strateški kot na operativni ravni Evrosistem prispeva k doseganju skupnih ciljev, upoštevajoč pri tem načelo decentralizacije. Evrosistem je predan gospodarnemu upravljanju ter učinkovitemu in uspešnemu izvajanju nalog, ki so mu zaupane, v duhu sodelovanja in skupinskega dela. Z obsežnimi izkušnjami kot tudi z izmenjavo znanja si Evrosistem v okviru jasno opredeljenih vlog in odgovornosti vseh članic prizadeva krepiti skupno identiteto in enotnost njegovega delovanja ter izkoristiti možnosti sinergij." (ECB-f; 2007)

4.2 Delitev dela v Evrosistemu

V skladu s členom 8 Statuta ESCB in ECB, Evrosistem vodijo organi odločanja ECB. Ti organi v okviru svojih pristojnosti sprejemajo vse sklepe, ki so potrebni za to, da lahko Evrosistem opravlja svoje naloge.

Razen zakonsko določenih nalog, ki jih Statut ESCB in ECB nalaga izključno ECB, v Statutu ni navedeno, v kolikšni meri se morajo politike ECB izvajati prek dejavnosti ECB oziroma posameznih

NCB. Za večino dejavnosti dejanska delitev dela znotraj Evrosistema temelji na načelu decentralizacije. To pomeni, da kolikor je možno in ustrezno, ECB s pomočjo posameznih NCB opravlja posle, za katere je zadolžen Evrosistem (člen 12.1 Statuta ESCB in ECB).

Tako ECB kot tudi posamezne NCB, skupaj prispevajo k uresničevanju skupnih ciljev Evrosistema. ECB pa mora v skladu s členom 9.2 Statuta zagotoviti, da se vse naloge izvajajo pravilno in dosledno po vsem Evro območju. V ta namen lahko ECB posameznim NCB izdaja smernice in navodila. V nadaljevanju te točke so navedene in podrobneje obrazložene osnovne in ostale naloge Evrosistema (ECB-g; 2008).

4.2.1 Osnovne naloge Evrosistema

S sprejetjem PES je ESCB dobil nalogo, da za Skupnost opravlja centralno bančne funkcije. Ker nekatere države članice EU ne sodelujejo v EMU, kar smo predhodno že obrazložili, pomeni izraz ESCB pravzaprav Evrosistem in izraz Skupnost Evro območje. Centralno bančne funkcije, ki se za Evro območje izvajajo v Evrosistemu, so podrobneje navedene v nadaljevanju te točke.

4.2.1.1 Opredelitev in izvajanje monetarne politike

Evrosistem je odgovoren za oblikovanje in izvajanje monetarne politike Evro območja. To je naloga javnega interesa, ki se izpolnjuje predvsem preko bančnih operacij na finančnih trgih. Za to nalogo je pomembno, da ima Evrosistem popoln nadzor nad centralno bančnim denarjem. ECB in posamezne NCB so kot del Evrosistema edine institucije, ki imajo pravico izdajati evro bankovce kot zakonito plačilno sredstvo v Evro območju. Glede na odvisnost bančnega sistema od centralno bančnega denarja, ima Evrosistem torej možnost močno vplivati na razmere na denarnem trgu in z diskrecijsko pravico določanja ključne obrestne mere tudi obrestne mere na njem.

4.2.1.2 Opravljanje deviznih poslov

Devizni posli vplivajo na devizne tečaje in domače likvidnostne razmere. Obe spremenljivki sta pomembni za monetarno politiko. Dodelitev te naloge Evrosistemu je torej logična poleg navedenega tudi zato, ker imajo izključno centralne banke potrebne operativne zmogljivosti za opravljanje deviznih poslov. Poleg tega centralna banka z izvajanjem te naloge zagotavlja, da so devizni posli skladni s cilji monetarne politike Evrosistema.

4.2.1.3 Podpora nemotenega delovanja plačilnih in poravnalnih sistemov

Plačilni in poravnalni sistemi so način za prenos denarja med kreditnimi in drugimi denarnimi institucijami. Zaradi te naloge predstavljajo osrčje finančne infrastrukture gospodarstva. Dejstvo, da je

Evrosistem dobil nalogo podpirati njihovo brežhibno delovanje, kaže na to, kako pomembno je imeti stabilne in učinkovite plačilne in poravnalne sisteme. Ne le za izvajanje monetarne politike, temveč tudi za stabilnost finančnega sistema in celotnega gospodarstva.

4.2.1.4 Hramba in upravljanje deviznih rezerv

Eden najpomembnejših razlogov za upravljanje portfelja deviznih rezerv je zagotoviti, da ima ECB zadostno likvidnost za opravljanje deviznih poslov. Upravljanje deviznih rezerv ECB je trenutno decentralizirano, saj je v rokah posameznih NCB, ki so se odločile, da bodo sodelovale v operativnih dejavnostih upravljanja deviznih rezerv ECB. Pri delu NCB upoštevajo navodila, ki jih dobijo od ECB. Kljub temu da NCB samostojno upravljajo svoje devizne rezerve, morajo biti devizni posli nad določeno mejo odobreni s strani ECB. Namen tega je v zagotovitvi skladnosti politike deviznega tečaja in monetarne politike Evrosistema.

4.2.2 Ostale naloge Evrosistema

Poleg osnovnih nalog opravljanja centralno bančnih funkcij za Evro območje, ki jih je Evrosistem prevzel s sprejetjem PES, opravlja tudi množico drugih nalog, ki so navedene v nadaljevanju te točke.

4.2.2.1 Svetovalne funkcije

Z ECB se je potrebno posvetovati v okviru določenih meja in pogojev, ki jih določata PES in Statut ESCB in ECB in sicer:

- pri katerem koli predlaganem predpisu Evro območja znotraj pristojnosti ECB ter
- pri osnutkih zakonskih določb znotraj pristojnosti ECB, ki jih sprejemajo posamezne nacionalne oblasti držav članic Evro območja.

ECB redno objavlja svoja podana mnenja na njeni spletni strani (ECB-h; 2008).

4.2.2.2 Zbiranje in urejanje statističnih podatkov

ECB s pomočjo NCB zbira vrsto statističnih podatkov, ki so potrebni za izpolnjevanje njenih nalog. Statistični podatki so med drugim bistvenega pomena za mesečno odločitev glede ključnih obrestnih mer, ponudbe denarja na trgu in deviznih tečajev, ker odražajo trenutni položaj gospodarstva Evro območja.

4.2.2.3 Pomoč pri bonitetnemu nadzoru in doseganju finančne stabilnosti

Medtem, ko so pristojne državne oblasti še vedno neposredno odgovorne za doseganje finančne stabilnosti in bonitetni nadzor, je PES Evrosistemu dodelila pomembno nalogo pomoči pri nemotenem

izvajanju politik na teh področjih. Ta naloga, ki se spreminja v skladu s tržnimi in institucionalnimi spremembami, vključuje naslednje tri glavne dejavnosti:

1. spremljava finančne stabilnosti, katere cilj je določiti vire ranljivosti in oceniti, kako vzdržljiv je finančni sistem Evro območja;
2. dajanje nasvetov pristojnim organom glede oblikovanja in spreminjanja finančnih pravil in nadzornih zahtev ter
3. odpiranje ukrepov za vzdrževanje finančne stabilnosti in učinkovito obvladovanje finančnih kriz, vključno z nemotenim sodelovanjem med centralnimi bankami in nadzornimi organi.

4.2.2.4 Izdajanje in skrbništvo nad evro bankovci

Le evrski bankovci imajo status zakonitega plačilnega sredstva v Evro območju. Poleg tega se Evro bankovci uporabljajo tudi na mednarodni ravni. Naloga Evrosistema je zagotoviti nemoteno in učinkovito ponudbo bankovcev ter ohraniti zaupanje širše javnosti v evro kot plačilno sredstvo. Evrosistem zagotavlja neokrnjenost evro bankovcev z opravljanjem raziskovalnih in razvojnih dejavnosti, s spremljanjem in preprečevanjem ponarejanja ter z uporabo skupnih standardov kakovosti in preverjanja pristnosti pri obdelavi bankovcev s strani posameznih NCB, kreditnih institucij in drugih profesionalnih uporabnikov gotovine, na primer podjetij za prevoz gotovine.

4.2.2.5 Mednarodno sodelovanje

Številna vprašanja, npr. svetovna neravnovesja in sistemska makroekonomska in finančna stabilnost, ki so pomembna za opravljanje osnovnih nalog ECB, zlasti za njeno monetarno politiko, imajo vpliv tudi zunaj Evro območja in jih je zato treba reševati na mednarodni ravni. ECB zato sodeluje na mednarodnih forumih, kjer razpravlja o problemih, ki so pomembni za Evrosistem in tako predstavlja njegova stališča. Statut ESCB in ECB določa, da predsednik ECB odloča o tem, kako bo Evrosistem zastopan na področju mednarodnega sodelovanja.

4.2.3 Naloge posameznih NCB

Pri operativni sestavi Evrosistema je upoštevano načelo decentralizacije. Posamezne NCB izvajajo skoraj vse operativne naloge Evrosistema. Pri tem izpolnjujejo sklepe, ki jih centralno sprejme Svet ECB. Posamezne NCB so tako odgovorne za izvajanje sledečih nalog (ECB-i; 2008):

- izvajajo operacije monetarne politike: to pomeni, da posamezne NCB izvajajo dejanske transakcije, kot je npr. oskrbovanje poslovnih bank s centralno bančnim denarjem;
- operativno upravljajo devizne rezerve ECB: ta naloga vključuje izvrševanje in poravnavo transakcij na trgu, ki so potrebne za investiranje deviznih rezerv ECB;

- upravljajo lastne devizne rezerve: načrtovane operacije posameznih NCB na tem področju mora odobriti ECB, ker lahko takšne transakcije vplivajo na devizne tečaje ali domače likvidnostne razmere in presegajo meje določene s smernicami ECB. Namen tega je zagotoviti skladnost z monetarno in tečajno politiko ECB;
- upravljajo in nadzorujejo plačilne in poravnalne sisteme: plačilni in poravnalni sistemi so sredstvo za prenos denarja znotraj bančnega sistema. Vsaka NCB upravlja in nadzoruje lasten nacionalni plačilni in poravnalni sistem. Ti so med seboj povezani in tvorijo Plačilni in poravnalni sistem za evro (v nadaljevanju: TARGET). Obstajajo tudi zasebni plačilni sistemi in sistemi poravnave poslov z vrednostnimi papirji, ki jih je treba nadzorovati, da bi zagotovili njihovo nemoteno delovanje;
- skupaj z ECB izdajajo bankovce: tako ECB kot tudi posamezne NCB izdajajo evro bankovce. Vse bankovce dajejo v obtok NCB, ki skrbijo za zadostno oskrbo z evro bankovci, tako da objavljajo letna naročila za izdelavo bankovcev in na ravni Evrosistema upravljajo zaloge evro bankovcev. ECB usklajuje obe dejavnosti. NCB sprejemajo ukrepe, da bi dosegle visoko kakovost evro bankovcev v obtoku in analizirale ponaredke;
- v sodelovanju z vladami posameznih držav, ki so tudi lastnice kovane gotovine, samostojno izdajajo evro kovance, ki imajo skupno prednjo stran, zadnjo pa oblikujejo posamezne države same;
- zbirajo statistične podatke in nudijo pomoč ECB: ECB pri izvajanju monetarne politike in opravljanju ostalih nalog Evrosistema potrebuje vrsto ekonomskih in finančnih podatkov. Glavna področja, kjer NCB zbirajo podatke od nacionalnih finančnih institucij, so denar, bančni in finančni trgi, plačilnobilančna statistika in mednarodne rezerve Evrosistema ter finančni računi;
- opravljajo funkcije zunaj ESCB: NCB lahko opravljajo tudi funkcije, ki niso navedene v Statutu ESCB in ECB, razen če Svet ECB z dvotretjinsko večino oddanih glasov ugotovi, da so te funkcije v nasprotju s cilji in nalogami ESCB. Te funkcije, ki jih NCB izvajajo na lastno odgovornost in za svoj račun, ne veljajo za sestavni del funkcij ESCB.

4.2.4 Naloge ECB

V nasprotju z NCB, izvaja ECB le majhno število nalog. Delo ECB se osredotoča predvsem na oblikovanje monetarnih politik in na preverjanje doslednega delovanja NCB v skladu z njenimi sklepi (ECB-j: 2008).

ECB je zlasti odgovorna, da:

- opredeli politike Evrosistema: Svet ECB je odgovoren za monetarno politiko v zvezi z enotno valuto. To vključuje opredelitev stabilnosti cen, analizo inflacijskih tveganj itd;

- sprejema odločitve glede operacij monetarne politike ter jih usklajuje in nadzira: ECB daje navodila posameznim NCB o podrobnostih v zvezi s potrebnimi operacijami (o vrednosti, času, datumu itd.) in preverja ali je bilo njihovo izvajanje uspešno;
- sprejema pravne predpise: v okviru strogo določenih meja lahko organi odločanja znotraj Evrosistema izdajajo obvezujoče pravne predpise (npr. smernice in navodila) in tako zagotovijo, da posamezne NCB dosledno izvajajo decentralizirane operacije. Poleg tega lahko v okviru določenih meja sprejemajo uredbe in odločbe, ki so zavezujoče zunaj Evrosistema;
- daje dovoljenje za izdajanje bankovcev: to obsega strateško načrtovanje in koordinacijo tiskanja in izdajanja evro bankovcev. Nadalje ECB usklajuje raziskovalne in razvojne dejavnosti Evrosistema ter zagotavlja varno in kakovostno izdelavo evro bankovcev. V okviru ECB delujeta tudi Center za analizo ponaredkov, ki analizira in klasificira ponaredke evra ter vzdržuje osrednjo bazo podatkov o ponaredkih evro bankovcev. Mednarodni center za preprečevanje ponarejanja, ki spodbuja mednarodno sodelovanje med centralnimi bankami glede preprečevanja ponarejanja deluje pod pokroviteljstvom guvernerjev NCB iz najbolj razvitih držav skupine G7;
- posega na deviznih trgih: če je potrebno, ECB skupaj s posameznimi NCB izvaja posege na deviznih trgih. To vključuje nakup in/ali prodajo vrednostnih papirjev na deviznih trgih;
- sodeluje na mednarodni in evropski ravni: da bi lahko predstavila svoja stališča na mednarodni in evropski ravni, ECB sodeluje na srečanjih različnih mednarodnih in evropskih forumov. Decembra 1998 je ECB kot edina centralna banka na svetu dobila status opazovalke pri IMF. Danes sodeluje pri vseh zasedanjih Izvršilnega odbora IMF, na katerih obravnavajo teme, pomembne za EMU. Zato je ustanovila tudi svoje stalno predstavništvo v Washingtonu. Poleg tega sodeluje na srečanjih skupin G7 in G20 ter na Forumu za finančno stabilnost. Na evropski ravni je predsednik ECB redno vabljen na uradna srečanja Evro območja in neuradne mesečne sestanke finančnih ministrov Evro območja. ECB lahko sodeluje tudi na srečanjih Sveta EU, kadar razpravljajo o temah, ki so povezane s cilji in nalogami Evrosistema.

Nadalje je ECB ravno tako odgovorna, da:

- izdaja obvezna poročila: obveznosti glede poročanja so določene v Statutu ESCB in ECB (v členu 15). ECB izdaja mesečni bilten, konsolidirani računovodski izkaz Evrosistema in svoje letno poročilo;
- spremlja finančna tveganja: to vključuje ocenjevanje tveganja vrednostnih papirjev, bodisi kupljenih kot investicija lastnih sredstev in deviznih rezerv ECB, bodisi prejetih kot zavarovanje v kreditnih poslih Evrosistema;
- opravlja svetovalne funkcije za institucije EU in posamezne nacionalne organe: ECB sprejema "mnenja" glede osnutkov evropske in nacionalne zakonodaje na področju pristojnosti ECB;

- vodi informacijske sisteme: ECB in posamezne NCB so ustanovile številne skupne operativne sisteme za lažje izvajanje decentraliziranih operacij. Ti sistemi zagotavljajo logistično podporo funkcionalni celovitosti Evrosistema. Obsegajo informacijske sisteme, uporabniške programe in postopke. Organizirani so centralno, v sistemu pa ECB predstavlja osrednje vozlišče, v katerega se stekajo podatki iz ostalih NCB;
- strateško in taktično upravlja devizne rezerve ECB: to vključuje opredelitev dolgoročno želenega razmerja med tveganjem in donosnostjo za devizne rezerve (strateška razporeditev sredstev), določanje razmerja med tveganjem in donosnostjo glede na prevladujoče razmere na trgu (taktična razporeditev sredstev) ter oblikovanje smernic za investiranje, kot tudi celotnega operativnega okvira.

4.3 Pravni status ECB

ECB je pravna oseba, katere lastnice in delničarke so posamezne NCB, ki so vanjo vložile svoja sredstva. Kapital ECB je na dan 31.10.2007 znašal 4.127.136.230,00 €. Posamezne NCB so edine vpisnice in lastnice kapitala ECB. Delež posamezne NCB se določi v skladu s ključem za vpis kapitala ECB. Pri določitvi ključa se upošteva delež prebivalstva in delež BDP posamezne države članice Evro območja. NCB držav članic EU, ki so uvedle evro, so vplačale celoten delež v kapitalu ECB. NCB članic EU, ki še niso uvedle evra, niso vplačale svojega deleža v celoti, temveč so vplačale 7 % zneska, ki bi ga sicer morale vplačati, če bi uvedle evro. Zato jim ne pripada delež v dobičku ECB, prav tako jim ni potrebno pokrivati morebitne izgube. Trenutno skupni znesek vplačanega vpisanega kapitala ECB vseh NCB držav članic Evro območja, znaša nekaj nad 4 milijarde EUR. Glede na delež v kapitalu ECB poteka tudi delitev najmanj 80 % deleža dobička. Ostalo, torej največ 20 % letnega dobička oz. največ 100 % vrednosti kapitala, gre v rezerve ECB. V primeru izgube se ta poplača iz rezerv in če je potrebno tudi iz denarnih prihodkov. Deleži posameznih NCB v kapitalu ECB se glede na spremembo zgoraj omenjenega ključa, torej števila prebivalcev in višine BDP, prilagajajo vsakih pet let (Schoeller, 2005: 48).

NCB držav članic Evro območja morajo na ECB prenesti del svojih deviznih rezerv. Pri tem ECB določi skupno vrednost vseh svojih deviznih rezerv. Posamezna NCB Evro območja vplača tolikšen del te skupne vrednosti, kot izhaja iz njenega ključa za vpis kapitala ECB. Skupni znesek deviznih rezerv ECB je bil januarja 2006 42,2 mrd €. Za delež deviznih rezerv, ki ga mora posamezna NCB Evro območja prenesti na ECB, je predpisana tudi valutna struktura (85 % v USD ali JPY in 15 % v zlatu) ter oblika finančnih instrumentov. Del deviznih rezerv, ki ni bil prenesen na ECB, še vedno ostane v upravljanju pri posamezni NCB.

Podatki o deležih kapitala ter o vplačanem kapitalu posamezne NCB na dan 31.10.2007 so predstavljeni v *Tabeli 4.1* na naslednji strani magistrskega dela.

Nacionalne centralne banke	Delež kapitala v %		Vplačani kapital 31.10.2007 v €
	Pred 01.05.2004	Po 01.05.2004	
Belgija	2,8297	2,4708	142.334.199,56
Nemčija	23,4040	20,5211	1.182.149.240,19
Grčija	2,1614	1,8168	104.659.532,85
Španija	8,7801	7,5498	434.917.735,09
Francija	16,5175	14,3875	828.813.864,42
Irska	1,0254	0,8885	51.183.396,60
Italija	14,5726	12,5297	721.792.464,09
Luksemburg	0,1708	0,1575	9.073.027,53
Nizozemska	4,4323	3,8937	224.302.522,60
Avstrija	2,3019	2,0159	116.128.991,78
Portugalska	2,0129	1,7137	98.720.300,22
Finska	1,4298	1,2448	71.708.601,11
Slovenija	0,0000	0,3194	18.399.523,77
Vsota za Evro območje	79,6384	69,5092	4.004.183.399,81
Danska	1,7216	1,5138	6.104.332,92
Švedska	2,6636	2,3313	9.400.866,26
Velika Britanija	15,9764	13,9337	56.187.041,67
Delna vsota za začetno skupino NCB držav nečlanic Evro območja	20,3616	17,7788	71.692.240,85
Bolgarija	0,0000	0,8833	3.561.868,99
Češka	0,0000	1,3880	5.597.049,87
Estonija	0,0000	0,1703	686.727,37
Ciper	0,0000	0,1249	503.653,84
Latvija	0,0000	0,2813	1.134.330,06
Litva	0,0000	0,4178	1.684.760,40
Madžarska	0,0000	1,3141	5.299.051,33
Malta	0,0000	0,0622	250.818,81
Poljska	0,0000	4,8748	19.657.418,83
Romunija	0,0000	2,5188	10.156.951,89
Slovaška	0,0000	0,6765	2.727.956,95
Delna vsota za NCB ostalih držav nečlanic Evro območja	0,0000	12,7120	51.260.589,34
Skupaj	100,0000	100,0000	4.127.136.230,00

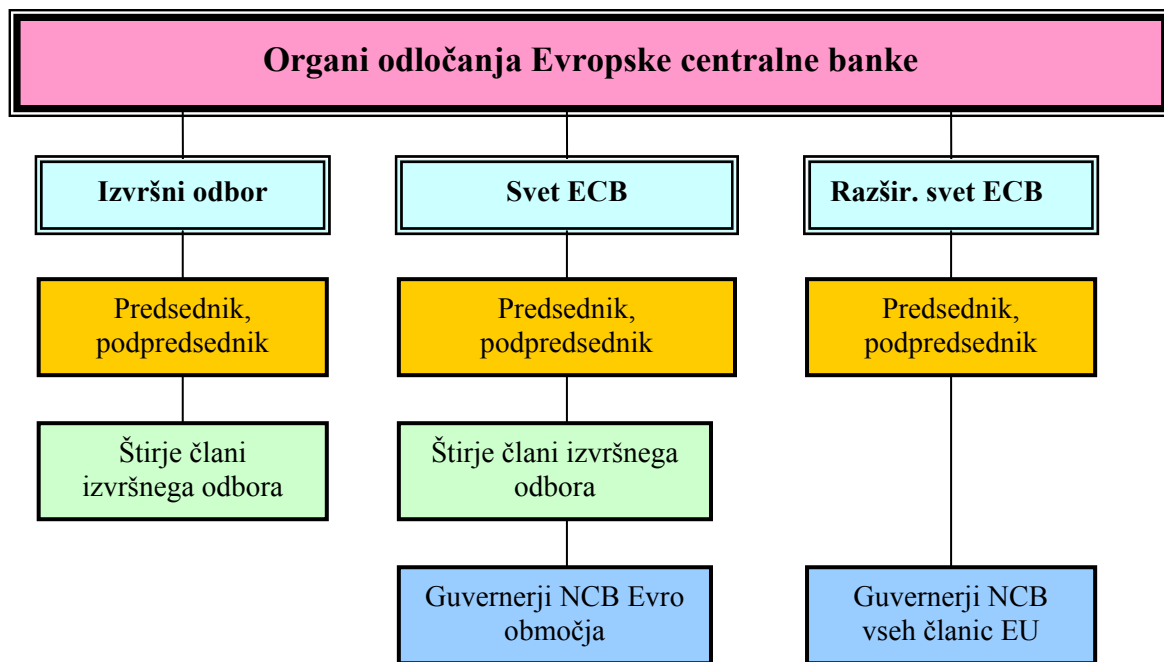
Tabela 4.1: Delež posameznih NCB v skupnem kapitalu ECB

Vir: ECB-k; 2007

4.4 Sestava ECB

Upravno telo ECB sestavljajo Svet ECB (Governing Council), ki je sestavljen iz šestih članov izvršnega odbora (Executive Board) in guvernerjev vseh NCB iz 13 držav Evro območja. Svet ECB torej po vstopu Malte in Cipra v Evro območje sestavlja 21 članov.

Organizacijska shema krovnega managementa ECB je predstavljena na *Sliki 4.3* na naslednji strani magistrskega dela.



Slika 4.3: Sestava ECB

Vir: ECB-I; 2004

Svet ECB predstavlja najvišji odločitveni organ ECB. Svet ECB oblikuje monetarno politiko Evro območja, kar pomeni, da določa obrestne mere in višino obveznih rezerv. Poleg tega skrbi za primerno ponudbo denarja na finančnih trgih ter valutna menjalna razmerja. Svet ECB sprejema tudi strateške odločitve in smernice, ki so potrebne za uresničitev želene politike ECB.

Izvršilni odbor trenutno sestavljajo predsednik Jean-Claude Trichet, podpredsednik Lucas D. Papademos in štirje člani Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Jürgen Stark in Gertrude Tumpel-Gugerell. Člani izvršilnega odbora ECB morajo biti izkušeni iz monetarnega oziroma bančnega področja. Njihov mandat traja osem let in je neobnovljiv. Imenovani so ob soglasju predstavnikov vlad držav članic in po priporočilu Evropskega sveta. Ta se pred tem posvetuje še z Evropskim parlamentom in Svetom ECB.

Kot že rečeno, mandat šestih članov izvršnega odbora traja osem let, vendar so imeli člani prvega izvršnega odbora ob imenovanju izjemoma različno dolžino mandatorov. Razlog za to je potreba v kontinuiteti dela v ECB, saj se tako vsako leto zamenja le po en oziroma največ dva člana. Prekrivanje mandatorov članov izvršilnega odbora ECB je pomembno, saj bi popolnoma nova zasedba lahko povzročila izgubo zaupanja v uspešnost nadaljnega vodenja monetarne politike. Vsak član izvršnega odbora ima po en glas, odločitve se navadno sprejemajo z enostavno večino.

Glavne naloge izvršilnega odbora ECB so (ECB: ESCB in Evro sistem; 2007):

- izvrševanje monetarne politike ECB v skladu z odločitvami Sveta ECB;
- dajanje potrebnih navodil posameznim NCB držav članic ESCB ter
- izvrševanje nalog, katere je na njega prenesel Svet ECB.

Odločanje v Svetu ECB poteka z navadno večino, kjer ima vsak član en glas. V primeru izenačenosti je odločilen glas predsednika. Člani izvršilnega odbora nimajo glasovalne pravice pri odločanju o razdelitvi dobička. V tem primeru glasujejo le guvernerji posameznih NCB in sicer z dvotretjinsko večino. Število glasov posameznega guvernerja je v sorazmerju z njegovim deležem v kapitalu ECB.

Dokler obstajajo države članice EU, ki niso uvedle evra, obstaja kot tretji organ odločanja ECB Razširjeni svet ECB (General Council). Člani Razširjenega sveta so predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji NCB vseh držav članic EU. Ostale funkcije, ki jih opravlja razširjeni svet ECB, so sledeče:

- svetovanje ECB;
- zbiranje statističnih podatkov;
- sodelovanje pri pripravi letnih poročil ECB;
- skupaj s posameznimi NCB se dogovarja o standardizaciji poročanja o delovanju NCB;
- sodeluje pri oblikovanju pogojev za zaposlovanje oseb v ECB;
- ocenjuje sistem, ki določa višino predpisanega kapitala za članice ECB ter
- ocenjuje potrebne priprave za dokončno fiksiranje menjalnih tečajev držav članic z znižanjem napram evru.

Pri opravljanju nalog ESCB sodelujejo tudi različni odbori. V njih sodelujejo strokovnjaki iz posameznih NCB in ECB, ki s svojim znanjem iz različnih področij, na katerih delajo, prispevajo k uspešnejšemu sprejemanju odločitev.

Pomembno vlogo igra tudi samostojnost in neodvisnost ECB, ki ji omogoča učinkovito uresničevanje izbranih ciljev.

Niti ECB, niti posamezne NCB, niti kateri koli član organov odločanja, ne sme od ustanov ali organov EU, vlade katere koli države članice EU ali katerega koli drugega organa zahtevati ali sprejemati navodil. Ustanove in organi EU morajo spoštovati to načelo in si ne smejo prizadevati, da bi vplivali na člane organov odločanja ECB.

Guvernerjem posameznih NCB in članom Izvršilnega odbora je zagotovljena varnost mandata na sledeč način:

- najmanj 5-letni mandat za guvernerje NCB, ki se lahko ponavlja;
- enkratni 8-letni mandat za člane Izvršilnega odbora ECB;

- razrešitev le v primeru nezmožnosti opravljati delo ali hujše kršitve pravnih aktov, ki določajo pravila delovanja ESCB ter
- za razreševanje sporov je pristojno Sodišče Evropskih skupnosti.

ECB organom EU ali enotam nacionalnih javnih sektorjev ne sme dajati posojil. S tem je dodatno zaščiten pred morebitnim vplivom državnih oblasti. ECB ima na voljo instrumente in pristojnosti, ki so potrebni za izvajanje učinkovite monetarne politike v Evro območju in je pooblaščen, da samostojno odloča, kdaj in kako jih bo uporabila.

ECB ima pravico, da sprejme zavezujoče predpise v obsegu, ki je potreben za izvajanje nalog ESCB in v nekaterih drugih primerih, določenih v posameznih aktih Sveta EU.

ECB mora biti neodvisna centralna banka, če želi ohraniti svojo legitimnost. Za svoja dejanja pri izvajanju mandata je odgovorna demokratičnim ustanovam in splošni javnosti v EU. ECB ima jasno začrtane obveznosti poročanja v zvezi s svojim delom, ki so določene v 15. členu Statuta ESCB in ECB.

V skladu s Statutom je ECB dolžna objavljati četrtletna poročila o dejavnostih Evrosistema in konsolidirani tedenski računovodski izkaz. Poleg tega mora pripraviti letno poročilo o svojih dejavnostih in monetarni politiki preteklega in tekočega leta. Letno poročilo mora obravnavati Evropski parlament, Svet EU, Evropska komisija in Evropski svet.

V okviru iz statuta izhajajočih obveznosti, ECB redno objavlja:

- mesečni bilten (poleg četrtletnega biltena);
- konsolidirani tedenski računovodski izkaz ter
- letna poročila.

4.5 Sistem spremljanja ciljev monetarne politike ECB

ECB je za svoj glavni cilj izbrala stabilnost cen, kar je določeno tudi v njenem statutu in ki se meri s harmoniziranim indeksom potrošniških cen. Harmoniziran indeks potrošniških cen je seštevek ponderiranih indeksov cen držav Evro območja. Njegova rast na letnem nivoju ne bi smela presegati 2 %. Hkrati z zgornjo mejo inflacije je postavljena tudi spodnja meja, saj tudi deflacija ni zaželena. Cilj je postavljen srednjeročno.

Razlogov, da si je ECB za svoj primarni cilj izbrala stabilnost cen, je več. Stabilnost cen je predpogoj za dobro sodelujoče tržno gospodarstvo, saj pospešuje gospodarsko rast in pripomore k učinkoviti porabi sredstev. Cena inflacije oziroma deflacije je sicer lahko zelo visoka. Stabilnost cen je hkrati pripomogla k relativno hitri uveljavitvi nove valute, ki je v letu 2007 postala tudi valuta z

največjim obsegom gotovine v obtoku na svetu. Slednje je nedvomno edinstven uspeh v zgodovini bančništva.

ECB ima v rokah instrumente monetarne politike, s katerimi poskuša dogajanje v gospodarstvu Evro območja usmerjati proti svojemu končnemu cilju. Ker se posledice intervencij z instrumenti takoj ne odražajo tudi na stabilnosti cen, mora ECB zasledovati vmesne cilje. Z njimi kontrolira pravilnost svoje izbire. ECB je pri vmesnih ciljih izbrala svojo pot, ki je bila neobičajna in drugačna od izbire ostalih centralnih bank. ECB ne zasleduje nobenega neposrednega vmesnega cilja. Izoblikovan ima sistem dveh stebrov, s katerima proučuje rizike zastavljenega doseganja oz. nedoseganja stabilnosti cen. Tak pristop je bil potrjen s strani Sveta ECB v mesecu maju 2003.

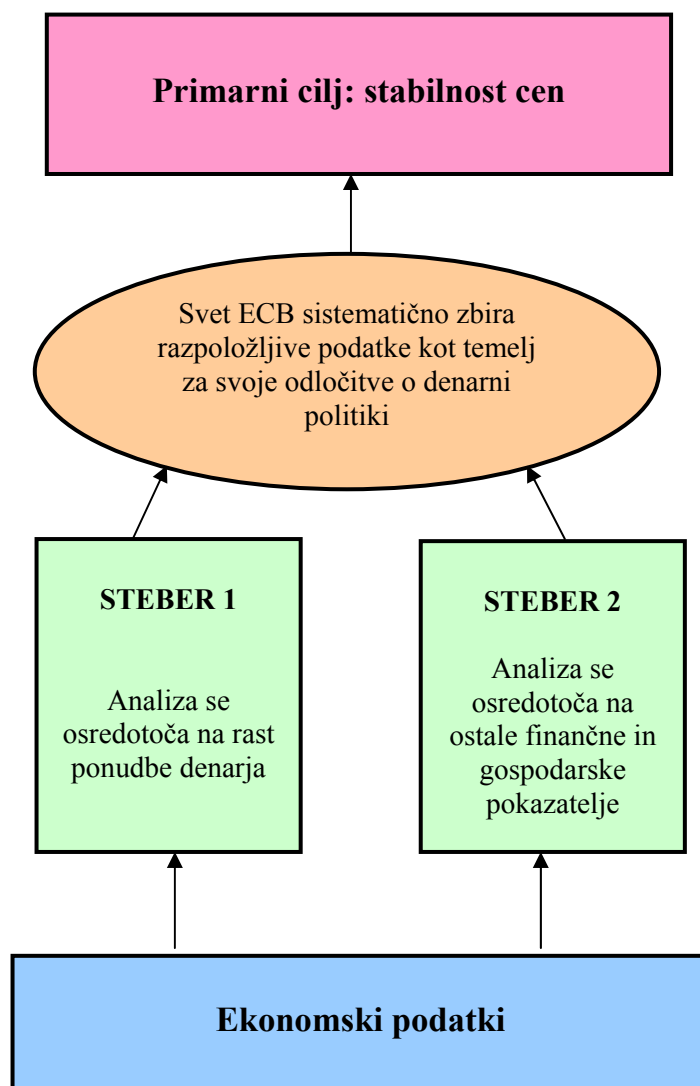
Da bi čim bolj sledila cilju stabilnosti cen, mora ECB neprestano nadzorovati ekonomski razvoj. V skladu s strategijo ECB, njene odločitve povezane z monetarno politiko temeljijo na analizi tveganj stabilnosti cen. Analiza temelji na dveh komplementarnih pokazateljih bodoče rasti cen. Prvi pokazatelj je usmerjen na kratke do srednjeročne determinante razvoja rasti cen, s poudarkom na aktivnosti in finančnem stanju gospodarstva. Upošteva dejstvo, da se cena oblikuje pod vplivom ponudbe in povpraševanja na vseh oblikah trgov. Ta del analize imenujemo gospodarska analiza ali prvi steber.

V tem okviru ECB proučuje in opazuje gibanja plač, obrestnih mer, cene dobrin, fiskalno politiko v posameznih državah Evro območja, domače finančne pogoje in stroške, zunanje povpraševanje itd. Iz tako oblikovane kompleksne analize stanja v posameznih narodnih gospodarstvih Evro območja, oblikuje predvideno gibanje inflacije na kratki in srednji rok.

S pomočjo drugega stebra ECB opisano analizo razširi še na srednji in dolgi rok. V monetarni analizi ali drugem stebru, ECB opazuje celo vrsto monetarnih in kreditnih indikatorjev, analizira sestavo denarnega agregata M3, spremembe v njegovi sestavi in velikosti ter gibanje posameznih komponent denarnega agregata. Korelacija med dolgoročnim trendom rasti M3 in stabilnostjo cen je veliko večja od povezanosti kratkoročnega gibanja M3 in nivoja cen. V monetarni analizi ali drugem stebru je poudarek na dolgoročnih dogajanjih, predvsem na povezavi med količino denarja in cenami na dolgi rok.

Sistem dveh stebrov je celostna analiza gospodarskih dogajanj. Ta pokaže ali trenutno stanje in pričakovane spremembe ogrožajo stabilnost cen. Če jo, potem ECB s svojimi monetarnimi instrumenti na trgih intervenira tako dolgo, dokler ni doseženo željeno stanje. Sistem dveh stebrov je zasnovan z namenom, da se med ocenjevanjem posameznih tveganj, povezanih s stabilnostjo cen, ne spregleda nobena pomembna informacija in se pozornost pri ocenjevanju tveganja stabilnosti cen usmeri v pravo smer. ECB javnosti prenaša sporočilo diverzificirane analize in zagotavlja jasno določanje, ki temelji na različnih analitičnih pristopih. (ECB – I; 2004)

Poenostavljen prikaz sistema dveh stebrov oblikovanja monetarne politike ECB je predstavljen na *Sliki 4.4* na naslednji strani magistrskega dela.



Slika 4.4: Sistem dveh stebrov

Lastni vir

POVZETEK POGLAVJA

V tem poglavju smo opisali Evrosistem kot celoto, njegove osnovne in ostale naloge, zadolžitve in odgovornosti ter njihovo razmejitev med posameznimi NCB in ECB. Ker se določene članice ESCB kljub izpolnjevanju konvergenčnih kriterijev za prevzem evra, to je Maastrichtskih kriterijev, niso odločile prevzeti skupno evropsko valuto (Danska in Velika Britanija) in ker poleg Švedske še večina pridruženih članic ne izpolnjuje teh meril, je evropski monetarni sistem obsežnejši kot bi bil sicer. Torej, vzporedno delujeta ESCB, v katerem se vodi več različnih monetarnih politik ter Evrosistem, v katerem poleg enotne monetarne politike, ki jo vodi ECB, posamezne vlade držav članic vodijo samostojne fiskalne politike.

Zgodovinsko dejstvo finančnih sistemov in s tem zdravih javnih financ v posameznem sistemu je, da jih je edino možno kvalitetno uravnati v razumnem sozvočju monetarne in fiskalne politike. Aktualna oblast v posamezni državi članici Evrosistema vodi svojo fiskalno politiko, ki je uravnotežena s političnimi cilji aktualne politike na oblasti. Ker so politični cilji v posameznih državah različni, se postavlja vprašanje, v kakšni meri je monetarna politika ECB usklajena s političnimi cilji in posledično s fiskalnimi politikami, ki jih aktualne oblasti v posameznih državah članicah vodijo. Zagotovo monetarna politika ne more slediti fiskalnim politikam vseh držav članic Evrosistema že zaradi različnih stopenj razvoja javno političnih ciljev v posameznih državah (razvoj gospodarstva, zdravstva, znanosti, cestnega omrežja, itd.) (Jacquet; 2001)!

Druga težava ECB pri vodenju ustrezne monetarne politike je, da je bil ESCB v času svoje ustanovitve relativno homogen sistem držav z usklajenim zgodovinsko kulturnim razvojem, gospodarskim razvojem, višino BDP, stabilnimi valutami, itd.. O tej homogenosti danes ne moremo več govoriti, saj so vsi navedeni kazalci z vstopom novih držav v Evro območje postali močno različni. Ker tudi monetarna politika vpliva na stanje teh kazalcev v posamezni državi, je seveda njeno ustrezno vodenje težje, kot je bilo na začetku.

Težave zaradi neusklajenosti monetarne politike ECB in fiskalnih politik posameznih držav članic Evrosistema, ki so v zadnjih letih vse bolj očitne, so kot tretjič tudi posledica statutarne odločitve ECB, da je edini cilj njenega delovanja stabilnost cen, ki ga pooseblja tako imenovani "nemški model centralnega bančništva". Tak je bil ob ustanovitvi ESCB predlog Delorsove komisije. Statut ESCB in ECB določa njen proračun, ki je neodvisen od proračuna EU in s tem omogoča, da ECB deluje popolnoma neodvisno od finančnih interesov EU. Statut ESCB in ECB tudi določa, da ne more nobena institucija sama vplivati na monetarno politiko ECB. Prav tako tudi ne more nobena NCB sama preglasiti odločitve ECB, ki torej deluje res samostojno (European Commission; 2002). V ozadju te odločitve o politični neodvisnosti oziroma samostojnosti ECB se skriva eden vodilnih "spopadov" v ekonomiji v zadnjem stoletju. V času nastanka EU sta se v svetu razvila predvsem dva modela centralnega bančništva: angleško-francoski in nemški model. Oba se razlikujeta predvsem v ciljih in neodvisnosti centralne banke. Angleško-francoski model zasleduje predvsem več ciljev, torej stabilnost cen, visoko zaposlenost, finančno stabilnost, stabilnost gospodarskih ciklov, gospodarsko rast, itd.. Po drugi strani je nemški model usmerjen izključno v stabilnost cen, kar lahko zgodovinsko gledano razumemo kot strah pred hiperinflacijo v dvajsetih letih dvajsetega stoletja in njenih katastrofalnih posledicah. Nemški model je poleg tega politično neodvisen, medtem ko se angleško-francoski model zanaša na delno sodelovanje vlade (vladna potrditev centralno bančnih ukrepov). Očitno je prevladal nemški model, saj je ECB ena najbolj neodvisnih centralnih bank. Njen primarni cilj je spremljanje stabilnosti cen. Jezik snovalcev Statuta ESCB in ECB je še bolj protiinflacijsko in politično neodvisno obarvan kot tisti, uporabljen npr. v statutu nemške Bundesbank. Tukaj ne gre samo za prevlado nemške politike pri ustanavljanju EU, temveč tudi za t.i. "monetarno kontrarevolucijo" (Deutsche Bundesbank; 2007).

Za neodvisnost so se ustanovitelji odločili predvsem, ker lahko centralna banka, ki je popolnoma neodvisna od državnih tvorb, bolje zagotavlja doseganje primarnega cilja ECB, to je stabilnosti cen. To izhaja predvsem iz dejstev, da neodvisna centralna banka deluje bolj objektivno in ima bolj dolgoročno naravnano politiko, kot bolj administrativno obarvane institucije, ki navsezadnje skrbijo predvsem za politični ugled (volilni glasovi!). Zato omejevanje inflacije ne postavljajo vedno za svoj primarni cilj, predvsem zaradi 'trade-off' efekta med drugimi javno političnimi cilji (polna zaposlenost, visoka rast BDP, ustrezni izdatki za znanost, zdravstvo, vojaško industrijo, ekologijo itd.) (Van Bergeijk; 2000).

Priznati pa moramo, da je bila prav izbira nemškega modela za v celoti neodvisno ECB nedvomno edina ustreznna izbira glede uveljavitve nove valute. Po šestih letih uvedbe gotovine nove valute, je evro valuta z največjim obsegom izdane gotovine na svetu, torej se največ blaga v svetu plačuje prav z evrom. Ta delež se s postopnim prehajanjem naftnih poslov na evro še povečuje.

5 MONETARNA POLITIKA ECB

V prejšnjem poglavju smo navedli osnovni cilj delovanja ECB, to je sledenje stabilnosti cen. Evropski svet je leta 1989 sprejel poročilo Delorsove komisije, ki je opredeljevalo postopke glede formiranja EMU. Vsebina tega poročila je bila vključena tudi v Maastrichtsko pogodbo oz. PES, ki je bila kot ustanovni akt EU sprejeta leta 1992. Maastrichtska pogodba je pravni temelj Statuta ESCB in ECB, ki natančno opredeljuje naloge in cilje delovanja Evrosistema, katerega del je ECB. ECB pri svojem delovanju zasleduje le stabilnost cen in jo razume kot edinega pokazatelja zdravega gospodarstva in finančnega sistema.

V luči težav, ki spremljajo ECB pri doseganju osnovnega cilja v zadnjih letih, se seveda postavlja vprašanje zakaj je temu tako oz. ali je en in edini cilj delovanja ECB res ustrezen ter ali je ECB v politično gospodarskem sistemu, kot je EU, res (lahko) popolnoma neodvisna monetarna institucija?

Ker je ECB zaradi načina nastanka unikum v centralno bančni zgodovini, se z dolžino trajanja njenega delovanja pojavlja vedno več vprašanj o njeni resnični neodvisnosti. Hkrati se kaže tudi potreba po spremembah v njenem načinu delovanja. Nedvomno je osnovno vprašanje, ki se tiče učinkovitosti ECB, ali je možno uspešno dosegati cilje monetarne politike ob hkratni razdrobljenosti fiskalnih politik po posameznih državah članicah Evro območja. Maastrichtski oz. konvergenčni kriteriji sicer določajo okvire fiskalne politike posamezne države oz. njene vlade, vendar le ti (danes še) niso obvezni. Tudi cena denarja, ki naj bi jo določala vsakokratna ključna obrestna mera ECB, je ob različnih inflacijah lahko zelo relativna in lahko v državah z višjo inflacijo vodi v zadolževanje in pretirano trošenje, v državah z nižjo inflacijo pa v recesijo. Vse to bistveno vpliva na najrazličnejše gospodarske kazalnike kot so stopnja zaposlenosti, višina investicij v znanje, ekologijo, zdravstvo, itd., razvojno usmerjenost gospodarstva, pokojninsko blagajno, skratka na obsežen segment družbenega življenja, katerega usmerjajo javne politike.

Da bi lahko odgovorili na vprašanje učinkovitosti monetarne politike ECB ter s tem odprli razpravo o njeni neodvisnosti in posledični odprtosti oz. odpornosti za vpliv javnih politik, si v tem poglavju magistrskega dela pogledimo osnovne segmente monetarne politike ECB.

Monetarna politika ECB in tudi vseh ostalih centralnih bank se v osnovi loči na primarno ter sekundarno politiko. Primarno monetarno politiko predstavljajo instrumenti monetarne politike. Z njimi ECB na sekundarni strani monetarne politike implementira kratkoročno obrestno mero na denarnem trgu preko napovedi ključnih obrestnih mer. Le te veljajo za signal o usmeritvi monetarne politike, kar pomeni upravljanje likvidnosti na denarnem trgu oz. bančnem sistemu ter vodenje politike menjalnega deviznega tečaja.

Instrumenti primarnega dela monetarne politike ECB so sledeči:

- operacije na odprtem trgu;
- odprta ponudba bankam ter
- obvezne rezerve poslovnih bank.

Sekundarni del monetarne politike ECB, ki odraža implementacijo instrumentov primarne strani monetarne politike, pa predstavljajo:

- določanje ključnih obrestnih mer;
- upravljanje likvidnosti bančnega sistema ter
- politika deviznega tečaja.

V tem poglavju si podrobneje oglejmo značilnosti instrumentov monetarne politike ECB, ki predstavljajo njen primarni del ter njihovo implementacijo v sekundarnem delu monetarne politike.

5.1 Instrumenti monetarne politike ECB

Za dosego svojega osnovnega cilja, to je stabilne ravni cen, ima ECB na voljo različne instrumente, ki omogočajo ustrezno in uspešno sekundarno implementacijo monetarne politike. Monetarna politika se izvaja preko transmisijskega mehanizma, ki udejanja osnovno strategijo oblikovanja monetarne politike ECB, to je stabilnosti cen.

Tako monetarna politika kot transmisijski mehanizem imata posebno vlogo pri njeni implementaciji. Izbrana strategija monetarne politike določi, na katerem denarnem trgu je treba vzdrževati stabilno raven cen, transmisijski mehanizem pa na kakšen način z uporabo instrumentov monetarne politike ta cilj doseči.

ECB upravlja s kratkoročno obrestno mero na denarnem trgu preko napovedi ključnih obrestnih mer, ki veljajo za signal o usmeritvi njene monetarne politike ter z upravljanjem likvidnosti na denarnem trgu. Ker je edina izdajateljica bankovcev, ima monopol pri ponudbi denarja poslovnim bankam in posledično gospodarstvu. Zaradi tega lahko upravlja z likvidnostjo na denarnem trgu in vpliva na višino ključne obrestne mere in s tem na ceno denarja.

Transmisijski mehanizem ECB skuša pri svojem delovanju slediti načelom, zapisanim v členu 105 PES. Poleg tega je treba upoštevati še načela delovanja ECB, ki jih lahko strnemo v naslednje točke (ECB-m; 2007):

- načelo učinkovite učinkovitosti (zmožnost, da transmisijski mehanizem čim hitreje in natančneje udejani želeno monetarno politiko - najpomembnejše načelo);
- načelo enakega obravnavanja finančnih institucij in harmonizacija pravil in postopkov;

- načelo decentralizacije implementacije monetarne politike (ECB je koordinator, izvršujejo jo posamezne NCB);
- načelo transparentnosti;
- načelo kontinuitete (postopki in instrumenti monetarne politike se naj ne bi pogosto in bistveno spreminjali);
- načelo varnosti (ECB poskuša zagotoviti minimalno izpostavljenost finančnim in operativnim tveganjem) ter
- načelo stroškovne učinkovitosti.

Instrumente monetarne politike ECB lahko razdelimo v tri skupine, ki se med seboj ločijo po namenu, načinu izvajanja, ročnosti, itd. Te so: operacije na odprtem trgu, odprta ponudba bankam in obvezne rezerve. V *Tabeli 5.2* na naslednji strani magistrskega dela je predstavljena vsebina prvih dveh instrumentov, v nadaljevanju pa so najprej podrobneje predstavljene operacije na odprtem trgu, v naslednjih točkah pa še ostale.

5.1.1 Operacije odprtega trga

Operacije na odprtem trgu igrajo pomembno vlogo v monetarni politiki Evro območja. Z njimi se uravnavajo obrestne mere likvidnosti in so hkrati tudi signal o poziciji monetarne politike. ECB z določanjem višine ključnih obrestnih mer namreč sporoča pozicijo monetarne politike. Glede na namen in postopek izvajanja operacij na odprtem trgu, lahko te operacije razdelimo na naslednje štiri kategorije:

- operacije glavnega refinanciranja;
- operacije dolgoročnega refinanciranja;
- operacije finega uravnavanja ter
- strukturne operacije.

ECB za izvrševanje operacij odprtega trga uporablja pet vrst transakcij oziroma poslov. Na grobo jih lahko razdelimo na začasne in dokončne.

Prve imenujemo tudi repo posle, pri katerih ob nakupu oziroma prodaji čez čas sledi nasprotna transakcija. Pri dokončnih transakcijah se aktiva kupi ali proda, vendar kasneje ne sledi nasprotni posel. Aktiva pri dokončnih transakcijah dejansko preide na kupca. Dokončne transakcije ECB uporablja, ko želi uravnati likvidnost bančnega sistema s pomočjo dodatnih likvidnih sredstev oziroma absorbirati presežna likvidna sredstva.

Pri repo transakcijah, ECB kot jamstvo za posojila dobi prvovrstno aktivo. Kasneje aktivo posojilojemalec odkupi nazaj, vendar po višji ceni, ki je odvisna od časa trajanja posojila. Razlika v ceni se pojavi zaradi implikacije obrestne mere na dano posojilo. Obrestna mera se obračuna za čas trajanja operacije na odprtem trgu glede na število dni.

Operacije monetarne politike	Vrste transakcij		Dospelost	Pogostost	Postopek
	Povečevanje likvidnosti	Zmanjševanje likvidnosti			
Operacije odprtega trga					
Operacije glavnega refinanciranja	Povratne transakcije	-	En teden	Tedensko	Standardne avkcije
Operacije dolgoročnega refinanciranja	Povratne transakcije	-	Tri mesece	Mesečno	Standardne avkcije
Operacije finega uravnavanja	Povratne transakcije, začasni nakup/prodaja deviz	Povratne transakcije, zbiranje vezanih depozitov, začasni nakup/prodaja deviz	Nestand.	Občasno	Hitre avkcije, dvostranski postopki
	Dokončni nakupi	Dokončne prodaje	-	Občasno	Dvostranski postopki
Strukturne operacije	Povratne transakcije	Izdaja dolžniških certifikatov	Stand./ nestand.	Redno/ občasno	Standardne avkcije
	Dokončni nakupi	Dokončne prodaje	-	Občasno	Dvostranski postopki
Odrta ponudba bankam					
Odrta ponudba mejnega posojanja	Povratne transakcije	-	Čez noč	Dnevno	Dostop po uradnem preudarku nasprotnih strank
Odrta ponudba deponiranja likvidnosti čez noč	-	Depoziti	Čez noč	Dnevno	Dostop po prostem preudarku nasprotnih strank

Tabela 5.2: Vrste operacij monetarne politike

Vir: ECB-n; 2005

Neposredne transakcije (Outright transactions) odprtega trga se nanašajo na operacije, kjer ECB kupuje ali prodaja sredstva neposredno na trgu. Te transakcije se uporabljajo le pri finem uravnavanju in strukturnih operacijah.

Valutna zamenjava (Foreign exchange swaps), ki jo uporablja ECB za izvajanje monetarne politike, poteka ob sočasni "spot" in "forward" transakciji evra napram tujim valutam. Transakcija se uporablja pri finem uravnavanju predvsem za uravnoveženje likvidnosti in posledično vplivanju na obrestno mero.

Pri zbiranju depozitov s fiksno obrestno mero, ECB pozove zainteresirane institucije, da položijo sredstva po fiksno določeni obrestni meri v NCB držav, kjer so institucije ustanovljene. Takšno zbiranje depozitov je namenjeno le finemu uravnavanju z namenom, da se absorbira presežna likvidnost s trga.

ECB izvede izdajo dolžniških vrednostnih papirjev (Debt certificates), če želi spremeniti strukturni položaj Evrosistema napram finančnemu sektorju ali zmanjšati likvidnost na denarnem trgu. Ta način se uporablja pri strukturnih operacijah.

Kot že rečeno, lahko glede na njihove cilje, rednost in postopke, operacije odprtega trga Evro območja razdelimo na naslednje štiri kategorije.

5.1.1.1 Operacije glavnega refinanciranja

Glavno refinanciranje je najpomembnejši instrument operacij odprtega trga in hkrati monetarne politike ECB. Izvaja se redno, enkrat tedensko s pomočjo avkcije. K avkciji lahko pristopijo vse institucije Evrosistema, ki izpolnjujejo točno določene kriterije. Avkcija se lahko izvaja ob upoštevanju fiksne ali variabilne obrestne mere. Namenjena je zagotavljanju likvidnosti na finančnih trgih, njena zapadlost se je v letu 2004 z dveh tednov skrajšala na en teden. Izvrši se decentralizirano preko posameznih NCB članic Evrosistema.

5.1.1.2 Operacije dolgoročnega refinanciranja

Poleg tedenskega refinanciranja ECB izvršuje tudi mesečno refinanciranje z dospelostjo tri mesece. Namen operacij dolgoročnega refinanciranja je zagotoviti dolgoročno likvidnost bančnemu sistemu. Tak način refinanciranja je koristen tudi zato, da se prepreči tedensko obračanje likvidnih sredstev na finančnem trgu. Tako kot operacije glavnega refinanciranja, se tudi dolgoročne operacije izvajajo decentralizirano na standardnih avkcijah preko posameznih NCB članic Evrosistema. Ker ECB ne želi premočno vplivati na obrestno mero na denarnem trgu (za več kot eno točko do obdobja zapadlosti), se avkcija izvaja ob upoštevanju spremenljive obrestne mere. V prvih mesecih delovanja tega instrumenta, se je uporabljal sistem ene obrestne mere, po tem obdobju pa je v uporabi sistem več obrestnih mer. Vse te obrestne mere so seveda v sistemu spremenljive obrestne mere.

5.1.1.3 Operacije finega uravnavanja

ECB izvaja tudi operacije odprtega trga, ki temeljijo na načelu "ad hoc". To so operacije finega uravnavanja. Instrument se ne izvaja ob točno določenem času, prav tako ni določena dospelost. Fino

uravnavanje je namenjeno uravnavanju likvidnosti in sicer preko zagotavljanja likvidnostnih sredstev oziroma absorpcije le teh. Uporabi se predvsem, ko pride do nepričakovane fluktuacije likvidnosti ali ob izrednih dogodkih. V zadnjem obdobju je uporaba tega instrumenta bolj pogosta. Še posebej je bila ta operacija pogosto in z veliko likvidnosti uporabljena v letu 2007 za premoščanje likvidnostnih težav poslovnih bank kot posledice hipotekarne krize v ZDA. Instrument se izvaja s hitro avkcijo¹⁵, ki traja 90 minut (od objave do sporočitve rezultatov avkcije) ali z bilateralnimi dogovori, ko se posamezne NCB dogovorijo s posamezno institucijo o transakciji sredstev. Instrument se izvaja decentralizirano, vendar ga lahko zaradi hitrega reagiranja, ki ga ta instrument omogoča, ECB izvede sama. ECB je avkcijo izvajala sama v času hipotekarne krize v ZDA v letu 2007.

5.1.1.4 Strukturne operacije

ECB s strukturnimi operacijami spreminja strukturni položaj denarnega trga. Lahko se uporabljajo za zagotovitev dodatne likvidnosti ali za absorpcijo presežne likvidnosti. Ta instrument se uporablja decentralizirano, s standardno avkcijo, v obliki repo transakcije, neposredne transakcije ali izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev. V primeru dokončnih transakcij ECB uporabi hitro avkcijo. Termini za strukturne operacije so lahko redni ali izredni, dospelost pa ni vnaprej določena. Instrument se uporablja za zagotavljanje in absorpcijo likvidnostnih sredstev. V operaciji lahko sodelujejo vse institucije, ki izpolnjujejo ustrezne kriterije. Instrument strukturnih operacij je ECB doslej uporabila le izjemoma.

5.1.2 Odprta ponudba bankam

"Odprta ponudba bankam ima namen zagotavljanje likvidnostnih sredstev in absorpcijo le teh. Izvaja se preko pologa depozitov oziroma dviga posojil čez noč. Obrestna mera, ki jo za ta instrument določa ECB, je eden od vzvodov monetarne politike" (Krašovec; 2002: 21). Obrestne mere, ki jih ECB aplicira na dva instrumenta znotraj odprte ponudbe bankam, so za banke najmanj ugodne. ECB z odprto ponudbo bankam nima namena neposredno vplivati na denarni trg, temveč z določitvijo (dveh) obrestnih mer zgolj določi minimalno in maksimalno obrestno mero, znotraj katerih se nato gibljejo tržne obrestne mere za deponirana oziroma posojena sredstva preko noči. Odprta ponudba bankam je instrument, ki ga finančne institucije lahko uporabijo kot pomoč pri doseganju minimalnih rezerv. Pobuda za izvedbo tega instrumenta je na strani bank. Odprto ponudbo bankam ločimo na dva dela.

5.1.2.1 Odprta ponudba mejnega posojanja

V okviru možnosti zadolževanja (Marginal lending facility) se lahko finančne institucije čez noč zadolžijo pri ECB. Do tega instrumenta se dostopa decentralizirano, preko posameznih NCB. Obrestna mera, ki jo ECB aplicira na ta instrument, je najvišja za zadolžitve preko noči in predstavlja zgornjo mejo,

¹⁵ Postopki pri izvajanju monetarnih instrumentov so natančneje navedeni v nadaljevanju tega poglavja.

do katere sežejo obrestne mere na denarnem trgu. Zadolževanje poteka na osnovičasne transakcije, ko se za prejeta sredstva zastavi ustrezna aktiva (lastništvo aktive se prenese na ECB) ali na osnovi lombardnega posojila (aktiva ostane v lastništvu finančne institucije, ki se zadolžuje). Posojilo preko noči dobi avtomatično vsaka banka, ki je na koncu dneva neto dolžnik napram ECB, oziroma tista, ki za posojilo zaprosi.

5.1.2.2 Odprta ponudba deponiranja likvidnosti čez noč

V okviru drugega instrumenta lahko banke deponirajo presežna likvidnostna sredstva pri ECB preko noči. Vloge se obrestujejo po najnižji obrestni meri, t.i. ključni obrestni meri¹⁶, ki jo ECB objavi vnaprej. ECB za prejete depozite ne daje jamstev.

Uporaba obeh instrumentov s strani bank se bistveno poveča v zadnjih dneh pred potekom enomesečnega obdobja, v katerem se izračunava zahtevana povprečna višina minimalnih rezerv. Za oba instrumenta velja, da ne obstaja meja v višini sredstev, ki jih lahko ECB posodi oziroma sprejme kot depozit. ECB bo dana instrumenta uporabljala tako, da bo dosegala glavni cilj. V tem smislu lahko kadarkoli spremeni pogoje posojanja sredstev oziroma sprejemanja depozitov. Lahko tega tudi zavrne oziroma posamezne institucije omeji pri uporabi instrumentov odprte ponudbe bankam.

5.1.3 Zahtevane minimalne rezerve poslovnih bank

"Da bi lahko vplivali na kratkoročne obrestne mere ali obrestne mere denarnega trga, morajo biti banke v takšnem stanju, da potrebujejo likvidnost od NCB in jo dobijo od nje prek diskonta, začasnih prodaj ustreznega premoženja NCB ali lombardnih posojil" (Ribnikar – I; 2003: 54). Torej so lahko obrestne mere v Evro območju le rezultat implementacije tistega dela monetarne politike ECB, ki uravnava minimalne rezerve posameznih poslovnih bank.

ECB zahteva od posameznih poslovnih bank in kreditnih institucij, da držijo na računih pri posamezni NCB minimalne zahtevane rezerve. Banke, ki izdajajo knjižni denar, morajo imeti vedno dovolj sredstev, da lahko v vsakem trenutku svoj denar zamenjajo s primarnim, to je denarjem centralne banke (bankovci in kovanci). Zato morajo hraniti določene rezerve, ki se definirajo kot odstotek od bančnih vlog, ki so v pasivi bančne bilance ali česa drugega v premoženjski bilanci banke¹⁷.

Sistem minimalnih rezerv znotraj Evrosistema temelji na 19. členu Statuta EC in ESCB. Sistem minimalnih rezerv naj bi stabiliziral denarni trg obrestnih mer, okreпил strukturo pomanjkanja likvidnosti

¹⁶ Ključna obrestna mera je hkrati spodnja meja, do katere sežejo tržne obrestne mere poslovnih bank.

¹⁷ Višina obveznih rezerv, ki jih mora hraniti posamezna banka se izračuna tako, da se osnova za rezervo pomnoži z odstotkom, ki ga določi ECB. Možnost je, da se odšteje olajšava v višini 100.000 evrov, kar predvsem institucijam, ki morajo držati nizke obvezne rezerve, zmanjšuje stroške tega hranjenja.

in prispeval h kontroli denarne ekspanzije. Znesek zahtevanih rezerv, ki jih mora držati posamezna institucija, je določen glede na osnovo za rezervo, le-ta pa je določena glede na elemente v njeni računovodski bilanci.

Tabela 5.3 prikazuje glavne vrste obveznosti poslovnih bank, katere so vključene v osnovo za rezervo. Za določitev zahtevanih rezerv posamezne poslovne banke ali kreditne institucije se osnovo za rezervo pomnoži s kvocientom rezerv. ECB pri večini postavk, ki so vključene v osnovo za rezervo, uporablja enotni pozitivni kvocient rezerv, ki dolgoročno znaša 2 %.

A) Obveznosti, za katere velja pozitiven kvocient rezerv
depoziti (depoziti čez noč, depoziti z dospelostjo do 2. let in depoziti na vpoklic)
dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo do 2. let
B) Obveznosti, za katere velja nični kvocient rezerv
depoziti (depoziti z dospelostjo daljšo od 2. let in depoziti na vpoklic)
dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo, daljšo od 2. let
reodkupni sporazumi
Skupaj rezervna osnova A + B

Tabela 5.3: Obveznosti kreditnih institucij, ki so vključene v rezerve

Vir: ECB-o; 2004: 77

Kot lahko vidimo iz zgornje tabele niti dolgoročne obveznosti, niti reodkupni sporazumi niso predmet pozitivnega kvocienta rezerv. Z namenom zmanjšanja administrativnih stroškov, ki nastajajo zaradi upravljanja zelo nizkih zahtevanih rezerv, lahko institucije odštejejo pavšal¹⁸ v vrednosti 100.000 evrov od njihovih zahtevanih rezerv.

Sistem minimalnih rezerv naj ne bi predstavljal dodatnega bremena za bančni sistem v Evro območju in naj ne bi oviral učinkovite alokacije virov. Prav zato se bankam in kreditnim institucijam obrestujejo sredstva, ki jih držijo pri NCB kot zahtevane rezerve. Povračilo kreditnim institucijam je izvedeno na podlagi povprečja rezerv v vzdrževanem obdobju, preračunano glede na število koledarskih dni.

Izračunavanje povprečnih rezerv omogoča poslovnim bankam in kreditnim institucijam, da izravnajo dnevna likvidnostna nihanja. Prehodno neravnotežje je lahko kompenzirano z nasprotnim neravnotežjem v rezervah, ki je ustvarjeno v istem vzdrževalnem obdobju. Nadomestilo¹⁹ omogoča kreditnim

¹⁸ Angleški strokovni izraz: "lump sum".

¹⁹ Angleški strokovni izraz: "averaging provision".

institucijam ustvarjanje profita s posojanjem na trgu in hkratnim vodenjem deficita v rezervah v obdobjih, ko so kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu nad pričakovanimi ob koncu vzdrževanega obdobja. V nasprotnem primeru si lahko kreditne institucije sposojajo na trgu in vodijo rezervni presežek. Medčasovna arbitraža zagotavlja enakost skozi celotno vzdrževano obdobje med tekočo obrestno mero in pričakovano kratkoročno obrestno mero na denarnem trgu ob koncu vsakokratnega vzdrževanega obdobja.

Pri licitacijah s fiksno obrestno mero se obrestne mere obrestujejo po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja in sicer le za zahtevane rezerve. Pri licitacijah z variabilno obrestno mero in minimalno ponudbeno obrestno mero, se obrestne rezerve obrestujejo v posameznem obdobju vzdrževanja zahtevanih rezerv po obrestni meri, ki je izračunana kot povprečje najnižjih še sprejetih obrestnih mer na licitacijah v tem obdobju (Lozej, 2000: 29-30). Seveda banki ni potrebno, da dnevno vzdržuje zahtevano raven obveznih rezerv; pomembno je, da je mesečno povprečje višine rezerv na nivoju, ki se izračuna iz rezervne osnove. Če banka ne izpolni svoje obveznosti hranjenja zahtevane ravni rezerv, je podvržena sankcijam.

Zavezanci za sistem obveznih rezerv so:

- bančne institucije s sedežem v Evro območju ter
- bančne institucije, ki so sicer ustanovljene izven Evro območja, a imajo podružnico v državi Evro območja.

5.1.4 Postopki izvajanja operacij

Kot je omenjeno že v predhodni vsebini tega poglavja, se operacije monetarnih instrumentov izvajajo na različne načine. Večina prek avkcij in manjši del prek dvostranskih postopkov. Operacije odprtega trga Evrosistema se običajno, kadar gre za povratne transakcije, izvajajo v obliki avkcijskih postopkov, pri dokončnih transakcijah pa se uporabljajo dvostranski postopki. Pri izvajanju operacij mora biti ECB pozorna, da je nasprotna stran pri transakciji ustrezna ter da finančna aktiva, ki jo dobi kot jamstvo pri povratnih transakcijah, zadovoljuje ustrezne kriterije. Potek postopkov za dodeljevanje sredstev, izbiro ustrezne nasprotne strani in določanje ustreznih sredstev za zavarovanje bomo spoznali v nadaljevanju.

5.1.4.1 Avkcijski postopki

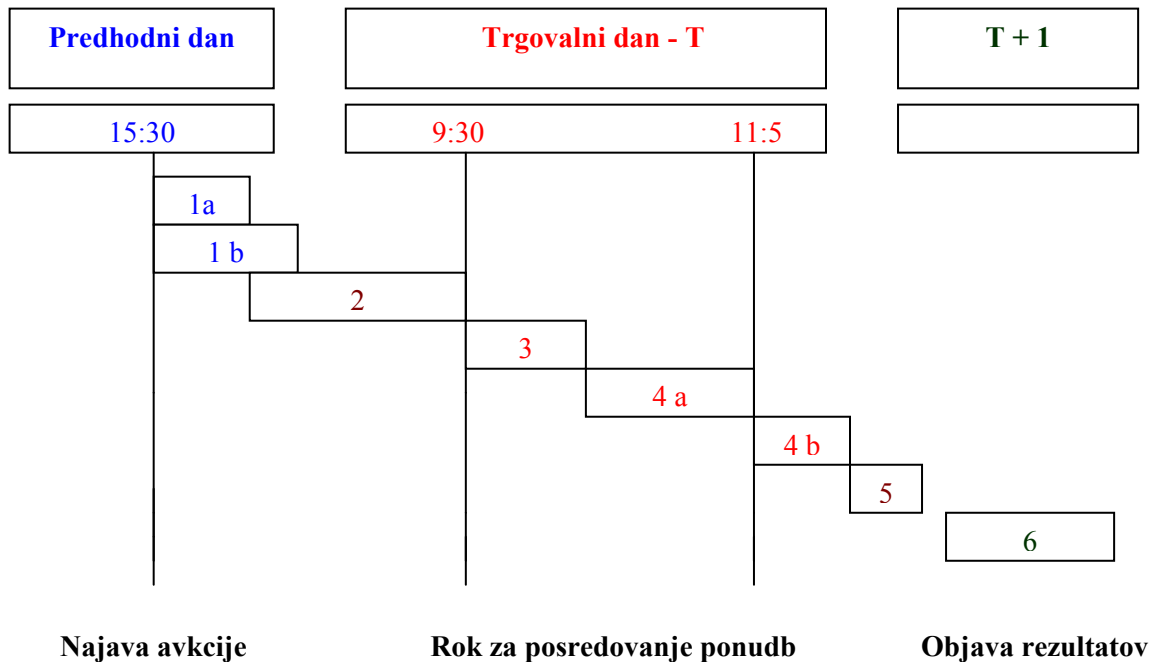
Avkcijski postopki Evrosistema se izvajajo v šestih operativnih korakih. Evrosistem razlikuje med dvema različnima avkcijskima postopkoma: standardne avkcije in hitre avkcije. Postopki za standardne in hitre avkcije so enaki, razen rokov izvedbe in kroga nasprotnih strank. Nadalje se avkcije delijo še na tiste s fiksno in tiste z variabilno obrestno mero, pri čemer je razlika med obema v predmetu licitiranja.

Pri standardnih avkcijah lahko poteče največ 24 ur od najave avkcije do pošiljanja obvestil uspešnim ponudnikom (pri čemer je čas med rokom za posredovanje proti ponudb in objavo dodelitve približno dve uri). V *Tabeli 5.4* so predstavljeni posamezni postopki izvajanja avkcij.

Korak 1	Najava avkcije
	a.) objava s strani ECB prej javnih elektronskih medijev
	b.) objava s strani nacionalnih centralnih bank prek nacionalnih elektronskih medijev neposredno posameznim nasprotnikom strankam (po potrebi)
Korak 2	Priprava in posredovanje proti ponudb s strani nasprotnih strank
Korak 3	Zbiranje proti ponudb s strani Evro sistema
Korak 4	Dodelitev in objava rezultatov avkcije
	a.) določitev ECB o dodelitvi b.) objava dodelitve
Korak 5	Pošiljanje obvestil uspešnim ponudnikom
Korak 6	Poravnava transakcij

Tabela 5.4: Operativni koraki avkcijskih postopkov

Vir: ECB-n; 2005



Slika 5.5: Časovnica izvajanja standardnih avkcij v okviru trgovalnega dne

Vir: ECB-n; 2005

Na *Sliki 5.5* na predhodni strani magistrskega dela vidimo pregled običajnega časovnega okvira za operativne korake standardnih avkcij, ki so predstavljeni v *Tabeli 5.4*. ECB se lahko odloči za prilagoditev časovnega okvira pri posameznih operacijah, če meni, da je to primerno. Operacije glavnega refinanciranja, operacije dolgoročnega refinanciranja in strukturne operacije, razen operacij finega uravnavanja, se vedno izvajajo v obliki standardnih avkcij.

Kot smo omenili v uvodu te točke, se avkcije izvajajo bodisi s fiksno obrestno mero (licitira se količina denarja), bodisi z variabilno obrestno mero (licitira se obrestna mera). Pri avkciji s fiksno obrestno mero ECB vnaprej določi obrestno mero. Le ta je običajno enaka ključni obrestni meri, udeležene nasprotne stranke pa v proti ponudbah navedejo denarni znesek posla, ki ga želijo skleniti po fiksni obrestni meri²⁰. Pri avkciji z variabilno mero nasprotne stranke v proti ponudbah navedejo denarne zneske in obrestne mere, po katerih želijo skleniti posle s posameznimi NCB²¹.

Pri avkcijah z variabilno mero lahko Evrosistem uporabi postopek za avkcije nizozemskega ali ameriškega tipa. Pri avkciji nizozemskega tipa je dodelitvena obrestna mera/cena/swap točka, ki se uporablja za vse sprejete proti ponudbe, enaka mejni obrestni meri/ceni/swap točki²². Pri avkciji ameriškega tipa je dodelitvena obrestna mera/cena/swap točka enaka obrestnim meram/cenam/swap točkam, ponujenim za vsako posamezno proti ponudbo.

5.1.4.2 Koledar avkcij

Za izvedbo avkcij ECB pripravi koledar, ki se objavi najmanj tri mesece pred začetkom leta, za katerega velja. Operacije glavnega in dolgoročnega refinanciranja se izvajajo v skladu z okvirnim koledarjem, ki ga objavi ECB. Običajni trgovalni dnevi za operacije glavnega refinanciranja so vsak torek, trgovalni dnevi za operacije dolgoročnega refinanciranja pa vsako zadnjo sredo v mesecu. ECB si prizadeva zagotoviti, da se operacij glavnega in dolgoročnega refinanciranja lahko udeležijo nasprotne stranke v vseh državah Evro območja. S tem namenom ECB pri pripravi okvirnega koledarja avkcij upošteva državne praznike v posameznih državah članicah in so zato posledično možna odstopanja od običajnih trgovalnih dni.

Pri strukturnih operacijah finega uravnavanja se vnaprej določen koledar ne upošteva. ECB se lahko odloči, da v skladu s potrebami po intervencijah na denarnih trgih, izvede operacije finega uravnavanja na katerikoli delovni dan Evro območja. V teh operacijah sodelujejo samo posamezne NCB držav članic Evro območja, v katerih so trgovalni dan, dan poravnave in dan izplačila tudi delovni dnevi NCB.

²⁰ Pri avkcijah valutnih zamenjav s fiksno swap mero, ECB za posamezno operacijo določi swap točke, nasprotne stranke pa licitirajo znesek v valuti, katerega želijo prodati ali kupiti po navedeni swap meri.

²¹ Pri avkcijah valutnih zamenjav z variabilno swap mero nasprotne stranke v proti ponudbah navedejo znesek v osnovni valuti in kotacijo swap točk, po katerih želijo skleniti posel.

²² Točka, pri kateri se izčrpa znesek za dodelitev.

Standardne avkcije Evrosistema se javno objavijo prek elektronskih medijev. Poleg tega lahko NCB o avkciji neposredno obvestijo nasprotne stranke, ki nimajo dostopa do elektronskih medijev.

Zaradi izboljšanja preglednosti operacij finega uravnavanja, ECB hitre avkcije običajno javno najavi vnaprej. Vendar se v izrednih okoliščinah ECB lahko določi, da hitrih avkcij ne bo javno in vnaprej najavila. To se je za potrebe reševanja likvidnosti posameznih poslovnih bank zaradi hipotekarne krize v ZDA, v letu 2007 večkrat zgodilo. Najava hitre avkcije poteka po enakih postopkih kot za standardne avkcije. Pri hitri avkciji, ne glede na to, ali je javno najavljena ali ne, posamezne NCB neposredno stopijo v stik z izbranimi nasprotnimi strankami.

5.1.5 Izbira primernih nasprotnih strank

ECB pri izvajanju operacij sodeluje s poslovnimi bankami in drugimi finančnimi institucijami. Te institucije morajo ustrezati kriterijem o primernih nasprotnih strankah. Pri povratnih transakcijah morajo ECB ponuditi v zameno ustrezno premoženje. Kot prvo morajo sodelujoče institucije v času najave izvedbe določene operacije, za ECB pripraviti primerno proti ponudbo, ki ustreza kriterijem za sodelovanje na avkciji.

5.1.5.1 Priprava proti ponudbe

Proti ponudbe nasprotnih strank morajo biti pripravljene v skladu z vzorcem, ki ga za zadevno operacijo določijo posamezne NCB. Proti ponudbe se morajo predložiti posamezni NCB države članice Evro območja, v kateri ima institucija poslovalnico (sedež ali podružnico)²³. Pri avkcijah s fiksno obrestno mero morajo nasprotne stranke v svojih proti ponudbah navesti denarni znesek, s katerim nameravajo skleniti posel s posameznimi NCB. Pri avkcijah z variabilno obrestno mero lahko nasprotne stranke predložijo do deset proti ponudb z različnimi obrestnimi merami/cenami/swap točkami. V vsaki proti ponudbi morajo navesti denarni znesek, s katerim nameravajo skleniti posel z NCB in ustrezno obrestno mero²⁴.

Pri operacijah glavnega refinanciranja znaša najnižji znesek proti ponudbe 1.000.000 EUR. Proti ponudbe, ki ta znesek presegajo, morajo biti izražene kot mnogokratniki 100.000 EUR. Isti znesek proti ponudbe in mnogokratnik veljata tudi za fino uravnavanje in strukturne operacije. Od nasprotnih strank se pričakuje, da imajo za denarni znesek, ki jim je bil dodeljen, vedno na voljo kritje z zadostno višino ustreznega finančnega premoženja. ECB lahko nasprotni stranki naloži kazen, če nasprotna stranka ni

²³ Proti ponudbe ene institucije lahko predloži samo ena poslovalnica (bodisi sedež ali izbrana podružnica) v vsaki državi članici Evrosistema.

²⁴ Licitirane obrestne mere morajo biti izražene kot mnogokratnik 0,01 odstotne točke. Pri operacijah valutne zamenjave z variabilno swap mero se morajo swap točke navesti v skladu s splošnimi tržnimi običaji, proti ponudbe pa morajo biti izražene kot mnogokratniki 0,01 swap točke.

sposobna zagotoviti zadostnega zneska finančnega premoženja ali denarnih sredstev za poravnavo zneska, ki ji je bil dodeljen na avkciji.

5.1.5.2 Primerne nasprotne stranke

Nasprotne stranke v operacijah monetarne politike Evro območja morajo izpolnjevati določena merila primernosti. Ta merila so določena z več cilji in sicer: omogočiti širokemu krogu institucij dostop do operacij monetarne politike Evro območja, krepiti enako obravnavo institucij v celotnem Evro območju in zagotoviti, da nasprotne stranke izpolnjujejo določene operativne zahteve in zahteve varnega poslovanja.

Primerne nasprotne stranke pri odprtih ponudbah in operacijah odprtega trga so samo institucije, ki so obveznice v sistemu obveznih rezerv. Nasprotne stranke morajo biti finančno trdne in morajo biti podvržene najmanj eni obliki nadzora s strani nacionalnih organov. Da bi se zagotovilo učinkovito izvajanje operacij monetarne politike Evro območja, morajo nasprotne stranke izpolnjevati vsa operativna merila, določena v ustreznih pogodbenih ali javnopravnih ureditvah, ki jih uporabljata njihova NCB ali ECB.

Pri dokončnih transakcijah ni predhodnih omejitev glede kroga nasprotnih strank. Pri valutnih zamenjavah, ki se izvajajo za namene monetarne politike, morajo biti nasprotne stranke sposobne učinkovito opravljati devizne transakcije velikega obsega v različnih tržnih pogojih. Krog nasprotnih strank za valutne zamenjave je enak krogu nasprotnih strank, ki se nahajajo v Evro območju in so izbrane za posege Evrosistema na deviznem trgu. Pri drugih operacijah, ki se izvajajo na podlagi hitrih avkcij in dvostranskih postopkih (povratne transakcije finega uravnavanja in zbiranje vezanih depozitov), vsaka NCB iz nabora institucij, ustanovljenih v svoji državi članici Evro območja, izbere določeno število nasprotnih strank. Nasprotne stranke morajo izpolnjevati splošna merila za sodelovanje v operacijah, ki jih za vsako finančno leto določi ECB in jih objavi na svojih spletnih straneh.

5.1.5.3 Finančna aktiva za zavarovanje terjatev

Za zaščito Evrosistema pred izgubami v operacijah monetarne politike, za zagotavljanje enake obravnave nasprotnih strank in povečanje poslovne učinkovitosti, mora finančno premoženje za zavarovanje terjatev izpolnjevati določena merila. Le ta zagotavljajo, da je finančno premoženje ustrezno za operacije monetarne politike Evro območja.

Na podlagi statuta ESCB morajo vse kreditne operacije Evrosistema²⁵ temeljiti na ustreznih zavarovanjih. Evrosistem sprejema širok nabor finančnega premoženja za zavarovanje operacij. ECB razlikuje med dvema vrstama finančnega premoženja, ki se ločita na finančno premoženje, ki je na "Listi

²⁵ Operacije, s katerimi se povečuje likvidnost.

1" in finančno premoženje, ki je na "Listi 2"²⁶. Na "Listo 1" se trenutno uvrščajo tržni dolžniški instrumenti, ki izpolnjujejo enotna merila primernosti, ki veljajo za celotno Evro območje in ki jih določi ECB²⁷. Na "Listo 2" se uvršča dodatno tržno in netržno finančno premoženje, ki je posebnega pomena za nacionalne finančne trge in bančne sisteme ter za katerega merila primernosti določijo posamezne NCB. Pri tem morajo posamezne NCB predhodno pridobiti odobritev ECB. Med obema listama ni razlik glede kakovosti finančnega premoženja in njegove ustreznosti za različne vrste operacij monetarne politike Evrosistema²⁸.

Ustrezno finančno premoženje za zavarovanje terjatev se lahko za zavarovanje terjatev vseh vrst refinanciranja v Evrosistemu, uporablja prek meje s pomočjo korespondenčnega centralno bančnega modela (CCBM) ali prek odobrenih povezav med sistemi za poravnavo vrednostnih papirjev (SSS) v EU. Vse finančno premoženje, ki je ustrezno za operacije monetarne politike Evrosistema, se prav tako lahko uporabi kot finančno premoženje za zavarovanje terjatev posojila čez dan.

Evrosistem lahko uporablja začetno kritje pri povratnih transakcijah za povečevanje likvidnosti. To bi pomenilo, da bi morale nasprotne stranke priskrbeti finančno premoženje za zavarovanje terjatev v vrednosti, ki je najmanj enaka likvidnosti, ki jo zagotovi Evrosistem, povečani za vrednost začetnega kritja. Prav tako lahko uporablja omejitve pri izpostavljenosti do izdajateljev, dolžnikov ali garantov, oz. pogojuje sprejem določenega finančnega premoženja z dodatnimi garancijami s strani finančno stabilnih subjektov. Evrosistem lahko določeno finančno premoženje izloči iz uporabe pri svojih operacijah monetarne politike.

5.1.5.4 Sankcije v primeru neizpolnjevanja obveznosti nasprotne stranke

V primeru, da nasprotne stranke ne izpolnjujejo svojih obveznosti, ki izhajajo iz sodelovanja v operacijah, lahko Evrosistem nasprotnim strankam naloži denarne kazni ali jih začasno izključi iz udeležbe v operacijah odprtega trga. Za primer kršitve avkcijskih pravil velja, če nasprotna stranka ni sposobna zagotoviti zadostnega finančnega premoženja za zavarovanje zneska, ki ji je bil dodeljen v operaciji povečevanja likvidnosti, ali če ni sposobna zagotoviti zadostnih denarnih sredstev za poravnavo zneska, ki ji je bil dodeljen v operaciji zmanjševanja likvidnosti. Enako seveda velja tudi za dvostranske postopke in primere, ko nasprotna stranka ne izpolnjuje pravil za uporabo finančnega premoženja za zavarovanje terjatev (če nasprotna stranka uporablja finančno premoženje, ki je ali bo postalo neustrezno ali ga nasprotna stranka ne sme uporabljati). Kazen sledi tudi pri neizpolnjevanju pravil za postopke ob

²⁶ To razlikovanje bo v prihodnjih letih postopoma prenehalo s ciljem, da se sistem zavarovanj v Evrosistemu približa enotnemu seznamu ustreznega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

²⁷ Seznam se dnevno posodablja in objavlja na spletni strani ECB.

²⁸ Razen dejstva, da se finančno premoženje z "Liste 2" v Evrosistemu običajno ne uporablja za dokončne transakcije.

koncu dneva ter neizpolnjevanju pogojev dostopa do mejnega posojanja (če nasprotna stranka, ki ima ob koncu dneva negativno stanje na poravnalnem računu, ne izpolnjuje pogojev dostopa do mejnega posojanja).

5.1.6 Razdelitev dodeljenega zneska

Ob koncu avkcije ECB na podlagi ključa²⁹ izbere nasprotne stranke in višine zneskov, ki so dodeljeni posamezni nasprotni stranki. Rezultati standardnih in hitrih avkcij se javno objavijo prek elektronskih medijev. Poleg tega lahko posamezne NCB o rezultatih dodelitve neposredno obvestijo nasprotne stranke, ki nimajo dostopa do elektronskih medijev.

Pri avkciji s fiksno mero se proti ponudbe, ki so jih podale nasprotne stranke, seštejejo. Če skupni znesek proti ponudb presega znesek za dodelitev, se predložene proti ponudbe dodelijo sorazmerno glede na razmerje med zneskom za dodelitev in skupnim zneskom ponudb. Kljub temu se lahko ECB na avkciji s fiksno mero odloči dodeliti vsakemu ponudniku minimalni znesek/odstotek.

Pri avkcijah z variabilno obrestno mero v evrih, na katerih Evrosistem povečuje likvidnost, se proti ponudbe razvrstijo po padajočem vrstnem redu glede na licitirano obrestno mero. Proti ponudbe z najvišjimi obrestnimi merami se sprejmejo prednostno. Proti ponudbe z vedno nižjimi obrestnimi merami se sprejemajo, dokler se ne izčrpa celotni znesek za dodelitev. Če pri najnižji sprejeti obrestni meri, to je pri mejni obrestni meri, skupni znesek proti ponudb presega preostali znesek za dodelitev, se preostali znesek razdeli med proti ponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom proti ponudb pri mejni obrestni meri.

Pri avkcijah z variabilno obrestno mero pri katerih Evrosistem zmanjšuje likvidnost, se proti ponudbe razvrstijo po naraščajočem vrstnem redu licitiranih obrestnih mer (ali v padajočem vrstnem redu licitiranih cen). Proti ponudbe z najnižjimi obrestnimi merami se sprejmejo prednostno. Proti ponudbe z vedno višjimi obrestnimi merami se sprejemajo, dokler se ne izčrpa celoten znesek likvidnosti, ki jo želi Evrosistem z operacijo zmanjšati. Če pri najvišji obrestni meri od sprejetih, skupni znesek proti ponudb po tej obrestni meri presega preostali znesek za dodelitev, se preostali znesek razdeli med proti ponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom proti ponudb pri mejni obrestni meri/ceni.

Pri avkcijah valutnih zamenjav z variabilno swap mero, na katerih Evrosistem povečuje likvidnost, se proti ponudbe razvrstijo po naraščajočem vrstnem redu glede na licitirane swap točke. Najprej se sprejmejo proti ponudbe z najnižjimi kotacijami swap točk, nato se sprejemajo proti ponudbe z vedno višjimi kotacijami swap točk in sicer dokler se ne izčrpa celotni znesek za dodelitev v osnovni valuti. Če pri najnižji sprejeti kotaciji swap točk skupni znesek proti ponudb presega preostali znesek za dodelitev,

²⁹ Izbira se glede na količino oz. obrestno mero, odvisno za kakšen tip avkcije gre.

se preostali znesek razdeli med proti ponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom proti ponudb pri mejni kotaciji swap točk.

Pri avkcijah valutnih zamenjav za zmanjševanje likvidnosti z variabilno swap mero se proti ponudbe razvrstijo po padajočem vrstnem redu licitiranih kotacij swap točk. Prispere ponudbe z najvišjimi kotacijami swap točk se sprejmejo v celoti prednostno. Naslednje nižje kotacije swap točk se sprejemajo, dokler se ne izčrpa celotni znesek v osnovni valuti. Če pri najnižji sprejeti kotaciji swap točk skupni znesek proti ponudb po tej kotaciji presega preostali znesek za dodelitev, se preostali znesek razdeli med proti ponudbe sorazmerno glede na razmerje med preostalim zneskom za dodelitev in skupnim zneskom proti ponudb pri mejni kotaciji swap točk.

Za ponazoritev poteka izbire nasprotnih strank, dodelitev sredstev prikažimo na enem izmed relevantnih primerov. Predstavljena je povratna transakcija za povečanje likvidnosti na podlagi avkcije z variabilno obrestno mero (ECB-n; 2005).

ECB se odloči, da bo povečala likvidnost na trgu s povratno transakcijo na podlagi avkcije z variabilno obrestno mero. V *Tabeli 5.5* je hipotetično predstavljena vsebina proti ponudb nasprotnih strank.

Obrestna mera (%)	Banka 1	Banka 2	Banka 3	Skupaj proti ponudbe	Proti ponudbe kumulativno
3,15	0	0	0	0	0
3,10	0	5	5	10	10
3,09	0	5	5	10	20
3,07	5	5	10	20	50
3,06	5	10	15	30	80
3,05	10	10	15	35	115
3,04	5	5	5	15	130
3,03	5	0	10	15	145
Skupaj	30	45	70	145	

Tabela 5.5: Proti ponudbe nasprotnih strank

Vir: ECB-n; 2005

ECB se odloči dodeliti 94 mio €, kar pomeni mejno obrestno mero v višini 3,05 %. V celoti se sprejmejo vse proti ponudbe nad 3,05 % (v kumulativnem znesku 80 mio €).

Pri 3,05 % obrestni meri je odstotek dodelitve za banko 1 sledeč:

Dodelitev Banki 1 po mejni obrestni meri znaša za navedeni primer : $0,4 \times 10 = 4$

Skupna dodelitev Banki 1 je: $5 + 5 + 4 = 14$

Razdelitev denarnega zneska med posameznimi bankami je torej za predstavljeni hipotetični primer predstavljena v *Tabeli 5.6*.

Nasprotna stranka	Banka 1	Banka 2	Banka 3	Skupaj:
Skupna proti ponudba:	30	45	70	145
Skupaj dodelitve:	14	34	46	94

Tabela 5.6: Razdelitev zneska

Vir: ECB-n; 2005

Če se postopek dodelitve izvaja na podlagi avkcije z enotno obrestno mero (avkcija nizozemskega tipa), je obrestna mera za vse zneske, dodeljene nasprotnim strankam, enaka, torej 3,05 %.

Če se postopek dodelitve izvaja na podlagi avkcije z različnimi obrestnimi merami (avkcija ameriškega tipa), se za zneske, dodeljene nasprotnim strankam, ne uporabi enotna obrestna mera. Na primer: Banka 1 prejme 5 mio € po 3,07 %, 5 mio € po 3,06 % in 4 mio € po 3,05 %.

5.1.7 Postopek poravnave

Operacije odprtega trga na podlagi standardnih avkcij se običajno poravnajo prvi dan po trgovanem dnevu, ko so odprti vsi zadevni nacionalni sistemi poravnav. Vendar se lahko časovne razporeditve na dan poravnave operacij odprtega trga znotraj Evro območja med seboj razlikujejo zaradi operativnih omejitev in tehničnih značilnosti sistemov poravnav. Čas poravnave operacij glavnega in dolgoročnega refinanciranja običajno sovпада s časom vračila prejšnje operacije z ustrežno dospelostjo. Evrosistem si prizadeva poravnati operacije odprtega trga na podlagi hitrih avkcij in dvostranskih postopkov na isti trgovanli dan.

Denarne transakcije, povezane z uporabo odprtih ponudb Evrosistema ali s sodelovanjem v operacijah odprtega trga, se poravnajo preko računov nasprotnih strank pri posameznih NCB ali preko poravnalnih računov bank udeleženk TARGET. Denarne transakcije se poravnajo šele po dokončanem prenosu finančnega premoženja za zavarovanje terjatev operacije. To pomeni, da je treba finančno premoženje za zavarovanje terjatev bodisi vnaprej deponirati na skrbniškem računu pri posamezni NCB,

bodisi poravnati na podlagi sistema dostave proti plačilu pri zadevni NCB. Prenos finančnega premoženja za zavarovanje terjatev se izvrši prek sistema TARGET.

5.1.8 Postopki pri operacijah, ki ne potekajo prek avkcij

Večina operacij, ki jih izvaja ECB, se izvaja v skladu z avkcijskimi postopki. Seveda obstajajo tudi operacije, ki se iz različnih razlogov izvajajo brez avkcijskega postopka. Brez avkcij ECB izvaja dvostranske postopke, postopke pri neposrednem stiku z nasprotnimi strankami ter postopke pri operacijah, ki se izvajajo preko borz vrednostnih papirjev in preko tržnih posrednikov.

Posamezne NCB lahko izvajajo operacije na podlagi dvostranskih postopkov. Ti postopki se lahko uporabljajo za operacije finega uravnavanja in strukturne operacije na odprtem trgu. V širšem smislu so opredeljeni kot katerikoli postopki, v katerih Evrosistem izvede transakcijo z eno ali več nasprotnih strank brez uporabe avkcijskega postopka. S tem v zvezi lahko razlikujemo med dvema različnima vrstama dvostranskih postopkov: operacije pri katerih Evrosistem neposredno stopi v stik z nasprotnimi strankami in operacije, ki se izvajajo preko borz vrednostnih papirjev ali tržnih posrednikov.

Dvostranske operacije se običajno ne najavijo javno vnaprej. Poleg tega se ECB lahko odloči, da rezultatov dvostranskih operacij ne bo javno objavila. ECB se lahko odloči, da bo dvostranske operacije finega uravnavanja izvedla na katerikoli delovni dan Evrosistema. V teh operacijah sodelujejo samo NCB držav članic, v katerih so trgovalni dan, dan poravnave in dan izplačila delovni dnevi NCB. Dokončne dvostranske strukturne operacije se običajno izvajajo in poravnava samo na dneve, ki so delovni dnevi NCB v vseh državah članicah.

Dvostranske operacije preko neposrednega stika z nasprotnimi strankami se lahko uporabijo za povratne transakcije, dokončne transakcije, valutne zamenjave in zbiranje vezanih depozitov. Pri tem postopku posamezne NCB neposredno stopijo v stik z nasprotno stranko. Transakcije se poravnajo preko NCB. V izjemnih primerih lahko Svet ECB odloči, da lahko dvostranske operacije izvaja tudi sama ECB.

Posamezne NCB lahko izvajajo dokončne transakcije preko borz vrednostnih papirjev in tržnih posrednikov. Pri teh operacijah krog nasprotnih strank ni vnaprej omejen. Postopki so prilagojeni tržnim običajem, ki veljajo za dolžniške instrumente, za katere se sklepajo posli. Tudi v tem primeru lahko v izjemnih okoliščinah ECB operacije izvaja sama.

5.2 Obrestne mere ECB

Implementacija instrumentov primarnega dela monetarne politike ECB, na sekundarni strani omogoča določanje svoje obrestne mere. Z mejno posojilno obrestno mero oz. možnostjo obrobnega

zadolževanja³⁰, ECB določa dno razpona obrestnih mer. Z depozitno obrestno mero oz. možnostjo deponiranja sredstev³¹, pa določa vrh razpona obrestnih mer. V razponu med obema navedenima mejama se vedno nahaja v nekem trenutku aktualna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja. To obrestno mero, ki jo štirinajstdnevno določa Svet ECB, imenujemo jo ključna obrestna mera. Preprosto povedano, na ta način ECB s ključnimi obrestnimi merami določa osnovne pogoje poslovanja kreditnih institucij in bank na denarnem trgu Evro območja.

5.2.1 **Kratkoročne obrestne mere**

"Vsaka centralna banka želi vplivati in/ali vpliva na višino obrestne mere na denarnem trgu, to je na kratkoročno obrestno mero. Na dolgoročne obrestne mere ima centralna banka lahko vpliv samo zelo posredno in sicer tako, da vpliva na pričakovane kratkoročne obrestne mere v prihodnosti" (Ribnikar – I; 2003: 54).

ECB s ključnimi obrestnimi merami močno vpliva na raven kratkoročnih obrestnih mer in obrestnih mer čez noč na denarnem trgu. Zaradi svoje moči, kot monopolni izdajalec primarnega denarja, ECB določa dno in vrh obrestnih mer čez noč ter osrednjo obrestno mero. V skladu s ciljem stabilnosti cen ECB postavlja take kratkoročne obrestne mere, da z njimi nevtralizira zunanje šoke ter hkrati ohranja srednjeročno stabilnost cen. Zaradi monopolnega položaja ima ECB moč, da lahko vpliva na pogoje na denarnem trgu in s tem krmari kratkoročne obrestne mere. Na kratek rok sprememba ključne obrestne mere na denarnem trgu, povzročena s strani ECB, premakne za sabo številne mehanizme in dejanja ekonomskih agentov, kar se na koncu odrazi v spremembah makro ekonomskih spremenljivk kot sta proizvod in cene.

5.2.2 **Dolgoročne obrestne mere**

Na dolgi rok se v skladu s splošno ekonomsko doktrino sprememba količine primarnega denarja po vseh prilagoditvah v gospodarstvu odrazi kot sprememba v ravni cen in ne kot sprememba v realnih spremenljivkah, kot sta proizvod in nezaposlenost; ob predpostavki, da vse ostale spremenljivke ostanejo nespremenjene. Načelo nevtralnosti denarja pomeni, da sta realni proizvod ali raven zaposlenosti v gospodarstvu na dolgi rok določena z realnimi ponudbenimi faktorji, kot so: razvitost tehnologije, rast števila aktivnega prebivalstva, stopnja izobraženosti prebivalstva, preference gospodarskih subjektov in institucionalno okolje gospodarstva.

ECB dolgoročno ne more vplivati na gospodarski razvoj s spreminjanjem obrestnih mer, vendar lahko kontrolira dolgoročne trende rasti cen tako, da posreduje na denarnem trgu, če pride do sprememb v

³⁰ Angleški izraz: marginal lending facility

³¹ Angleški izraz: deposit facility

agregatnem povpraševanju, sprememb v tehnologiji, velikih sprememb v cenah blaga, itd. Na ta način lahko učinkovito blaži kratkoročne trende na denarnem trgu, kar vodi do dolgoročne stabilnosti cen in stabilne gospodarske rasti.

Monetarna politika lahko vpliva na razvoj cen predvsem z vplivanjem na dolgoročna pričakovanja zasebnega sektorja. Če ima ECB visoko stopnjo kredibilnosti pri zasledovanju svojih ciljev, potem ima njena monetarna politika močan in predvsem neposreden vpliv na razvoj cen z vodenjem prihodnjih pričakovanj ekonomskih subjektov o prihodnji inflaciji. Kredibilnost ECB, ki se kaže v tem, da lahko stalno vzdržuje relativno stabilnost cen, je odločilnega pomena, saj bodo inflacijska pričakovanja ostala v skladu s stabilnostjo cen samo v primeru, če vsi ekonomski subjekti verjamejo v sposobnost ECB, da zagotavlja stabilnost cen. Glavna naloga monetarne politike je tako vzpostaviti kredibilnost bančnega sistema in finančnih sistemov nasploh.

5.2.3 Vpliv kratkoročnih obrestnih mer na dolgoročne obrestne mere

Povezanost kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer ni neposredna, saj lahko rast kratkoročnih obrestnih mer vodi do začasnega zvišanja oz. znižanja dolgoročnih obrestnih mer, če je trg prepričan, da se bo prihodnja inflacija zvišala oz. znižala. Tudi fiskalna politika posamezne države in njene vlade ima pomembno vlogo pri določanju dolgoročnih obrestnih mer. Če ima država proračunski deficit oz. velik javni dolg, ima hkrati veliko potrebo po denarju in s tem po posojilih za financiranje tekočih izdatkov ter za refinanciranje dolga, kar posledično zvišuje dolgoročno obrestno mero. Tu ECB nima ustreznih diskrecijskih možnosti, da bi celoti vplivala na oblikovanje fiskalnih politik v posameznih državah članicah Evro območja, Pakt stabilnosti in rasti, ki naj bi urejeval to področje, pa zaenkrat nima kazenskih sankcij za države kršiteljice.

5.2.4 Zgodovinski pregled določanja obrestne mere ECB

Od ustanovitve ESCB leta 1994 so nominalne obrestne mere v državah Evro območja počasi padale. Sredi leta 1999 so bile na zgodovinsko nizki stopnji. Do konca leta 1998 so v vsaki nacionalni državi znotraj sedanjega Evro območja, delovali ločeni denarni trgi, ki so odražali različne in med seboj ločene monetarne politike, različna operativna orodja, različne zakonodaje in prakse, ter različno mikrostrukturo denarnega trga. Za uspešno delovanje v novem okolju, je bilo v 3. fazi EMU potrebnih veliko prilagajanj. Svet ECB je tako na začetku 3. faze EMU 22. 12. 1998 določil instrumente monetarne politike ECB.

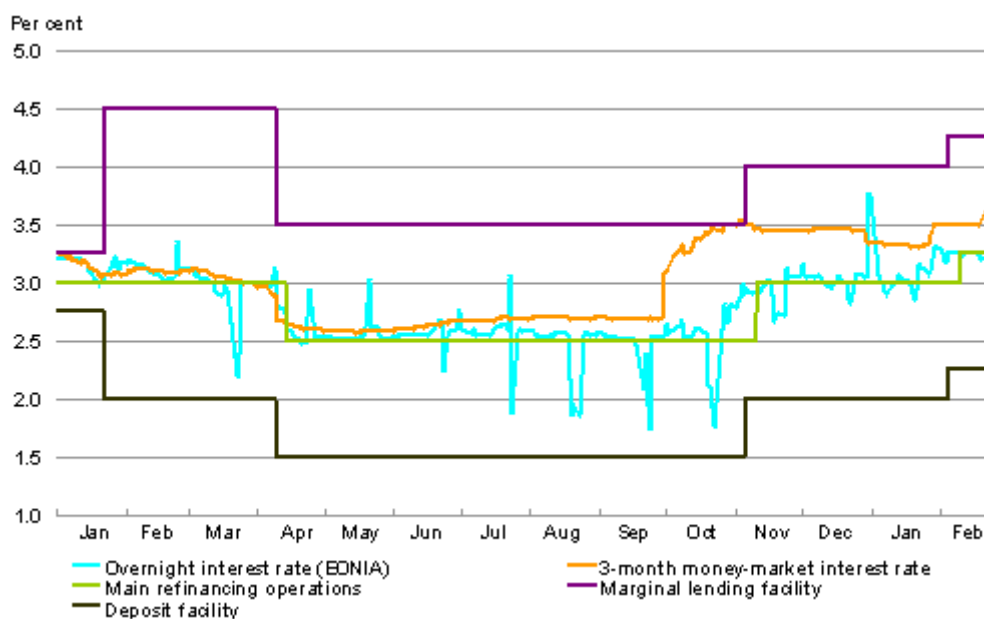
Na podlagi ocen gospodarske, monetarne in finančne situacije v Evro območju, je Svet ECB sprejel konsenz o skupnem znižanju skupne ključne obrestne mere na raven, s katero je ECB začela 3. fazo EMU. Vse v Evro območju sodelujoče NCB³², so na začetku 3. faze EMU 03.12.1998 hkrati znižale

³² Razen Banca d'Italia, ki je znižala ključno obrestno mero na 3,5 %.

uradne obrestne mere na 3 %. 22. 12. 1998 je Svet ECB vodil prvo operacijo glavnega refinanciranja kot fiksno licitacijo in v skladu z uradno ključno obrestno mero določil obrestno mero na 3 %. Svet ECB je hkrati določil posojilno obrestno mero na 4,5 %, depozitno obrestno mero pa na 2 %.

Vendar je bila v začetnem tranzitnem obdobju med 04. 01. in 21. 01. 1999 posojilna obrestna mera določena na 3,25 % in depozitna na 2,75 %. Ta ukrep zmanjšanja razpona je bil sprejet zato, da bi se zagotovilo gladko prilagajanje udeležencev novemu integriranemu denarnemu trgu Evro območja v začetnih dneh monetarne unije. Svet ECB je 22. 12. 1998 tudi določil, da bo prvo obdobje vzdrževanja rezerv daljše od normalnega, in sicer od 01. 01. 1999 do 23. 02. 1999, da bi s tem omogočil bankam, da preložijo likvidnostni pritisk, ki ga je ustvarjal konec vzdrževalnega obdobja.

Razpon med posojilno in depozitno obrestno mero je bil med 04. 01. in 21. 01. 1999 zelo ozek, v razponu samo 50 bazičnih točk³³, kar je razvidno iz *Slike 5.6*. Ozek koridor naj bi zmanjšal spremenljivost obrestnih mer na denarnem trgu, ki naj bi bila posledica novega režima. Likvidnostni pogoji so bili v prvih dneh januarja 1999 tesni, tržna obrestna mera (v nadaljevanju: EONIA) na denarnem trgu pa je bila blizu posojilni obrestni meri.



Slika 5.6: EONIA in ključne obrestne mere ECB v letu 1999

Vir: Gaspar in drugi; 2001: 29

Ukinitev ozkega razpona, ki je bila že v naprej objavljena 22. 01. 1999, torej po treh tednih vzdrževanja rezerv, je razpon obrestnih mer razširila nazaj na 250 bazičnih točk. Po tem obdobju je bila EONIA stabilna in blizu obrestnim meram za operacije glavnega refinanciranja (3 %). Tako je bil v treh tednih izveden uspešen prehod v novo denarno unijo (Gaspar in drugi; 2001: 8-23).

³³ Bazična točka pomeni eno stotino odstotka.

Svet ECB je 07. 01. 1999 odločil, da bo obrestna mera za prvi dve operaciji glavnega refinanciranja 11. in 18. 01. 1999 enaka in pod enakimi pogoji kot za prvo operacijo glavnega refinanciranja, ki je bila izvedena 07. 01. 1999. Pri licitaciji s fiksno obrestno mero v operaciji glavnega refinanciranja je bila določena 3 % obrestna mera, ki jo je aprila 1999 ECB znižal na 2,5 %.

5.2.5 Ključne obrestne mere ECB

Podatki o obrestnih merah v %		Depozitna obrestna mera	Operacije glavnega refinanciranja		Mejna posojilna obrestna mera
			Fiksna licitacija s fiksno obrestno mero	Variabilna licitacija z minimalno ponudbeno obrestno mero	
1999	1. januar	2,00	3,00	-	4,50
	4. januar	2,75	3,00	-	3,25
	22. januar	2,00	3,00	-	4,50
	9. april	1,50	2,50	-	3,50
	5. november	2,00	3,00	-	4,00
2000	4. februar	2,25	3,25	-	4,25
	17. marec	2,50	3,50	-	4,50
	28. april	2,75	3,75	-	4,75
	9. junij	3,25	4,25	-	5,25
	28. junij	3,25	-	4,25 ³⁴	5,25
	1. september	3,50	-	4,50	5,50
	6. oktober	3,75	-	4,75	5,75
2001	11. maj	3,50	-	4,50	5,50
	31. avgust	3,25	-	4,25	5,25
	18. september	2,75	-	3,75	4,75
	9. november	2,25	-	3,25	4,25
	6. december	1,75	-	2,75	3,75
2003	7. marec	1,50	-	2,50	3,50
	6. junij	1,00	-	2,00	3,00

Tabela 5.7: Ključne obrestne mere ECB v letih 1999

Vir: ECB Monthly Bulletin; 2003: 8

ECB pri implementaciji instrumentov monetarne politike določa tri obrestne mere:

- depozitna obrestna mera ("deposit facility"); oz. obrestna mera za možnost deponiranja presežnih sredstev poslovnih bank; je obrestna mera za čez noč deponiranih sredstev pri posameznih NCB in je hkrati najnižja obrestna mera ("floor") za čez noč;

³⁴ 8. junija 2000 je ECB objavila, da bodo z 28. junijem operacije glavnega refinanciranja vodene kot variabilne licitacije z minimalno ponudbeno obrestno mero.

- obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja na odprtem trgu ("main refinancing rate"); določi se na podlagi standardne ponudbe oz. licitacije vsak teden; ta kratkoročna tedenska obrestna mera je tudi kazalnik monetarne politike ter
- mejna posojilna obrestna mera ("marginal lending facility") je obrestna mera za obrobno možnost zadolžitve za čez noč, ki jo plačajo posamezne poslovne banke, ko se zadolžijo za čez noč; to je tudi najvišja obrestna mera ("ceiling") za čez noč; nasprotna stran oz. kreditna institucija lahko pride do denarja tako, da ECB od nje začasno kupi primerno finančno premoženje ali pa preko lombardnega posojila.

V *Tabeli 5.7* na predhodni strani magistrskega dela so predstavljene vse spremembe ključnih obrestnih mer, s katerimi ECB vpliva na denarnem trgu Evro območja v letih od ustanovitve ECB do leta 2003, ko se je nova valuta evro že uveljavila tudi kot papirnati denar.

5.2.6 Naravna realna obrestna mera v Evro območju

Naravna ("natural") realna obrestna mera, nekateri ekonomisti ji pravijo tudi nevtralna ("neutral"), je definirana kot realna kratkoročna obrestna mera, ki je v skladu s proizvodom in njegovo potencialno ravno ter s stabilno inflacijsko stopnjo. "Naravna realna obrestna mera je realna kratkoročna obrestna mera, ki je tudi na dolgi rok konsistentna" (ECB Monthly Bulletin; 2004: 57) in sicer:

- s pričakovanjem, da se cene prilagodijo šokom, ki prizadenejo gospodarstvo;
- s proizvodom na potencialni ravni ter
- s stabilizacijsko inflacijsko stopnjo.

Na kratek rok obrestne mere odstopajo od naravne obrestne mere, saj se gospodarstvo neprestano sooča z gospodarskimi šoki, ki predstavljajo tveganje za stabilnost cen. Pri zasledovanju stabilizacijsko orientirane politike, centralna banka določi svoje obrestne mere tako, da premakne realne kratkoročne obrestne mere nad ali pod njihovo naravno stopnjo z namenom nevtraliziranja vpliva šokov na razvoj cen. Vendar lahko naravno realno obrestno mero ocenimo samo na podlagi določenih predpostavk, ki so sledeče (ECB Monthly Bulletin; 2004: 58):

- preference (časovne preference potrošnikov);
- tehnologija in demografija (produktivnost in rast prebivalstva) ter
- institucionalni in makroekonomski pogoji (fiskalna politika, premija za tveganje in institucionalna struktura finančnih trgov).

Spremembe v časovnih preferencah gospodinjestev ustvarjajo nihanja v naravni realni obrestni meri. Vendar v praksi medčasovne preference niso preučevane, zato je težko ugotoviti njihov vpliv na realno obrestno mero. Povečanje produktivnosti poveča donose investicij, kar vzpodbuja investicijsko

povpraševanje. Povečanje delovne sile pomeni več kapitala na zaposlenega, kar pomeni povečanje investicij in povečanje realne obrestne mere. Fiskalna politika države ima velik vpliv na naravno realno obrestno mero, saj je država velik posojilodajalec in posojilodajalec in lahko s svojim delovanjem pomembno vpliva na izenačevanje povpraševanja po sposojanju oziroma posojanju. Premija za tveganje lahko poveča stroške sposojanja, kar zmanjšuje učinkovitost kapitalskih trgov. Institucionalna struktura finančnih trgov je zaradi vloge posrednika, ki jo ima pri posredovanju sredstev od neto varčevalcev k neto porabnikom, zelo pomembna pri določanju naravne realne obrestne mere. Učinkoviti finančni trgi prispevajo k optimalni alokaciji prihrankov skozi čas in skozi investicijske projekte.

Visoka ali nizka raven naravne realne obrestne mere sama po sebi ne more biti slab ali dober faktor za gospodarstvo. Na podlagi faktorjev, ki vplivajo nanjo, je lahko visoka raven znak zdravega in hitro rastočega gospodarstva ali pa znak, da je gospodarstvo pod vplivom različnih neučinkovitosti in motečih dejavnikov. Zato je pomembno poznavanje faktorjev, ki poganjajo raven naravne realne obrestne mere, da razumemo njihov vpliv na gospodarstvo.

"Naravna realna obrestna mera ne spodbuja prihodnje inflacije ter hkrati omogoča ekonomsko rast in zaposlenost. Pri izvajanju monetarne politike se ECB sooča s številnimi problemi, saj je zaradi razlik med nacionalnimi gospodarstvi in regijami ter zaradi ločenega vodenja monetarnih politik držav članic Evro območja, velika negotovost v delovanju transmisijskega mehanizma, preko katerega ECB s svojimi obrestnimi merami vpliva na obrestne mere na denarnem trgu" (Patterson in drugi; 2001: 18).

5.2.6.1 Razvoj realne obrestne mere v Evro območju

V 90-ih je realna obrestna mera začela počasi padati zaradi (ECB Monthly Bulletin; 2004: 62):

- stabilizacije inflacijskih stopenj v Evro območju na nižji ravni;
- znižanja nominalnih obrestnih mer, kar je bilo mogoče na podlagi vzpostavitve pogojev za monetarno stabilnost ter
- zaradi finančne konsolidacije gospodarstev Evro območja pred začetkov 3. stopnje EMU.

Obdobje	Povprečje kratkoročnih obrestnih mer	Povprečje inflacije
1973 - 1980	-0,7	10,3
1981 - 1993	5,2	5,5
1994 - 2004	2,4	2
1999 - 2004	1,4	2

Tabela 5.8: Kratkoročne obrestne mere in inflacija v evro območju

Vir: ECB Monthly Bulletin; 2004: 62

Tabela 5.8 na predhodni strani magistrskega dela kaže, da se je po letu 1994 naravna realna obrestna mera v Evro območju zmanjšala. To lahko pojasnimo z zmanjšanjem produktivnosti, z zmanjšanjem rasti prebivalstva, z zmanjšanjem premije za tveganje, s fiskalno konsolidacijo in s prenehanjem valutnega tveganja znotraj Evro območja po vpeljavi evra v državah Evro območja. NCB in ECB so bile v zadnjem desetletju (do vključno leta 2006!) uspešne pri stabilizaciji inflacije na nizki ravni.

Naravna realna obrestna mera je pomemben kazalnik monetarne politike, posredno pa je pomembna tudi kot kazalnik njenega položaja. Vendar lahko v praksi ocenimo naravno realno obrestno mero samo na podlagi določenih predpostavk in z veliko stopnjo negotovosti. Zato naravna realna obrestna mera kot kazalnik ni najbolj zanesljiva pri vsakodnevem vodenju denarne politike. Na dolgi rok je naravna realna obrestna mera definirana z realnimi faktorji, predvsem z rastjo prebivalstva, in s preferencami gospodinjstev o potrošnji in varčevanju. Na kratek rok je realna obrestna mera pod vplivom monetarne politike. S spreminjanjem nominalnih kratkoročnih obrestnih mer, torej ključnih obrestnih mer, lahko ECB kontrolira realno obrestno mero, saj se cene ne spreminjajo na kratek rok.

5.2.6.2 Taylorjevo pravilo

Taylorjevo pravilo je pogost instrument za analizo monetarne politike. Prvi ga je formiral John Taylor kot opis obnašanja centralne banke. Ideja Taylorjevega pravila je, da se centralna banka odzove na spremembe v inflaciji, če se le ta razlikuje od zelene inflacije. Prav tako centralna banka reagira, če pride do vrzeli v proizvodni. Zato centralna banka dvigne kratkoročne obrestne mere, če inflacija naraste in obratno, centralna banka zniža kratkoročne obrestne mere, če se inflacija zmanjšuje. Podobno, ko je pozitivna vrzel v proizvodni, se obrestne mere zvišajo in se znižajo, ko je vrzel v proizvodni negativna.

$$i_t = r^* + \pi_t + \gamma_1 (y_t - y^*) + \gamma_2 (\pi_t - \pi^*) \quad \gamma_1 = 0,5; \quad \gamma_2 = 1,5$$

i_t	-	nominalna kratkoročna obrestna mera v določenem času
r^*	-	naravna realna kratkoročna obrestna mera
π_t	-	inflacija v času t
y_t	-	proizvod v času t
y^*	-	naravni proizvod
π^*	-	želena inflacija

Parametra γ_1 in γ_2 imata pozitivno vrednost in kažeta stopnjo nenaklonjenosti monetarnih oblasti do odstopanja od zelene inflacije in stopnjo nenaklonjenosti do odstopanja vrzeli v proizvodni. Tako mora biti $\gamma_2 > 1$, da bi se v primeru, če bi se inflacija povečala, realne kratkoročne obrestne mere zmanjšale. Taylor je pri svojih študijah uporabljal naslednje uteži $\gamma_1 = 0,5$ in $\gamma_2 = 1,5$ (Van Bergeijk in drugi; 2000: 196).

Na podlagi Taylorjevega pravila naj bi bila monetarna politika centralnih bank restriktivna takrat, ko bi bil proizvod nad potencialnim in inflacija višja od želene inflacije. Obratno naj bi bila monetarna politika centralnih bank ekspanzivna takrat, ko bi bil proizvod manjši od potencialnega in inflacija manjša od želene inflacije. Po mnenju Taylorja, Clarida, Galija in ostalih naj bi številne centralne banke upoštevale Taylorjevo pravilo, na podlagi katerega so kratkoročne obrestne mere pojasnjene z odstopanjem od inflacijskega cilja in z odstopanjem od želene vrzeli v proizvodu (Van Bergeijk in ostali; 2000: 195).

5.2.6.3 Naravna obrestna mera na podlagi Taylorjevega pravila

$$r_t = r^* + \beta (\pi_t - \pi^*) + \gamma x_t \quad \beta = \dots; \quad \gamma = \dots$$

r_t	-	realna kratkoročna obrestna mera
r^*	-	naravna realna kratkoročna obrestna mera
π_t	-	dejanska inflacija v času t
π^*	-	želena inflacija, kot cilj ECB
x_t	-	vrzel v proizvodu v času t

"Taylorjevo pravilo pravi, da CB dopušča odstopanja dejanske obrestne mere od naravne obrestne mere, če inflacija ni v skladu z zeleno inflacijo, oz. obstaja vrzel v proizvodu. Da bi lahko ocenili naravno realno obrestno mero r^* , je povprečje realne obrestne mere popravljeno s spremembami v dejanski realni obrestni meri, ki je posledica dejstva, da je inflacija drugačna od zelene in/ali obstaja vrzel v proizvodu" (ECB Monthly Bulletin; 2004: 65).

Oceno ravnotežne realne obrestne mere sta podala D. Gerdesmeier in B. Roffia, ko sta v obdobju od leta 1985 do leta 2002 preučevala različne značilnosti Taylorjevega pravila. Ugotovila sta, da je večina ocen ravnotežne realne obrestne mere med 2,1 in 3,2 %. Ob upoštevanju krajšega obdobja od leta 1993 do leta 2002, je bila ocenjena ravnotežna obrestna mera med 1,8 % in 2,9 % (Gerdesmeier in drugi; 2003: 30-31).

Na srednji do dolgi rok lahko domnevamo, da je inflacija v skladu s ciljem ECB, zato ECB določa realno obrestno mero blizu naravne realne obrestne mere, pri čemer je proizvod blizu potencialne ravni. Vendar se gospodarstvo na kratek rok srečuje s šoki, ki bi brez posredovanja monetarne politike predstavljali tveganje za stabilnost cen na srednji rok. Zato ECB pri zagotavljanju dolgoročne stabilnosti cen, spreminja ključne obrestne mere, da tako ublaži oz. izenači šoke. Zaradi tega, dejanska obrestna mera pogosto odstopa od naravne obrestne mere. Prav odstopanje dejanske obrestne mere od naravne realne obrestne mere kaže položaj monetarne politike.

Naravna realna obrestna mera predstavlja orientacijsko vrednost (»benchmark«) za monetarno politiko, vendar zaradi težke ocenljivosti in zanesljivosti dobljenih ocen, v praksi pri samem operativnem

delovanju, naravna realna obrestna mera zelo malo pripomore k odločitvam monetarne politike. Poleg ocene realne kratkoročne obrestne mere, tudi drugi kazalniki kot so rast količine denarja in kreditov ter presežna likvidnost denarnega sistema dajejo dobro oceno o položaju monetarne politike. Številne negotovosti povezane z ocenjevanjem naravne realne obrestne mere, kažejo na to, da dobljene ocene ne moremo kar enostavno uporabiti pri procesu odločanja monetarne politike. Zato ECB upošteva vse razpoložljive informacije, ki jih kažejo različni kazalniki, da bi tako zagotovila optimalno stabilnost cen na srednji rok.

5.2.7 Vpliv višine obrestnih mer na razvoj posameznih držav

"Ob vstopu v EMU so bile posamezne države Evro območja različno razvite in z različnimi gospodarskimi rastmi. Glede na gospodarsko razvitost in gospodarsko rast naj bi Irski, Portugalski in Španiji ustrezala višja obrestna mera, drugim npr. Nemčiji in Franciji pa nižja obrestna mera, kot jo je določila ECB. Obrestne mere imajo različen vpliv, odvisno od institucionalnih in gospodarskih značilnosti, na proizvod in rast gospodarstva" (Gretschmann; 1999: 60). Zaradi različnih stopenj inflacije v posameznih državah je danes podobno, le morda pri članicah Evro območja z daljšim stažem manj izrazito. Pri članicah, ki vstopajo v Evro območje (v zadnjem času Slovenija, Malta in Ciper), je problem tudi danes enak. Na podlagi podatkov, predstavljenih v *Tabeli 5.9* lahko rečemo, da imajo države članice Evro območja, če uporabijo Taylorjevo pravilo, drugačne želje glede obrestne mere kot jim jo ponuja ECB.

Država	Relativna velikost	Želena obrestna mera
Nemčija	0,33	2,75
Italija	0,17	3,45
Belgija	0,04	3,50
Finska	0,02	3,55
Svet ECB		3,86
Francija	0,22	4,15
Avstrija	0,03	4,45
Luksemburg	0,00	5,00
Nizozemska	0,06	5,45
Španija	0,08	5,60
Grčija	0,01	6,05
Portugalska	0,02	6,75
Irska	0,02	7,50

Tabela 5.9: Želena obrestna mera na podlagi Taylorjevega pravila za leto 2002

Vir: De Grauwe; 2003: 167

"ECB je tako leta 2002 določila optimalno obrestno mero kot agregat Evro območja in je takrat znašala 3,9 %. Tako izračunana obrestna mera je bila pod izrazitim vplivom večjih držav, kot so Nemčija, Italija in Francija, ki so si želele relativno nižje obrestne mere, kot pa nasprotno Portugalska in Irska. V letu 2002 je bila porazdelitev želene obrestne mere zato relativno nesimetrična" (De Grauwe; 2003: 167-169). Ne samo zaradi vpliva fiskalnih politik posameznih držav, ki se izražajo v različnih stopnjah inflacije, tudi velikost in s tem vpliv posamezne države v Evro območju igra pomembno vlogo pri odločanju ECB glede obrestnih mer.

5.2.8 Odprte možnosti bank in kreditnih institucij

Evrosistem dopolnjuje monetarno politiko z določanjem obrestnih mer za odprte možnosti bank in kreditnih institucij. Odprte možnosti bank (Standing facilities) zagotavljajo likvidnost ali pa absorbirajo likvidnost z dospelostjo čez noč na podlagi pobude kreditne institucije ter so na voljo primerni nasprotni strani.

Z namenom kontroliranja kratkoročnih obrestnih mer na denarnem trgu, predvsem njihove spremenljivosti, Evrosistem ponuja naslednji dve odprti možnosti za kreditne institucije:

- možnost obrobnega zadolževanja po mejni posojilni obrestni meri (marginal lending facility);
- možnost deponiranja sredstev po depozitni obrestni meri («deposit facility»).

Obe odprti možnosti imata ročnost čez noč. Kreditne institucije lahko dostopajo do teh dveh instrumentov na njihovo lastno pobudo. Banke imajo malo spodbud za uporabo teh odprtih možnosti ECB, saj so obrestne mere zanje manj ugodne kot tržne obrestne mere.

Povprečna dnevna uporaba odprtih možnosti bank je v obdobju od januarja 1999 do julija 2003 ostajala v okvirih ene milijarde evrov. To nam pove, da ta instrument monetarne politike služi samo za zagotavljanje in absorpcijo likvidnosti v izjemnih okoliščinah. Z uvedbo evra v začetku leta 1999 in prehodom v začetku leta 2000, so nastale posebne okoliščine, ki razložijo relativno visoko raven uporabe možnosti obrobnega zadolževanja v obdobju vzdrževanja rezerv v tem obdobju (ECB-o; 2004: 85). Znotraj tega obdobja, t.i. obdobja vzdrževanja rezerv, je bilo koriščenje odprtih možnosti bank pri ECB večje, kar je bilo posledica mehanizma za povprečno stanje rezerv v vzdrževanem obdobju. Ta je omogočil kreditnim institucijam, da so dnevno vodile likvidnostne primanjkljaje in presežke, katere so lahko prenašali naprej do konca obdobja vzdrževanja zahtevanih rezerv. Zahtevane rezerve so za posamezne poslovne banke postale obvezne samo na zadnji dan obdobja vzdrževanja rezerv, ko likvidnostni deficit oz. suficit ni mogel biti več kompenziran z nasprotnim presežkom oz. primanjkljajem znotraj obdobja vzdrževanja rezerv.

Obrestna mera za obrobno možnost zadolžitve oz. mejna posojilna obrestna mera, je normalno bistveno višja od ustrezne tržne obrestne mere. Obrestna mera za možnost deponiranja presežkov

likvidnosti oz. depozitna obrestna mera, je precej nižja od tržne obrestne mere. Posledica tega je, da kreditne institucije uporabljajo odprte možnosti samo, kadar nimajo nobene druge možnosti.

5.2.8.1 Razpon obrestnih mer za odprte možnosti bank in kreditnih institucij

Možnost obrobnega zadolževanja je možnost, da posamezna banka ali kreditna institucija pridobi od posamezne NCB potrebno likvidnost čez noč ob zagotovitvi primernega nasprotnega premoženja. Obrestna mera za obrobno zadolževanje ponavadi predstavlja zgornjo obrestno mero za trg obrestnih mer za čez noč. Banke in kreditne institucije lahko položijo odvečna sredstva čez noč pri NCB. Obrestna mera za depozitna sredstva ponavadi predstavlja najnižjo obrestno mero za trg obrestnih mer za čez noč. Z določanjem obrestnih mer za odprte možnosti bank je Svet ECB določil razpon, znotraj katerega obrestne mere za čez noč nihajo na denarnem trgu. *Tabela 5.10*, ki prikazuje razvoj ključnih obrestnih mer ECB v obdobju 2005 do 2007, kaže, da so obrestne mere za odprte možnosti bank določile vrh in dno za obrestne mere za čez noč na denarnem trgu (v nadaljevanju: EONIA).

Obdobje	Povprečje obdobja	Najnižja vrednost	Najvišja vrednost
2005	2,09	1,63	2,42
2006	2,83	2,08	3,69
2007	3,87	3,11	4,59
december 06	3,5	3,28	3,69
januar 07	3,56	3,5	3,6
februar 07	3,57	3,53	3,71
marec 07	3,69	3,11	3,9
april 07	3,82	3,69	3,87
maj	3,79	3,39	3,85
junij 07	3,96	3,68	4,14
julij 07	4,06	4,01	4,08
avgust 07	4,05	3,72	4,29
september 07	4,03	3,54	4,59
oktober 07	3,94	3,62	4,13
november 07	4,02	3,76	4,11
december 07	3,88	3,62	4,04

Tabela 5.10: Ključne obrestne mere ECB in EONIA

Vir: About EONIA; 2008

"Okrog obrestnih mer ECB ali v razponu med mejno posojilno obrestno mero in depozitno obrestno mero niha medbančna obrestna mera za posojila čez noč, ki jo imenujemo "EONIA"" (Ribnikar – II;

2003: 54). "EONIA se računa kot tehtano povprečje, pri čemer se izločijo največje in najmanjše vrednosti obrestnih mer posojil čez noč med bankami" (Ribnikar – III; 2003: 87).

5.2.8.2 Izračunavanje EONIA

Vsaka sodelujoča banka mora vsakodnevno najkasneje do 18:30 sporočiti ECB celoten znesek transakcij nezavarovanih posojil za tisti dan in tehtano povprečno posojilno obrestno mero za te transakcije. Na podlagi teh podatkov ECB izračuna EONIA in jo objavi po 19. uri na spletni strani "Moneyline Telerate"³⁵ podjetja Reuters tako, da je na razpolago vsem naročnikom. ECB je tako z namenom zagotavljanja kvalitete EONIA in dostopa do pomembnih informacij, prevzela kontrolo merjenja EONIA.

Značilnosti učinkovite referenčne obrestne mere čez noč v evro območju (About EONIA; 2008) so sledeče:

- referenčna obrestna mera v Evro območju se imenuje EONIA;
- EONIA je indeks povprečja obresti pri izposoji evra za čez noč in ga uporablja celotno Evro območje;
- sodelujoče banke so najbolj aktivne banke z visoko kreditno boniteto, ki mora biti enaka kot za EURIBOR iz celotnega Evro območja, pri čemer je zagotovljena geografska različnost sodelujočih bank ter
- EONIA je izračunana kot tehtano povprečje vseh nezavarovanih posojilnih transakcij čez noč na medbančnem trgu znotraj Evro območja.

Določitev razpona za odprte možnosti bank je uspešno omejila nihanje obrestne mere čez noč. Tudi v izjemnih situacijah kot so zamenjava denarja, tesno obdobje vzdrževanja rezerv ter premajhne ponudbe za operacije glavnega refinanciranja, EONIA nikoli ni šla izven določenega razpona. Relativno majhen del likvidnostnih potreb se je vedno zadovoljil z uporabo odprtih možnosti bank, kar pomeni, da je denarni trg deloval učinkovito. Pomembno je dejstvo, da je razlika med obrestnimi merami za operacije glavnega refinanciranja in kratkoročnimi obrestnimi merami na denarnem trgu majhna in dokaj stabilna, kar kaže na uspešno izvajanje monetarne politike ECB (ECB Monthly Bulletin; 2004: 51-52).

5.3 Likvidnostne potrebe bančnega sistema

Prednost monopolnega položaja ECB je v tem, da ji omogoča upravljanje z likvidnostjo na denarnem trgu. Na ta način lahko ECB vpliva na obrestne mere. Upravljanje z likvidnostjo ECB, ki predstavlja sekundarni del monetarne politike ECB, omogoča, da signalizira svoj položaj na denarnem trgu, ki se odraža s spreminjanjem pogojev, pod katerimi je ECB pripravljena sodelovati v transakcijah z

bankami in kreditnimi institucijami. V svojih operacijah si ECB prizadeva zagotoviti normalno delovanje denarnega trga, zato pomaga kreditnim institucijam, da se lažje soočijo s svojimi likvidnostnimi potrebami. Zaradi potrebe bančnega sistema Evro območja po primarnem denarju in izpolnitvi zahtevanih rezerv, se ustvarja likvidnostni deficit, ki ga uravnava ECB. Tako lahko Evrosistem z zagotavljanjem likvidnosti vpliva na obrestne mere na denarnem trgu.

"Za določitev strukturnega položaja denarnega trga posameznih NCB, moramo postavke v premoženjski bilanci NCB razdeliti na avtonomne in na tiste, ki so posledica monetarne politike ECB" (Petrovič; 2003: 14). "Strukturni položaj denarnega trga nam pove ali posamezna NCB z instrumenti monetarne politike veča likvidnost denarnega trga ali zmanjšuje likvidnost denarnega trga" (Ribnikar – I; 2003: 281).

Sredstva	Obveznosti
<ul style="list-style-type: none"> • refinanciranje kreditnih institucij • posojila čez noč • neto tuja aktiva 	<ul style="list-style-type: none"> • imetja kreditnih institucij na tekočih računih (rezerve) • depoziti čez noč • gotovina v obtoku • vloge države • drugi neto faktorji
Zagotavljanje likvidnosti skozi operacije monetarne politike (refinanciranje kreditnih institucij + posojila čez noč – depoziti)	
=	
avtonomni faktorji (gotovina v obtoku + vloga države – neto tuja aktiva + drugi neto faktorji)	
+	
rezerve (prihranki kreditnih institucij na tekočih računih)	

Slika 5.7: Struktura standardizirane bilance NCB

Vir: ECB-o; 2004: 87

Če razdelimo standardizirano bilanco NCB na tri dele, kot je prikazano na Sliki 5.7, vidimo da je znesek neto likvidnosti, ki je dejansko ponujen s strani NCB kreditnim institucijam, sestavljen iz dveh delov:

- prvi del so tako imenovani avtonomni faktorji, ki so neto efekt preostalih postavk v bilanci, ki vplivajo na likvidnost na trgu. Ti faktorji so normalno rezultat uporabe instrumentov monetarne politike. Nekateri avtonomni faktorji niso pod kontrolo monetarnih oblasti (kot npr. bankovci v

³⁵ Dostopno na: <http://www.moneyline.com/>

obtoku in državni depoziti). Drugi faktorji, kot so neto tuja aktiva, pa so lahko nadzorovani s strani monetarnih oblasti, toda transakcije s temi sredstvi ponavadi niso povezane z operacijami monetarne politike, z izjemo valutnih zamenjav;

- drugi del so tako imenovane rezerve kreditnih institucij (prihranki kreditnih institucij na tekočem računu pri NCB).

Vsota avtonomnih faktorjev in rezerv je enaka ponudbi likvidnosti monetarne politike in je enaka vsoti refinanciranja kreditnih institucij in možnosti obrobnega zadolževanja brez depozitov. Zahtevane rezerve običajno predstavljajo polovico potrebne likvidnosti bančnega sistema.

5.3.1 Upravljanje likvidnosti s strani ECB

Upravljanje likvidnosti ECB je sestavljeno iz ugotavljanja likvidnostnih potreb bančnega sistema in ponudbe dodatne likvidnosti oz. absorpcije prevelike likvidnosti skozi operacije na odprtem trgu. Z likvidnostnim upravljanjem je uspela ECB ohraniti kratkoročne obrestne mere denarnega trga blizu obrestnim meram za operacije glavnega refinanciranja.

Likvidnostne potrebe kreditnih institucij v Evro območju nastanejo zaradi dveh faktorjev:

- zahteve ECB, da kreditne institucije držijo zahtevane minimalne rezerve ter
- avtonomnih faktorjev.

Avtonomni faktorji se imenujejo zato, ker niso pod kontrolo ECB in njenega likvidnostnega upravljanja. Če se povečajo postavke na strani sredstev, pomeni to povečanje likvidnosti in nasprotno, če se povečajo postavke na strani obveznosti, pomeni to absorpcijo likvidnosti. Če je vsota avtonomnih faktorjev večja na strani obveznosti kot na strani sredstev v bilanci stanja Evrosistema, pomeni da je v bančnem sistemu likvidnostni deficit oz. likvidnostna potreba, ki jo Evrosistem zadovolji z instrumenti monetarne politike.

V dosedanjem obdobju od vpeljave evra, so v povprečju neto avtonomni faktorji predstavljali 45 % vseh likvidnostnih potreb bančnega sistema, zahtevane minimalne rezerve kreditnih institucij pa 54,3 % vseh likvidnostnih potreb bančnega sistema. Zelo majhen delež imajo presežne rezerve in predstavljajo samo 0,4 % celotnih likvidnostnih potreb. Evrosistem 73,5 % likvidnostnih potreb zadovolji z operacijami glavnega refinanciranja, 26,1 % z operacijami dolgoročnega refinanciranja in 0,1 % vseh potreb skozi operacije finega uravnavanja. Ostanek likvidnostnega neravnotežja bančnega sistema je lahko absorbiran skozi odprte možnosti bank.

V povprečju je samo 0,3 % likvidnostne ponudbe ECB uporabljene za možnost obrobnega zadolževanja in samo 0,3 % likvidnostne ponudbe bank za možnost deponiranja sredstev, zato je neto likvidnost odprtih možnosti bank v povprečju enaka nič.

Želena raven kratkoročnih obrestnih mer je signalizirana finančnim trgom preko obrestnih mer za operacije glavnega refinanciranja in skozi obrobne možnosti bank. Zato je določanje ključnih obrestnih mer učinkovito le z likvidnostnim upravljanjem ECB.

5.3.2 Predvidevanje likvidnostnih potreb kreditnih institucij v Evro območju

Za dobro predvidevanje likvidnostnih potreb kreditnih institucij mora ECB pravilno predvideti bodoči razvoj avtonomnih faktorjev, povprečno velikost zahtevanih rezerv in presežne rezerve. Avtonomni faktorji so vir največje negotovosti pri določanju oz. ugotavljanju likvidnostnih potreb Evro območja. Zato ECB pri vsaki objavi operacij glavnega refinanciranja objavi tudi predvidene povprečne avtonomne faktorje do naslednjega dneva poravnave operacij glavnega refinanciranja. Zahtevane rezerve se lahko natančno oceni in objavi takoj na začetku vsakega obdobja.

5.3.3 Uporaba odprtih možnosti bank in kreditnih institucij

Evrosistem zagotavlja likvidnostne potrebe predvsem skozi operacije na odprtem trgu, v skrajnih primerih pa z odprtimi možnostmi bank. Do uporabe odprtih možnosti bank pride zaradi dejanskih ali nepričakovanih likvidnostnih neravnotežij na ravni celotnega Evro območja, zaradi neravnotežja med likvidnostno ponudbo ECB in likvidnostnimi potrebami bančnega sistema skozi določeno obdobje vzdrževanja rezerv.

Do agregatne uporabe odprtih možnosti bank in kreditnih institucij pride zaradi napake v napovedovanju likvidnostnih potreb ali zaradi namenskega odstopanja posameznih NCB od ravnotežne ravni vsakokratnega dodelitvenega zneska. Tako pride do občasne agregatne uporabe odprtih možnosti bank samo na koncu vsakega vzdrževanega obdobja, ko mora celotni bančni sistem, ki ga pokriva posamezna NCB, izravnati kakršnokoli agregatno likvidnostno neravnotežje skozi odprte možnosti bank.

Kreditne institucije imajo presežno likvidnost v t.i. ohlapnem obdobju, v t.i. tesnem obdobju vzdrževanja rezerv pa samo tiste s deficitom uporabijo možnost obrobne zadolžitve, da tako izpolnijo zahtevane rezerve. Pričakovanja udeležencev ali bo konec obdobja vzdrževanja rezerv ohlapen ali tesen, vplivajo na uporabo odprtih možnosti bank že pred zadnjim trgovalnim dnevom vzdrževanja zahtevanih rezerv.

Uporaba odprtih možnosti bank v prvi polovici vzdrževanega obdobja, povprečna uporaba možnosti obrobne zadolžitve v drugi polovici ohlapnega obdobja vzdrževanja in povprečna uporaba depozitnih možnosti v drugi polovici ozkega obdobja, odražajo individualno likvidnostno neravnotežje. Nasprotno lahko vse povprečne uporabe odprtih možnosti v dostopu do individualnih odprtih možnosti opredelimo kot agregatne (ECB Monthly Bulletin; 2002: 50-51).

5.4 Politika deviznega tečaja

Najpomembnejša predstavnic politiki, ki temeljijo na prerazporeditvi oziroma redistribuciji potrošnje, je politika deviznega tečaja. Predstavlja zelo pomemben dejavnik pri doseganju plačilnobilančnega ravnovesja ter mednarodne konkurenčnosti države. Poleg tega igra veliko vlogo pri obravnavi učinka različnih vrst "policy mix-a" na zastavljene cilje. Zato politiko deviznega tečaja z vidika družboslovnih znanosti ne moremo šteti izključno med ekonomske vede oz. v monetarno politiko, temveč tudi ali predvsem v politološke vede.

Politika deviznega tečaja je tako tisti del ekonomske politike, ki je povezan predvsem z režimom oz. sistemom deviznega tečaja in z deviznimi rezervami. Politiko deviznega tečaja, tako kot monetarno politiko, vodi centralna banka. Pomembno je, da pri deviznem tečaju ločimo med režimom in politiko. Režim deviznega tečaja praviloma določa vlada, ki s tem hkrati postavi okvire, znotraj katerih lahko posamezna centralna banka vodi politiko deviznega tečaja. Politika deviznega tečaja v neki državi vpliva na strukturo relativnih cen med dobrinami, ki so predmet mednarodne menjave in tistimi, ki niso. Prav tako politika deviznega tečaja vpliva na splošno raven domačih cen. Posledično torej izbor režima in vodenje politike deviznega tečaja vplivata na celotno ekonomijo nacionalne države ter seveda tudi na sosednje države in države s katerimi posamezna država največ trguje.

Poznamo sistem fiksne, sistem variabilnega ter sistem hibridnega deviznega tečaja. Znotraj vseh treh pa več različnih režimov deviznega tečaja. Vsi trije sistemi ter posamezni režimi so predstavljeni v nadaljevanju te točke.

5.4.1 Sistem fiksne deviznega tečaja

Ta sistem od države zahteva, da fiksira vrednost svoje valute oz. določi uradni tečaj, to je njeno paritetno vrednost. To dejansko pomeni, da država definira vrednost svoje valute v odnosu na neko mero vrednosti ter določi najvišjo možno mejo odstopanja v odnosu na določeno paritetno vrednost. V primeru, da se je ravnotežni devizni tečaj dvignil/znižal na katero od mej dovoljenega razpona gibanja, mora država intervenirati na deviznem trgu in na ta način zadržati devizni tečaj v okviru dovoljenega razpona.

Znotraj sistema fiksne deviznega tečaja danes poznamo več režimov deviznega tečaja (Mrak; 2002: 92):

- **Valutni odbor**

Valutni odbor je edini primer restriktivne različice sistema čistega fiksne deviznega tečaja. Gre za režim, kjer se nacionalna država obveže, da bo zamenjevala domačo valuto za tujo po fiksne deviznem tečaju ter bo izdajala domači denar samo v kolikor za to obstaja polno

pokritje v deviznih sredstvih. S tem režim odstrani nekatere klasične funkcije centralne banke, zlasti njeno vlogo pri uravnavanju količine denarja v obtoku.

- **Režim trajno fiksnega deviznega tečaja**

Gre za najbolj rigiden režim v okviru liberalnejše različice fiksnega deviznega tečaja, kjer paritetna vrednost ostaja nepreklicno fiksirana oz. dolgoročno nespremenjena. V tem primeru lahko tečaj valute dolgoročno variira samo toliko, kolikor mu omogočajo dovoljene meje.

- **Režim prilagodljivo fiksnega deviznega tečaja**

Ta režim vsebuje možnost občasnega spreminjanja paritetne vrednosti. Vanj je vgrajena možnost, da se paritetna vrednost občasno spremeni (valuta devalvira/revalvira) in na ta način prispeva k odpravi plačilnobilančnega neravnotežja.

- **Režim plazečega fiksnega deviznega tečaja**

Režim plazečega fiksnega deviznega tečaja vsebuje možnost spreminjanja paritetne vrednosti v rednih intervalih, ki so vnaprej objavljeni. Višina vsakokratne spremembe je relativno majhna. Obseg spremembe paritetne vrednosti je določen vnaprej oz. se vsakokrat posebej izračuna na osnovi sprememb v izbranih ekonomskih kazalcih.

5.4.2 Sistem fleksibilnega deviznega tečaja

Gre za teoretičen sistem deviznega tečaja. Pri njem je višina tečaja opredeljena izključno z delovanjem tržnih mehanizmov, torej brez kakršne koli intervencije države na deviznih trgih. Ta sistem je bil v praksi le redko uporabljen. Njegovo osnovno izhodišče je, da je v pogojih delovanja prostega trga mogoče devizni tečaj oz. ceno devize preučevati na enak način, kot ceno kateregakoli drugega blaga, torej s ponudbo deviz in povpraševanjem po devizah na denarnem trgu. Devizni tečaj določene valute bo določen na točki, kjer se na deviznem trgu sekata krivulji ponudbe in povpraševanja. Značilnost tega sistema deviznega tečaja je, da bo zunanje ekonomsko neravnotežje države, ki se odraža v presežku oz. primanjkljaju celotne plačilne bilance, avtomatično odpravljeno z apreciacijo oz. depreciacijo valute, brez kakršne koli intervencije države na deviznem trgu in posledično brez kakršne koli spremembe v obsegu njenih mednarodnih denarnih rezerv. Te so pravzaprav nepotrebne.

Za razliko od režimov v okviru sistema fiksnega deviznega tečaja, je za režime v okviru sistema fleksibilnega deviznega tečaja značilno, da monetarne oblasti sicer intervenirajo na deviznem trgu, vendar cilj njihove intervencije ni jasno opredeljen in transparentno objavljen. V teh režimih posamezna centralna banka torej intervenira diskrecijsko, kar ji brez dvoma daje več fleksibilnosti pri vodenju monetarne politike kot jo imajo v režimih fiksnega deviznega tečaja.

Režima znotraj sistema fleksibilnega deviznega tečaja sta dva (Mrak; 2002: 96):

- **Režim uravnavanega fleksibilnega deviznega tečaja**

Zanj je značilno, da monetarne oblasti na osnovi svojih lastnih analiz in ocen, torej na diskrecijski način, opredelijo devizni tečaj, ki je po njihovi oceni za državo primeren in kateremu se z intervencijo na deviznem trgu želijo čim bolj približati.

- **Režim neodvisnega drsenja**

Zanj je značilna še večja stopnja neodvisnosti centralne banke pri vodenju monetarne politike. Pri tem režimu naj bi bil devizni tečaj praktično v celoti oblikovan na osnovi delovanja tržnih mehanizmov na denarnem trgu. Intervencije centralne banke so v principu kratkotrajne in niso namenjene oblikovanju tečaja valute, temveč predvsem preprečitvi njegovih nepotrebno velikih oscilacij.

5.4.3 Sistem hibridnega deviznega tečaja

Leta 1973 ob razpadu sistema fiksnega deviznega tečaja, to je že opisanega sistema Bretton Woods, ni prišlo do uvedbe druge skrajnosti, torej do uvedbe čistega fleksibilnega deviznega sistema, temveč do uvedbe t.i. hibridnega sistema. Zanj je značilno, da pristojni državni organi oz. centralna banka ne opredeli niti uradnega tečaja svoje valute, niti razpona v okviru katerega se devizni tečaj lahko giblje. To pomeni, da centralna banka eksplicitno ne navede, če, kdaj in v kakšnem obsegu bo intervenirala na deviznem trgu. Njena intervencija na trgu je torej povsem diskrecijska in ne temelji na jasno sprejetih in transparentno objavljenih obvezah interveniranja. Centralna banka bo intervenirala takrat in v takšnem obsegu, ko bo ocenila, da se devizni tečaj valute ne spreminja v skladu z njenimi pričakovanji oz. željami.

Medtem ko se v sistemu čistega fleksibilnega deviznega tečaja primanjkljaj oz. presežek celotne plačilne bilance odraža v deprecijaciji oz. apreciaciji valute, se v sistemu čistega fiksnega deviznega tečaja ta odraža v spremembah, to je povečevanju ali zmanjševanju obsega deviznih rezerv. Za sistem hibridnega deviznega tečaja velja, da se nahaja nekje med tema ekstremoma. Neravnotežje se torej delno odraža v spremembi tečaja, delno v spremenjenem obsegu deviznih rezerv.

Čeprav gledano površno, sprememba deviznega tečaja ne pomeni nič drugega kot samo spremembo cene, po kateri se ena valuta zamenja za drugo. Ta sprememba prek različnih transmisijskih mehanizmov in z različnim časovnim zamikom vpliva na tako rekoč vse ključne segmente narodnega gospodarstva. S spremembo deviznega tečaja se namreč ustvarja povsem nov sklop ekonomskih odnosov v gospodarstvu, s spremenjenimi učinki na plačilno bilanco države in s spremenjenimi odnosi med ponudbo ter povpraševanjem po devizah.

Če ima država oz. njena centralna banka sistem fiksnega deviznega tečaja, mora imeti centralna banka dovolj mednarodnih denarnih rezerv, da odkupi vsako količino tujega denarja, ki bi sicer lahko vplivala na spremembo paritetne vrednosti denarja. Če je devizni tečaj popolnoma fleksibilen, centralna

banka na devizni trg ne posega in zato ne potrebuje rezerv. To pomeni, da v plačilni bilanci ni mednarodnih denarnih rezerv in se devizni tečaj samodejno oblikuje tako, da je bilanca izravnana.

"Politika deviznega tečaja se pogosto obravnava kot politika, ki je neodvisna od monetarne politike. Če zaradi monetarne politike nastaja plačilno bilančno neravnovesje, mora biti država oz. njena centralna banka sposobna nevtralizirati njegove monetarne posledice, saj bi v nasprotnem primeru to neravnovesje na dolgi rok vplivalo tudi na višino deviznega tečaja. S tem monetarna politika vpliva na politiko deviznega tečaja in zato posledično ne moremo govoriti o dveh samostojnih ekonomskih politikah. Gre bodisi za politiko deviznega tečaja in od tod izhajajoča monetarna gibanja, bodisi za monetarno politiko in od tod izhajajočo višino deviznega tečaja" (Ribnikar; 1993: 5).

POVZETEK POGLAVJA

Za države, kot so države članice EU, ki jih povezuje medsebojna trgovina in finance, se spremembe v agregatnem povpraševanju in obrestnih merah v posamezni državi hitro prenašajo iz ene države na drugo. Obstoj tega učinka prelivanja povzroča nevarnost, da prihaja do zmanjšane učinkovitosti v delovanju celotnega Evro območja. Kljub temu, da sistem fiksnih deviznih tečajev med posameznimi valutami v EU prispeva določeno ogrodje za koordinacijo monetarnih politik med državami EU, še vedno popolnoma ne odstrani problema nekooperativnega oblikovanja ostalih politik. To je znano kot "N-1 problem" (Visco; 1999).

Danes je ogrodje ekonomske politike Evropske monetarne unije (v nadaljevanju: EMU) sestavljeno iz centralizirane monetarne politike pod odgovornostjo ECB ter decentraliziranih fiskalnih in dohodkovnih politik. Iz te organiziranosti izhajajo tudi jasne naloge posameznih politik: enotna monetarna politika naj bi zasledovala cilj cenovne stabilnosti ter se odzivala na ekonomska dogajanja, medtem ko bi se nacionalna fiskalna in dohodkovna politika odzivali na asimetrične šoke, seveda v okviru Pakta stabilnosti in rasti. Upoštevajoč Pakt stabilnosti in rasti ter Široke smernice ekonomske politike, pa bo dejanski ekonomski "policy mix" EMU v prihodnosti odvisen od kvalitete vzajemnega delovanja enotne monetarne politike na eni strani ter povprečnega razvoja fiskalne in dohodkovne politike v državah članicah na drugi strani (Breuss in drugi; 1999).

Primarni cilj ECB je ohranjanje stabilnosti cen na srednji rok. ECB lahko s svojo monetarno politiko vpliva predvsem na raven cen, zato je stabilnost cen v skladu s Statutom ESCB in ECB njen edini naravni cilj. Ob upoštevanju nevtralnosti denarja na dolgi rok in visokih stroškov inflacije, je tako ohranjanje stabilnosti cen na dolgi rok edina pot do večje ekonomske blaginje, potencialne gospodarske rasti in visoke stopnje zaposlenosti.

Z operacijami na odprtem trgu ECB krmari obrestne mere in upravlja z likvidnostjo na trgu ter s tem kaže položaj monetarne politike. Operacije glavnega refinanciranja so najpomembnejše med operacijami na odprtem trgu, ki so vodene znotraj Evrosistema, saj zagotavljajo večino potrebne likvidnosti bančnega sistema in imajo ključno vlogo pri oblikovanju obrestnih mer na denarnem trgu in signaliziranju položaja monetarne politike.

Z monetarno politiko Evrosistem preko transmisijskega mehanizma deluje na denarni trg ter tako vpliva na kratkoročne obrestne mere. Evrosistem ima na razpolago tri glavne instrumente za vodenje monetarne politike, in sicer: operacije na odprtem trgu, odprte ponudbe bankam in minimalne zahtevane rezerve poslovnih bank. Z zahtevanimi rezervami v obdobju vzdrževanja rezerv si banke razporedijo likvidnostne šoke v določenem času, kar prispeva k stabilizaciji obrestnih mer čez noč. Obe odprti možnosti stabilizirata tržno obrestno mero EONIA, saj mejna posojilna obrestna mera določa dno razpona obrestnih mer, depozitna obrestna mera pa določa vrh razpona obrestnih mer. Med posojilno in depozitno obrestno mero je obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja, ki ji pravimo tudi ključna obrestna mera. ECB s ključnimi obrestnimi merami določa pogoje poslovanja kreditnih institucij in bank in s tem odločno vpliva na ceno denarja ter delovanje gospodarstva.

Na kratek rok obrestne mere odstopajo od naravne obrestne mere, saj se gospodarstvo sooča z gospodarskimi šoki, ki predstavljajo tveganje za stabilnost cen. Pri zasledovanju stabilizacijsko orientirane politike, ECB uravnava svoje obrestne mere tako, da z namenom nevtraliziranja vpliva šokov na razvoj cen, premakne realne kratkoročne obrestne mere nad ali pod njihovo naravno stopnjo. Na dolgi rok je realna obrestna mera definirana z realnimi faktorji, predvsem z rastjo prebivalstva in s preferencami gospodinjstev glede potrošnje in varčevanja, obsegu aktivnosti gospodarskih subjektov in izvoza itd.. Na kratek rok je realna obrestna mera pod vplivom monetarne politike in zato lahko ECB s spreminjanjem nominalnih kratkoročnih obrestnih mer kontrolira realno obrestno mero, saj se cene ne spreminjajo na kratek rok.

Povezanost kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer ni neposredna. ECB na dolgi rok ne more vplivati na gospodarski razvoj s spreminjanjem obrestnih mer. Vendar lahko kontrolira dolgoročne trende rasti cen s tem, da posreduje na denarnem trgu, če pride do sprememb v agregatnem povpraševanju, sprememb v tehnologiji in velikih sprememb v cenah blaga. Na ta način blaži kratkoročne spremembe na denarnem trgu, kar vodi do dolgoročne stabilnosti cen in stabilne gospodarske rasti. Z visoko stopnjo kredibilnosti ima monetarna politika ECB pri zasledovanju svojih ciljev močan, neposreden vpliv na razvoj cen, predvsem z vodenjem prihodnjih pričakovanj ekonomskih subjektov o prihodnji inflaciji.

Tudi fiskalna politika ima pomembno vlogo pri določanju dolgoročnih obrestnih mer. Če ima država proračunski deficit ali velik javni dolg, ima s tem veliko potrebo po posojilih za financiranje tekočih izdatkov in za refinanciranje dolga, kar zvišuje dolgoročno obrestno mero. Zato sta tudi dva izmed maastrihtskih oz. konvergenčnih kriterijev, ki pogojujeta vstop v EMU, zmeren javni dolg in uravnotežen

proračun. Res je, da države po vstopu v Evro območje niso zavezane k dolgoročni konvergenci. Tu je po mnenju mnogih ključna šibkost Evrosistema, ki se v obliki sorazmerno visoke stopnje inflacije kaže v tem trenutku.

V Evrosistemu so zaradi sistema minimalnih rezerv, banke in kreditne institucije dolžne držati rezerve pri NCB. Monopolni položaj omogoča ECB upravljanje z likvidnostjo na denarnem trgu, in ji daje vzvod za oblikovanje obrestnih mer, kar se ponavadi odraža s spreminjanjem pogojev, pod katerimi je ECB pripravljena sodelovati v transakcijah z bankami in kreditnimi institucijami. Zaradi potrebe bančnega sistema Evro območja po primarnem denarju in izpolnitvi zahtevanih rezerv se ustvarja likvidnostni deficit, katerega odpravlja Evrosistem z zagotavljanjem likvidnosti

Upravljanje likvidnosti ECB je sestavljeno iz ugotavljanja likvidnostnih potreb bančnega sistema in iz ponudbe likvidnosti oz. absorpcije likvidnosti skozi operacije na odprtem trgu. Z likvidnostnim upravljanjem je uspela ECB ohraniti kratkoročne tržne obrestne mere denarnega trga blizu obrestnim meram za operacije glavnega refinanciranja. Zadostna raven zahtevanih rezerv v Evro območju, je preprečila večje spremembe v obrestni meri čez noč, ki bi lahko nastale zaradi začasnih likvidnostnih šokov, povzročenih z avtonomnimi faktorji. Samo akumulirano likvidnostno neravnotežje skozi celotno vzdrževano obdobje lahko vpliva na obrestno mero čez noč.

Politika deviznega tečaja se pogosto obravnava kot politika, ki je neodvisna od monetarne politike. Če zaradi monetarne politike nastaja plačilno bilančno neravnovesje, mora biti država oz. njena centralna banka sposobna nevtralizirati njegove monetarne posledice, saj bi v nasprotnem primeru to neravnovesje na dolgi rok vplivalo tudi na višino deviznega tečaja. S tem monetarna politika vpliva na politiko deviznega tečaja in zato posledično ne moremo govoriti o dveh samostojnih ekonomskih politikah. Gre bodisi za politiko deviznega tečaja in od tod izhajajoča monetarna gibanja, bodisi za monetarno politiko in od tod izhajajočo višino deviznega tečaja.

6 JAVNO POLITIČNI VIDIK MONETARNE POLITIKE ECB

Do sredine sedemdesetih let prejšnjega stoletja je v okviru nacionalnih držav prevladoval, skozi stoletja močno zakoreninjen, korporativističen način vladanja. Močno poudarjene nacionalne države so bile s svojimi kolonijami večinoma samozadostne ter kot take pretežno zaprte za zunanje vplive. Javne politike so bile torej predvsem domena formalnih vladajočih struktur. Demokracija se je kazala izključno le v okviru vsakokratnih volitev. Udeležba na volitvah, izobraženost prebivalstva, medijska korektnost ter finančna podpora posameznim kandidatom so bili ključni indikatorji relativno nizke stopnje demokratičnosti posameznih volitev.

Vendar se je v osemdesetih in devetdesetih letih minulega stoletja veliko spremenilo v politiki, predvsem glede nestabilnosti večine zahodnoevropskih držav. "Zlasti nekatere vlade so sprejele bolj vsiljiv slog oblikovanja in implementacije politik, interesne skupine pa so se naučile izkoriščati možnosti, ki jih ponujata oblikovanje in implementacija javnih politik, ki ga vse bolj zaznamujejo številne strukturne priložnosti. Tako je zlasti stanje po evropeizaciji sektorjev posameznih politik znotraj petnajstih držav članic EU" (Richardson; 2000: 1006). Od leta 2007 se je število držav EU povečalo že na 27. T.i. evropeizacija javnih politik, katere osnovni poudarek je predvsem krepitev javno političnih omrežij in igralcev v njih, je vse bolj pomemben dejavnik odločanja v EU.

Globalizacija je skupni izraz za vse spremembe, ki so v do tedaj zaprte nacionalne države vnašale omenjen nemir, ne zgolj samo na političnem področju, temveč tudi na gospodarskem, ekonomskem, socialnem, okoljskem ter drugih področjih. Na bližajočo se globalizacijo sveta sta nakazali že obe svetovni vojni, dokončno pa je prišla do izraza z naftno krizo v sedemdesetih letih. Spremenil se je tudi pojem vladanja. Vladavina naj bi v spremenjenem okolju "predstavljala spremembo v pomenu besede vlada, nanašajoč se na nov proces vladanja ali na spremenjeno stanje urejenega vladanja ali na novo metodo, s katero se vlada družbi. V prvi vrsti se spremembe v vladavini nanašajo na samoorganizirana oz. medorganizacijska omrežja" (Rhodes; 1997: 35).

6.1 Različnost vlog javno političnih igralcev pri oblikovanju in implementaciji monetarne politike ECB

Na izredno zanimiv način se nove pojavne oblike vladanja, ki se na novo pojavljajo skladno z razvojem EU, kažejo v pestrosti javno političnih igralcev, skupnosti in omrežij, ki v zadnjem času želijo vplivati na delovanje ECB. Do ustanovitve ECB so namreč osnovno poslanstvo makroekonomije v posameznih državah članicah EU, to je ohranjanje stabilnosti cen, vodile posamezne NCB, ki so kljub načelni samostojnosti po večini z določenim zamikom sledile potrebam aktualne politike. Z ustanovitvijo ECB se je ta naloga prenesla na mnogo širši politični prostor. S tem so se odprle široke možnosti vpliva na njeno politiko tudi drugim javno političnim igralcem in skupnostim, ki dotlej teh možnosti niso imele.

Tako je po mnenju mnogih ekonomskih in politoloških teoretikov ECB pomemben precedenčni primer sposobnosti omrežnih pristopov za pojasnitev njihovega vpliva na monetarno politiko ECB glede njenega oblikovanja politike višine ključne obrestne mere ter tudi ostalih segmentov monetarne politike (ponudbe denarja, menjalnih razmerij, cene kapitala, itd.), ki vplivajo na kakovost življenja različnih družbenih skupin in socialnih slojev znotraj EU.

6.1.1 Pestrost javno političnih igralcev, skupnosti in omrežij v EU

Že v uvodu tega poglavja smo ugotovili, da je pojav globalizacije vnesel nemir v do tedaj zaprte nacionalne države na vseh področjih, tako gospodarskem, socialnem in ekonomskem, kot tudi okoljskem, verskem, kulturnem in drugih področjih. Nacionalna država s svojim korporativističnim načinom vladanja v vse bolj globalnem svetu tako postopoma slabi.

"Vse bolj je prisotno rutinsko poudarjanje dejstva, da globalizacija ni linearen, enodimenzionalen pojav, ki sili mednarodno politično ekonomijo v ozko kletko. Gospodarska globalizacija, na primer, vključuje medsebojno vplivanje mnogih precej izrazitih trendov na vseh ravneh gospodarskih dejavnosti in organizacij - na mednarodni, naddržavni in nadlokalni ravni. Tudi socialna globalizacija sega od globalne vasi Marshalla McLuhana na eni strani, do cvetočih čezmejnih mikroomrežij, zasnovanih na družini, etnični ali verski pripadnosti itd. ter ponovnim odkritjem multikulturalizma in nove socialno-kulturne drobitve na drugi strani. Politična globalizacija nenazadnje ne vključuje le pojava novega zapletenega sloja mednarodnih režimov in institucij, ki jih označujemo z varljivim izrazom "globalna uprava", ampak tudi razvoj vrste razpoznavnih naddržavnih regionalnih ureditev in prestrukturiranja države" (Cerny; 2002: 2).

"Trenutni slogi oblikovanja in implementacije politik vseh vrst so se spremenili kot odgovor na pritiske zunanjih dogodkov, zlasti na vse slabšo konkurenčnost zahodne Evrope ob zaznani (in morda tudi prenapihnjeni) globalizaciji" (Richardson; 2000: 1020). Slabša konkurenčnost EU in globalizacija sta ob že omenjenem nemiru v političnem prostoru oblikovali nov politični prostor z ustrezno nepredvidljivo strukturo, ki je omogočila politično delovanje tudi igralcem, ki so bili prej izključeni iz korporativističnega načina vladanja v posameznih nacionalnih državah. "Tako je naraščajoča poudarjenost vrste prelomnic v obstoječih notranjih in mednarodnih političnih strukturah predvsem ustvarila odprte pogoje za obširne paradigmatične strukturne spremembe" (Cerny; 2002: 10). Že sama vključitev novih javno političnih igralcev v nove politične strukture, sama po sebi povzroča vse bolj pester prostor političnega odločanja.

"Moč vladanja sama neizogibno postaja bolj razpršena, razdrobljena skozi vse bolj zapleteno, prizmatično strukturo socialnoekonomskih sil in ravni upravljanja – od globalne interakcije naddržavnih socialnih gibanj in interesnih združenj ali lobijev, večnacionalnih korporacij, finančnih trgov in podobno na eni strani; do vnovičnega pojava poddržavnih in večnacionalnih etničnih, verskih in v politiko

usmerjenih koalicij ter konfliktov, ki se pogosto pojavljajo v politični sociologiji na domači ravni na drugi strani" (Cerny; 2002: 7).

Seveda nove, odprte politične strukture, ki omogočajo vključitev širokega kroga do sedaj zapostavljenih javno političnih igralcev in interesnih skupin, ne omogočajo tudi vnaprej določenih pravil vključevanja in delovanja le teh. Zato mnogi, sicer zainteresirani igralci in interesne skupine prav zaradi odprtosti političnega okolja enostavno propadejo. Ključna značilnost novih političnih okolij je namreč njihova velika negotovost in nepredvidljivost. "Novi politični igralci in interesne skupine so zato v novih političnih okoljih preživeli le, če so ustvarili notranje strukture za nadzor negotovosti ali pa za prilagoditev nanjo. Na ta način so prispevali k razvoju kompleksnejšega in naglo spreminjajočega se javno političnega okolja" (Heinz in drugi; 1993: 371).

Do tu se je naša razprava osredotočala na oblikovanje nacionalne politike v vse bolj globalizirajočem se svetu. "Toda za 15 (danes 27; op. avtorja) držav članic EU se je mesto oblikovanja politike na večini političnih področjih premaknilo v Bruselj" (Richardson; 2000: 1013). Posamezni nacionalni lobiji so se tako zavedeli, da obstajajo druga prizorišča, arene oziroma kraji, ki bi jih lahko uporabili za lansiranje novih javno političnih idej in okvirov znotraj nacionalnih javno političnih sistemov ter zunaj njih. Kaže, da se to dogaja še zlasti znotraj EU, kjer je nabor struktur priložnosti, ki jim pravimo javno politična omrežja, precejšen. "Evropeizacija je tako bistveno spremenila javno politično igro" (Richardson; 2000: 1021).

Prednosti vedno novih javno političnih omrežij na ravni EU je nepredstavljivo veliko. Poleg najpomembnejše prednosti, to je odprtosti za najrazličnejše nove igralce in interesne skupnosti, je velikega pomena njihova narava, da lahko omrežja brez težav sprejmejo tudi odločitve, ki za družbo niso optimalne. "Ko se sprejemajo odločitve na podlagi najmanjšega skupnega imenovalca, je odločilna vloga vlade, da vodi razpravo in odločitve usmerja stran z območja najmanjšega skupnega imenovalca v območje, ki je bolj družbeno sprejemljivo" (Peters; 1997: 57). Zato "tesno povezana javno politična omrežja še naprej obstajajo v veliki meri predvsem zato, ker jih zaznamuje visoka stopnja konsenza – ne nujno glede specifične politike, ampak glede programa politik in mej sprejemljive politike" (Marsh in drugi; 2000: 6).

Tako eksogene spremembe javno političnih oblik, idej ali javno političnih okvirov pomenijo zelo resen izziv za obstoječe javno politične skupnosti in omrežja. "Nove ideje imajo virusom podobno lastnost in tudi sposobnost, da postavijo na glavo obstoječe javno politične sisteme in razmerja moči v politiki" (Richardson; 2000: 1017). Ključno vprašanje za zakoreninjene lobije je stopnja, do katere je mogoče nove ideje in znanje uskladiti v obstoječih in dogovorjenih "javno političnih okvirih" (Schon in drugi; 1994), ali pa se spontano pojavijo popolnoma novi okviri, ki jih podpirajo nove "sovražne koalicije" (Dudley in drugi; 1998). Moore tudi opozarja, da je mogoče, da so "nekatero ideje nič več kot le pretveza za institucionalne in osebne interese, ki resnično spodbujajo

in vodijo dejanja". Priznava, da je to "empirično, težko ovreči" (Moore; 1988: 71), mi pa lahko dodamo, da jih je težko tudi potrditi.

Naj bo na tej točki dovolj, če rečemo, "da skoraj vsi politološki strokovnjaki v EU sprejemajo za dano, da lahko oblikovanje in implementacijo javnih politik v EU najbolje označimo kot večnivojsko, večarensko, večprizoriščno igro" (Richardson; 2000: 1013). Danes o takem oz. podobnem načinu oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB, že (zaenkrat še prikrito) govori vedno več ekonomskih teoretikov, zagotovo pa bo razvoj oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB, predvsem zaradi značilnosti okolja, v katerem se nahaja, šel v opisani smeri.

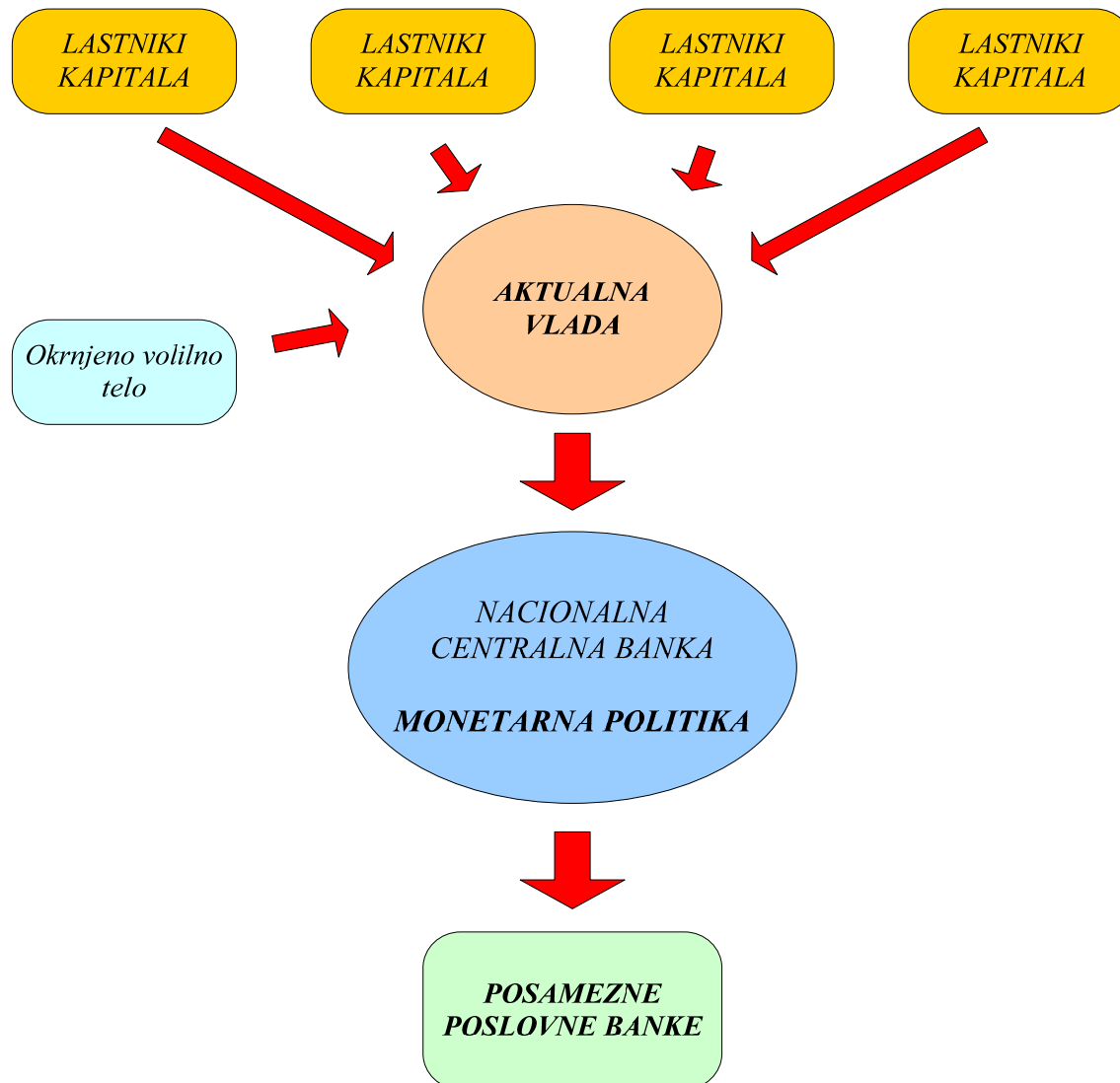
6.1.2 Vpliv javno političnih skupnosti na politiko ECB t.i. "vladanja pod pritiskom"

ECB je kot ekstrem pomemben precedenčni primer sposobnosti omrežnih pristopov za pojasnitev njihovega vpliva na njeno poslanstvo, predvsem glede oblikovanja in implementacija monetarne politike.

Osnovno poslanstvo ECB je enako poslanstvu posameznih NCB držav članic EU pred vstopom v ESCB, to je skrb za nizko inflacijo in s tem za stabilnost cen. Ta naloga ECB izhaja iz zahtev lastnikov kapitala, enako kot prej v NCB v okvirih posameznih nacionalnih držav že od pojava poslovnih bank in hranilnic v preteklosti. Banke so namreč ustanovili tisti lastniki kapitala, ki so imeli presežek kapitala, z namenom posojati ga drugim za primerne obresti. Nizka inflacija, ki jo omogoča visoka ključna obrestna mera centralne banke in se odraža v visokih obrestih posojil pri poslovnih bankah ter z njo v pomanjkanju denarja na trgu, namreč ohranja in dodatno plemeniti njihov kapital. Visoka ključna obrestna mera pa hkrati zavira gospodarsko rast, omejuje trg delovne sile ter zmanjšuje državne izdatke za socialo, razvoj, reševanje okoljskih problemov, investicije, itd. Iz teh navedb izhaja bistvo dveh temeljnih političnih opcij: na eni strani konzervativnih (krščanskih, nacionalnih, republikanskih, ljudskih, itd.), na drugi strani pa socialnih (liberalnih, demokratičnih, socialističnih, itd.) strank. Že tu lahko zaznamo prvi problem ustreznega in politično usklajenega vodenja monetarne politike ECB. EU je večnacionalna tvorba, kjer so v različnih državah na oblasti različne politične opcije, z različnimi političnimi cilji in z različnim razumevanjem finančne in gospodarske stabilnosti.

Aktualne politične usmeritve v nacionalnih državah so bile v preteklosti praktično edini akter vplivanja na nacionalno banko in njeno monetarno politiko. V tem so še danes lep primer ZDA, kjer poznajo v praksi le dve stranki. Že iz samih osnovnih makroekonomskih kazalcev lahko ugotovimo, katera od obeh je trenutno na oblasti. V ZDA je običajno, da republikanska vlada, ki se po vzorcih konzervativnega obnašanja tudi sicer nekako enači z ustanovo kot je FED, pritiska nanj, da prej ali slej

zviša ključno obrestno mero, zmanjša ponudbo denarja na finančnih trgih, zniža vrednost dolarja proti ostalim svetovnim valutam, itd..



Slika 6.8: (Javno) politični igralci vplivanja na monetarno politiko NCB v preteklosti

Lastni vir

Vlada hkrati tudi zniža davke na dohodek. S tem se ustvarijo možnosti za nadaljnje bogatenje bogatejših slojev in konzervativno vodenje gospodarske politike, ki hkrati preprečujejo vstop na politično in gospodarsko prizorišče liberalnejšim in znanja polnim mladim ljudem. Pri taki politiki se zmanjšajo sredstva za nova stanovanja, izobraževanje, socialo, varovanje okolja, itd. Edini vzrok, da tudi konzervativna republikanska politika v ZDA spremeni svoj siceršnji odnos do take politike sta vojna ali drugačne krizne razmere, ki se tičejo varnosti ZDA ali pa resna kriza na denarnih in borznih trgih. Temu smo bili priča konec leta 2007 in v začetku leta 2008.

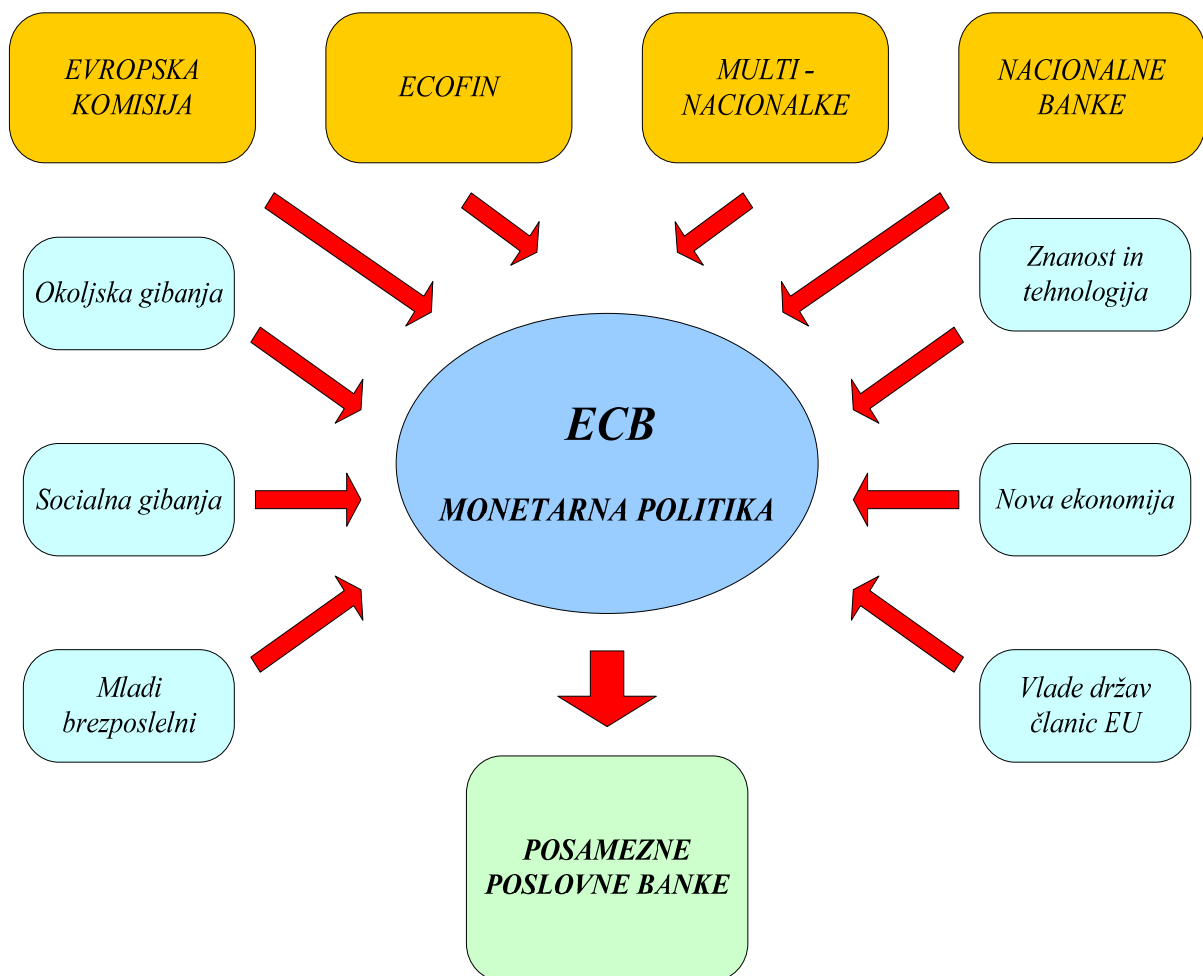
Slika 6.8 na predhodni strani ponazarja tak odnos. Okrnjeno volilno telo ima zaradi nezainteresiranosti in nizke volilne udeležbe le majhen vpliv na volilne rezultate in s tem na sestavo vlade. Tako lahko lastniki kapitala pomembno vplivajo na vlado in s tem posredno tudi na monetarno politiko centralne banke. Ta vpliv je bil v preteklosti malo poznan širšim množicam, katerim je bila pomembnost načina vodenja ekonomskih in s tem tudi monetarne politike centralne banke, zaradi relativne neizobraženosti, nepoznana in nepomembna. Zato tudi izraz v naslovu slike "(Javno) politični igralci", saj v tem primeru težko govorimo o javnem interesu, temveč zgolj o interesu zelo ozkega socialnega kroga. Večno vprašanje, "kako lahko premožnejši ljudje vedno najdejo način, kako postati še bogatejši?" in razlaga trditve, da "le lastništvo denarja lahko dela denar", lahko razložimo le z razumevanjem predstavljenega načina vodenja monetarne politike, katera ima v korelaciji z fiskalno politiko v tem primeru edini vpliv na obseg prerazporeditve ustvarjenih dobrin.

Z oblikovanjem sistema ECB so posamezne nacionalne banke izgubile pristojnosti oblikovanja makroekonomskih politik in jih prenesle na ECB. S tem je ECB postala bistveno samostojnejša pri oblikovanju in vodenju monetarne politike in njenih segmentov, ki smo jih podrobno opredelili v predhodnem poglavju magistrskega dela, kot pred tem posamezne NCB, saj je postala odpornejša na vplive trenutnih političnih opcij v posameznih državah članicah. Dodatni dejavnik je ta, da so močne države v okviru sistema ECB postale oslABLJENE akterke v Frankfurtu, čemur Kassim pravi "razsipavanje nacionalnega" (Kassim; 1997: 179).

Združitveni proces EU je na tem področju dal mnogim javno političnim igralcem možnost, da z izkoriščanjem svoje močnejše pozicije v združeni Evropi, vplivajo tudi na monetarno politiko centralne banke, katera jim je bila v posameznih nacionalnih državah pred tem odtujena oz. zaprta. Hkrati s tem, pa so se v EU oblikovale bistveno močnejše javno politične skupnosti, ki prej niso imele samostojnega vpliva na monetarno politiko NCB v posameznih nacionalnih državah. Med te javno politične skupnosti, ki s svojim delovanjem vedno močnejše opozarjajo na ustrežnejše oblikovanje monetarne politike v ECB, lahko vključimo predvsem na ravni EU združene sindikalne in okoljevarstvene lobije, ki jim v tem pogledu dajejo podporo znanost, razvoj in novodobni makro ekonomisti.

Današnji vpliv oz. vsaj izrazite ambicije po vplivu različnih javno političnih igralcev v EU glede vodenja monetarne politike ECB, ponazarja *Slika 6.9* na strani, ki sledi. Mnoga javno politična omrežja znotraj EU so danes, predvsem zaradi posledic združevanja držav EU, postala bistveno močnejša, kot so bila v posameznih nacionalnih državah. Če analiziramo posamezne članke na temo vodenja monetarne politike ECB, lahko naštejemo veliko javno političnih igralcev, ki imajo preko dobro organiziranih nadvladanih omrežij znotraj EU izraziti interes vplivati na delovanje ECB. Formalni vpliv oz. možnost dajanja formalnih mnenj na monetarno politiko imajo Evropska komisija, Svet ministrov pristojnih za finance in ekonomska vprašanja (v nadaljevanju: ECOFIN), NCB posameznih držav članic ter deloma preko svojih vlad tudi multinacionalke. Neformalni vpliv, kar ne pomeni, da

sledеči nimajo možnosti demokratičnega izražanja mnenj glede vodenja monetarne politike ECB, pa ima širok spekter javno političnih igralcev, ki jih predstavljajo: okoljska in socialna gibanja, mladi brezposelni, vodilni akterji znanosti in tehnologije, organizirani v tehnološke inkubatorje, t.i. novi ekonomisti, vedno večji krog upokojencev, tudi vlade posameznih držav članic Evro območja ter še veliko drugih. Značilno zanje je, da so iz sorazmerno šibkih struktur v procesu združevanja EU prerasli v dobro organizirane javno politične igralce z dobro organiziranimi javno političnimi omrežji na nadnacionalni ravni.



Slika 6.9: Današnji javno politični igralci vplivanja na monetarno politiko ECB

Lastni vir

Kot smo ugotovili, so interesne skupine sposobne delati racionalne ocene glede razporejanja sredstev za lobiranje med možnimi tarčami lobiranja, torej odločati o tem, "pri katerih javnih institucijah lobirati" (Coen; 1997, 1998; Bennett; 1997, 1999) ali o tem, "katere posamezne zakonodajalce podkupiti" (Snyder; 1991). "Vendarle pa za naddržavna socialna gibanja vse bolj velja, da so v ospredju globalizacije zaradi svoje sposobnosti izkoriščanja in celo ustvarjanja starih in novih

struktur naddržavnih priložnosti iz pomanjkljivih infrastruktur državnih sistemov" (Cerny; 2002: 11). Interesne skupine, tudi tiste iz velikih držav članic, so se tako v primeru ECB navadile razvijati neodvisne strategije lobiranja v okviru oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB.

Interesne skupine so glede na svojo zmožnost utrjevanja in ustvarjanja naddržavnih strukturnih sprememb v zapletenem položaju. "Demokratski prehod, globalizacija in hitro oblikovanje novih kolektivnih identitet so ustvarili ogromno socialno in tudi politično nestabilnost. Hkrati so prisilile družbo k izvajanju nove vrste nadzora, spremljanju odgovornosti ter iskanju specifičnih političnih sredstev in rešitev. Pojavlja se nova vrsta pritiskov od spodaj. Številčnost in dejavnosti posameznih socialnih skupin na mednarodni in naddržavni ravni so izredno narasle glede razpona, stopnje in obsega" (Cerny; 2002: 13).

V tem kontekstu lahko povzamemo Cerny-ja: Torej, "javno politične skupine so vse bolj strateško umeščene v spreminjajoči se ureditvi EU. Mnogi akterji v skupinah javno političnih igralcev se ne le zavedajo tega položaja, ampak si mrzlično, na proaktiven in podjetniški način, prizadevajo za nadaljnji razvoj in institucionalizacijo teh omrežnih povezav. Ko bodo slednje vse večkrat uporabljene in vse bolj ukoreninjene, se bo njihova misija vse bolj institucionalizirala. Kot pri gospodarskih in političnih skupinah, seveda ključ do uspeha ne bodo posamična dejanja javno političnih skupin. Pomembnejši je način, na katerega javno politične skupine spreminjajo obliko križajočih mrež, ki se povezujejo v globalizirajočem se svetu" (Cerny; 2002: 14).

Primer ECB torej kaže na izgubo moči zakoreninjene (javno) politične skupnosti. "Stabilnost torej ne izhaja preprosto iz sodelovanja, soglasja, standardov, ravnotežja sistema in drugih pojavov na makro ravni. Prej je odvisna od prekrivanja in prepletanja na mikro ravni tega, kar bi sicer bili destabilizirajoči konflikti, ki bi jih blažili ali se celo izločevali" (Coser; 1956).

6.2 Teorija izbora javno političnih instrumentov za doseg vpliva na implementacijo monetarne politike ECB

"Staranje prebivalstva, demografska gibanja in gospodarska konkurenca z Daljnega vzhoda predstavljajo v razvitih državah nov izziv za demokratično zastopanje institucij, ki so odgovorne za ekonomske politike. Rešitev ni preprosta in morda zahteva nova ustavna pravila, ki bi omejila diskrecijo pri odločanju. Zagotovo še nikoli ni bilo pomembneje, da tisti, ki so odgovorni za zastopanje javnih interesov, zagotovijo, da ti interesi niso zastopani le v določenem trenutku, temveč dosledno iz generacije v generacijo" (Andersen; 1989).

ECB je imela ob svoji ustanovitvi leta 1992 na izbiro dva modela centralnega bančništva: angleško-francoskega in nemškega. Njuna značilnost je, da se prvi ukvarja s cilji ekonomske politike, drugi pa z zakonsko določenim načrtom centralne banke.

Pri angleško-francoskem modelu centralna banka sledi številnim ciljem kot so npr. stabilnost cen, stabilnost poslovnih ciklov, ohranitev visoke stopnje zaposlenosti, finančna stabilnost, konkurenčnost gospodarstva itd.. Stabilnost cen, kot osnovna naloga vsake centralne banke, je torej le eden izmed njenih številnih ciljev. Za ta model je značilna politična odprtost centralne banke širšim družbenim skupinam in njena boljša prilagojenost interesom širšega kroga javno političnih igralcev.

Popolnoma drugače je pri nemškem modelu. Stabilnost cen velja za primarni in edini cilj centralne banke. Banka lahko teži tudi k ostalim ciljem, vendar to ne sme ogroziti primarnega. Glavno načelo tega modela je politična neodvisnost in zaprtost centralne banke.

S podpisom Maastrichtske pogodbe se je morala ECB odločiti za enega izmed teh dveh modelov. Izbrala je nemškega zaradi dveh razlogov.

Prvi razlog zagovarja načelo, da naj banka teži izključno k cilju stabilnosti cen. Za uspešno izvajanje tega cilja je nujno, da je banka politično neodvisna, vendar pri tem obstaja tveganje povečanja brezposelnosti ali padca ekonomske rasti.

Drugi razlog se nanaša na Nemčijo, ki se ni strinjala, da bi ob vstopu v Evro območje morala sprejeti višjo inflacijo. Po njenem, bi morali ustanoviti centralno banko, ki bi bila glede inflacije in stabilnosti cen bolj stroga kot posamezna NCB.

V času, ko je ECB uspešno presegla začetne težave glede uveljavitve nove skupne evropske valute, predvsem pa, ker so se ekonomske razmere v svetovnem gospodarstvu od njene ustanovitve bistveno spremenile, njeno dosedanje dosledno vztrajanje na nemškem modelu ne zagotavlja več relativnega ekonomskega blagostanja Evro območja. Zato lahko hipotetično zatrdimo, da se bo moralo delovanje ECB v prihodnosti približati angleško-francoskemu modelu. V oblikovanje in implementacijo njene monetarne politike se bo tako vključevalo vedno več javno političnih igralcev, ki za dosego množice ekonomskih ciljev zahtevajo učinkovitejšo implementacijo njene politike.

6.2.1 Javno politični instrumenti, njihova implementacija in dejavniki, ki vplivajo na njihov izbor

Implementacijo javnih politik se definira kot kritično točko političnega procesa, v katerem se odvija preoblikovanje 'inputa' v 'output'. "Ne gre samo za upravni postopek izvajanja nekega formalnega akta, temveč za močno družbeno aktivnost, znotraj katere imajo vprašanja moči, sredstev, vrednot in interesov pomembno vlogo" (Grdešić; 1995: 110).

Obstajata dva temeljna pogleda na implementacijo: "prvi, ki predstavlja klasično upravno-administrativno tradicijo, v katerem se obravnava implementacijo kot administrativni proces izvajanja političnih odločitev "od zgoraj navzdol" (top-down model) in drugi, ki predstavlja implementacijo kot

svojevrsten politični proces interakcije, pogajanj, kompromisov itd., ter torej opušča hierarhično sled aktivnosti – model izvajanja "od spodaj navzgor" (bottom-up model)" (Grdešič; 1995: 104).

Po Lemaireu mora biti za kvalitetno implementacijo zagotovljena ustrezna organizacijska struktura, da bodo regulatorni ukrepi čim manj ovirali konkurenčnost. "V smislu javnega menedžmenta je to menedžment, ki je orientiran na procese in ne na outpute" (Lemaire v Martini in drugi; 1999). Torej, kvalitetno implementacijo lahko v večini primerov zagotovi "bottom-up" model. Poleg ustrezne organizacijske strukture, morajo biti za kvalitetno implementacijo zagotovljeni tudi kvalitetni mehanizmi. To so "instrumenti, ukrepi, sredstva, tehnike, ki jih imajo na razpolago igralci za vplivanje na procese implementacije javnih politik" (Pal in drugi v Kotar; 2002: 52). Med najpomembnejše mehanizme vplivanja posameznih javno političnih igralcev na implementacijo javnih politik štejemo javno politične instrumente.

"Obstaja kompleksno razmerje med razumljenim javno političnim problemom, primernim instrumentom in pričakovanimi javno političnimi učinki" (Eliadis in drugi; 2003). Izbor javno političnih instrumentov zato predstavlja izredno pomemben element v procesu implementacije javnih politik, saj gre dejansko za orodja s katerimi se dosežajo njihovi politično zaželeni cilji. "Zato so v tem kontekstu javne politike razumljene kot skupek, ki vsebuje najmanj naslednje elemente:

- določene cilje;
- določena izvedbena merila ali instrumente ter
- institucije oz. agencije, ki so odgovorne za implementacijo teh instrumentov" (Nicolaidis, 1999).

Eno najpomembnejših spoznanj v dosedanjem delu na področju izbire javno političnih instrumentov je ugotovitev, da je treba pri načrtovanju in izvajanju vladnih ukrepov bistveno bolj upoštevati možnost preusmerjanja in spreminjanja instrumentov, v odvisnosti od konteksta, v katerem se uporabljajo. "Na izbiro javno političnih instrumentov vplivajo številni dejavniki:

- politične institucije in procesi;
- tradicije, povezane z javno upravo, ter vloga vlade in gospodarstva;
- ideje in normativi, ki jih sprožijo različni akterji politike in
- struktura povezanih podsistemov ali mrež politike" (Eliadis in drugi; 2003).

Ti dejavniki pogojujejo in oblikujejo opcije, ki se upoštevajo; ocene, ki se sprejmejo glede na javno politični instrument, ki je predlagan za reševanje nekega problema politike; vrste javno političnih instrumentov, ki se uporabljajo in celo njihovo učinkovitost. "Znano je, da oblikovalci politike izbirajo instrumente odvisno od tega kako zaznavajo problem; odvisno od vrste institucionalne kulture v kateri delujejo; neodvisno od tega ali je bil instrument že kdaj prej uporabljen in neodvisno od tega, ali imajo podatke o učinkovitosti instrumenta. Izkazalo se je, da se v Evropi identični problemi v različnih

jurisdikcijah obravnavajo zelo različno. Ta pristop je v glavnem odvisen od institucionalnih in upravnih kultur ali okolij in ne od domnevne učinkovitosti posameznih javno političnih instrumentov" (Eliadis in drugi; 2003).

Bemelmans-Videc s soavtorji klasificira javno politične instrumente v regulatorne, ekonomske in informacijske. Imenujejo jih tudi korenčki, palice oz. pridige. Njihova tipologija posledično temelji na avtoritativni sili ali stopnji ovire, ki je stalno vključena v prizadevanja za vladanje. "Izbire o teh ključnih značilnostih povezujejo namreč z nacionalno (ali tudi sektorsko) dominantno ideološko pozicijo, glede na stopnjo intervencije v družbene procese in tudi s splošnimi političnimi in administrativnimi strategijami. Tipologija se je izkazala za uspešno v analiziranju in razlaganju dejanskih praks v študijah primerov" (Bemelmans-Videc in drugi; 1998).

Osrednja točka te klasifikacije je stališče, da noben posamezni instrument ne more rešiti posameznih javnih vprašanj in problemov. Pomembna vloga vrednot in idej pri izbiri instrumentov mora biti preglednejša. Z drugimi besedami, instrumenti niso nevtralni in zahtevajo pravno, politično in javno legitimnost. Vprašanje: "Kateri javno politični instrument je za ta problem najboljši?" verjetno ni pravilno. Zato se dandanes vedno pogosteje sprašujemo sledeče:

- Katera mešanica instrumentov je za ta problem v tem kontekstu najprimernejša?
- Kako je mogoče instrumente kombinirati?
- Katere so neželene posledice?
- Zakaj interakcija med nekaterimi instrumenti ni učinkovita?

Eliadis in soavtorji ugotavljajo, da se s preusmeritvijo pozornosti od posameznih instrumentov na njihove kombinacije, daje prednost razumevanju interaktivne narave instrumentov. "Za to vrsto razumevanja je treba javno politične instrumente pretehtati glede na:

- medsebojno dopolnjevanje in zamenljivost;
- interaktivne učinke odvečnosti;
- dinamiko in posledice optimalnosti in
- skupne učinke" (Eliadis in drugi; 2003).

Javno politični instrumenti se tako pogosteje pojavljajo kombinirani z drugimi oz. "v paketih" kot posamezno. V teoriji (Bemelmans-Videc in drugi; 1998) poznamo vertikalne, horizontalne in kronološke pakete instrumentov.

Pri vertikalnem paketiranju, ki je značilno predvsem za kombiniranje regulatornih instrumentov, je en javno politični instrument usmerjen v implementacijo drugega. Uporablja se predvsem takrat, kadar vlada upošteva več ravni igralcev, da bi dosegla končno rešitev. Pri tem naj bi igralci višjega nivoja vplivali na igralce nižjega nivoja preko uporabe instrumentov. V praksi se v nasprotju z werberjanskim

idealnim modelom oblikuje mnogo pojavnih oblik vertikalnega paketiranja predvsem s kombinacijami regulatornih in ekonomskih instrumentov.

Pri horizontalnem paketiranju imamo dva ali več javno političnih instrumentov, ki so usmerjeni na isti cilj. Pri tem lahko govorimo o »daj-in-vzemi« strategiji, in vpeljemo doktrino instrumentov, ki vsebujejo horizontalno paketiranje afirmativnih in negativnih variant istega velikega tipa instrumentov. Horizontalno paketiranje je prisotno tam, kjer so vsi instrumenti istočasno usmerjeni na isto ciljno populacijo in hkrati nobeden izmed instrumentov ni naravnan tako, da bi vzpodbudil kakšnega izvajalca, da bi deloval proti ciljni skupini, kot je to v prisotno pri vertikalnem paketiranju javno političnih instrumentov.

Kronološko paketiranje instrumentov predvideva izbiro med različnimi javno političnimi instrumenti v določenem časovnem zaporedju. "Njegova najpogostejša implementacija je v tem, da se najprej uporabi določena informacija, nato nekaj ekonomskih sredstev in čez nekaj časa še regulacija" (Bemelmans-Videc in drugi; 1998). Pri tem se v določenem času problema lotimo na tri načine: najprej z zagotavljanjem informacij, potem z uporabo selektivnih spodbud in na koncu z ustanavljanjem pravil in regulacije.

6.2.2 Prihodnje usmeritve in področja raziskav

Dosedanje raziskave vloge izbora javno političnih instrumentov pri zagotavljanju učinkovite implementacije javnih politik so potrdile, da instrumenti niso pasivni in se na splošno ne izbirajo posamično. Načrtujejo in izvajajo se v paketih in v časovnem zaporedju. "Cilji politike se navadno izvajajo z medsebojnim delovanjem večdimenzionalnih paketov instrumentov. Poleg tega je število kombinacij neskončno in se spreminja po vsebini in učinku, odvisno od konteksta in okoliščin. Ta trditev pomeni, da je treba pri izbiri instrumenta previdno pretehtati spremenljivke konteksta kot so ekonomski stroški in učinkovitost, programatična gotovost in prožnost, politična prepoznavnost in etična vprašanja" (Eliadis in drugi; 2003).

Eliadis s soavtorji predlaga v prihodnje več dodatnih smeri raziskav na področju izbora in kombinacij instrumentov "Smeri možnih raziskav lahko ponazorimo s sledečimi vprašanji:

- Koliko je mogoče pomešati ali združiti instrumente, da se uspešneje dosežejo načrtovani cilji javne politike?
- Kakšno vlogo lahko pri izboljšanju učinkovitosti posameznih mešanic igrajo novi instrumenti, temelječi na znanju?
- Kako lahko koncept mešanic pomaga izboljšati usmerjanje posegov na različnih ravneh in mestih odločanja?
- Ali so determinante skladnosti z mešanicami instrumentov enake kakor pri posameznih instrumentih? Ali je mogoče skladnost izboljšati z mešanicami?" (Eliadis in drugi; 2003).

6.3 Problemi pri evalvaciji javnih politik

Kljub vsesplošnemu boljšemu razumevanju in izboljševanju strokovnega znanja v snovanju javnih politik, pa je zaenkrat raziskovanje uporabe evalvacije javnih politik še v povojih. Prav tako še ni bil podan dobro definiran okvir, ki bi poskušal razložiti celoten splet pogojev, pri katerih pride do dejanske evalvacije javnih politik.

"Literatura o evalvaciji javnih politik je v veliki meri prevzela teorijo dveh skupnosti, ki pravi, da je neposredna uporaba znanja s strani odločevalcev malo verjetna, predvsem zaradi različnih pogledov na svet in sisteme vrednot med javno političnimi raziskovalci in odločevalci. Običajno priporočilo za evalvacijo javnih politik je, da se vzpostavi ustrezna komunikacija in interakcija med njimi." (Weiss in drugi; 1977).

"Empirične raziskave o uporabi znanja so bile zato pogosto s strani raziskovalcev podvržene kritikam. Te so vsaj tri. Prvič: prejšnje raziskave o uporabi znanja so se nanašale na raziskovalne vprašalnike ali študije primerov z nepoznano ali vsaj nedokazano zanesljivostjo ali veljavnostjo. Drugič: uporaba znanja ni bila pravilno definirana. In tretjič: empirična podpora trditvam, da določen sklop dejavnikov odločilno vpliva na uporabo znanja, ni bila konsistentna" (Bedell; 1985: 115).

Večina prejšnjih raziskav tudi ni upoštevala zunanjega političnega okolja, ki vpliva na obe skupnosti. To pomeni, da spremembe v njih še vedno puščajo prostor za vpliv drugih dejavnikov. Raziskovalci so se osredotočili samo na dva sklopa faktorjev, ki se nanašajo ali na evalvacijo samo ali pa na odločevalce. Več pozornosti je zato potrebno nameniti političnemu okolju, kjer evalvacija poteka. V zadnjem času je več raziskovalcev poskušalo poudariti tako politični kot tudi javno politični kontekst, kot ključna dejavnika za uporabo znanja, znotraj katerega lahko obe skupnosti izvajajo svoje delo. Nove raziskave so določile okvire za večjo uporabo evalvacije javnih politik v odločanju. Omogočajo nam tudi razumevanje sklopa dejavnikov, ki predvidoma vplivajo na uporabo. Dovoljujejo nam, da razvijemo bolj obširen model uporabe znanja, ki nam lahko pomaga pri ustrežnejšem napovedovanju pogojev, pri katerih se bo evalvacija uporabila ali ne.

Hkrati se pri opravičevanju javno političnih odločitev uporablja tudi širok sklop etičnih predpostavk. Glavna etična težava evalvacije javnih politik je poiskati načela, ki bi jih analitiki lahko konsistentno uporabljali v več situacijah in bi prinašala sprejemljive odločitve. Vrednote kot so ohranjanje življenja, ohranjanje posameznikove avtonomije, resnicoljubnost in poštenost, namreč ne moremo uporabljati nedvoumno, saj so konflikti vključeni v vsako zadevo.

"Ohranjanje človeškega življenja je ena izmed temeljnih človeških vrednot, za katero pričakujemo, da se bo kazala tudi v javnih politikah" (Kaplan; 1968: 62). Kljub pomembnosti človeškega življenja, se pri uporabi tega načela večkrat pojavijo konflikti. Eden izmed njih obstaja med prepoznanim in

statističnim življenjem. V več situacijah se pojavlja tudi vprašanje definicije življenja oz. kdaj se človeško življenje sploh začne. Umetno podaljševanje življenja predstavlja problem določanja življenja na drugi strani življenjskega cikla. V nekaterih situacijah vladne sankcije spodbujajo celo odvzemanje življenja. Vprašanje je, katere kriterije lahko uporabimo, da opravičimo jemanje življenja nekaterim, medtem ko prepovedujemo jemanje življenja drugim? (Calabresi in drugi; 1978: 21)

"Ohranjanje in poudarjanje samostojnosti posameznega državljana je drug kriterij, ki bi se moral uporabljati pri javno političnih odločitvah v demokratičnih političnih sistemih" (Peters; 1986: 315). V javnem sektorju se v odnosu do posameznikove avtonomije pojavlja več vprašanj. Katere skupine v družbi naj bi država poskušala varovati pred tistimi, ki kršijo njihove pravice oz. bogatijo na njihov račun? Otroke že tradicionalno varujemo. Podobno država varuje tudi mentalno nekompetentne odrasle. Država lahko tudi posreduje, da bi ohranila življenje avtonomnih posameznikov, ki so se odločili svoje življenje končati. Torej, država lahko odmakne avtonomijo posameznika v imenu varovanja njegovega življenja.

"Večina sistemov etike in morale prepoveduje laganje" (Bok; 1979: 14). Ljudje laganje razumemo kot nekaj slabega, ker omogoča posameznikom, da prikrajšajo druge za njihovo avtonomnost. Vendar bi morali uvesti posebne kriterije, da bi opravičili laži, ki nam jih vse pogosteje posreduje vlada. Laganje javnih uradnikov je bilo do sedaj upravičeno predvsem zato, ker je bilo v skupno dobro. Posebna kategorija laganja je zadrževanje informacij s strani javnih uradnikov v korist lastnih karier (Weisband in drugi; 1975).

"Poštenje je vrednota, ki bi ji morala vlada po pričakovanju državljanov dati največ pozornosti. Ena izmed standardnih utemeljitev za obstoj vlade je varovanje in omogočanje pravic posameznikov. Vlada lahko tudi popravi vse neenakosti v preraščelivni dobrin in storitev, ki izhajajo iz dogajanja na trgu" (Fry; 1979). Vlada je zato zadolžena, da z državljani ravna pošteno. Vendar, kaj je pošten odnos do državljanov? Za konservativce pomeni poštenost dovoljevanje posamezniku, da obdržijo tisto, kar so si v okviru svojih sposobnosti zaslužili. Socialna država običajno omogoča delovnim državljanom, da obdržijo večino svojega zaslužka, hkrati jih prosi, da pomagajo graditi blagostanje ali vsaj minimalen standard življenja tudi za tiste, ki so manj srečni. Rawls je razvil dve načeli enakosti in različnosti (Rawls; 1958: 166). Prvo je, da ima vsaka oseba, ki sodeluje v javnih politikah, enako pravico do najširše svobode, ki je skladna s svobodo vseh. Drugo načelo imenujemo tudi princip različnosti in pravi, da je družbene in gospodarske neenakosti potrebno urediti v smeri največje koristi najmanj privilegiranih ter da je vsem odprta enaka možnost glede položajev in služb. Ali povedano drugače, bogataši, zbrani v industrializiranih državah, bi morali vsaj del svojega bogastva uporabiti v korist najbolj obubožanih držav na svetu.

POVZETEK POGLAVJA

V zadnjem času vedno več ekonomskih strokovnjakov opozarja na neustrezno vodenje monetarne politike ECB. Visoka in zelo različna stopnja inflacije v posameznih državah Evro območja, slaba odzivnost ECB na hipotekarno krizo v ZDA, po ocenah mnogih premočan evro., dajo sklepati, da trmasto vztrajanje zgolj pri enem cilju, to je stabilnosti cen, ni dovolj.

Prevladujoča slika nadnacionalizacije in globalizacije danes še vedno ostaja gospodarska in poslovna globalizacija. Gospodarske skupine prek naddržavne širitve trgov in hierarhičnih struktur in institucij vedno bolj pogojujejo vrsto ključnih izidov v zvezi z dodelitvijo sredstev in vrednot. Vendar kapital ne more neposredno nadzirati celotne družbe. Kapitaliste najprej zanima preseganje drug drugega, ne pa nadzor nad sistemom, kar bi požrlo dobičke. Ni skupnega mehanizma in ni idealnega kolektivnega kapitalista, ki bi urejal sistem v interesu kapitala v celoti, je samo država (Holloway in drugi; 1978).

Ravno zaradi navedenega, so posredne in hkrati tudi vedno bolj neposredne oblike nadzora in kreiranja najrazličnejših politik, ki jih lahko opišemo kot različne lobije vplivanja na monetarno politiko ECB, lahko pomembnejše od same nacionalne ali nadnacionalne države, kot je EU. "Edini cilj ECB je zagotavljati stabilnost cen v celotnem Evro območju. Stabilnost cen je definirana kot letna inflacijska stopnja blizu 2%. ECB ima v rokah instrumente monetarne politike, s katerimi poskuša za vsako ceno dogajanje v gospodarskem območju EMU peljati proti svojemu končnemu cilju" (Trichet v Glavič; 2007).

Cinijeva meni, da na ravni EU prihaja do treh vrst implementacije javnih politik: posredne implementacije, ki je najbolj pogosta, neposredne implementacije in oblikovanja pravil (Cini, 2003: 361). Implementacija monetarne politike ECB je tako v skladu z njeno teorijo izključno neposredna. Gre predvsem za regulatorne politike, pri katerih je ECB tista, ki v končni fazi sprejema formalne odločitve.

Pri obravnavi monetarne politike ECB v luči javno političnih teorij, sta za njeno razlago koristni dve vrsti predpisov. "To so predpisi, ki zadevajo večino in predpisi, ki zadevajo interesne skupine. V prvem primeru traja iskanje konsenza dalj časa in vpliva na več skupin v družbi. V teh primerih so stroški predpisov in koristi široki, zato nobena določena interesna skupina ni posebno zainteresirana za spodbujanje predpisov. Oblikovanje konsenza za te predpise traja zato več časa. V drugem primeru so stroški posega in koristi koncentrirani na razmeroma ozke skupine, ki bodo zelo zainteresirane za vplivanje na proces odločanja, medtem ko širša javnost ne kaže velikega zanimanja. To pomeni, da imajo stroške in koristi omejene skupine, ne pa družba kot celota" (Andersen; 1989).

ECB danes uporablja praktično izključno le regulatorne instrumente in le delno tudi informacijske. Pri tem se poslužuje vertikalnega paketiranja instrumentov. S svojimi direktivami in uredbami usmerja delovanje NCB posameznih držav članic Evro območja o tem, kako se posamezne regulative uporabljajo.

Do danes pri evalvaciji svoje monetarne politike veto igralcev praktično ni poznala, svoje delovanje pa je razumela izključno kot delovanje v t.i. svetu pravnih tradicij (Falkner in drugi; 2005). S tem uporablja svoje regulacije za reguliranje lastnih procesov. Evalvacija njenih informacijskih dejavnosti se nanaša zgolj na učinke znanja in vse premalo na spremembe vrednot oz. vedenja.

Moderna normativna teorija dobrega vladanja določa različne kriterije za izbiro javno političnih instrumentov, to je kriterije, ki predstavljajo med seboj pogosto tekmujoče ali nasprotujoče si vrednote. V tem smislu je ideja kombiniranja instrumentov posledica iskanja optimalnih rešitev, kar je najbolj jasno prikazano v horizontalnem in delno tudi kronološkem zaporedju paketiranja instrumentov. Tako paketiranje instrumentov predstavlja prav angleško-francoski model centralnega bančništva, ki ga bo v bodoče pri oblikovanju, implementaciji in evalvaciji monetarne politike morala postopoma prevzeti tudi ECB. Pri svojem delovanju bo morala uporabljati vse tri vrste javno političnih instrumentov, to je regulatorne, ki bodo zaradi narave institucije seveda tudi v bodoče prevladovali, a hkrati tudi ekonomske in informacijske instrumente. Delovanje ECB se bo zato iz sveta pravnih tradicij vedno bolj približevalo svetu domačih politik (Falkner in drugi; 2005). Vedno bolj bo njeno delovanje pod vplivom kratkoročnih interesov prevladujočih skupin javno političnih igralcev in omrežij ter ne le/več dolgoročnim skupnim načelom kapitala.

7 KRITIČNA EVALVACIJA MONETARNE POLITIKE ECB

V luči gospodarskih in ekonomskih težav, ki jih v zadnjem letu doživlja EU, se vedno več ekonomskih teoretikov, vzporedno z mnogimi politikami, sprašuje o ustreznosti monetarne politike, ki jo vodi ECB. Sorazmerno visoka inflacija, ki v večjem delu EU že trka na vrata inflacijske spirale, zelo različna stopnja inflacije v posameznih državah Evro območja, slaba odzivnost ECB na hipotekarno krizo v ZDA, po ocenah mnogih, predvsem izvozno usmerjenih gospodarskih subjektov, premočan evro, itd., dajo sklepati, da trmasto vztrajanje zgolj pri enem cilju, ki ga ECB pri oblikovanju svoje monetarne politike zasleduje, to je stabilnost cen in nizka inflacija, ni dovolj. Poenostavljen izraz, ki kroži med svetovnimi ekonomisti, da "ko ZDA zgolj kihnejo, se prehladi cel svet", ni zgolj šala, temveč v ekonomiji večkrat potrjeno dejstvo.

Ne glede na to je nesporno, da sta v relativno kratkem času, tako EU kot v nadaljevanju ECB, uspeli uspešno uveljaviti novo evropsko valuto na svetovnih finančnih trgih. Danes je trden evro svetovna valuta z največjim obsegom gotovine v obtoku. Vedno več denarnih transakcij na svetu poteka v evru, vrednotenje vedno več naravnih bogastev po svetu (tudi nafte) pa se izvaja z evrom. Torej, v sorazmerno kratkem obstoju, lahko evro ocenimo, kot uspešno svetovno valuto.

Seveda konzervativno vodenje monetarne politike ECB, ki ji pravno podlago dajeta Statut ESCB in ECB ter Maastrichtska pogodba, prinaša gospodarstvu in prebivalcem EU tudi težave, ki so v zadnjem času pogostejše in občutnejše. Pojavljajo se potrebe in tudi zahteve po prožnejšem vodenju monetarne politike ECB, ki bi upoštevala tudi širši javno politični okvir EU. Vodilni pri tem so Francija, predvsem na nivoju EU združena in organizirana različna javno politična omrežja, kot so posamezna gospodarska, ekološka in sindikalna združenja, znanost in tehnologija itd., katerih teoretično podlago smo razložili v predhodnem poglavju.

V tem poglavju magistrskega dela si najprej pogledajmo razloge in potrebe članic EU po koordinaciji makroekonomskih politik upoštevajoč teorijo klubskih dobrin ter vprašljivo koordinacijo monetarne in fiskalnih politik v EU. V nadaljevanju pa še kritično analizo monetarne politike ECB z javno političnega vidika in vidika zagotavljanja klubskih dobrin v EU. Ugotovitve tega poglavja so v njegovem zaključku predstavljene v predlogih sprememb, ki bi jih s statutarnimi spremembami EU in ECB morali sprejeti za zagotavljanje dolgoročne stabilnosti finančnega sistema in gospodarstva ter posledično relativno visokega blagostanja prebivalcev EU.

7.1 Koordinacija makroekonomskih politik v EU kot klubska dobrina

Koordinacijo ekonomskih politik lahko opredelimo kot skupek procedur, ki omogočajo, da ukrepi ene ekonomske politike nimajo neželenih posledic za področje v domeni druge ekonomske politike (Begg; 2002: 6). Po tej definiciji je namen koordinacije ekonomskih politik minimiziranje negativnih

učinkov prelivanja in konfliktov med ukrepi različnih ekonomskih politik. Takšen pristop h koordinaciji ekonomskih politik, ki ga tudi največkrat zasledimo v praksi, je v ekonomski literaturi poimenovan kot pristop ohranjanja obstoječega režima (Von Hagen in drugi; 2001: 5). Obstaja tudi širša definicija koordinacije ekonomskih politik, po kateri njen namen ni le zmanjševanje medsebojnih negativnih učinkov ukrepov ekonomskih politik, temveč njihovo kooperativno delovanje in približevanje kombinaciji, ki omogoča doseganje sinergičnih rezultatov, optimalnih v Paretovem smislu. Takšen pristop h koordinaciji ekonomskih politik se imenuje pristop optimiziranja ekonomskih politik (Von Hagen in drugi; 2001: 5).

Potreba po koordinaciji ekonomskih politik v ekonomski integraciji EU narašča z razvojem integracije od območja proste trgovine in carinske unije preko skupnega gospodarskega območja do ekonomske in denarne ter končno politične unije. V praksi deluje koordinacija ekonomskih politik na različne načine in na različnih ravneh. Obsega spekter različnih oblik interakcij ekonomskih politik, ki se gibljejo od konkurence preko usklajevanja zaradi prelivanja učinkov ekonomskih politik preko meja jurisdikcij posameznih politik do oblikovanja skupnih pravil oziroma skupnih institucij kot nosilk ekonomske politike, kot je to v primeru ECB. Poteka lahko "ex-ante" ali "ex-post". »Ex-ante« koordinacija praviloma deluje skozi formalne dogovore med nosilci ekonomskih politik, zanj je značilna zaveza o uresničevanju dogovora. "Ex-post" koordinacija se običajno vrši »ad hoc« na osnovi dejanskih gibanj, ki zahtevajo sprotno usklajevanje in odločanje (Beetsma in drugi; 2001: 10), navadno v obliki rednih in izrednih srečanj, vzajemne izmenjave informacij ali medsebojnega ocenjevanja. Pomemben vidik pri koordinaciji je tudi delitev pristojnosti pri vodenju ekonomske politike na različnih ravneh, s ciljem približevanja optimalni stopnji (de)centralizacije. Odločitev za konkreten način in raven koordinacije ekonomskih politik pa je odvisna od dejavnikov, ki opredeljujejo potrebo po koordinaciji v danem primeru.

Razvoj EU kot ekonomske integracije je potekal postopno in sicer od carinske unije preko oblikovanja skupnega trga do denarne unije oziroma EMU. V slednjo niso vključene vse članice, temveč le tiste, ki so izpolnile pogoje za vstop (posebni razlogi za Veliko Britanijo in Dansko). V več širitvah se je povečevalo tudi število članic EU, ki se je v letu 2007 povzpelo že na sedemindvajset. Pomembno pri razumevanju širitvenega procesa je, da zasnova razvoja in delovanja evropske integracije temelji na postopnem in sprotne prilagajanju struktur in mehanizmov na način, ki omogoča sodelovanje in osredotočanje na v danem trenutku dosegljive cilje. Navedena zasnova širitev EU je bila postavljena že z ustanovitvijo prve izmed skupnosti evropske integracije - ESPJ leta 1951. Po njenem idejnem tvorcu je v literaturi pogosto poimenovana kar Monnetova metoda integracije (Collignon; 2001: 16). Uspešnemu razvoju integracije mora obvezno slediti tudi učinkovita koordinacija ekonomskih politik, saj se le na ta način čutijo rezultati delovanja EU na vsakem posameznem prebivalcu katere koli države znotraj skupnosti.

7.1.1 Nov pristop k utemeljitvi potrebe po koordinaciji ekonomskih politik

"V tradicionalni ekonomski teoriji koncept optimalne kombinacije ekonomskih politik temelji na zagotavljanju notranjega in zunanjega makroekonomskega ravnovesja" (Collignon; 2001: 1), pri čemer ekonomske politike skušajo sočasno zagotoviti cenovno stabilnost, polno zaposlenost, vzdržno rast in zunanje ravnovesje.

Novejše raziskave, poleg horizontalnih učinkov prelivanja, kot drugi pomemben razlog za koordinacijo ekonomskih politik, zlasti makroekonomskih politik v denarni uniji, vedno bolj poudarjajo pomen t.i. klubske dobrine. Gre za razmeroma nov pristop k analizi koordinacije ekonomskih politik, ki se v študijah pojavlja šele v zadnjih letih (Von Hagen in drugi; 2001; Collignon; 2001, 2003; Jacquet in drugi; 2001; Wyplosz; 1999), čeprav sežejo njegove teoretične osnove v konec šestdesetih let prejšnjega stoletja³⁶.

"Ko se z razvojem ekonomske integracije oblikujejo dobrine, ki so skupne vsem članom integracije in jih je nemogoče zagotoviti z decentralizirano aktivnostjo, govorimo o oblikovanju kluba in klubskih dobrinah" (Von Hagen in drugi; 2001: 2). Zagotavljanje klubskih dobrin kot proizvoda kluba postane skupni cilj ekonomskih politik držav članic kluba. Poleg tega klubske dobrine postanejo tudi dodaten transmisijski mehanizem učinkov nacionalnih ekonomskih politik. Zagotavljanje klubske dobrine, ki je v skupnem interesu članic kluba, sproži potrebo po oblikovanju ukrepov relevantne ekonomske politike na ravni kluba. S tem se koordinacija ekonomskih politik bistveno zaplete.

"Na eni strani je treba koordinirati posamezne nacionalne ekonomske politike, med katerimi obstajajo učinki prelivanja. Na drugi strani pa je treba koordinirati nacionalne politike s skupno politiko, med katerimi prav tako obstajajo učinki prelivanja in konflikt" (Von Hagen; 2001: 8). Vse to zahteva kompleksen mehanizem različnih oblik koordinacije in institucionalne ureditve. Analiza koordinacije ekonomskih politik na podlagi teorije klubskih dobrin, kot izhodišče jemlje skupni gospodarski prostor in ne nacionalne politike posameznih držav. "S tega zornega kota je v ospredju medsebojna povezanost zasebnih ekonomskih subjektov in nosilcev ekonomske politike znotraj skupnega gospodarskega prostora, ki temelji na trgovinskih tokovih, mobilnosti proizvodnih faktorjev in klubskih dobrinah" (Von Hagen; 2001: 1). Če je v primeru, ko obstajajo le horizontalni učinki prelivanja, namen koordinacije ekonomskih politik predvsem minimiziranje izgube na nacionalni ravni, je torej v primeru klubskih dobrin namen koordinacije ekonomskih politik zagotavljanje učinkovitega delovanja kluba in približevanje optimalni kombinaciji skupne in nacionalnih ekonomskih politik, ki je blizu maksimalne možne. Le tako je namreč možno zagotoviti konsistentno delovanje vseh ekonomskih subjektov v državah članicah kluba v dinamičnem ravnotežju, ki je vedno bolj prisotno v praktično vseh današnjih družbah.

³⁶ Teorija klubske dobrine temelji na Olsonovi klasični analizi javne dobrine in delovanja skupin (Olson; 1971).

Po teoriji klubske dobrine je osnovni in najpomembnejši cilj delovanja kluba uresničevanje skupnih interesov njegovih članov, ki jih ti posamično ne bi mogli uresničiti. To je tudi razlog, da se včlanijo v klub. Uresničenje skupnega interesa pomeni, da je proizvod kluba oziroma klubska dobrina zagotovljena vsem članom, torej noben član kluba ni izvzet pri prejemanju dobrin. Osnovna značilnost kluba je, ne glede na to ali je po številu članov velik ali majhen, da prizadevanja članov kluba za povečanje preskrbe s klubske dobrino, povečujejo dobrobiti vseh članov skupine, ne le tistih, ki v preskrbo s klubske dobrino vlagajo. "Vendar posamezniki v klubu ne bodo prostovoljno delovali za uresničevanje skupnega cilja. Tudi če se vsi obnašajo racionalno, so soglasni glede potrebe in metod za uresničevanje skupnega interesa ter s takšnim delovanjem tudi vsi pridobijo. Torej ni možno pričakovati, da bodo popolnoma neodvisne individualne odločitve članov skupine rezultirale v učinkoviti preskrbi s skupnimi dobrinami" (Olson, 1971: 2). Razlog za to je v tem, da posamezen član kluba, ki pričakuje dobrobiti od članstva v klubu, obenem ni tudi pripravljen prostovoljno kriti stroškov preskrbe s klubske dobrino, saj pričakuje, da bodo to storili predvsem drugi člani kluba. Nagnjenost k "zastonjkarstvu" se povečuje z naraščanjem števila članov v klubu. V klubu z velikim številom članov je torej velika verjetnost, da klubska dobrina sploh ne bo zagotovljena, če hkrati ne obstaja tudi določena oblika prisile.

7.1.2 Klubske dobrine v ekonomski integraciji

"Nacionalna ekonomska politika (na primer fiskalna politika) ene države v klubu, ki preko učinkov prelivanja vpliva tudi na kakovost klubske dobrine (na primer cenovno stabilnost), posredno vpliva tudi na cilje nacionalne ekonomske politike druge države v klubu, ki se odzove na spremembo kakovosti klubske dobrine. Izjema so zelo majhne skupine, kjer se člani medsebojno poznajo in lahko predvidijo odzive drug drugega" (Olson; 1971: 2). Razlika med majhnim in velikim klubom je, da je v dovolj majhnem klubu preskrba s klubske dobrino možna brez prisile, čeprav je ta preskrba lahko suboptimalna, saj je odvisna od tega, koliko je za preskrbo s klubske dobrino pripravljen prispevati največji član. Olson to dokazuje z analizo mejnih stroškov in koristi ob predpostavki, da je dobrobit od klubske dobrine proporcionalna velikosti člana (na primer, od znižanja davkov na premoženje kot klubske dobrine ima največjo absolutno korist tisti, ki ima največje premoženje). Če je optimalna količina klubske dobrine zagotovljena, kadar sta izenačeni mejna korist in strošek preskrbe s klubske dobrino vsakega posameznika, je zaradi definicije delovanja kluba (količino klubske dobrine, ki jo dobi en član, dobijo avtomatično vsi člani kluba) zagotovo zagotovljena le tista količina klubske dobrine, ki je optimalna z vidika izenačitve mejnih stroškov in koristi za največjega člana (Olson; 1971: 28). "V velikem klubu pa je za preskrbo s skupno dobrino nujna formalna organiziranost, ki vključuje določeno obliko prisile v smislu izpolnjevanja obveznosti članov kluba" (Olson; 1971: 48).

Za analizo koordinacije makroekonomskih politik v EMU je delitev na izključljive in neizključljive klubske dobrine ključnega pomena, saj zagotavljanje izključljivih klubskih dobrin, ki so značilne za denarno unijo zahteva bolj striktna pravila delovanja kluba in omejevanje vstopa. Od ciljev kluba in

izključljivosti oziroma neizključljivosti klubskih dobrin je torej odvisna izbira ustrezne oblike koordinacije ekonomskih politik v klubu (Collignon; 2001: 17).

Za "neizključljive" klubske dobrine je značilna šibka potreba po koordinaciji, saj je potreba po interakcijah in sodelovanju članov za zagotavljanje preskrbe s temi dobrinami relativno majhna. Takšna opredelitev značilnosti neizključljivih dobrin je teoretična in skrajno poenostavljena zaradi boljše ponazoritve razlik med izključljivimi in neizključljivimi dobrinami. Tudi v primeru neizključljivih dobrin je značilno, zlasti za klub z majhnim številom članov, da člani niso popolnoma neobčutljivi na reakcije drugih članov. To se zgodi v razmeroma majhnem klubu (t.i. "vmesni" klub), ko bi prenehanje sodelovanja enega izmed članov v preskrbi s klubsko dobrino občutili tudi drugi člani, saj bi se jim povečali stroški preskrbe s klubsko dobrino. Posledica bi bila lahko, da tudi drugi člani ne bi več prispevali k preskrbi s klubsko dobrino, zato ta ne bi bila zagotovljena nikomur več. Prvi član, ki bi prenehal prispevati k preskrbi, bi lahko predvidel takšne posledice svoje odločitve in ugotovil, da je bolje, da še naprej prispeva k preskrbi, kakor da sploh ne dobi dobrine. Lahko bi, lahko pa tudi ne bi. Rezultat interakcij med člani v takšni skupini torej še zdaleč ni odločen in je odvisen tudi od relativne velikosti posameznega člana in njegove dobrobiti (Olson; 1971: 43). Šibko potrebo po koordinaciji je možno zadovoljiti že s t.i. mehкими oblikami koordinacije, kot so izmenjava informacij in mnenj ter dialog med člani (Begg; 2003: 3).

V primeru "izključljivih" klubskih dobrin po definiciji ni zastojkarstva. V preskrbi s temi dobrinami morajo sodelovati vsi člani, zato je treba uvesti omejitve oziroma pravila delovanja, kar zahteva tesnejše sodelovanje med člani kluba in se kaže v močni potrebi po koordinaciji. Zadovoljevanje te potrebe zahteva t.i. trdne oblike koordinacije, kot so obvezujoča skupna pravila in zakoni ter delegiranje (Begg, 2003, str. 3).

7.1.3 Pomen Lucasove kritike v analizi koordinacije ekonomskih politik

Optimalna kombinacija ekonomskih politik na nacionalni ali nadnacionalni ravni kot povezava med cilji in instrumenti v modelu, katere cilj je maksimalizacija ciljne funkcije, upošteva optimalne odločitve nosilcev ekonomskih politik, na katere se odzivajo ekonomski subjekti. Ker ukrepi ekonomskih politik vplivajo na pričakovanja in obnašanje ekonomskih subjektov, njihov odziv na optimalno kombinacijo ekonomskih politik povratno vpliva na spremembe v strukturi gospodarstva, v kateri delujejo ukrepi ekonomske politike. Zaradi spremenjenih razmer postane kombinacija ekonomskih politik, ki je v enem trenutku optimalna, v naslednjem trenutku neoptimalna. Torej tudi če nosilci ekonomske politike uspejo oblikovati optimalno kombinacijo ekonomskih politik, se tako doseženo ravnovesje zaradi povratnega vpliva ekonomskih subjektov lahko poruši, kar zahteva prilagoditev ekonomskih politik spremenjenim razmeram. Optimalna kombinacija ekonomskih politik torej ni statična, temveč gre za vzdrževanje dinamičnega ravnovesja. Ta pojav, ki ga je leta 1976 prvi opisal Robert Lucas na podlagi rezultatov

empiričnih makroekonomskih ekonometričnih modelov za analizo ekonomskih politik, se imenuje Lucasova kritika³⁷. Čeprav je naletela na vrsto kritičnih odzivov (Marcellino in drugi; 2001: 2), je Lucasova kritika spremenila pristop v uporabi ekonometričnih modelov za simulacijo makroekonomskih politik, vključno z modelom, ki ga je razvil Tinbergen. Vplivala je na razvoj novih metodoloških paradig v analizi ekonomskih politik, ki upoštevajo dinamično ravnovesje in racionalna pričakovanja ekonomskih subjektov.

Pomen Lucasove kritike je predvsem v predpostavki, da nova stopnja v razvoju ekonomske integracije EU skladno z Monnetovo metodo, to je oblikovanje EMU, zahteva spremembe v institucionalni ureditvi in mehanizmi koordinacije ekonomskih politik. Z oblikovanjem EMU se je namreč povečala medsebojna odvisnost odločitev nosilcev skupne in posameznih nacionalnih ekonomskih politik kot posledica oblikovanja klubskih dobrin in močnejših posrednih ter neposrednih učinkov prelivanja. Potrebni mehanizmi koordinacije ekonomskih politik so zato presegli dotlej ustrezno usklajevanje zgolj na ravni regulative in v obliki koordinacije tečajnih politik. Druga pomembna sprememba, ki se je zgodila v letih 2004 in 2007 in zahteva prilagoditev obstoječih institucij in mehanizmov koordinacije, je širitev integracije. S povečanjem števila držav članic v EU in posledično EMU, se je namreč še povečala tudi njihova heterogenost, čemur obstoječe institucije niso prilagojene, zato se pojavljajo nove zahteve po njihovi reformi (Ahrens in drugi; 2003: 27).

7.1.4 Pregled stanja koordinacije makroekonomskih politik v EU

Razvoj EU od ustanovitve do danes smo podrobno predstavili v drugem poglavju magistrskega dela. V skladu z Monnetovo metodo integracije je razvoj potekal postopno. Hkrati so se spreminjale tudi strukture in mehanizmi njenega delovanja. "Začetek delovanja EMU leta 1999 je prinesel ključno kakovostno spremembo v razvoju klubskih dobrin v EU. Za razliko od enotnega trga blaga, kot prve klubske dobrine v EU, ki jo v veliki meri zagotavlja že harmonizacija predpisov in deloma prenos pristojnosti za vodenje nekaterih ekonomskih politik na evropsko raven (skupna kmetijska politika, del politike konkurence), je uvedba evra vpeljala nove kanale prelivanja učinkov ekonomskih politik in močno okrepila medsebojno odvisnost gospodarstev v monetarni uniji, ki si preko skupne valute delijo tudi številne druge povezane makroekonomske spremenljivke" (Jacquet in drugi; 2001: 5). Že priprave na oblikovanje EMU, torej še preden so se dejansko oblikovali novi klub in klubske dobrine, so nakazale kakovostno spremembo v mehanizmi koordinacije makroekonomskih politik. Za vstop v EMU ni bilo dovolj le uskladiti zakonodajo. Zaradi pričakovanih intenzivnejših učinkov prelivanja po uvedbi skupne valute je bilo potrebno za vstop v EMU, torej pred uvedbo skupne valute, izpolniti tudi stroge

³⁷ V svojem članku "Econometric Policy Evaluation: A Critique", objavljenem v publikaciji *The Phillips Curve and Labour Markets* (Amsterdam: North Holland, 1976) je Lucas zapisal "Glede na to, da strukturo ekonometričnega modela sestavljajo optimalne odločitve ekonomskih subjektov in optimalne odločitve sistematično variirajo s spremembami v strukturi serij, relevantnih za posamezne nosilce ekonomskih politik, vsaka sprememba ekonomske politike sistematično spreminja strukturo ekonometričnega modela" (Marcellino; 2001: 2)

Maastrichtske kriterije, katerih namen je bil zagotoviti stabilno makroekonomsko okolje za učinkovito delovanje kluba. Še pred uvedbo evra so bili postavljeni tudi temelji za koordinacijo nacionalnih fiskalnih politik v okviru Pakta stabilnosti in rasti.

	Politika	Oblika koordinacije	Nosilec koordinacije	Igralci	Procedure in procesi
Skupna politika					
	Monetarna politika	Skupna politika (EMU)	Skupna ustanova (ECB)	ECB	
	Tečajna politika	Skupna politika (EMU)	Svet EU	Svet EU, ECB, Evroskupina, Evropska komisija	
	Politika konkurence	Skupna politika	Evropska komisija	Države članice, Evropska komisija, Svet EU	
Močna koordinacija					
	Fiskalna politika (saldo)	Pravila iz Pogodbe o EU, Izmenjava informacij, Tovariška kritika	Svet EU, Skupni forumi	Države članice, Evropska komisija, Svet EU, Evroskupina	Postopek presežnega primanjkljaja, Pakt stabilnosti in rasti, ŠSEP
	Strukturne politike (Notranji trg)	Pravila, Skupne odločitve, Direktive Sveta EU, Tovariška kritika	Svet EU	Države članice, Evropska komisija, Svet EU	
Šibka koordinacija					
	Kombinacija ekonomskih politik	Dialog, Izmenjava informacij	Skupni forum	ECB, Evropska komisija, Svet EU, Evroskupina, Socialni partnerji	
	Fiskalna politika (kakovost javnih financ)	Skupaj dogovorjeni cilji	Svet EU	Države članice, Evropska komisija, Svet EU, Evroskupina	ŠSEP, Pakt stabilnosti in rasti
	Gibanje plač	Dialog, Izmenjava informacij	Skupni forumi	Socialni partnerji, Evropska komisija, Svet EU, ECB	Koelnski proces, (Makroekonomski dialog), ŠSEP
	Trg dela (strukturne reforme)	Izmenjava informacij, Razprava o najboljših praksah, Smernice Tovariška kritika,	Svet EU	Države članice, Evropska kom., Svet EU, Social. partnerji	Luksemburški proces, (Smernice zaposlovanja), ŠSEP
	Politike trga proizvodov in kapitala (Str. reforme)	Izmenjava informacij, Razprava o najboljših praksah, Smernice ,Tovariška kritika	Svet EU	Države članice, Evropska komisija, Svet EU	Cardiffski proces (Poročilo o strukturnih reformah), ŠSEP
	Predstavljanje navzven in komunikacija	Skupno razumevanje	Skupni forumi	ECB, Evroskupina, Evropska komisija	

Tabela 7.11: Pregled sistema koordinacije ekonomskih politik v EU

Vir: European Commission - a; 2002: 4

7.1.5 Obseg klubskih dobrin v EU

Glede na potrebo po koordinaciji in pristojnost za sprejemanje ukrepov ekonomskih politik je sedanji sistem koordinacije ekonomskih politik v EU razdeljen na tri sklope in sicer skupno politiko,

močno koordinacijo in šibko koordinacijo. Iz *Tabele 7.11* na predhodni strani magistrskega dela je razvidno, da makroekonomske politike (modra polja), med katere spada tudi monetarna politika, sodijo ali v skupino, kjer koordinacija temelji na skupni politiki ali v skupino, kjer koordinacija temelji na močni obliki koordinacije. Glede na to, da so ukrepi makroekonomskih politik v EU usmerjeni v zagotavljanje sorazmerno majhnega števila izključljivih klubskih dobrin ter glede na težave, s katerimi se danes srečuje EU, je z vidika teorije klubskih dobrin takšna umestitev v splošnem nepopolna in le delno ustrezna.

Glede na to, da je EU v zadnjem času doživela mnogo sprememb, ki so v prvi vrsti posledica širitve EU in Evro območja, kot tudi posledica zunanjih vplivov, se v okviru sistema koordinacije ekonomskih politik v EU postavlja mnogo vprašanj. Ta vprašanja, ki so posledica vedno glasnejših kritik glede učinkovitosti sistema, lahko združimo v sledečih dveh sklopih:

1. Glede na gospodarsko, kulturno, zgodovinsko in ostale raznolikosti članic EU, ki je postala izrazita po širitvi v letu 2004, po mnenju mnogih veliko klubskih dobrin, ki so za večino članic EU pomembne, ni zajeto v sistem koordinacije ekonomskih politik. Večina manj razvitih članic si namreč želi enakomernejši razvoj EU na področju znanosti in tehnologije, prometa, kmetijstva, izobraževanja, kar je danes premalo poudarjeno v strukturnih politikah. Obseg sredstev, ki jih zagotavlja EU za premoščanje regionalnih razlik, je premajhen.
2. Glede na potrebo po iskanju optimalnih učinkov kombinacij ekonomskih politik, ki jo je nemogoče doseči s sorazmerno široko decentralizacijo in šibko koordinacijo oblikovanja nekaterih ekonomskih politik, med njimi predvsem fiskalne, se pojavlja potreba po njihovi močnejši koordinaciji ter tudi po ustanovitvi skupne politike EU v okviru skupnih centraliziranih institucij.

Že danes torej v EU obstajajo razmišljanja in zahteve po ustrezni redefiniciji klubskih dobrin v EU, širitvi skupnih ekonomskih politik ter sistemski spremembi njihovega vodenja in koordinacije. Te težnje so usmerjene predvsem k večji centralizaciji ekonomskih politik, kar je z vidika ekonomske teorije seveda upravičeno. S političnega vidika pa se postavlja vprašanje, če je to v tem trenutku sploh izvedljivo. Predvsem velike države se namreč težko odrejajo svojim nacionalnim interesom in ne pristajajo na uvedbo federalizma tudi na področju vodenja ekonomskih politik. Premik v tej smeri je bil narejen v okviru nove Pogodbe o EU v letu 2006, ki pa ravno zaradi nasprotovanja velikih držav oz. starejših držav članic ni doživela svoje implementacije. To je poglobljena težava, s katero se danes EU srečuje v svoji težnji k celovitejši koordinaciji ne samo makroekonomskih politik.

So pa z javno političnega vidika, kot tudi z vidika zagotavljanja klubskih dobrin taka razmišljanja vsekakor utemeljena, saj bo EU le na ta način lahko postala ekonomsko učinkovita in tako nadaljevala svojo uspešno pot. Tako bi tudi postala odprta za enakopravno zagotavljanje potreb posameznih nacionalnih držav s klubskimi dobrinami. Obenem bi postala odprta tudi za najrazličnejše javno politične igralce, ki so danes na nivoju EU že dobro organizirani.

7.2 Statutarna ločenost vodenja monetarne in fiskalne politike

Tretja faza EMU je z vidika koordinacije monetarne in fiskalne politike prinesla edinstveno situacijo, ki na eni strani presega nižje stopnje ekonomskih integracij, kjer sta obe politiki v pristojnosti nacionalnih oblasti, na drugi strani pa tudi še ni primerljiva s federalno urejenimi državami, kot so recimo ZDA, kjer je dovoljeno vzajemno financiranje med federalnimi enotami. Z uvedbo nove valute leta 1999 je pristojnost za vodenje monetarne politike v EMU prevzela skupna nadnacionalna institucija, to je ECB. Oblikovanje in implementacija fiskalnih politik je skladno s principom subsidiarnosti ostala v domeni nacionalnih vlad, njihova (šibka) koordinacija pa poteka preko skupnih pravil v okviru Pakta stabilnosti in rasti. Slednje velja le glede višine javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga, ne pa tudi glede strukture in kakovosti javnih financ. Glede na pristojnosti za vodenje ekonomskih politik je takšen okvir makroekonomskih politik v EMU asimetričen, saj se na eni strani ukrepi monetarne politike sprejemajo centralizirano, ukrepi fiskalnih politik pa decentralizirano znotraj relativno ohlapno postavljenih omejitev.

7.2.1 Vodenje monetarne politike

Monetarna politika v EMU se izvaja v okviru Evrosistema, kot sestavnim delom ESCB. Z vidika koordinacije monetarnih politik v EMU je do bistvene vsebinske spremembe prišlo šele z začetkom tretje faze EMU leta 1999, ko se je pristojnost za vodenje monetarne politike prenesla z nacionalnih centralnih bank na nadnacionalno skupno centralno bančno institucijo. Institucionalni okvir in cilji monetarne politike v EMU, tako kot tudi celotni institucionalni okvir Evro območja, so določeni v PES (členi 105 - 111), ki v posebnem protokolu opredeljuje Statut ESCB in ECB kot skupne nadnacionalne denarne ustanove, na katero se z oblikovanjem skupne dobrine stabilnosti cen, kot edinega cilja monetarne politike, prenese pristojnost za vodenje monetarne politike. Koordinacija monetarne politike torej spada v okvir skupnih evropskih politik ter pod krovno institucijo, to je ECB, dejansko pa je zavezujoča le za članice Evro območja. Ostale članice EU vodijo monetarno politiko relativno samostojno, kar predstavlja potencialno neravnotežje v ESCB in se je v zadnjem času že večkrat potrdilo kot aktualno. Pravila vodenja monetarnih politik držav članic EU, ki niso članice Evro območja, za njih niso diskrecijsko zavezujoča, kar ob razpršenosti vodenja fiskalnih politik v posameznih državah članicah postavlja pod vprašaj trdnost finančne discipline v EU. Samo oblikovanje in implementacija monetarne politike ECB je podrobno opisana v 3. in 4. poglavju pričujočega magistrskega dela.

7.2.2 Vodenje fiskalnih politik

Koordinacija fiskalnih politik v EU poteka v okviru Pakta stabilnosti in rasti, ki ga je Evropski svet sprejel leta 1997, z namenom poglobitve ter natančnejše obrazložitve postopka presežnega primanjkljaja iz PES (104. člen). Skladno z določili Resolucije Evropskega sveta o koordinaciji ekonomskih politik poteka koordinacija fiskalnih politik po načelu subsidiarnosti. Pravilo prepovedi vzajemnega financiranja

(103. člen PES in 21. člen protokola ESCB) štiti države pred prevzemanjem finančnih obveznosti drugih držav, ki bi nastale zaradi nezmožnosti odplačevanja javnega dolga.

Temelji za okrepljeno koordinacijo fiskalnih politik v EU so bili dejansko postavljeni leta 1997, s sprejetjem Pakta stabilnosti in rasti. Pakt je bil oblikovan na pobudo nemškega finančnega ministra Weigla, saj je Nemčija proti koncu druge faze EMU začela izražati dvome o učinkovitosti postopka presežnega primanjkljaja za zagotavljanje fiskalne discipline in makroekonomske stabilnosti. V predlogu za striktno uporabo fiskalnih pravil je Nemčija med drugim predlagala, da se meja dopustnega javnofinančnega primanjkljaja v normalnem delu gospodarskega cikla postavi pri 1 % BDP, kar bi omogočilo oblikovanje ustrezne varnostne meje in zagotavljanje primanjkljaja v višini 3 % BDP v obdobju recesije. Hkrati je predlagala tudi avtomatično uvedbo sankcij ob preseganju zgornje dovoljene meje. Vendar ta predlog ni bil sprejet, saj bi bilo s tem kršeno določilo Pogodbe o EU o diskrecijskem sprejemanju ukrepov ekonomske politike znotraj postopka presežnega primanjkljaja. Odločitve v Svetu EU se namreč sprejemajo z dvotretjinsko večino, tako da tudi v primeru kršenja določil Pakta stabilnosti in rasti uvedba sankcij proti državi kršiteljici ni nujna (primer Nemčije in Francije konec leta 2003).

Poslabšanje fiskalnih pozicij držav članic EMU v prvih štirih letih delovanja Pakta stabilnosti in rasti in pojav presežnega primanjkljaja v treh državah članicah v letih 2001 (Portugalska) in 2002 (Nemčija in Francija) sta opozorila na še vedno neučinkovito izvedbo določil Pakta, zato je Komisija novembra 2002 na podlagi sklepov Barcelonskega Evropskega sveta sprejela Sporočilo o krepitvi koordinacije proračunskih politik (European Commission; 2002). Dokument je podal predloge za izboljšanje izvajanja Pakta stabilnosti in rasti. Med drugim je uvedel pojem varnostne meje pri oceni višine javnofinančnega primanjkljaja in opozoril na pomen koordiniranih fiskalnih politik za zagotavljanje rasti in zaposlenosti skladno z Lizbonsko strategijo. Opozoril je še na pomen zagotavljanja vzdržnega fiskalnega položaja in vlogo fiskalne politike pri reševanju problema staranja. Na spomladanskem srečanju Evropskega sveta marca 2003 v Bruslju je bilo nato dogovorjeno, da se pri oceni uresničevanja srednjeročnega cilja doseganja javnofinančnega ravnovesja oziroma presežka upoštevajo ciklično prilagojeni primanjkljaji in ustrezno izračunana varnostna meja. Posebej je bilo poudarjeno zagotavljanje simetričnega delovanja avtomatičnih fiskalnih stabilizatorjev in izogibanje procikličnosti fiskalne politike v pozitivnih fazah gospodarskega cikla. Države članice EU, ki imajo strukturni primanjkljaj, naj bi ga letno zniževale za pol odstotne točke, dokler ne bi bil dosežen cilj ravnotežja oz. presežka. Sporočilo o krepitvi koordinacije proračunskih politik pa še vedno ni zavezujoče narave in predstavlja predvsem instrument za izvajanje tovariškega pritiska na države, ki odstopajo od dogovorjenih smernic.

7.2.3 Institucionalni okvir za koordinacijo monetarne in fiskalnih politik

Koordinacija monetarne in fiskalnih politik v EMU, ki poteka v obliki stalnega dialoga in izmenjave informacij med Svetom EU in ECB, je v okvir koordinacije ekonomskih politik v EU umeščena znotraj

procedure večstranskega nadzora. Skladno s 113. členom PES lahko predsednik Sveta EU in član Evropske komisije, ki je pristojen za denarna vprašanja, sodelujeta na sejah Sveta ECB, vendar nimata pravice glasovanja. Lahko pa predsednik Sveta EU Svetu ECB poda predlog za posvetovanje. Predsednik Sveta ECB je vabljen na zasedanja Sveta EU, kadar so predmet razprave zadeve, ki so povezane s cilji in nalogami ESCB. V praksi to pomeni, da prisostvuje zasedanjem ECOFIN in neformalne Evro skupine (Svet finančnih ministrov EMU), vendar brez pravice glasovanja. ECB letno naslovi poročilo o dejavnostih ESCB in monetarni politiki v preteklem in tekočem letu na Evropski parlament, Svet EU, Evropsko komisijo in Evropski svet. Predsednik ECB predstavi to poročilo Svetu EU in Evropskemu parlamentu, ki imata lahko na tej podlagi splošno razpravo. Na nižji ravni poteka neformalni dialog o monetarni in fiskalnih politikah med predstavniki držav članic, v okviru katerega vsako državo zastopa po en predstavnik iz finančnega ministrstva in nacionalne centralne banke ter predstavniki Evropske komisije in ECB v okviru Ekonomsko finančnega odbora, ki je svetovalno in pripravljalno telo za zasedanja ECOFIN. Koordinacija monetarne in fiskalne politike torej poteka v obliki izmenjave informacij na treh ravneh, in sicer na ravni Evropskega sveta (najvišja raven), na ravni ECOFIN (ministrska raven) in na ravni Ekonomsko finančnega odbora (raven visokih državnih uradnikov).

7.2.4 Zavezanost k skupnim ciljem koordinacije monetarne in fiskalnih politik

Z oblikovanjem skupne evropske valute je bila pristojnost za vodenje monetarne politike v EMU prenesena na nadnacionalno ustanovo, ki ima značilnosti klubske agencije in skrbi za zagotavljanje klubske dobrine cenovne stabilnosti. Vendar na cenovno stabilnost ne vpliva le monetarna politika, za katero je pristojna ECB kot klubska agencija. Nanjo vplivajo ukrepi praktično vseh ekonomskih politik, ki so skladno s principom subsidiarnosti večinoma ostale v pristojnosti nacionalnih oblasti, najizraziteje pa ukrepi fiskalne politike. Ta problem je le delno rešen s postavitvijo strogih Maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in naj bi formalno zagotovili izpolnjevanje pogojev za vstop v klub, kar je s teoretičnega vidika nujno za zagotavljanje izključljive klubske dobrine v EMU. Z drugimi besedami, izpolnjevanje nominalnih konvergenčnih kriterijev za vstop v EMU naj bi zagotovilo stabilne makroekonomske razmere, ki ne ogrožajo cenovne stabilnosti. Za učinkovito delovanje kluba naj bi določila Pakta stabilnosti in rasti, v okviru katerega se koordinirajo nacionalne fiskalne politike, zagotovila internaliziranje učinkov prelivanja ukrepov fiskalnih politik na cenovno stabilnost.

Na prvi pogled je sedanja ureditev z vidika zagotavljanja klubske dobrine cenovne stabilnosti v EMU ustrezna. Vendar samo prenos pristojnosti za njeno zagotavljanje na klubsko agencijo, uvedba strogih pravil za vstop v klub in oblikovanje strogih fiskalnih pravil za njegovo delovanje ne zadostujejo. S tem so namreč izpolnjeni le potrebni, ne pa tudi zadostni pogoji za zagotavljanje klubske dobrine. Delovanje klubske agencije in fiskalnih pravil ter koordinacija denarne in fiskalne politike v EMU, ki je potrebna zaradi učinkov prelivanja, morajo biti pri tem tudi učinkoviti. Ker so fiskalne politike v EMU skladno s principom subsidiarnosti ostale v pristojnosti nacionalnih oblasti, morajo potrebno fiskalno

disciplino zagotoviti z medsebojno koordinacijo. V EMU, kot klubu z izključljivimi klubskimi dobrinami, ne sme biti zastojkarstva in vsi morajo prispevati k zagotavljanju klubskih dobrin. To pomeni, da morajo biti v tistem delu, kjer za klubske dobrine ne skrbi klubska agencija, pravila delovanja kluba stroga, saj je le tako možno preprečiti zastojkarstvo. Za učinkovito delovanje EMU naj bi to zagotavljala določila Pakta stabilnosti in rasti.

Eijffinger in De Haan (2000: 83-86) in De Grauwe (2003: 212-216) v tem kontekstu navajajo dva medsebojno povezana razloga, ki utemeljujeta uvedbo striktnih fiskalnih pravil v EMU.

Prvič, z oblikovanjem EMU imajo države članice razlog, da začnejo voditi manj restriktivne fiskalne politike in se začnejo intenzivneje zadolževati na finančnem trgu. Z uvedbo enotne valute in denominacijo vseh državnih vrednostnih papirjev v tej valuti, se namreč možnost zadolževanja države brez tečajnih tveganj močno poveča. Tvegane premije nujno ne odražajo večjega tveganja posojilojemalca, saj finančni trgi kljub prepovedi vzajemnega financiranja iz PES (103. člen) verjamejo, da bi skupna monetarna institucija v primeru nevarnosti nesolventnosti države priskočila na pomoč zaradi ohranjanja stabilnosti v celotnem skupnem denarnem območju. Dvom v kredibilnost prepovedi vzajemnega financiranja temelji na prepričanju, da bi se zaradi negativnih učinkov prelivanja ob povečevanju zadolževanja ene izmed držav EMU, ECB znašla pod pritiskom vseh držav za sprostitev monetarne politike. Verjetnost večjega zadolževanja ob implicitnem dvomu v prepoved vzajemnega financiranja je torej prvi razlog za uvedbo strogih fiskalnih pravil. V tem kontekstu je lahko dodaten razlog za uvedbo striktnjših fiskalnih pravil tudi nujnost obvladovanja morebitne nagnjenosti nekaterih držav k povečevanju javnofinančnega primanjkljaja, do česar bi lahko prišlo v primeru neučinkovitega sprejemanja političnih odločitev v posameznih državah članicah.

In drugič, obstaja resen dvom, da bi edino delovanje finančnih trgov v EMU lahko na podlagi tržnih mehanizmov discipliniralo vlade pri zadolževanju, tudi če prepoved vzajemnega financiranja dejansko drži. Če se države članice EMU začnejo bolj zadolževati in povečevati svoj javni dolg, bi jih finančni trgi s povečanjem rizične premije morali omejiti pri zadolževanju in pripraviti k restriktivnejši fiskalni politiki. S tem bi bilo preprečeno zastojkarstvo, do katerega pride, če imajo vse države EMU enako oceno deželnega tveganja in enako rizično premijo. Dejansko finančni trgi svoje vloge discipliniranja ne opravljajo ali vsaj ne v zadostni meri. Že odnos kreditnih agencij do držav članic EMU je neenoten: Moody's³⁸ je do nedavnega vse države EMU ocenjeval z najvišjo oceno (AAA), Standard&Poor's³⁹ pa uporablja diferencirane ocene, tudi zaradi različnih ravni javnega dolga v BDP. Resnejši pomislek pri vlogi finančnih trgov v discipliniranju držav pri zadolževanju, kot edinem mehanizmu je tudi njihov razmeroma dolg odzivni čas na nestabilne finančne razmere, kar se je empirično pokazalo ob večjih

³⁸ Bonitetna hiša "Moody's"; Dostopno na: <http://www.moodys.com/cust/default.asp>

³⁹ Bonitetna hiša "Standard&Poor's"; Dostopno na: <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/eu/page.home/home.html>

finančnih krizah⁴⁰. Ko bi finančni trgi le odreagirali s povišanjem obrestnih mer za državo članico EMU, ki zaide v resne fiskalne težave, bi to rezultiralo v povišanju obrestnih mer. Ne le v prizadeti državi članici, temveč tudi v celotnem Evro območju in to toliko bolj, kolikor bolj bi bili evro finančni trgi med seboj integrirani. Slednje bi povečalo breme odplačevanja dolga za vse države, ne le za državo v finančni krizi in bi vodilo v preveč restriktivne fiskalne politike v drugih državah, ki bi želele ohraniti svoj fiskalni položaj. V interesu vseh držav Evro območja je torej, da javnofinančni primanjkljaji in posledično javni dolg ne rastejo prekomerno.

Predstavljena kratka analiza je pokazala, da sistematična uporaba fiskalne politike za blaženje posledic gospodarskih šokov ogroža vzdržnost javnih financ. Še zlasti, kadar gre za države z visoko ravno javnega dolga glede na BDP. Zato je treba takšno sistematično uporabo fiskalne politike omejiti z uvedbo striktnih fiskalnih pravil. Poleg tega se v monetarni uniji, kot je EMU, decentralizirane nacionalne fiskalne politike, na asimetrične šoke ob delovanju avtomatičnih fiskalnih stabilizatorjev in v danih okvirih fiskalnih pravil, odzivajo z ekspanzivnimi ukrepi in ne z medsebojnim prerazporejanjem proračunskih sredstev. Tudi če bi bila fiskalna politika centralizirana in bi lahko zagotovila prerazporejanje sredstev med državami kot odziv na asimetrične šoke, še ne bi mogla trajno delovati kot blažilec gospodarskih šokov. Takšno delovanje fiskalne politike namreč zmanjšuje pripravljenost držav (regij) v monetarni uniji, da se z večjo fleksibilnostjo trga dela prilagodijo spremenjenim gospodarskim razmeram in začasna narava transferjev se pogosto spremeni v permanentno (De Grauwe; 2003: 204).

Če povzamemo; delovanje finančnih trgov v EMU ni popolno in ne disciplinira države pri zadolževanju v zadostni meri, zato bi se v odsotnosti fiskalnih pravil javni dolg članic lahko močno povečal. Fiskalne težave samo ene članice EMU bi zaradi integriranosti finančnih trgov občutili finančni sektorji vseh ostalih članice EMU, kar bi lahko destabiliziralo celotno Evro območje. Zastonjkarstvo v tem primeru zato ni možno. Če bi prišlo do destabilizacije Evro območja, bi se ECB lahko odločila, da prekrši pravilo prepovedi vzajemnega financiranja in monetizira dolg, kar bi šlo na račun cenovne stabilnosti. Tudi če ECB ne reagira in se finančni trgi z zamikom odzovejo s povišanjem obrestnih mer, vodi to zaradi učinkov prelivanja k povečanju stroškov servisiranja dolga za vse države, kar spet pomeni destabilizacijo razmer. Uvedba fiskalnih pravil, ki preprečuje zastonjkarstvo je v EMU zato nujna za zagotavljanje cenovne stabilnosti. Dodatno te argumente podpira tudi analiza, ki izhaja iz teorije optimalnega valutnega območja. Gre za to, da bi v odsotnosti fiskalnih pravil sistematična uporaba fiskalne politike za blažitev gospodarskih šokov, kar je sicer njena naloga v optimalnem valutnem območju, lahko ogrozila vzdržnost javnih financ in posledično poslabšala kakovost zagotavljanja cenovne stabilnosti. Z vidika teorije delovanja kluba je sama uvedba klubske agencije za izvajanje in nadzor fiskalnih pravil v EMU torej nujno potrebna, saj omogoča delovanje kluba in zagotavljanje klubske dobrine.

⁴⁰ Mehiška kriza leta 1995, Japonska kriza leta 2001, Ameriška kriza leta 2007.

7.3 Cenovna stabilnost kot edini cilj monetarne politike ECB

Prenos pristojnosti za vodenje monetarne politike v EMU na ECB kot klubska agencijo, ki skrbi za zagotavljanje nesporno ene izmed pomembnih klubskih dobrin v EU, to je cenovne stabilnosti, je skladen s teoretičnimi ugotovitvami glede institucionalne ureditve za optimalno zagotavljanje te klubske dobrine. Z vidika teorije klubskih dobrin je sedanja ureditev torej ustrezna. Vendar to še ni dovolj za učinkovito zagotavljanje celotnega spektra klubskih dobrin v EU, ki bi zadovoljile kar najširši krog javno političnih igralcev in omrežij v EU. Postavlja se namreč vprašanje, ali stabilnost cen in z njo nizka inflacija v sedanjih razmerah zagotavljata ustrezno gospodarsko rast, ki je edini pogoj za relativno trajno blagostanje najširših množic v EU.

Drugo vprašanje, ki se nanaša na učinkovito zagotavljanje cenovne stabilnosti, je kredibilnost ECB. V tem okviru sta pomembni ustreznost kvantitativne opredelitve cenovne stabilnosti in ustreznost strategije ECB za doseganje cenovne stabilnosti. Primarni cilj monetarne politike ECB je namreč v Statutu ESCB in ECB kvantitativno opredeljen kot največ 2-odstotna medletna rast harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v Evro območju. V zadnjem času so vedno pogostejše kritike, da je cilj prenizek in je implicitno dovoljen razpon med 0 in 2 % preozek (De Grauwe, 2003, str. 189). Glede na razlike v gospodarski razvitosti držav EMU in posledični vpliv Balassa - Samuelsonovega učinka⁴¹ na razlike v inflacijskih stopnjah med državami, so takšne kritike upravičene. Zgornja meja 2 % kot povprečje držav EMU v takšnih razmerah namreč implicitno pomeni, da se morajo nekatere države približevati ničelni inflaciji, le to pa lahko sproži deflacijsko spiralo, iz katere se je enako, kot iz inflacijske spirale, težko izviti.

Glede razpona inflacijskega cilja v višini 2 odstotnih točk, kar implicitno opredeljuje Statut ESCB in ECB, je glavna kritika ta, da je ob cenovnih šokih kontrolabilnost inflacije manjša. Posledica tega je, da se pogosto zgodi, da medletne stopnje inflacije v EMU nihajo bolj in presežejo mejo 2 %, kar zmanjšuje kredibilnost ECB. Za njeno povečanje bi bilo v razširjeni EU torej smiselno razmisliti o spremembi kvantitativne opredelitve primarnega cilja monetarne politike.

In še tretje vprašanje: osnovno poslanstvo ECB je enako poslanstvu nacionalnih bank članic EU pred vstopom v sistem ECB. To je skrb za nizko inflacijo in s tem za cenovno stabilnost. Ta naloga ECB, kot prej nacionalnih bank, že od pojava bank in hranilnic v preteklosti, izhaja iz zahtev lastnikov kapitala. Banke so namreč ustanovili tisti lastniki kapitala, ki so imeli presežek kapitala, z namenom

⁴¹ Balassa - Samuelsonov učinek je posledica razlik v rasti produktivnosti med menjalnim in nemenjalnim sektorjem. V menjalnem sektorju, ki je podvržen mednarodni konkurenci, so cene določene na mednarodnem trgu. Plače v tem sektorju so določene z rastjo produktivnosti, ki raste hitreje kot v nemenjalnem sektorju. Zaradi težnje po izenačitvi plač med sektorji se lahko višje plače v nemenjalnem sektorju, kjer produktivnost raste počasneje, realizirajo samo ob višji rasti cen proizvodov in storitev teh panog. Balassa - Samuelsonov učinek je prisoten predvsem v državah, kjer poteka proces realne konvergence (Mihaljek in drugi; 2003: 1-2). Balassa Samuelsonov učinek, ki upošteva razlike v produktivnosti med menjalnim in nemenjalnim sektorjem in njihov vpliv na inflacijo relativno glede na Evro območje ("mednarodni" Balassa Samuelsonov učinek), se po eni izmed novejših ocen v nekaterih novih članicah EU giblje med 0,12 (Poljska) in 1,84 odstotne točke (Slovenija) (Mihaljek in drugi; 2003: 10).

posojati ga drugim za primerne obresti. Nizka inflacija, ki jo omogoča visoka ključna obrestna mera in z njo pomanjkanje denarja na trgu, namreč ohranja in dodatno plemeniti njihov kapital. Visoka ključna obrestna mera hkrati zavira gospodarsko rast, omejuje trg delovne sile ter zmanjšuje državne izdatke za socialo, razvoj, reševanje okoljskih problemov, investicije, itd. Pojavlja se torej vprašanje, ali visoke ključne obrestne mere, ki reproducirajo pomanjkanje denarja na finančnih trgih in s tem nizko inflacijo ter togo sledenje cenovni stabilnosti, dejansko koristijo gospodarski rasti in konkurenčnosti gospodarstva. Trajna gospodarska rast namreč v končni meri edina zagotavlja trajnostni razvoj vseh družbenih skupin ter javno političnih igralcev in omrežij v določenem ekonomskem okolju.

V nadaljevanju te točke si torej pogledjmo skupne dejavnike, ki povezujejo inflacijo in gospodarsko rast, kako nizka inflacija omejuje gospodarski razvoj, učinke inflacije na gospodarsko rast in povezovalno vlogo makroekonomskih politik pri spodbujanju gospodarske rasti.

7.3.1 Skupni dejavniki inflacije in gospodarske rasti

Ker sta inflacija in gospodarska rast dva izmed najbolj pomembnih ekonomskih kazalcev, se jima navadno v gospodarstvih posveča veliko pozornosti. Hkrati sta oba kazalca dinamična in agregatna ter imata nekatere skupne vzroke. Navadno se kazalca inflacije in rasti kot posledica izbrane ekonomske politike gibljeta v isto smer. To pomeni, da si lahko z izbrano ekonomsko politiko pomagamo le pri enem od obeh ciljev. Torej, ali se bomo odločili za vzpodbujanje gospodarske rasti ali pa bomo skušali zaježiti inflacijo in obratno.

Načeloma ima ekonomska politika, ki vzpodbuja aktivnost v gospodarstvu, tako preko ponudbene strani kot tudi preko strani povpraševanja, pozitivne vplive na gospodarsko rast. Vendar navadno vpliva tudi na inflacijo in na njen dvig. Zato je za gospodarstvo najbolj primerno, da ekonomisti določijo tako politiko, pri kateri se skupni endogeni dejavniki inflacije in gospodarske rasti dopolnjujejo in sicer tako, da gospodarstvo raste, vendar ne vzpodbuja visoke inflacije.

Do nedavnega je v glavnem veljala tudi predpostavka, da gospodarska rast že sama po sebi generira inflacijo. Načeloma velja, da je med inflacijo in rastjo prisotna neka korelacija, ki ni zanemarljiva, vendar je vprašanje, v kateri smeri poteka odvisnost. Tako je v zadnjih letih inflacija ob pojavu finančnih kriz v velikih državah⁴² in na pomembnih mednarodnih trgih⁴³ postala pereč problem. Poleg tega so se na inflacijo osredotočili tudi v pridruženih državah EU, saj eden izmed Maastrichtskih kriterijev za njihov vstop v ekonomsko in monetarno unijo s skupno valuto zahteva znižanje inflacije. Nekaterim pridruženim

⁴² Najpomembnejši sta ZDA v letu 1991 in tudi 2001 ter Rusija v letu 1998.

⁴³ Verjetno najpomembnejši mednarodni trg je trg nafte, kjer se cene gibljejo zelo neenakomerno in so, predvsem v zadnjem času, podvržene mnogim špekulacijam. Hkrati so se, predvsem zaradi močnih naravnih in notranjepolitičnih anomalij posledično zaradi zelo zmanjšane ponudbe, zelo spreminjale cene nekaterih surovin in kmetijskih izdelkov velikih držav izvoznic (primer cene kave po krizi v Južni Ameriki, cene jekla po uredbi ZDA iz leta 2002, cene kmetijskih izdelkov po sprejemu dodeljevanja pomoči v EU).

članicam uspeva obvladovati inflacijo, ne da bi pri tem morale upočasnjevati ali zniževati gospodarsko rast⁴⁴.

Vedno bolj se zato v novih ekonomskih teorijah uporabljajo razlage, ki obravnavajo obratno funkcijo, torej funkcijo vpliva inflacije na gospodarsko rast. Ker je prisotnost večine makroekonomskih mehanizmov, ki pojasnjujejo skupni linearni vpliv določene vrste ekonomske politike na gospodarsko rast in inflacijo z dokazano nelinearnim razmerjem med gibanjem inflacije in gospodarske rasti že izničen, se lahko osredotočimo na medsebojni vpliv obeh kazalcev. V zadnjih letih se v večini držav v razvoju kot primarni cilj ekonomske politike nakazuje inflacija. Gospodarska rast se zaradi povečane odprtosti držav, splošnega globalnega razvoja in povečevanja mobilnosti in prostega trgovanja produkcijskih faktorjev, v manjši meri generira sama po sebi zaradi realne konvergence. Zato je bistveno pomembnejše vprašanje, v kolikšni meri ekonomska politika vpliva na gospodarsko rast. In ker je gibanje inflacije danes še vedno glavni kazalec učinkovitosti ekonomske politike, je v tem pogledu ključnega pomena vpliv inflacije na rast.

7.3.1.1 Dejavniki inflacije

Inflacija je tako ekonomsko kot socialno negativen makroekonomski pojav, saj predstavlja dvig cen življenjskih potrebščin, kar se odraža v zmanjšanju kupne moči in s tem znižanju blaginje ekonomskih subjektov. Vendar je z vidika ekonomske teorije inflacija pojav, ki ni nujno zelo negativen, saj ima v nekaterih teorijah in praksah pozitivne učinke na razvoj gospodarstev⁴⁵.

Verjetno najpomembnejši negativni dejavnik inflacije je dejstvo, da razen nekaj eksogenih razlogov, ki pa so v glavnem enaki za vse države, inflacijo povzročajo predvsem endogena gibanja. Ta gibanja uravnava ekonomska politika, ki lahko z neobvladovanjem inflacije kaže svojo makroekonomsko nesposobnost. Visoka inflacijska stopnja je namreč povezana tudi z dokaj veliko variabilnostjo gibanja cen, ki negativno učinkuje na gospodarski razvoj in rast.

Dejavnike inflacije lahko ločimo na dva načina. In sicer, glede na dinamiko določanja cen na trgih ločimo inflacijo povpraševanja in inflacijo ponudbe oziroma stroškovno inflacijo. Poleg tega lahko inflacijo ločimo glede na eksogenost in endogenost dejavnikov. Eksogeni dejavniki so tisti, ki niso neposredna posledica ekonomske politike.

Inflacijo najenostavneje ločimo glede na vzrok povečanja cen:

⁴⁴ Primer Slovenije do vključno leta 2006, ki je do takrat vztrajno zniževala inflacijo. Hkrati v povprečju še danes ohranja gospodarsko rast za 1,5 odstotne točke višjo, kot je gospodarska rast EU.

⁴⁵ Zgodi se seveda lahko, da pozitivni dejavniki inflacije prevladajo, zato so potrebni posebni začetni pogoji. Tudi model vpliva inflacije na prerazdelitev, ki opisuje enega izmed ekonomsko pozitivnih dejavnikov inflacije, na koncu opozori na določeno stanje, ki mora biti v gospodarstvu potrebno, da učinek deluje.

- inflacija povpraševanja; pomeni povečanje cen zaradi rasti povpraševanja, ki zaradi visoke izkoriščenosti kapacitet ne more več povečati realnega proizvoda;
- inflacija ponudbe ali stroškovna inflacija; pomeni dvig cen na proizvajalčevi oz. ponudbeni strani. Ob povečanju katerekoli skupine stroškov se morajo, če se ne zmanjša druga skupina stroškov, povečati cene končanega proizvoda, da bi preprečili zmanjšanje dohodkov proizvajalcev (Arh; 2004).

Medtem ko neoklasiki in keynesisti razlagajo inflacijo s pritiskom povpraševanja, se je v zadnjih letih oblikovala teorija, ki razlaga inflacijo kot posledico pritiska rasti cen produkcijskih faktorjev na končne cene proizvodov (Glaister; 1987).

Najpogostejša eksogena vzroka inflacije sta dva:

- mednarodni cenovni šoki (kot na primer sprememba cen nafte in tudi spremembe cen valut) vplivajo tako na stopnjo kot tudi na variabilnost inflacije; v tem primeru mora ekonomska politika spremljati šoke z vidika variabilnosti in blažiti kratkoročna neravnovesja;
- drugi eksogeni dejavniki so krizni dogodki v državah trgovinskih partneric; ta dejavnik je zelo pomemben za majhna in odprta gospodarstva, saj se v primeru šoka v državi, ki predstavlja majhni državi visok delež v njeni celotni mednarodni menjavi, pojavijo posledice tudi v majhni državi; primer so evropske tranzicijske države, ki so zelo odvisne od dogajanja v EU.

Inflacija je bistveno bolj posledica določene ekonomske politike in je navadno odraz njene slabše strani. Čeprav je lahko z vidika prerasporeditve dohodka in vzpodbujanja izvoza kratkoročno pozitivna, je dolgoročno visoka stopnja inflacije negativna. Endogenih dejavnikov je nekaj več in jih po izvoru lahko uvrstimo v pet skupin:

- ekspanzivna monetarna politika države, ki spodbuja ekonomsko aktivnost tako, da povečuje količino denarja v obtoku;
- politika realne deprecijacije domače valute je značilna za države, ki želijo vzpodbuditi domačo proizvodnjo s pospeševanjem izvoza, ta pa postane zaradi šibkejšje domače valute mednarodno bolj konkurenčen;
- proračunski deficit vzpodbuja inflacijo zaradi potrebe po polnjenju deficitarne vrzeli; financiranje deficita se opravlja z zadolževanjem bodisi pri domačih pravnih in fizičnih osebah bodisi pri centralni banki, kar pomeni v prvem primeru dvig nominalnih obrestnih mer, v drugem pa ekspanzijo denarja;
- dejavnik, ki se ga v zadnjih letih temeljiteje raziskuje, je vpliv realne konvergence na inflacijo; ta pojav je značilen za manj razvita gospodarstva, ki so v procesu rasti proti neki želeni stopnji proizvoda posledično podvržene t.i. Balassa-Samuelsonovemu efektu, katerega rezultat je višja inflacija;

- poseben dejavnik, značilen za naš čas, so ekonomska pričakovanja; za gospodarstva z visoko in spremenljivo inflacijo so značilne težnje po avtomatskem prilagajanju spremenljivk, ki so podvržene inflacijskim gibanjem; v skrajnem primeru se izvede še indeksacija, ki "EP-post" prilagodi te dejavnike realnim količinam, kar izniči večino pozitivnih vplivov inflacije in hkrati otežuje politiko nižanja inflacije.

7.3.1.2 Dejavniki gospodarske rasti

Ko govorimo o rasti, imamo v mislih količinske spremembe, količinska razmerja in povečanja. Gospodarsko rast bi tako lahko opredelili kot rast kakovosti gospodarstva. Pri tem mislimo na pozitivno spremembo ekonomskega stanja. Pri tem moramo upoštevati stanja vseh ekonomskih subjektov, zato je gotovo to ključna makroekonomska kategorija. Gospodarska rast je za razliko od gospodarskega razvoja opredeljena ozko. Empirično se meri z rastjo realnega bruto domačega proizvoda. Gospodarska rast je kratkoročni pojem, ki je pomemben predvsem z dolgoročnega vidika. Gospodarstvo, ki je sposobno dolgoročno zagotavljati ugodno gospodarsko rast, je ocenjeno kot uspešno gospodarstvo (Senjur, 2002). Iz zgornje opredelitve je razvidno, da na gospodarsko rast vpliva mnogo dejavnikov. Poleg splošnih gospodarskih dejavnikov vpliva na gospodarsko rast tudi razvitost raznih makroekonomskih sektorjev, saj so ti pogoj za dolgoročno stabilno rast.

Gospodarska rast je v osnovi opredeljena z rastjo produktivnosti produkcijskih faktorjev. To pomeni, da morajo države, ki želijo hitro gospodarsko rasti, predvsem dvigniti produktivnost dela in kapitala. Ob tem morajo upoštevati določene omejitve, ki se jim kažejo kot ekonomske pomanjkljivosti obstoječega sistema in jih, če je možno, skušajo odpraviti. Vedno bolj se v teoriji zagovarja potencialna dolgoročna uravnotežena stopnja rasti. To je tista stopnja rasti, ki je najbližja potencialni in optimalni stopnji rasti in bi jo gospodarstvo lahko dosegalo. Seveda slednja zaradi nepopolnosti realno ni dosegljiva, vendar jo ima večina ekonomistov za cilj, h kateremu poskušajo gospodarstvo najbolj približati. Tako kot smo opredelili dejavnike, ki vplivajo na inflacijo, bi lahko tudi dejavnike gospodarske rasti razdelili na endogene in eksogene.

Najpogostejša eksogena dejavnika gospodarske rasti sta:

- prvi eksogeni dejavnik je vpliv konvergence gospodarstva proti ravni svojih gospodarsko bolj razvitih ekonomskih partneric; od slednjih manj razvito gospodarstvo z nižjimi stroški pridobiva dodatna znanja in z njimi na mnogih ekonomskih področjih, kjer je manj konkurenčno, sodeluje; poleg tega obe državi pridobita dodatni trg in večjo možnost komplementarnega bilateralnega trgovanja;
- drugi eksogeni dejavnik je isti kot pri inflaciji; torej krize v državah, ki so s preučevano državo gospodarsko zelo povezane.

Endogene dejavnike bi lahko strnili pod skupni imenovalec, to je večanje aktivnosti v gospodarstvu. O načinih, kako bi to dosegali, obstajajo različne razlage tako med ekonomskimi politikami kot tudi med ekonomskimi analitikami. Pomembno je predvsem, da se izognemo raznim pastem in prilagodimo zunanjim omejitvam (na primer socialne, finančne, naravne omejitve). Poseben pomen med notranjimi dejavniki imajo investicije, ki so teoretično in empirično dokazano glavni kazalec aktivnosti gospodarstva. Investicije vplivajo na rast tako kratkoročno kot tudi dolgoročno. Glede na obseg v modernih gospodarstvih prevladujejo investicije v zasebni sektor. In prav slednje so zelo občutljiv dejavnik gospodarske rasti ter predstavljajo enega izmed kanalov, po katerem vpliv inflacije prehaja v rast.

Investicije so dejavnik, ki soustvarja pogoje za rast. So ekonomski dejavnik, ki ima dolgoročne posledice. Torej rast investicij v gospodarstvu povzroči boljše pogoje za gospodarski razvoj in vpliva na rast dolgoročno. V prvem letu po pospešitvi investiranja se pojavijo najmočnejši rezultati, saj so takrat interesi investitorjev še visoki. Hkrati investitorji že pridobivajo donose, ki so jih z investiranjem ustvarili. Poleg tega velika investicija v neki panogi za sabo potegne tudi razvoj komplementarnih panog, kar je v celotnem gospodarstvu vidno v letu, ko je investicija v celoti realizirana, torej leto kasneje⁴⁶.

7.3.2 Optimalna stopnja inflacije

V predhodni točki opisani dejavniki inflacije in gospodarske rasti kažejo, da vpliv inflacije na gospodarsko rast ni zgolj negativen. Razlago pozitivnega vpliva nižjih stopenj inflacije na varčevanje in posledično gospodarsko rast, so nekateri ekonomisti utemeljili v nekaterih ekonometričnih modelih. Da bi razumeli takšen vpliv, predpostavimo, da je inflacija razmeroma nizka in zato realni donosi visoki. V tem primeru se učinek napačne izbire na finančnih trgih ne pojavi, zato racionalizacija kreditov z namenom vzpodbujanja varčevanja ni potrebna. Zato ob nizki začetni stopnji inflacije dvig le-te (in s tem nižji realni donosi na finančne investicije in varčevanje) povzroči prenos sredstev iz finančnih naložb v naložbe v fizični in/ali človeški kapital. Posledica je višja rast. Vendar pa je pozitiven učinek prisoten pri dovolj nizkih povečanjih inflacije. Če se inflacija dvigne nad določeno stopnjo, začetna predpostavka (o začetni nizki inflaciji) učinka ne velja več, saj se pojavi učinek napačne izbire⁴⁷ in z rastjo inflacija vpliva na upad rasti. To pomeni, da obstaja neka optimalna stopnja inflacije, ki vzpodbuja rast najmočneje. Pod to stopnjo dvig inflacije pomeni višjo rast, medtem ko je nad njo vpliv dviga inflacije na rast negativen (Khan in drugi; 2001).

⁴⁶ Dva primera investicij, ki imata večje posledice v gospodarstvu, sta investicije v infrastrukturo in finančne portfolio investicije. Investicija v izboljšanje infrastrukture je tipični primer investicije, ki pomaga splošnemu razvoju skozi komplementarne panoge (proizvodnja materialov, strojev, orodij). Finančne investicije imajo sicer posledice predvsem na finančnih trgih, vendar so dobrodošle, saj generirajo dodatno likvidnost, kar pospeši trgovanje, višjo ceno vrednostnih papirjev in zato višje donose v finančnem sektorju.

⁴⁷ Za razlago učinka napačne izbire predpostavimo, da ima na primer oseba, ki je v bistvu naravni posojilodajalec, na razpolago nekaj manj rentabilnih projektov in ne ve, da obstaja nekdo z donosnejšo idejo, ki povprašuje po finančnih sredstvih. Takega ekonomska teorija imenuje naravni posojilodajalec. Vendar naravni posojilodajalec te informacije ne izda oziroma informacija ne pride do te osebe, zato slednja investira svoja presežna sredstva v svoje projekte, kar je z vidika agregata neoptimalno.

Že Barro je v svoji obsežni raziskavi z vzorcem 100 držav in gibanjih v treh desetletjih omenil, da negativen vpliv inflacije na rast postane statistično značilen šele po nekem inflacijskem pragu (Barro; 1995). Tudi Khan in Senhadji sta ugotovila, da je prag negativnih vplivov inflacije nekje med 2 in 5 odstotki za industrijsko razvite države, medtem ko je za države v razvoju in nerazvite države ta meja med 11 in 14 odstotki (Khan in drugi; 2000). Ghosh in Phillips sta v svoji raziskavi uporabila večji vzorec in odkrila prag pri 3,5-odstotni inflaciji (Ghosh in drugi; 1998). Christofferson in Doyle sta za tranzicijske države ocenila 13-odstotni prag (Christofferson in drugi; 1998), Ghosh pa je samostojno za iste države ugotovil prag pri 10-odstotni inflaciji (Ghosh; 1997).

Zanimivo je, da so ekonomisti dobili tako različne rezultate ob upoštevanju razvitosti držav. Časovni horizont podatkov, ki so jih avtorji uporabljali, sovпада z začetno fazo tranzicije nekaterih držav. To pomeni, da so se slednje srečale z izjemno visoko inflacijo zaradi začetne nestabilnosti, vendar so jo hitro odpravile. Vsekakor je iz rezultatov raziskav razvidno, da se glede na razvitost gospodarstva posamezne nacionalne države prag inflacije niža. Načeloma bi na ta način logično razložili dobljene rezultate.

Zaradi višje stopnje razvoja imajo države na raznih trgih manj nepopolnosti, kot so trenja in nepredvidljivost gibanj. Zato se splošno ozračje umirja in samo generira dodatno aktivnost ter dosega zunanjo konkurenčnost. To pomeni, da državi ni potrebno uporabljati svojih ukrepov, in sicer ekspanzivno monetarno in fiskalno politiko, ki imata inflacijske posledice, v tolikšni meri, kot v stanju manjše razvitosti. Ekonomsko bolj razvite države imajo razvitejši socialni sistem. Zaradi splošne neprijateljnosti inflacije ter zaradi težnje po čim višji stopnji indeksacije plač, obresti in ostalih cen proizvodnih faktorjev (kar vodi v inflacijsko spiralo), permanentna inflacija ni zaželeni niti za tiste ekonomske politike, ki bi jo v nekaterih primerih zagovarjali.

7.3.3 Kratkoročni in dolgoročni učinki inflacije na gospodarsko rast

Za kratko obdobje bi lahko trdili, da je zmerna inflacija vzdržna in obstoja solidna gospodarska rast kljub inflaciji. To je bolj posledica rastočega agregatnega povpraševanja, ki hkrati pospešuje gospodarsko rast kot tudi inflacijo. Politika zniževanja inflacije aktivnost gospodarstva zavira. Stroga proti inflacijska politika je navadno posledično povezana z zniževanjem proizvoda in zaposlenosti. Vendar je njen učinek začasen, in sicer traja toliko časa, dokler se gibanje cen ne stabilizira. Politika zniževanja inflacije je zato večinoma nezaželena, vendar ima država v daljšem obdobju zaradi znižane inflacije določene prednosti.

Če ima inflacija dolgoročni vpliv na proizvod, je to bolj posledica vpliva na ponudbo kot na povpraševanje. Inflacija lahko škodi ponudbeni strani na več načinov (Motley; 1998):

- inflacija lahko predstavlja težavo gospodinjstvom in podjetjem, ki se glede na tržne signale težje pravilno odločajo; ko večina cen raste, ekonomski subjekti ne razločijo med povprečno agregatno rastjo cen in relativno rastjo cene neke določene dobrine, kar negativno vpliva na

jasnost tržnih signalov in posledično na pravilnost tržnih odločitev in s tem na učinkovitost in rast;

- inflacija povzroča določene stroške, ki jih ne bi bilo v primeru stabilnih cen; primer so stroški stalnega spreminjanja cen in plač, stroški določanja konkurenčnih cen proizvajalcev in prodajalcev ter stroški nenačrtnega usmerjanja presežnih finančnih sredstev zaradi izgube vrednosti; če davčni sistem ni v celotni meri indeksiran, tudi relativno nizka inflacija povzroča mrtvo izgubo (Feldstein, 1996);
- zaradi neenakih učinkov na različne ekonomske subjekte ima inflacija tudi negativne socialne posledice, saj zaradi negotovosti ni priljubljena niti med osebami, ki načeloma zaradi inflacije pridobivajo;
- vztrajna inflacija zahteva stroške, ki so namenjeni raziskavam njenih vzrokov in njenemu izkoreninjenju, namesto da bi bila sredstva usmerjena pravilnejše in produktivnejše;
- najpomembnejši je verjetno učinek inflacije na finančnih trgih, saj je zaradi nje zelo znižana ročnost posojil; le to najbolj prizadene rastoče gospodarske panoge in inovativne podjetnike, ki so glavni pospeševalci ekonomske aktivnosti.

Zaradi negativnih učinkov inflacije na gospodarsko rast je potrebno inflacijo zajezi, vendar lahko strogo nižanje inflacije kratkoročno in dolgoročno negativno vpliva na aktivnost in gospodarsko rast. Zato mora za programom zniževanja inflacije stati dolgoročnejši program ter močna in sposobna ekonomska politika.

7.3.4 Večja vloga makroekonomskih politik pri spodbujanju gospodarske rasti

Zaradi izbočenosti oblike funkcije vpliva inflacije na gospodarsko rast lahko trdimo, da obstaja neka optimalna neničelna stopnja inflacije, ob kateri dosega posamezne države najvišjo možno stopnjo rasti. Veliko je bilo ugibanj, kolikšna naj bi bila optimalna inflacija, vendar točnega in zanesljivega odgovora na to vprašanje ekonomisti niso uspeli podati jasneje, da se zaradi različnih specifičnih značilnosti razvoja in rasti v različnih gospodarstvih tudi vpliv inflacije na rast pojavlja različno. Zato skupnega imenovalca in posledično splošne optimalne stopnje inflacije, ki bi bila cilj ekonomske politike, ni. Vsaka država oz. vsaka skupina držav, z istim tržnim sistemom in istimi določenimi pomembnimi specifičnimi lastnostmi, kot so odprtost, usmerjenost ekonomske politike, razvitost finančnih trgov in trga dela, ima svojo optimalno stopnjo inflacije. Ekonomisti se je lahko zavedajo in ciljajo nanjo, lahko pa ima ekonomska politika drugačne cilje. Zato je pomembno poznati mehanizme, preko katerih inflacija vpliva na rast in vpliv čim bolj pojasniti.

Sedanji okvir koordinacije makroekonomskih politik v EMU je usmerjen predvsem v zagotavljanje stabilnosti, manj pa v doseganje drugih ciljev ekonomske politike, čeprav to predvideva PES v členu 99. Stabilizacijska vloga makroekonomskih politik je sicer ključna za zagotavljanje stabilnega gospodarskega

okolja in uresničevanje ciljev Lizbonske strategije (spodbujanje gospodarske rasti in zaposlenosti). Z na novo opredeljenim inflacijskim ciljem v EMU in zagotavljanjem bolj simetričnega delovanja fiskalnih ukrepov skozi gospodarski cikel, bi se ta vloga še okrepila. Vendar to še ne zagotavlja aktivnejše vloge makroekonomskih politik v EMU pri spodbujanju gospodarske rasti. Za to je na eni strani pomembna učinkovitejša koordinacija monetarne in fiskalne politike v EMU, na drugi strani pa tudi njuna večja interakcija s strukturnimi politikami. Problem koordinacije ekonomskih politik je v večji meri predmet širšega okvira koordinacije ekonomskih politik.

Iz navedenega v tej točki je razvidno, da strogo vztrajanje ECB pri sorazmerno ozko in prenizko postavljenemu inflacijskemu cilju, na 0 do 2-odstotni ravni, ni primerno. Fleksibilnejša monetarna politika, ki bi poleg ohlapnejšega razumevanja nizke stopnje inflacije upoštevala tudi druge ekonomske kazalce uspešnosti gospodarstva, bi vsekakor pripomogla k uspešnejšemu gospodarskemu razvoju celotnega Evro območja. Ti kazalci so vsekakor še: stopnja gospodarske rasti, stopnja zaposlenosti, višina investicij, odvisnost od tujih energetskega virov, obseg izobraževanja, faktor človekovega razvoja, itd.. To ne pomeni, da bi morala ECB poklekniti pred vse večjimi pritiski posameznih vlad držav članic Evro območja, ki vsaka na svoj način zahtevajo ohlapnejše vodenje monetarne politike, temveč bi morala razširiti svoje območje evalvacije uspešnosti vodenja svoje monetarne politike tudi na druge ekonomske kazalce in ne zgolj na višino inflacije. Seveda so zato potrebne statutarne spremembe delovanja ESCB in ECB. Pri tem je večina, tako ekonomistov kot tudi politikov, mnenja, da bi spremembe v tej smeri naletele na ugoden odmev v večini držav EU. Z eno besedo lahko potrebne spremembe opišemo s spremembo modela centralnega bančništva, ki ga je ECB pri svoji ustanovitvi sprejela. To je nemškega modela v angleško-francoski model, ki še vedno omogoča sorazmerno visoko neodvisnost centralne banke. Pri oblikovanju in implementaciji svoje monetarne politike mora slediti bistveno širšemu krogu ekonomskih kazalcev kot le inflaciji.

7.4 Problem odločanja v ECB

Še en vidik delovanja ECB, ki lahko ogrozi optimalno oblikovanje in implementacijo monetarne politike, je problem sprejemanja odločitev v Svetu ECB. Z institucionalnega vidika lahko postane sestava Sveta ECB, glede na nadaljnjo predvideno širitev EMU, problematična. Heterogenost gospodarskih razmer med državami članicami se bo z nadaljnjimi širitvami namreč še povečala. Trenutno je od 21 članov Sveta ECB kar 15 guvernerjev nacionalnih centralnih bank (sicer formalno niso nacionalni predstavniki). Število slednjih se bo po vstopu novih držav v EMU še povečalo. De Grauwe to vidi kot potencialno nevarnost prevelikega uveljavljanja nacionalnih interesov v škodo skupnih interesov (De Grauwe; 2003: 165-170). Slednje naj bi se odražalo predvsem skozi odločitve Sveta ECB o višini ključnih obrestnih mer.

7.4.1 Določanje ključnih obrestnih mer

Po Taylorjevem pravilu, kot osnovi za sprejemanje odločitev o višini ključnih obrestnih mer, centralna banka določa višino obrestne mere glede na odstopanja dejanske inflacije od inflacijskega cilja in pri tem upošteva tudi višino proizvodne vrzeli.

Po Taylorjevem pravilu želeno obrestno mero rt^* izrazimo kot:

$$rt^* = \rho + \pi^* + a(\pi_t - \pi^*) + bxt$$

kjer je:

- ρ - realna obrestna mera;
- π_t - dejanska inflacija;
- π^* - inflacijski cilj;
- xt - proizvodna vrzel.

Za doseganje stabilne inflacijske stopnje mora biti koeficient $a > 1$. Razlaga je sledeča. Ko je dejanska inflacija višja od ciljne, se mora nominalna ključna obrestna mera povečati bolj kot znaša razlika med dejansko in ciljano stopnjo inflacije z namenom, da se doseže povišanje realne ključne obrestne mere, ki pripomore k znižanju inflacije (De Grauwe, 2003, str. 167).

V tabeli 7.1 na naslednji strani magistrskega dela so predstavljeni podatki o povprečnih ključnih obrestnih merah na osnovi Taylorjevega pravila za leto 2003, za takratnih 12 držav EMU in za Evro območje (v %) ter kumulativna velikost držav (v %; Evro območje = 100).

Obstaja hipotetična možnost, da vsak guverner v Svetu ECB pri odločitvi o ključnih obrestnih merah (vsaj potih) upošteva le razmere v svoji državi. Če bi se to zgodilo v letu 2003 (glej *Tabelo 7.12* na naslednji strani magistrskega dela) in bi o ključni obrestni meri glasovali le guvernerji nacionalnih centralnih bank, bi bila ključna obrestna mera Evro območja 1,8-odstotna, saj bi bila pri tej obrestni meri dosežena večina glasov. Ta ključna obrestna mera ustreza tudi odločitvi Sveta ECB (1,8 %), kjer o obrestni meri poleg guvernerjev posameznih NCB glasuje tudi šestčlanski Izvršilni odbor ECB. Ta se pri določanju ključne obrestne mere na osnovi Taylorjevega pravila ravna po povprečnih vrednostih spremenljivk za celotno Evro območje. Šestčlanski Izvršilni odbor ECB v sedanjih razmerah, ko je v EMU vključenih 15 držav, deluje kot sredinski volivec, saj je njegova želeno ključna obrestna mera na ravni, ki je ustrezna za države, ki predstavljajo polovico BDP Evro območja. Po teoremu o sredinskem volivcu (Mueller; 1990: 66) pri enodimenzionalnih odločitvah sredinski volivec odloča in v sistemu večinskega glasovanja ne more izgubiti⁴⁸.

⁴⁸ Pogoji za to je, da imajo preference vsakega volilca en maksimum, ki zanj pomeni največjo koristnost. Za odločitev vsakega člana Sveta ECB o ključni obrestni meri, ki sledi Taylorjevemu pravilu in pri tem upošteva vrednost spremenljivk v svoji državi (člani Izvršilnega odbora ECB vrednost ustreznih spremenljivk v Evro območju), je ta pogoj izpolnjen.

	Taylorjevo pravilo ⁴⁹	Kumulativna velikost držav ⁵⁰
Nemčija	1,1	33
Nizozemska	1,3	39
Luksemburg	1,4	39
Portugalska	1,4	41
Avstrija	1,5	44
Belgija	1,7	48
Finska	1,8	50
Francija	2,1	72
Italija	2,1	89
Španija	2,1	97
Grčija	3,4	98
Irska	3,5	100
Evro območje	1,8	100

Tabela 7.12: Obrestna mere na osnovi Taylorjevega pravila

Vir: Eurostat; 2008; lastni izračun

To ustreza tudi sedanjim razmeram v Svetu ECB, kjer se odločitve sprejemajo z večino glasov in ima vsak član le eno zeleno ključno obrestno mero. Izvršilni odbor ECB dejansko potrebuje le še pet dodatnih glasov za sprejetje svojega predloga glede višine ključnih obrestnih mer, kar si v sedanjih razmerah lahko zagotovi. Ključna obrestna mera, za katero glasuje večina članov Sveta ECB, je tako tudi ključna obrestna mera, ki ustreza povprečju Evro območja. Strateški položaj Izvršilnega odbora ECB je tem močnejši, čim večja je simetričnost distribucije zelenih ključnih obrestnih mer med majhnimi in velikimi državami (De Grauwe; 2003: 169).

Problem odločanja po širitvi EMU bo naslednji. Po vstopu novih članic se bodo razmerja glasov v Svetu ECB spremenila. Izvršilni odbor ECB bi lahko, če ostane šestčlanski, izgubil svojo strateško pozicijo sredinskega volivca. Zato odločitve o ključnih obrestnih merah ne bodo nujno temeljile na agregatnih izračunih za Evro območje. Če bi v izračun hipotetično vključili še 10 novih članic, katerih delež predstavlja le 5,7 % skupnega BDP (izračun na osnovi podatkov za leto 2003, Eurostat), tako da skoraj ne bi vplival na agregatni izračun hipotetičnega Evro območja, ki ga upošteva Izvršilni odbor ECB, bi bila zelena ključna obrestna mera v vseh novih članicah višja od 3 %⁵¹, lahko bi se zgodilo, da bi za ključno obrestno mero nad 2,1 % v Svetu ECB glasovalo 15 članov. Ti bi torej dosegli relativno večino, čeprav bi bil delež teh držav v agregatnem izračunu malo pod 40 % (izračun na podlagi Eurostat; 2008).

⁴⁹ Upoštevana vrednost koeficienta $a = 1,5$ in $b = 0,5$, kar je empirično njuna najpogostejša vrednost (De Grauwe; 2003: 167).

⁵⁰ Merjeno z deležem v BDP Evro območja.

⁵¹ Takšna hipotetična možnost je realistična, saj zelena ključna obrestna mera po Taylorjevem pravilu preseže 3 % že v primeru 3,5-odstotne inflacije, če je proizvodna vrzel enaka 0. Pri teh izračunih sicer ni upoštevano, da je v prisotnosti Balassa - Samuelsonovega učinka zelena ključna obrestna mera po Taylorjevem pravilu lahko previsoka oziroma je zaradi ravnovesnega procesa realne apreciacije naravna obrestna mera, ki bi veljala v pogojih popolne fleksibilnosti cen, nižja (Masten; 2004: 177-178).

Za zagotavljanje cenovne stabilnosti so v razširjeni EMU torej nujne spremembe v sistemu odločanja (poleg spremembe višine inflacijskega cilja, ki bi moral bolj upoštevati heterogenost držav). Ali drugače povedano, sprememba sistema odločanja v ECB je v razširjeni EMU nujna za učinkovito zagotavljanje klubske ali več klubskih dobrin s strani klubske agencije.

7.4.2 Sposobnosti odločanja ECB o izbiri ustrezne monetarne politike

Raven odločanja (nacionalna ali nadnacionalna) o usmeritvah posameznih ekonomskih politik, v okviru delitve pristojnosti, ni edini problem s katerim se sooča EU. S krepitvijo integracije se pogloblja tudi problem usposobljenosti in primernosti posameznih institucij na ravni EU za sprejemanje odločitev skupne ekonomske politike. V EU in zlasti v EMU obstaja cela vrsta učinkov neposrednega prelivanja ukrepov nacionalnih ekonomskih politik preko meja jurisdikcij in prelivanja preko klubskih dobrin. To bi zahtevalo ovrednotenje konflikta med zagotavljanjem klubskih dobrin in uresničevanjem ciljev nacionalnih ekonomskih politik. Ker je klubskih dobrin več, je treba ovrednotiti tudi stopnjo njihovega zagotavljanja. Sedanje procedure koordinacije ekonomskih politik tega ne omogočajo, zato te izbire tudi sistematično ne izvajajo. Procesi so precej omejeni na posamezna področja ekonomskih politik. Čeprav politike med seboj niso ločljive, se sodelovanju med politikami posveča še vedno premalo pozornosti. To bi bila lahko naloga ECB, vendar sedanji način njihovega oblikovanja tega ne omogoča v zadostni meri. Svet EU, ki je sedaj organ odločanja o koordinaciji ekonomskih politik, tudi ni ustrezno telo za podrobno oceno konfliktnosti predlaganih ukrepov ekonomske politike. Razlog je v njegovi politični in ne strokovni opredeljenosti, saj združuje resorne ministre posameznih držav, ki ne upoštevajo celovitih posledic ukrepov vseh ekonomskih politik hkrati in zato niso usposobljeni za oblikovanje kombinacije ekonomskih politik.

Odsotnost ekvivalenta ciljne funkcije v procesu sprejemanja odločitev ekonomske politike v EU, tako pomeni veliko oviro za oblikovanje optimalne kombinacije ekonomskih politik v EU in EMU. Za zdaj ni niti ustreznega ustavnega okvira niti pravega foruma, kjer bi se razpravljalo o odločitvah ekonomske politike in želenih stopnjah doseganja posameznih ciljev na ravni EU in nacionalni ravni, med katerimi obstaja konfliktnost, kakor tudi o porazdelitvi stroškov, povezanih z uresničevanjem teh ciljev. V tem pogledu je pomembna tudi razlika med EU in EMU. Članice EU, ki niso v EMU, lahko nasprotujejo tesnejšemu sodelovanju in koordinaciji ekonomskih politik držav EMU, kjer je potreba po koordinaciji nedvomno večja, če menijo, da bi se s tem lahko poslabšala konkurenčnost in sploh njihov ekonomski in politični položaj v integraciji. Ker se odločitve o ukrepih ekonomskih politik sprejemajo s kvalificirano večino na Svetih EU, kjer sodelujejo vse države članice, lahko odpor držav izven EMU do tesnejše koordinacije ekonomskih politik v EMU blokira sprejemanje odločitev, ki bi kombinacijo ekonomskih politik približale optimalni. Ta problem se je še poglobil s širitvijo EU in povečevanjem števila članic, ki (vsaj nekatere med njimi) še nekaj časa ne bodo izpolnjevale pogojev za vstop v EMU.

V okviru statutarnih sprememb Statuta ESCB in ECB je torej poleg navedenih sprememb v preteklih točkah tega poglavja, nujno potrebo zagotoviti ustrezno enotnost pri odločitvah o oblikovanju in implementaciji monetarne politike ECB. Poleg tega je tudi nujno statutarno izločiti oblikovanje in implementacijo monetarne politike ter njene koordinacije z ostalimi ekonomskimi politikami iz politične sfere Sveta EU na strokovno raven klubske agencije. Mnogo ekonomskih teoretikov se strinja, da je v tem trenutku za to edina primerna in usposobljena institucija ECB.

7.5 Ustreznost politike deviznih tečajev

Devizni tečaj je zelo pomemben faktor pri oblikovanju cen, ki jih izvozni proizvodi in storitve določene države dosegajo na tujih trgih ter hkrati tudi cen, ki jih uvozni proizvodi in storitve dosegajo na domačem trgu države. Zvišanje nominalnega deviznega tečaja ugodno vpliva na izvozno konkurenčnost, medtem ko na drugi strani povzroči povišanje uvoznih cen, izraženih v domači valuti. Ker moramo pri proučevanju vplivov deviznega tečaja na konkurenčnost v določenem časovnem obdobju upoštevati tudi gibanje ravni cen v posameznih državah, je za ugotavljanje teh vplivov potrebno upoštevati gibanje realnega deviznega tečaja. Iz tega sledi, da sta devizni tečaj in stopnja inflacije v tesni medsebojni povezavi. Medsebojno se izključujeta, saj padanje vrednosti domače valute pospešuje inflacijo, naraščanje vrednosti domače valute pa jo umirja. V medsebojni korelaciji močno vplivata na gospodarsko rast posamezne države. Hkrati tudi pomembno vplivata tudi na gospodarsko okolje, v katerem ta država deluje.

Politiko deviznih tečajev lahko zaradi navedenega obravnavamo kot najpomembnejšo predstavnico politik, ki temeljijo na prerazporeditvi oziroma redistribuciji potrošnje med posameznimi gospodarstvi. Predstavlja zelo pomemben dejavnik pri doseganju plačilnobilančnega ravnovesja ter mednarodne konkurenčnosti države. Veliko vlogo igra pri obravnavi učinka različnih razmerij "policy mix-a" med stopnjami inflacije, gospodarske rasti in ključne obrestne mere na zastavljene cilje. "Policy mix" seveda še zdaleč ni več le v pristojnosti monetarnih oblasti. S krepitvijo EU predstavlja v zadnjem času prvovrstno politično temo znotraj EU ter v odnosu do njenih trgovinskih partneric in tekmecev, kot so ZDA, Kanada in Japonska ter v zadnjem času Kitajska in Indija.

Politika deviznega tečaja je torej tisti del ekonomske politike, ki je povezan predvsem z režimom oz. sistemom deviznega tečaja in z deviznimi rezervami. Politiko deviznega tečaja, tako kot monetarno politiko, vodi centralna banka. Pomembno je, da pri deviznem tečaju ločimo med režimom in politiko. Režim deviznega tečaja praviloma določa vlada, ki s tem hkrati postavi okvire, katerih lahko posamezna centralna banka vodi politiko deviznega tečaja. Politiko deviznega tečaja v posamezni državi vodi centralna banka in s tem vpliva na strukturo relativnih cen med dobrinami, ki so predmet mednarodne menjave in tistimi, ki niso. Prav tako politika deviznega tečaja vpliva na splošno raven domačih cen, posledično pa izbor režima in vodenje politike deviznega tečaja vplivata na celotno ekonomijo države.

Ker so ZDA najpomembnejša zunanje trgovinska partnerica EU, si v nadaljevanju pogledjmo pomembnost ustreznega oblikovanja in implementacije deviznega tečaja znotraj posameznih ekonomskih kategorij med EU in ZDA.

7.5.1 Primerjava ekonomskega okolja med EU in ZDA

Evro območje je vsekakor nekaj posebnega v zgodovini gospodarskega in političnega sodelovanja med suverenimi državami. Območje, ki je nastalo s povezavo prvotnih 12 držav, je sicer več kot trikrat manjše od ozemlja ZDA, vendar je gostota poselitve veliko večja. Tako je imelo 1. januarja 2008 Evro območje nekaj več kot 358 milijonov prebivalcev, medtem ko so jih imele ZDA le dobrih 301 milijonov (Eurostat; 2008).

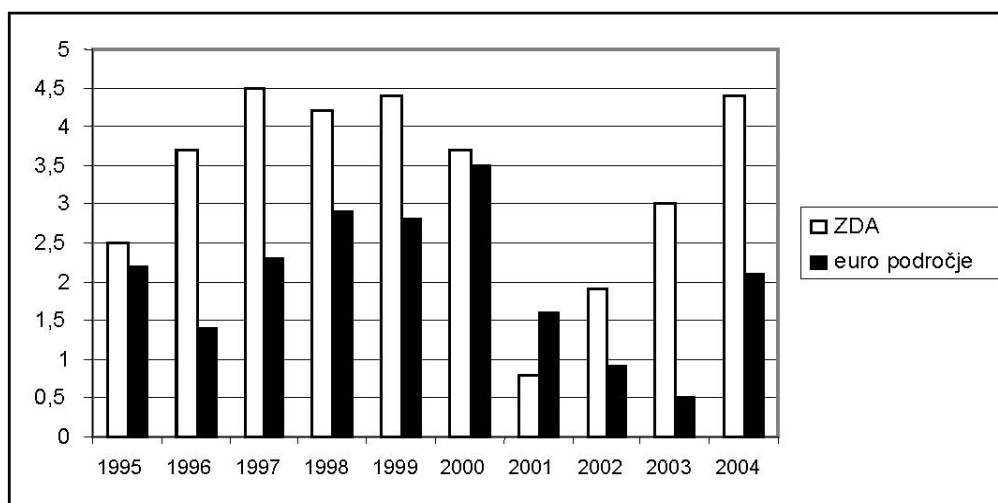
Gospodarstvo Evro območja je leta 2002 dosegalo 15,7 % svetovnega BDP (izražena s pariteto kupne moči), medtem ko so tega leta ZDA dosegale 21,1 % in Japonska 7,1 % svetovnega BDP. Struktura proizvodnje je v vseh treh področjih približno enaka, saj povsod največji delež celotnega proizvoda predstavljajo storitve. Pri primerjavi Evro območja in ZDA je pomembna razlika v deležu zasebnega in privatnega sektorja v storitvenem sektorju. Neprimerno večji delež storitvenega sektorja v ZDA je v zasebni lastnini, medtem ko je v Evro območju ta večinoma del javnega sektorja. Industrija je v vseh treh področjih na drugem mestu glede na delež v celotnem proizvodu, medtem ko kmetijstvo, ribištvo in gozdarstvo, v skladu z visoko razvitostjo teh držav, obsegajo zelo nizek odstotek (ECB - o; 2004: 19).

Gospodarstvo Evro območja lahko najbolje opišemo s ključnimi makroekonomskimi kriteriji, kot so gospodarska rast, stopnja inflacije in brezposelnosti. Med gospodarstvi Evro območja so še vedno precejšnje razlike v razvitosti, ki pa se zmanjšujejo. Ta trend se bo v prihodnosti verjetno še nadaljeval, še posebej če se bo nadaljevalo gospodarsko sodelovanje med državami. Glede na obravnavano tematiko se mi zdi smotna primerjava ključnih makroekonomskih kazalcev za gospodarstvi Evro območja in ZDA v proučevanem obdobju 1995 - 2004.

7.5.1.1 Gospodarska rast

Najbolj obsežen kazalec gospodarske aktivnosti v določenem ekonomskem prostoru je BDP, ki je definiran kot vrednost proizvedenih proizvodov in storitev, zmanjšana za vrednost proizvodov in storitev, ki so bili uporabljeni v procesu proizvodnje. Nominalni BDP je merjen s spremenljivimi cenami, medtem ko so pri izračunu realnega BDP uporabljene stalne cene (Samuelson in drugi; 2001: 416). Za primerjavo v času in med državami je najprimernejša primerjava med stopnjami gospodarske rasti, seveda v konstantnih cenah, ki odstranijo vpliv inflacije na rast BDP.

Na *Sliki 7.10* lahko opazimo, da je bila stopnja gospodarske rasti v ZDA večinoma višja od tiste v Evro območju. Nasploh je bil za drugo polovico devetdesetih let značilen razcvet ameriškega gospodarstva, kar se je najlepše pokazalo na borznih indeksih, ki so v teh letih dosegali rekordne višine. Drugačno situacijo lahko opazimo le leta 2001, ko so ZDA pretresli padec borznih indeksov, teroristični napad 11. septembra in predvsem odkriti finančni škandali v nekaterih največjih ameriških podjetjih. Vse to je povzročilo, da je bila stopnja gospodarske rasti v tem letu le 0,8-odstotna. V naslednjih treh letih si je gospodarstvo ZDA precej opomoglo. Tako je bila leta 2004 gospodarska rast že na ravni tiste izpred petih let in spet precej višja od evropske.



Slika 7.10: Primerjava stopnje gospodarske rasti v stalnih cenah iz leta 1995

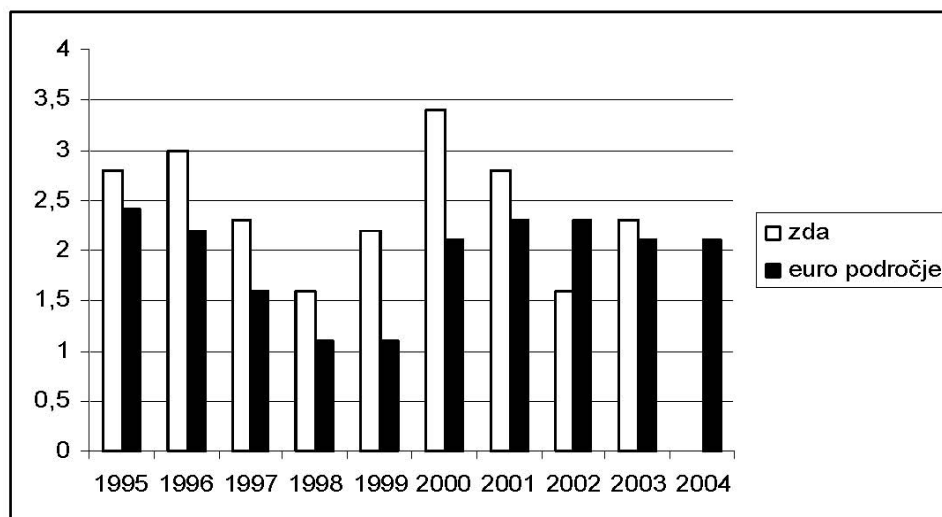
Vir: Eurostat; 2008

Situacija v Evro območju je bila nekoliko drugačna. Stopnja gospodarske rasti je bila konec devetdesetih let prav tako relativno visoka, vendar vedno nižja od ameriške. Razlog za to leži predvsem v togosti evropskih gospodarstev in monetarne politike, razmeroma nemobilni delovni sili, močnih sindikatih in v večji socialni zaščiti delavcev. Glede na ameriško gospodarstvo je tudi manj produktivno. V letih 2001 do 2003 se je gospodarska rast občutno znižala tudi v Evro območju in se nato povečala šele leta 2004. Poglavitni vzrok za slabo predstavo Evro območja je nedvomno Nemčija, saj je njeno gospodarstvo v preteklih letih raslo zelo počasi.

7.5.1.2 Stopnja inflacije

Stabilnost cen je pomembna, ker brezhibno delujoči tržni sistem zahteva, da cene natančno odražajo informacije o relativni redkosti dobrin. Zgodovina je pokazala, da visoka stopnja inflacije povzroči dodatne stroške v gospodarstvu. Nezaželena je tudi deflacija, to je stanje, ko splošna raven cen pada. Tako večina držav išče neko srednjo pot s stabilnimi oz. počasi rastočimi cenami, kot najboljšim načinom pri spodbujanju učinkovitega gospodarstva (Samuelson in drugi; 2001: 419).

Na *Sliki 7.11* lahko opazujemo gibanje stopenj inflacije v proučevanem desetletnem obdobju. Stopnja inflacije je bila v ZDA večinoma višja kot v Evro območju, kjer je večkrat preseгла tudi mejo dveh odstotkov. Nasploh je bila stopnja inflacije Evro območja v obravnavanem obdobju dokaj konstantna, eden od glavnih razlogov za to pa so bile visoke cene naftnih derivatov.

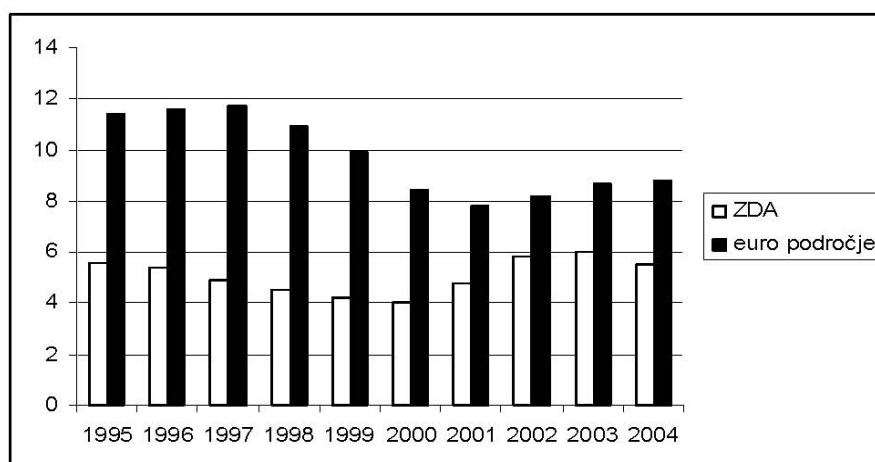


Slika 7.11: Primerjava stopenj inflacije

Vir: Eurostat; 2008

7.5.1.3 Stopnja brezposelnosti

"Od vseh makroekonomskih indikatorjev sta zaposlenost oziroma brezposelnost tisti postavki, ki ju ljudje najbolj neposredno občutijo. Na splošno želijo imeti ljudje dobro plačane službe, brez da bi iskali ali čakali zaposlitev zelo dolgo. Stopnja brezposelnosti je odstotek aktivnega prebivalstva, ki je brez dela" (Samuelson in drugi; 2001: 417).



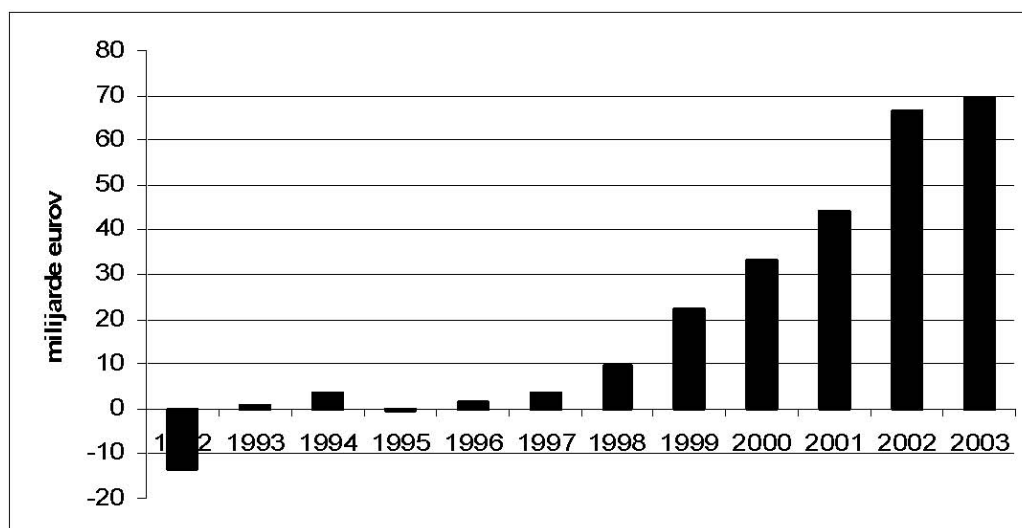
Slika 7.12: Primerjava stopenj brezposelnosti

Vir: Eurostat; 2008

Države Evro območja so skozi celotno proučevano obdobje dosegale višje stopnje brezposelnosti v primerjavi z ZDA. To je predvsem posledica že omenjenih strukturnih razlik, saj je trg dela v Evro območju razmeroma rigidno, kar se odraža v visoki stopnji zaščite delavcev, visokih socialnih nadomestilih, visokem obdavčenju delovne sile, kar vse vpliva na povečanje stopnje brezposelnosti. Zaradi vsega tega je odpuščanje presežnih delavcev težje. Posledica tega je težje in počasnejše prilagajanje podjetij na gospodarske spremembe.

7.5.1.4 Zunanja trgovina

Če gledamo na Evro območje kot na celoto, je to veliko bolj zaprto kot posamezne države članice, čeprav so te večinoma velike izvoznice. Ne glede nato je mnogo bolj odprto kot gospodarstvu ZDA in Japonske. Okoli tri četrtine izvoza in uvoza Evro območja sestavljajo proizvodi, ostalo četrtino pa sestavljajo storitve (ECB - o; 2004: 24).



Slika 7.13: Saldo trgovinske bilance Evro območja z ZDA

Vir: Eurostat; 2008

Če se omejimo zgolj na menjavo proizvodov in storitev med Evro območjem in ZDA, lahko ugotovimo, da Evro območje dosega relativno velik presežek v trgovinski bilanci. Medtem ko je bila trgovinska bilanca v zadnjih letih prejšnjega stoletja razmeroma izravnana, oziroma z manjšimi nihanjem, lahko od leta 1999 opazimo trend večanja presežka na strani Evro območja. Leta 2002 se je le-ta močno povečal, čeprav je takrat evro že pridobival na vrednosti glede na ameriški dolar. Leta 2003 se je verjetno prav zaradi tega razloga naraščanje presežka trgovinske bilance umirilo.

Raziskava Morgan Stanleya med skoraj 500 evropskimi podjetji je pokazala, da je okrog 20 % prihodkov podjetij Evro območja generiranih s prodajo v ZDA in Kanado. Zaradi tega so torej evropska podjetja sorazmerno močno izpostavljena spremembam v tečaju ameriškega dolarja glede na evro.

7.5.2 Devizni tečaj

"Devizni tečaj se lahko izrazi na dva načina. Če primerjamo dve različni valuti, gre za bilateralni tečaj, poznamo pa tudi efektivnega, ki je indeksno število in izraža tehtano povprečje bilateralnih deviznih tečajev držav, ki so najpomembnejše gospodarske partnerice določene države" (Dunn in drugi; 1993: 279). Glede na to, da se v tem poglavju osredotočamo na primerjavo Evro območja z gospodarstvom ZDA, moramo torej upoštevati bilateralni devizni tečaj.

Poznamo dve različni definiciji bilateralnih deviznih tečajev, od katerih se najpogosteje uporablja pojem bilateralnega nominalnega deviznega tečaja. To je cena ene valute, izražena v drugi valuti. Lahko se izrazi na dva načina (Mrak, 2002, str. 45):

- kot vrednost enote tujega denarja, izražena s številom enot domačega denarja (direktna kotacija); če obravnavamo evro kot domačo valuto, je bila na primer 3. maja 2005 direktna kotacija 0,775855 EUR/USD ter
- kot vrednost enote domačega denarja, izražena s številom enot tujega denarja (indirektna kotacija); na ta način je bil 3. maja 2005 devizni tečaj 1,2889 USD/EUR; ta način prikaza bilateralnega deviznega tečaja je realni bilateralni tečaj, ki upošteva tudi gibanje cen v posameznih državah; ta prikaz je boljši, ko želimo ugotavljati spremembo cenovne konkurenčnosti posamezne države.

Problem pri opazovanju gibanja realnega bilateralnega tečaja je, da se podatki o inflaciji nanašajo na določen mesec oziroma daljše časovno obdobje, devizni tečaj pa se nenehno spreminja. Zaradi navedene težave bomo v tej primerjavi uporabili nominalni bilateralni tečaj ter indirektno kotacijo. Ta način prikaza deviznega tečaja se tudi najpogosteje uporablja v različnih evropskih publikacijah in statistiki.

7.5.2.1 Režim neodvisnega drsenja deviznega tečaja

Režim neodvisnega drsenja deviznega tečaja je eden od režimov sistema hibridnega deviznega tečaja, ki smo ga podrobneje spoznali v točki 5.4.3 magistrskega dela. Zanj je značilno, da monetarne oblasti sicer intervenirajo na deviznem trgu, vendar cilj njihove intervencije ni jasno opredeljen. Po klasifikaciji IMF v to skupino spadajo na primer Evro območje, Japonska in ZDA. Sicer spada Evro območje v podskupino režima neodvisnega drsenja deviznega tečaja, saj države članice nimajo lastnega zakonitega plačilnega sredstva. (IMF; 2008).

"Ta režim deviznega tečaja torej danes uporabljajo tri največja gospodarstva na svetu. Zanj je značilno, da je devizni tečaj skoraj v celoti oblikovan na osnovi delovanja tržnih mehanizmov. Intervencije centralne banke na deviznem trgu so načeloma kratkotrajne in niso namenjene samemu oblikovanju tečaja valute, temveč predvsem preprečitvi njegovih nepotrebno velikih oscilacij, do katerih prihaja občasno zaradi špekulativnih pritiskov na valuto" (Mrak; 2002: 97).

"Devizni tečaj se pri neodvisnem drsenju oblikuje tržno in sicer glede na ponudbo in povpraševanje po posameznih valutah. Tako bo ameriški izvoz blaga in storitev v ZDA ustvaril ponudbo tuje valute in povpraševanje po ameriških dolarjih. Podobno stanje bi bilo v primeru priliva kapitala v ZDA. Nasprotno bo uvoz blaga in storitev ustvaril povpraševanje po tuji valuti in ponudbi ameriških dolarjev. Enak učinek bi imel tudi odliv kapitala iz ZDA" (Pugel in drugi, 2000: 351).

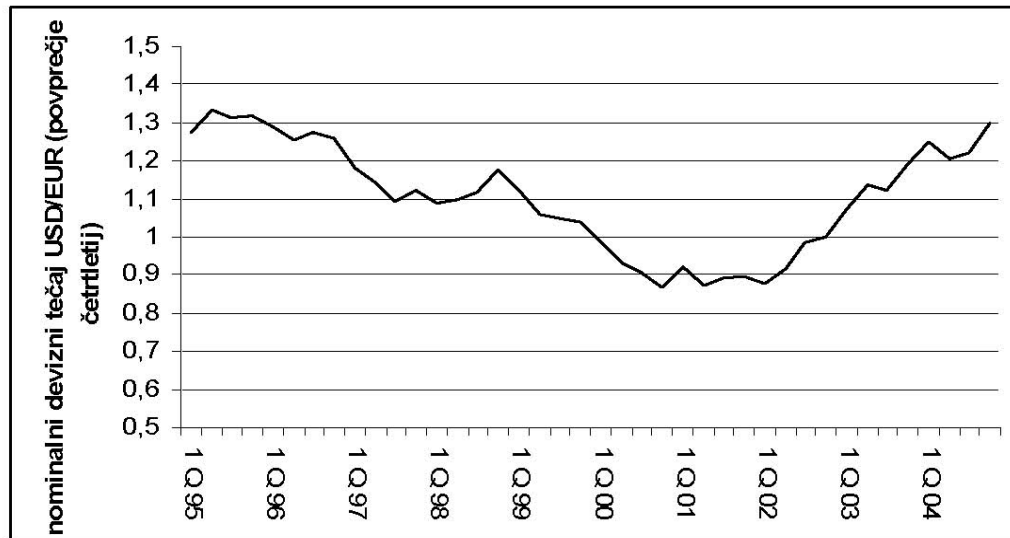
"Napovedovanje gibanja deviznih tečajev valut, ki imajo enega od režimov s prilagodljivim tečajem je zelo nevhvaležen posel. Alan Greenspan, predsednik FED je nekoč dejal, da uspeh pri napovedovanju deviznih tečajev ni nič boljši kot pri napovedovanju izida ob metanju kovanca" (The Economist; 2004: 78). Čeprav v ekonomski teoriji obstajajo določeni modeli gibanj deviznih tečajev, je v praksi njihovo gibanje nemogoče napovedati, saj nanj vpliva ogromno različnih dejavnikov.

7.5.2.2 Gibanje tečaja USD/EUR

V trenutku prelevitve evropske denarne enote (v nadaljevanju: ECU) v evro, je bila vrednost evra enaka zunanji vrednosti ECU in hkrati enaka vrednosti ameriškega dolarja. 31. decembra 1998 je vsaka od 15 NCB držav EU drugim štirinajstim NCB sporočila svoj tečaj ameriškega dolarja. Na osnovi teh petnajstih tečajev ameriškega dolarja so bili zatem izračunani vsi bilateralni (centralni) tečaji za vsako od petnajstih valut. Te bilateralne (centralne) tečaje so centralne banke sporočile Evropski komisiji, ki je na tej osnovi najprej izračunala uradno vrednost ECU v ameriških dolarjih. Znesek valute vsake od 12 držav Evro območja, ki je bila v košarici, so delili s tečajem vrednosti ameriškega dolarja v posamezni valuti. To pomeni, da so ga pomnožili z vrednostjo posamezne valute v ameriških dolarjih. Ko so vse te zneske seštel, so dobili zadnjo vrednost ECU v ameriških dolarjih. Ta vrednost je bila 1,16675 ameriškega dolarja, to pa je bila hkrati tudi začetna vrednost evra (Ribnikar-II; 2003: 119).

"Ekonomska teorija pravi, da naj bi tečaj dolarja in evra dolgoročno nihal na ravni, na kateri bi imeli obe valuti približno enako kupno moč. Ustrezni modeli bančnih ekonomistov predvidevajo, da bi bil tečaj, pri katerem bi bila kupna moč prebivalstva in podjetij v obeh gospodarstvih uravnotežena pri približno 1,20 dolarja za evro" (Urbanija; 2002). Ob svojem nastanku je bil torej tečaj blizu ravnotežnemu.

Ob opazovanju gibanja tečaja USD/ECU (do leta 1999) in USD/EUR (od 1999 naprej) lahko ugotovimo, da je povprečna vrednost tečaja v 25-letnem obdobju, torej od leta 1980 1,1025 USD/EUR (European commission - c; 2005: 131). Vendar lahko v tem obdobju opazimo pogosta in razmeroma močna nihanja tega deviznega tečaja. Med deviznimi trgovci in drugimi analitiki je prišlo do soglasja, da je treba gibanje vrednosti evra pojasnjevati predvsem z ameriškim dolarjem in dejavniki, ki so povezani z ZDA, kot največjim svetovnim gospodarstvom in ne z EU oz. posameznimi državami članicami (Pivk; 2004: 26).



Slika 7.14: Gibanje nominalnega deviznega tečaja USD/EUR

Vir: Eurostat; 2008

Pri opazovanju gibanja tečaja USD/EUR na *Sliki 7.14* lahko opazimo dve različni obdobji: obdobje od uvedbe evra leta 1999 do sredine leta 2001, ko je evro nominalno depreciral glede na dolar in obdobje od leta 2002 naprej, ko je evro nominalno apreciral glede na dolar. 1. januarja 1999, ko je bil evro uveden kot knjižni denar, je bilo razmerje med njim in dolarjem približno 1,17. Takšna je bila takrat vrednost enote ECU, ki je bila sestavljena kot ponderirana vrednost posameznih valut, ki so sodelovale v ERM. Od takrat do oktobra 2000, ko je dosegel doslej najnižjo vrednost 0,8252, je evro napram dolarju depreciral in mnogi so že izgubili zaupanje v skupno evropsko valuto.

Glavni razlog za padec evra je bil različen gospodarski položaj ZDA in Evro območja. Ne glede na stopnjo gospodarske rasti v Evro območju, vrednost evra ni dosegala vrednosti dolarja, kjer sta visoka gospodarska rast in nizka inflacija privabljali tuje investitorje. Finančni trgi so se hitro odzvali na slabe novice v zvezi z gospodarstvom Evro območja ter ga ignorirali.

Nato se je stanje spremenilo in začelo se je gibanje nominalnega deviznega tečaja USD/EUR v nasprotno smer. Ameriško gospodarstvo je zašlo v krizo. Zmanjšalo se je povpraševanje po njihovi valuti in na ta račun se je okrepil evro. Prvo psihološko mejo predstavlja razmerje ena proti ena, drug mejnik pa je vsekakor tečaj 1,17 USD/EUR kot izhodiščna vrednost ob uveljavitvi evra. Prvo mejo je trg dosegel julija 2002, drugo pa slabo leto pozneje, junija 2003. Kljub temu ni neke eksplicitne meje, kjer bi lahko opredelili dolar kot šibek oziroma evro kot močan.

Potrebno je poudariti tudi razmerje evra do valut nekaterih drugih držav, ki so tudi pomembne na svetovnem trgu. Od konca leta 2000 se je evro okrepil ne le glede na ameriški dolar, ampak tudi glede na valute azijskih držav, kot so Kitajska, Japonska, Južna Koreja in Hong Kong ter v manjši meri tudi glede na valute vzhodno in srednjeevropskih držav.

7.5.2.3 Vzroki za gibanje deviznih tečajev

"Devizni tečaji se nenehno spreminjajo zaradi hitrega reagiranja subjektov na deviznem trgu. Na gibanje deviznih tečajev vpliva veliko različnih dogodkov, ki jih delimo na pričakovane in nepričakovane. Pomembni za gibanje tečajev so le nepričakovani dogodki. Lahko jih razdelimo v dve podskupini" (Kettell; 2000: 119-139):

1. Razčlenitev bruto nacionalnega dohodka na komponente je bistvenega pomena pri opazovanju gibanja deviznega tečaja. Na ta način razdelimo celotno gospodarstvo na dejavnike, ki vplivajo na zasebno potrošnjo, investicije, državno potrošnjo in davke ter na plačilno bilanco.
2. Zelo pomemben je tudi učinek potrošniškega zaupanja v finančne trge, čeprav je izražen bolj kvantitativno kot kvalitativno. Na ta način se oceni psihološko razpoloženje potrošnikov.

Almeida, Goodhard in Payne so empirično proučevali vplivanje več dejavnikov na višino in spreminjanje deviznih tečajev na primeru ZDA in Nemčije. Osredotočili so se na objave makroekonomskih novic iz ZDA ter Nemčije in uporabili pet minutne intervale pri zbiranju podatkov o ravni deviznega tečaja. Ugotovili so, da te novice pomembno vplivajo na višino in spreminjanje deviznih tečajev. S pomočjo statističnega preizkušanja domnev so potrdili, da so najpomembnejši sledeči dejavniki:

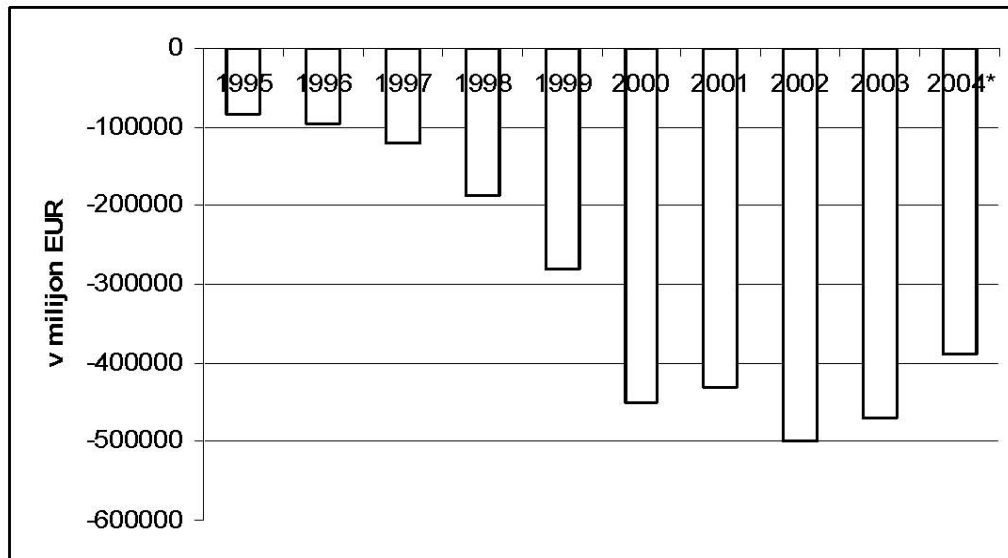
- plače v nekmetijskem sektorju;
- naročila trajnih dobrin;
- PMI (indeks, ki je sestavljen iz novih naročil, proizvodnje, dostav dobaviteljev, inventarja, zaposlenosti);
- prodaja na drobno;
- trgovinski primanjkljaj;
- zaupanje potrošnikov ter
- stopnja brezposelnosti.

Ugotovili so tudi, da indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih in indeks cen življenjskih potrebščin nista vplivala na gibanje deviznih tečajev (Almeida in drugi; 1998).

7.5.3 Vzroki padca ameriškega dolarja

Evro je od svoje uveljavitve 1. januarja 1999 do leta 2001, glede na ameriški dolar, izgubil več kot 30 % svoje vrednosti. Enotno mnenje ekonomistov je, da je bila skupna evropska valuta v prvih dveh letih svojega obstoja močno podcenjena. Kot smo lahko videli na *Sliki 7.14*, se je padanje tečaja evra umirilo sredi leta 2000. Na začetku leta 2002 je evro začel s svojo potjo navzgor. V tem obdobju je bilo ameriško gospodarstvo dokaj šibko. Čeprav se je v naslednjih dveh letih stanje izboljšalo in je ameriško gospodarstvo dosegalo višje stopnje rasti kot Evro območje in Japonska, se deprecijacija ameriškega

dolarja vendarle ni končala. Dejavnikov, ki so povzročili tako stanje, je seveda več. Najpomembnejša sta visok primanjkljaj plačilne bilance in naraščajoč proračunski primanjkljaj v ZDA, ki z močno valuto nista združljiva (Urbanija; 2002). Proračunski primanjkljaj se je v četrtem četrtletju leta 2004 še povečal v primerjavi s tretjim četrtletjem in je znašal 665,9 mrd dolarjev, kar je predstavljalo 6,3 % ameriškega BDP (BEA; 2005).



Slika 7.15: Saldo tekočega računa plačilne bilance ZDA

Vir: Eurostat; 2005

Na Sliki 7.15 lahko vidimo gibanje tekočega računa plačilne bilance ZDA, izraženega v evrih. Opazimo lahko zelo veliko povečanje predvsem v zadnjih letih prejšnjega desetletja, nato se je trend nekoliko umiril. Tudi podatki za leto 2007 ne kažejo, da bi se stanje izboljšalo.

Glede na to, da so vrednosti primanjkljaja zelo visoke in se še vedno povečujejo, bodo morale ameriške oblasti ukrepati in zaustaviti ta trend. K temu seveda precej pripomore padec tečaja dolarja. Ko namreč tujci ugotovijo, da so cene ameriškega blaga in storitev po pretvorbi v njihovo valuto cenejše, se njihovi nakupi povečajo. Ameriški izvoz se na ta način poveča, nasprotno pa se zgodi z uvozom. Evropski in azijski proizvodi postanejo za Američane dražji, zato se njihovi nakupi zmanjšajo. Posledično se obseg ameriškega uvoza zmanjša. To je temeljna razloga redistribucije potrošnje in prihodka med posameznimi gospodarstvi! Z aktivnejšo politiko deviznega tečaja namreč ZDA pokrivajo del svojega proračunskega primanjkljaja na račun ostalih gospodarstev, tudi Evro območja.

V realnem svetu ne poteka vse, kot predvideva ekonomska teorija. Tujci skušajo na vsak način obdržati svoj tržni delež na ameriškem trgu, zato spustijo cene svojih izdelkov, da bi bili še vedno konkurenčni domačim proizvajalcem. Njihov dobiček se na ta način sicer zmanjša, vendar na ta način še vedno lahko obdržijo svoje kupce. Zaradi slednjega obnašanja tujih ponudnikov, padec tečaja dolarja ne

pripomore v celoti k zmanjšanju deficita na tekočem delu plačilne bilance, temveč le v delu, ki je seveda še vedno visok.

Vpliv spremembe deviznega tečaja na tekoči račun plačilne bilance lahko proučimo na podlagi tako imenovanega Marshall-Lernerjevega pogoja, kjer ima deprecijacija valute dva učinka nanj:

- cenovni učinek povzroči, da se izvozni proizvodi ZDA pocenijo, uvozni proizvodi pa podražijo; s stališča tekočega računa plačilne bilance cenovni učinek deprecijacije torej prispeva k njegovemu poslabšanju;
- količinski učinek deluje v nasprotno smer; cenejši izvoz proizvodov, proizvedenih v ZDA v druge države prispeva k povečani konkurenčnosti tega blaga v tujini in posledično k povečanemu obsegu izvoza, dražji uvoz povzroči zmanjšanje njegovega obsega; količinski učinek deprecijacije torej v nasprotju s cenovnim učinkom vpliva na izboljšanje tekočega računa plačilne bilance.

"Kakšen bo končen oz. neto učinek delovanja teh dveh učinkov, je odvisno od relativnega vpliva enega oziroma drugega mehanizma v trenutku, ko pride do deprecijacije valute" (Mrak; 2002: 206).

V zvezi s tem se pogosto omenja tako imenovana J-krivulja, katere osnovna logika je, da se bo tekoči račun plačilne bilance po deprecijaciji kratkoročno najprej poslabšal. Šele v daljšem obdobju je mogoče računati z njegovim izboljšanjem. V kratkem obdobju namreč ni časa za znatnejše spremembe v obsegu izvoza in uvoza, kar povzroči poslabšanje tekočega računa plačilne bilance. Sčasoma se učinki deprecijacije vse bolj kažejo v povečevanju obsega izvoza in zmanjševanju obsega uvoza. To pomeni, da se nasprotno delovanje obeh učinkov na plačilno bilanco najprej izenači, kasneje pa začne količinski učinek prevladovati nad cenovnim. Takrat se začnejo učinki deprecijacije kazati v izboljšanju tekočega dela plačilne bilance v primerjavi s stanjem pred spremembo tečaja (Mrak; 2002: 210). Tako naj bi deprecijacija dolarja za 1 % povzročila zmanjšanje povpraševanja v ZDA po uvozu za 0,3 %, kar spodbuja ameriško gospodarstvo in dale pozitivne efekte na gospodarsko rast (The Economist; 2003: 65).

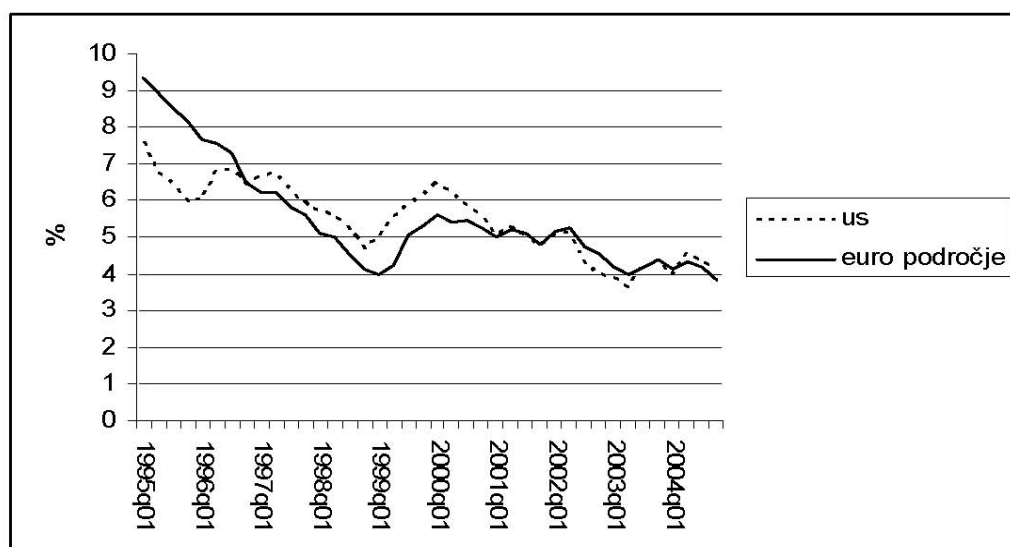
Pri financiranju ogromnega primanjkljaja na tekočem delu plačilne bilance so bile zelo pomembne tuje centralne banke, saj so na primer leta 2003 financirale kar 83 % ameriškega zunanjetrgovinskega deficita. Sicer kar 86 % tega deleža odpade na centralne banke azijskih držav. Ta situacija lahko za ZDA postane problematična, saj se vedno več centralnih bank odloča za diverzifikacijo svojih rezerv. Od svoje uvedbe leta 1999, poleg dolarja, vedno pomembnejši postaja evro. Hitrost, s katero se centralne banke odločajo za spremembo sestave svojih deviznih rezerv, je večja kot so mnogi pričakovali.

V povezavi s padcem tečaja ameriškega dolarja glede na večino valut, še posebej glede na evro, se omenja tudi velik proračunski primanjkljaj. Nastajal je po letu 2000, ko je prišlo do zloma gospodarstva, recesije, odkritih škandalov velikih "blue-chip" podjetij, 11. septembra in vojne proti terorizmu. Za drugo polovico devetdesetih let je bil značilen dokaj velik proračunski presežek, vendar je bil ta dosežen v

obdobju velikega razcveta ameriškega gospodarstva. Po letu 2000 je vsak od omenjenih dogodkov povzročil, da se je proračunska poraba dodatno povečevala, medtem ko so uzakonili znižanje davčne stopnje za najpremožnejše sloje ameriškega prebivalstva. Busheva administracija je hkrati odstopila od tradicionalne ameriške politike zagovarjanja močnega ameriškega dolarja in hitro zapravila težko prisluženi proračunski presežek administracije Bushevega predhodnika predsednika Clintona (Pivk; 2004: 28).

Poleg zadolževanja ameriške vlade za financiranje dvojnega primanjkljaja, je vedno bolj zadolženo tudi ameriško prebivalstvo, medtem ko se potrošnja povečuje. Pred padcem ameriških borznih indeksov je bila večina Američanov lastnikov vrednostnih papirjev, ki so neprestano dosegali rekordno visoke zneske. Postajali so vedno bolj bogati, čeprav le na papirju. To jih je vzpodbudilo k vedno večjemu trošenju in zadolževanju, saj so bili prepričani, da bodo v prihodnosti lahko vse poplačali na račun visoke cene, ki jo bodo iztržili ob prodaji svojih vrednostnih papirjev. Ameriška hipotekarna kriza v letu 2007 je tako le skrajna posledica neustreznega sistema zavarovanj hipotekarnih posojil.

Če opazujemo gibanje deviznih tečajev na kratek rok, se moramo predvsem osredotočiti na zaznave in dejanja mednarodnih finančnih investitorjev. Čeprav morajo različni ekonomski subjekti zamenjavati valute zaradi potreb mednarodne trgovine, pa je večina prometa z valutami posledica tega, da želijo imeti investitorji vrednostne papirje v različnih valutah. Če se omejimo na dolžniške vrednostne papirje, je izbira teh s strani investitorjev odvisna od višine obrestne mere v posamezni državi (Pugel, 2000, str. 408). Gibanje nominalnega tečaja USD/EUR lahko torej deloma pojasnimo z gibanjem razlike v obrestnih merah med Evro območjem in ZDA. Na *Sliki 7.16* je prikazana primerjava med dolgoročnimi obrestnimi merami v Evro območju in ZDA.



Slika 7.16: Primerjava gibanja obrestnih mer 10-letnih državnih obveznic

Vir: Eurostat; 2005

Sredi devetdesetih let je bila razlika med obrestnima merama državnih obveznic relativno velika, ki pa se je od leta 2002 naprej močno zmanjšala. Opazimo lahko, da je ameriški dolar depreciral glede na evro (oziroma ECU) v obdobju, ko je bila dolgoročna obrestna mera in s tem donos na 10-letne državne obveznice v evro področju, višja od ameriške. V letu 2004 so se dolgoročne obrestne mere v ZDA sicer nekoliko dvignile nad tiste v Evro območju, vendar je zaupanje v ameriško gospodarstvo zaradi že omenjenih razlogov ostalo razmeroma nizko.

"Poleg vsega tega je pomembno tudi dejstvo, da se je v zadnjih letih močno povečala zunanja negotovost. Ameriško vojaško posredovanje v Afganistanu in Iraku je zahtevalo ogromno proračunskih sredstev. Zahtevalo je tudi veliko smrtnih žrtev med ameriški vojniki in njihovimi zavezniki. Vse to je vplivalo na zmanjšano potrošniško in poslovno zaupanje ter povzročilo občutno zmanjšanje že tako šibkih kapitalskih tokov" (Pivk; 2004: 29).

7.5.4 Vpliv šibkega dolarja na gospodarstvo Evro območja

Ker je ameriški notranji trg ogromen in njegovo gospodarstvo relativno zaprto, sprememba tečaja dolarja proti evru za njihova podjetja ni najpomembnejši dejavnik. Seveda to ne drži za velika multinacionalna podjetja, ki veliko svoje prodaje realizirajo v Evro območju. Ta podjetja so v privilegiranem položaju, saj so se njihovi proizvodi zaradi padca tečaja dolarja proti evru relativno pocenili in so na ta način lahko povečali svoj tržni delež glede na svojo konkurenco v Evro območju.

V popolnoma drugačnem stanju so se znašla evropska podjetja, saj večina velik del prihodka realizira z izvozom svojih izdelkov v ZDA. V najslabšem položaju so veliki izvozniki na ameriški trg, predvsem proizvajalci avtomobilov, farmacevtskih izdelkov in proizvajalci luksuznih dobrin. Zanje je ameriški trg že desetletja zelo pomemben.

Ker je gospodarstvo Evro območja eden od najpomembnejših trgovinskih partnerjev ZDA, je sorazmerno temu prevzel tudi nadpovprečno veliko breme pri padcu ameriškega dolarja. Razlog za to je v tem, da so valute nekaterih azijskih gospodarstev, s katerimi ZDA tudi opravi veliko trgovinske menjave, na določen način vezane na ameriški dolar, s čemer se izogibajo neugodnim gospodarskim gibanjem.

Tako ugodno stanje je izkoristila predvsem Kitajska, saj je njihova valuta juan fiksno vezana na ameriški dolar. Fiksni tečaj znaša 8,28 kitajskega juana za ameriški dolar. Posledično so kitajski izdelki, glede na evropske, cenovno še bolj konkurenčni. Seveda so izvozni proizvodi Kitajske večinoma manj kvalitetni, večinoma so to proizvodi delovno intenzivnih panog, ki so za evropske potrošnike že brez neugodnih tečajnih razmerij zelo poceni. Zaradi slednjega so v slabšem položaju evropski proizvajalci.

Organizacija za mednarodno sodelovanje in razvoj (v nadaljevanju: OECD) je izračunala, da 10-odstotno razvrednotenje dolarja prinaša Evro območju 0,5 % izgube gospodarske rasti. Analitiki Morgan Stanleyja so vzporedno ugotovili, da bi 20-odstotno razvrednotenje dolarja, rast BDP v Evro območju

okrnilo za 7 %. Med državami je najbolj ogrožena Nemčija, ki je po gospodarski moči največja država v Evro območju. Institut za svetovno gospodarstvo v Kielu je izračunal, da realno povečanje vrednosti evra za 10 % v primerjavi z najpomembnejšimi valutami, nemški izvoz skrči za pet odstotkov (Urbanija: 2002). Torej, devizni tečaj pomembno vpliva na gospodarsko rast.

Ker je nominalni devizni tečaj USD/EUR v začetku leta 2008 dosegel rekordne vrednosti in se tudi v Evropi že kažejo znaki upočasnjevanja gospodarske rasti, bo potrebno veliko truda za normalizacijo finančnih trgov. S šibkim dolarjem se je bilo v drugi polovici devetdesetih let lažje spopasti, predvsem zaradi visoke gospodarske rasti v obeh primerjanih gospodarstvih in nižje vrednosti depreciacije dolarja. Dodaten problem danes predstavlja tudi vse večja globalizacija, ki še dodatno zaostruje konkurenco.

7.5.4.1 Pozitivni vplivi šibkega dolarja na Evro območje

Vsekakor ne smemo zanemariti pozitivnih vplivov šibkega dolarja na gospodarstvo Evro območja. Te vplive lahko strnemo v sledeče ekonomske kategorije:

- **Povečanje kupne moči prebivalstva**

V boljšem položaju so nedvomno evropski kupci ameriških in tudi azijskih izdelkov, saj so se njihove cene, preračunane v evre občutno znižale. Zaradi tega se je povečala blaginja prebivalstva in se znižal pritisk na povišanje domačih cen. Za potrošnike je to nedvomno dobra novica, manj pa za evropska podjetja, ki na ta način izgubljajo tržni delež. Pomembno vlogo igra tudi razširjenost interneta in s tem vedno večji pomen spletnih trgovin, ki olajšajo nakupe evropskih potrošnikov v ZDA, brez kakršnih koli posrednikov. To je pripomoglo k večji informiranosti potrošnikov in tudi k nižjim cenam proizvodov. V to kategorijo lahko uvrstimo tudi povečano kupno moč podjetij pri prevzemih in združitvah z ameriški oziroma azijski podjetji, s katerimi bi se evropska podjetja povečala in postala močnejša na svetovnem trgu. Vendar lahko ugotovimo, da v zadnjih letih, ko je dolar dosegal najnižje vrednosti glede na evro, ni bilo nobene odmevnejše združitve oziroma prevzema.

- **Cenejše surovine za podjetja**

Cene nafte, zemeljskega plina in večine drugih najpomembnejših surovin, ki jih kot "inpute" uporabljajo podjetja so še vedno določene v ameriških dolarjih. Uvoz mineralnih goriv in maziv, kamor spada tudi nafta, ima zelo velik delež v celotnem uvozu v Evro območje. Prav v zadnjih nekaj letih, ko prihaja do novih rekordov v ceni nafte je to za evropska podjetja dobra novica, saj se cena črnega zlata v evrih ni zvišala v enaki meri kot v dolarjih. Cene nafte in naftnih derivatov so se povišale predvsem zaradi povečanega povpraševanja s strani azijskih držav. Povpraševanje je doseglo v letu 2007 najvišjo rast v zadnjih treh desetletjih. Cene so se zviševale tudi zaradi zmanjševanja ponudbe, kar je bila deloma posledica geopolitičnih negotovosti po vsem svetu. Zaradi apreciacije evra glede na ameriški dolar, se je tako v letu

2007 cena nafte v ameriških dolarjih povečala za kar 36 %, medtem ko se je v evrih povečala le za 14,2 % (ECB Monthly Bulletin; 2008: 11). V ugodnem položaju so vsa podjetja, za katera so surovine pomembni proizvodni "inputi".

- **Nižja inflacija**

Kot smo že omenili, je glavni cilj ECB vzdrževati stabilnost cen. Temu cilju so podrejeni vsi ukrepi, ki jih ECB izvaja. Ker so se cene proizvodov iz ZDA, zaradi padca tečaja, znižale, je prišlo do pozitivnega vpliva na inflacijo v Evro območju. Spremembe v deviznem tečaju vplivajo na inflacijo v treh smereh (ECB – o; 2004: str. 46):

1. Sprememba deviznega tečaja lahko neposredno vpliva na domače cene uvoženih dobrin. Če domača valuta aprecira, se bodo cene uvoženih dobrin znižale. To bo pod pogojem, da so ti proizvodi namenjeni potrošnji, neposredno pripomoglo k zmanjšanju inflacije.
2. Če so ti proizvodi uporabljeni kot »inputi« v proizvodnem procesu, bodo čez čas nižje cene »inputov« privedle do nižjih cen končnih dobrin.
3. Spremembe deviznega tečaja imajo lahko učinek preko vpliva na konkurenčnost v domačem gospodarstvu. Če apreciacija domače valute povzroči, da domači proizvodi postanejo manj konkurenčni na mednarodnih trgih, bo to zmanjšalo zunanje povpraševanje in posledično celotno povpraševanje v gospodarstvu. Apreciacija domače valute bi tako zmanjšala inflacijske pritiske.

Analitiki Morgan Stanleyja so izračunali, da 10-odstotna povečana vrednost evra potisne stopnjo inflacije v Evro območju za 0,2 % navzdol. Zvišanje obrestnih mer bi bilo posledično odveč. Nižja stopnja inflacije bi poleg tega povečala kupno moč zasebnih gospodinjstev in oživila porabo (Urbanija; 2002). Kljub temu so učinki apreciacije evra na inflacijo sorazmerno majhni.

- **Zmanjševanje stroškov in prestrukturiranje**

Številna podjetja, ki veliko svojega prihodka dosežejo na ameriških in azijskih trgih prej ali slej ugotovijo, da je edini način za konkuriranje tujim podjetjem bolj smotrna proizvodnja z zmanjševanjem stroškov, uvajanjem novosti in iskanjem novih tržnih poti. Na ta način bodo ostala konkurenčna, kljub neugodnim tečajnim gibanjem. Zapirajo se nerentabilni obrati, nekatere preselijo v države, kjer je delovna sila, kot pomemben strošek poslovanja, cenejša. V tem trenutku so za države Evro območja zelo zanimive nove države članice EU. Tam je delovna sila za gospodarstvo Evro območja še vedno relativno poceni. Vendar je potrebno poudariti tudi negativen vpliv prestrukturiranja na povečanje brezposelnosti, ki nastane kot posledica zapiranja proizvodnih obratov v državah Evro območja in njihovega preseljevanja v druge države, kjer so proizvodni stroški nižji.

7.5.4.2 Negativni vplivi šibkega dolarja na Evro območje

Najpomembnejša negativna posledica apreciacije evra je vsekakor izguba konkurenčnosti glede na ponudnike iz dolarskega območja in iz držav Azije, katerih valute so pod nadzorom države. Za razliko od ameriškega gospodarstva, ki je dokaj zaprto, je gospodarstvo Evro območja namreč relativno bolj odprto. Eden od glavnih trgovinskih partnerjev držav Evro območja so ZDA. Čeprav so največja evropska gospodarstva, Nemčija, Italija in Francija največji medsebojni trgovinski partnerji, še posebej Nemčija zelo velik delež izvoza nameni v ZDA. V najslabšem položaju so zagotovo proizvajalci avtomobilov in ostali proizvajalci luksuznih dobrin, saj je ameriški trg za njih vedno predstavljal ogromno tržišče z veliko kupno močjo.

Pri vsem tem ne smemo pozabiti na dejstvo, da so valute nekaterih gospodarsko najpomembnejših držav v Aziji na določen način vezane na ameriški dolar. Na Kitajskem obstaja fiksni tečaj, po katerem se kitajski juan zamenjuje v dolarje. Japonska centralna banka ne glede na to, da je jen v enem izmed prilagodljivih režimov deviznega tečaja, vrednost svoje valute pogosto uravnava z različnimi ukrepi domače centralne banke. V tem obdobju, ko je dolar šibak, japonska centralna banka kupuje ameriške dolarje. S tem povečuje povpraševanje in na ta način zmanjšuje apreciacijo jena. V ostalih azijskih državah je situacija podobna.

Vse to negativno vpliva na Evro območje, saj se skoraj celotno breme šibkega dolarja prevali nanj. Na to so opozorili tudi predstavniki evropskih vlad, ki bi želeli globalno bolj enakomerno porazdeliti breme čedalje šibkejšega dolarja, ki naj bi vsaj posredno udarjalo po tečajni konkurenčnosti evropskih izvoznikov (Jurančič; 2004).

7.5.5 Vloga ECB

Odkar je večina gospodarsko najpomembnejših držav prešla na enega izmed režimov drsečega deviznega tečaja, so centralne banke pogosto kupovale in prodajale tuje valute z namenom, da bi zmanjšale posledice tržnih nepravilnosti. Ta cilj se zdi konsistenten z omejevanjem kratkoročne volatilnosti trgov (Kettell; 2000: 87-88).

Vendar je precej ekonomistov skeptičnih, saj dvomijo o učinkovitosti uradne intervencije centralnih bank, ker naj ne bi vplivale na tržne temelje. Glede na to, so mnenja neenotna tudi pri vprašanju morebitne intervencije ECB. Nekateri so mnenja, da bi morala ECB znižati svoje obrestne mere. Na ta način bi se zmanjšalo povpraševanje po evrih, povečalo pa povpraševanje po ameriških dolarjih. Kljub temu je glavna obrestna mera ECB že skoraj dve leti nespremenjena pri 4,75 %.

Znižanje obrestnih mer bi lahko pripomoglo k zmanjšanju stopnje inflacije v Evro območju. Še posebno zato, ker se je pritisk na zvišanje cen, zaradi šibkega dolarja in zmanjšanega porasta denarnega agregata M3, še povečal. ECB se v tem trenutku ne odziva in zvrča krivdo za inflacijo le na neustrezno

vodenje fiskalnih politik posameznih držav članic Evro območja, kar povzroča dodaten nemir na finančnih trgih. Nasprotnik znižanja obrestnih mer je tudi guverner ECB Trichet, ki je zagovornik trdne valute in je že kot guverner francoske centralne banke zavračal argumente za depreciacijo.

V nasprotju z neukrepanjem ECB je na področju intervencij na deviznem trgu zelo dejavna japonska centralna banka. Za zavarovanje svojih izvoznikov je že nekajkrat nakupila večje količine ameriških dolarjev in na ta način blažila apreciacijo svoje valute glede na dolar. Za japonsko gospodarstvo, kateremu ameriški trg, predvsem po zaslugi avtomobilske in elektronske industrije, predstavlja najpomembnejši trg, so ti ukrepi nedvomno dobrodošli, hkrati pa dodatno škodijo Evro področju. Ta zaradi teh ukrepov nosi dodatno še večji del prilagajanja zaradi šibkosti dolarja.

7.5.6 Bodoča pričakovanja

Pričakovanja o prihodnjem gibanju deviznega tečaja med evrom in ameriškim dolarjem so dokaj neenotna, saj je napovedovanje gibanj deviznih tečajev v režimih fleksibilnih tečajev nevhvaležen posel. Zagovornikov močnega evra ne skrbi ogromen dvojni primanjkljaj, saj trdijo, da so se ZDA vedno soočale z veliko luknjo v plačilni bilanci. ZDA so namreč zaradi svoje vloge vodilne gospodarske velesile, katalizatorja globalne gospodarske rasti ter vloge dolarja kot glavne rezervne svetovne valute, ta primanjkljaj vedno uspele financirati. Njihove napovedi o gibanju vrednosti dolarja v prihodnosti so precej optimistične. Njegova vrednost glede na evro naj bi se počasi ponovno začela gibati proti pariteti. To naj bi omogočila predvsem hitrejša rast ameriškega gospodarstva glede na evro območje in višja stopnja produktivnosti. Monetarna politika FED naj bi bila v prihodnosti relativno restriktivna, kar naj bi povečevalo obrestne mere glede na tiste v evro območju. To pa bi vplivalo na povečan pritok investicij v ZDA in s tem povečano povpraševanje po dolarju.

Po drugi strani so mnogi prepričani, da se to v bližnji prihodnosti ne bo zgodilo, saj je nadaljnja deprecijacija dolarja vsaj še v letu 2008 neizbežna. Pri tem je pomembno že omenjeno dejstvo, da se je Busheva administracija sprijaznila s šibko valuto. Želijo si namreč tujih vlagateljev, predvsem pa se mora zmanjšati dolgoročno nevzdržen primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance ZDA. Analitiki napovedujejo, da naj bi se tečaj USD/EUR kratkoročno povzpел tudi do 1,70, vendar bo dejansko stanje odvisno predvsem od prihodnjega stanja ameriškega gospodarstva in trajanja krize na trgu hipotekarnih posojil.

V zadnjih desetih letih, ki so bila analizirana v tej točki, je nominalni devizni tečaj med evrom in ameriškim dolarjem močno nihal, kar je imelo za evro področje tudi občutne gospodarske posledice. V splošnem lahko ugotovimo, da je gibanje omenjenega tečaja v veliki meri odvisno od gospodarskega stanja v Združenih državah, ne pa v Evro območju. Aprecijacija evra je po eni strani povečala kupno moč prebivalstva Evro območja, znižala pritisk na cene in povzročila znižanje cen surovin, katerih cene so večinoma izražene v ameriških dolarjih. Šibek dolar ima negativen vpliv predvsem na gospodarstvo Evro

območja, saj se je njegov izvoz v ZDA, ki so ena izmed najpomembnejših partneric Evro območja, podražil. Posledice posredno občutijo vsi prebivalci EU.

Glede na obravnavano vsebino lahko zaključimo sledeče:

1. sprememba tečaja evra glede na dolar pomembno vpliva na višino gospodarske rasti Evro območja;
2. stopnja brezposelnosti v Evro območju je bila višja v letih, ko je bil devizni tečaj višji, kar je povezano z odstotkom izkoriščenih proizvodnih kapacitet, ki se je prav tako zmanjšal v obdobju šibkega dolarja ter
3. ob zmanjšani konkurenčnosti podjetij Evro območja, tako na domačem trgu kot tudi v tujini, se je spremenil tudi saldo njegove trgovinske bilance, predvsem zaradi nižjih realiziranih cen in ne toliko zaradi izgube trgov.

Pritrdimo lahko torej tistim ekonomistom in politikom, ki zahtevajo učinkovitejši poseg ECB na denarnih trgih, z namenom zmanjšanja deprecijacije ameriškega dolarja. Ob skrajnih vrednostih deviznega tečaja evra proti dolarju, ki je prisoten danes, mora ECB ukrepati in z ustrezno politiko obrestnih mer ter učinkovitimi nakupi ameriških dolarjev približati razmerje izhodiščnemu ob uvedbi evra. Ogledalo uspešne monetarne politike ECB namreč ne more biti izključno trden evro, temveč močno in uspešno socialno, razvojno in ekološko usmerjeno gospodarstvo Evro območja.

ECB je bila v preteklih letih večkrat pod pritiskom evropskih multinacionalk, politikov, sindikatov in okoljskih gibanj naj zniža obrestne mere, zaradi katerih bi se zmanjšalo povpraševanje po evrih in povzročilo padec deviznega tečaja dolarja proti evru. To bi se učinkovito zgodilo tudi z nakupom večjih količin ameriške valute. Močan evro med drugim ugodno vpliva na inflacijo, ki je danes še vedno glavna in edina skrb ECB, saj si je za cilj oblikovanja in implementacije monetarne politike zadala stabilne cene v Evro območju. Zaradi tega ECB še vedno ni občutneje znižala obrestnih mer, kar se bo moralo v bližnji prihodnost zagotovo zgoditi. V nasprotnem primeru bo namreč gospodarstvo v celotni EU zašlo v recesijo, kar bo imelo občutne posledice. Te ne bodo prisotne samo pri prebivalcih EU, temveč tudi pri lastnikih kapitala, ki so roko na srce še vedno glavni (skriti) igralci, ki vplivajo na oblikovanje in implementacijo monetarne politike ECB.

7.6 Preprečevanje finančnih kriz in odzivnost nanje

Finančna kriza na ameriškem trgu hipotekarnih posojil v letu 2007 sicer ni posledica delovanja ECB, vendar je pokazala na mnoge slabosti sistema centralno bančnega nadzora nad poslovanjem komercialnega bančnega sektorja. Pri tem ECB ni izjema. Nadzor bančnega poslovanja, za razliko od ameriškega FED, ni v pristojnosti ECB in ga za potrebe vlad članic Evro območja opravljajo posamezne NCB. Ravno zato si ne kaže pretirano zatiskati oči pred finančno krizo na ameriških hipotekarnih trgih.

Hipotekarna posojila namreč tudi v Evro območju predstavljajo veliko večino vseh posojil, tako fizičnim kot predvsem pravnim osebam. Ameriška kriza je zato močno posegla tudi v Evro območje in je že postala globalnega značaja. ECB do danes ni ustrezno odreagirala s spremembami v svoji monetarni politiki, temveč je krizo le parcialno blažila z likvidnostnimi injekcijami na denarnih trgih.

Analitiki so opozorili, da kriza na ameriških hipotekarnih trgih ni le posledica neustreznega nadzora FED glede zavarovanja posojil s hipotekami na premoženje. Problem je globalnega značaja, saj so posamezne komercialne banke, predvsem zaradi zaostrenih likvidnostnih razmer, sčasoma pričele odobravati hipotekarna posojila po nesorazmerno visokih obrestnih merah ter prenizkemu vrednotenju premoženja za zavarovanje teh posojil. Poleg tega so zviševale obresti na že odobrene kredite.

Pri tem že trčimo na problem ustreznosti oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB, saj spada ustreznost razmerja: "obrestna mera – likvidnost bank – zavarovanje posojil" med najpomembnejše segmente monetarne politike vsake centralne banke. Po izbruhu finančne krize v ZDA, so večje centralne banke kot so FED, ECB, Bank of England, Japonska centralna banka, itd., za zagotavljanje svoje likvidnosti pričele reševati finančne trge z močnimi injekcijami svežega denarja. Postavlja se vprašanje, ali bi lahko z ustrežno višino ključne obrestne mere, ki ne bi zagotavljala le stabilnih cen in plemenitenja kapitala ter z ustreznim nadzorom poslovanja komercialnih bank krizo preprečili? Že samo vprašanje in predhodna kritika v tem poglavju ponujata ustrezen odgovor, ki je pritrdilen.

Z ustreznim razmerjem med: "obrestnimi merami – likvidnostjo bank oz. denarnih trgov – zavarovanjem posojil", ki ne bi stremel izključno po dobičkih, bi se podobnim krizam v bodoče vsekakor izognili oz. bi jih omejili le na države, katerih centralne banke ne bi vodile ustrezne monetarne politike. Ker so se podobne finančne krize dogajale že v preteklosti, lahko tudi rečemo, da izkušnje iz preteklosti še vedno niso dovolj naučile centralnih bankirjev, da bi se izognili večjim pretresom na denarnih trgih.

V nadaljevanju te točke si pogledjmo vzroke in razvoj navedene krize, ukrepe večjih centralnih bank za njeno omilitev ter predloge preoblikovanja monetarne politike ECB, ki bi v bodoče finančne krize takih razsežnosti že v osnovi preprečili oz. omejili na monetarne trge izven Evro območja.

7.6.1 Vzroki in razvoj krize na ameriških hipotekarnih trgih v letu 2007

Do februarja 2007 širša javnost nikoli ni slišala za tako imenovani "subprime"⁵², ravno tako se do poletja 2007 zunaj ozkih finančnih krogov ni veliko govorilo o institucijah SIV⁵³ in strukturiranih

⁵² V ZDA obstajajo posojila za t. i. "prime" (osebe z najboljšo boniteto) in "subprime" stranke (osebe z nizko boniteto - priseljenci z nizkimi dohodki, novozaposleni brez premoženja...).

⁵³ Institucije za investiranje v strukturirane naložbe (Structured Investment Vehicle); upravljajo jih same banke ali pa zato pooblaščenji upravljavci.

finančnih instrumentih CDO⁵⁴. Nekateri ekonomisti to imenujejo "shadow banking system", saj gre za nereguliran, nekakšen parabančni sistem. Njegovo sesutje je bilo eden poglavitnih povodov za finančno krizo na ameriških hipotekarnih trgih v letu 2007. Ob tem sta se še enkrat pokazali globalizacija in prepletenost svetovnih financ. Posledice namreč še danes čuti tako avstralska kmetijska zadruga, ki je vlagala v CDO, kot na primer Francoz, ki je vložil prihranke v vzajemni sklad banke BNP Paribas in nenazadnje tudi slovensko podjetje, na katero bo ob najemu posojila pri banki, ta nanj prenesla višjo premijo za tveganje v obliki višje obrestne mere. Ob krizi je prišlo na finančnih trgih do različnih pretresov in anomalij, do katerih običajno ne prihaja. Premije za tveganje so se močno povešale, nezaupanje med subjekti na trgu je zelo veliko, likvidnost je bila do nedavnega še zelo nizka. V začetku leta 2008 je zato največje povpraševanje po najbolj kvalitetnem dolgu, ponavadi državnem. Imetniki tega lahko to izkoristijo in z razmeroma nizkim tveganjem lepo zaslužijo.

Vzrokov za dogajanje v letu 2007 je seveda več. V zadnjem gospodarskem ciklu so se v ZDA ob dobri gospodarski rasti cene nepremičnin višale. Precej ohlapne zahteve pri najemanju hipotekarnih posojil so namreč omogočile, da so do hiš in stanovanj prišli tudi ljudje, za katere je bilo jasno, da si tega ne morejo privoščiti.

Američani so zelo inventivni na vseh finančnih področjih. S perspektive evropskega bančništva si tako ni mogoče predstavljati, da so obstajali tudi t. i. krediti "ninja" (no income, no job, no asset). Je pa res, da večina unovčenih hipotek zadeva kredite, ki so se odobrvali v letih 2003 do 2006, ko je trg dobesedno požiral CDO in je bilo zato še lažje priti do posojil. Ob gospodarskem vzponu je FED hkrati zviševal obrestne mere. To je pomenilo, da so se posledično višali tudi obroki kreditov z variabilnimi obrestnimi merami. Vendar je na točki, ko je ponudba presegla povpraševanje, moralo priti do preobrata. Cene nepremičnin so začele padati. Vse več posojilojemalcev je začelo izgubljati svoje domove, ker niso bili zmožni odplačevati vse višjih obrokov. V veliko primerih tudi niso bili več motivirani za odplačevanje kreditov, saj je njihov dolg postal večji od vrednosti njihove nepremičnine. Število ameriških posojilojemalcev, ki niso plačali obroka, je v tretjem kvartalu leta 2007 naraslo na najvišjo raven v zadnjih 20 letih, na 5,59 %. Nekateri napovedujejo, da bo v letu 2008 v ZDA izgubilo domove 800.000 ljudi, v letu 2009 pa še dodaten milijon.

Decembra 2007 je stopnja nezaposlenosti v ZDA narasla na 5 %, v nekmetijskih dejavnostih pa je bilo na novo odprtih le 18.000 delovnih mest. Vse več zaplemb nepremičnin in padec prodaje je zvišal zaloge neprodanih nepremičnin. Le te so znašale v četrtem kvartalu leta 2007 že 9,3-kratnik povprečnih mesečnih prodaj. V letu 2006 je znašal ta delež le 5,4. Do septembra 2007 je Case Shillerjev indeks cen

⁵⁴ CDO (Collateralised Debt Obligation) so vrednostni papirji, ki so zavarovani z različnimi dolžniškimi instrumenti, kot so obveznice, posojila, strukturirani vrednostni papirji, hipotekarne obveznice ipd. Na podlagi portfelja obveznic in/ ali posojil izdajatelj izda več vrednostnih papirjev različnih razredov oz. tranš. Z investiranjem v posamezno tranšo CDO vlagatelj investira v portfelj diverzificiranih naložb (sestava premoženja se pri različnih CDO razlikuje), hkrati pa z izborom ustrezne tranše in s tem ravni subordinacije izbere tudi raven kreditnega tveganja, ki ga je pripravljen sprejeti.

nepremičnin, ki spremlja 20 največjih ameriških mest, pokazal padec v višini 4,95 %, kar je največ od leta 2001, odkar se indeks izračunava. Stopnja padanja cen je bila najvišja v zadnjih 20 letih. Projekcije kažejo nadaljnji padec v višini 15 % - 19 % do leta 2011.

Če bi se anomalije na finančnih trgih končale na tej stopnji, še ne bi bilo tako problematično. Do širitve krize je privedla pretirana sekuritizacija drugorazrednih posojil. Trg hipotekarnih posojil je prevzemal previsoka tveganja. Na vrhuncu krize konec leta 2007 je prevladovala želja oz. razmišljanje vseh, da jih lahko reši FED z vedno novimi injekcijami likvidnostnih sredstev. Seveda posojilojemalcev pri tem ni zanimalo vprašanje moralnega hazarda in so ne glede na naraščajočo krizo še vedno najemali posojila.

V zadnjem desetletju se je dotedanji finančni model, ko so poslovne banke vključevale kreditno tveganje v svoje bilance poslovanja, korenito spremenil. Danes banke prodajajo svoje terjatve iz naslova danih posojil naprej. Regulativa omogoča, da tako prenesejo svoje kreditno tveganje na institucije SIV. Večkrat se vmes pojavijo še podjetja, ki posojila "prepakirajo" v CDO. Na ta način so imele poslovne banke v ZDA v zadnjem desetletju dovolj potenciala za nove kredite, za kreditiranje LBO⁵⁵, odkupe lastnih delnic podjetij in preostalih aktivnosti M&A⁵⁶. To je v zadnjih letih seveda dodatno poganjalo delniške trge navzgor. SIV so se financirali z izdajo kratkoročnih komercialnih papirjev ABCP⁵⁷, kar je predstavljalo njihov poglavitni vir financiranja.

Ob nastopu negotovih razmer, so investitorji namesto SIV začeli preferirati državni dolg, trg ABCP pa se je krčil. SIV zato ob zapadlosti niso mogli poplačati kupcev svojega dolga, nekateri SIV pa so se zaradi pritiska upnikov odločili za t.i. "fire sale" razprodajo svojih naložb po zelo nizki ceni. Hkrati s tem se je izkazalo, da so bili finančni trgi zelo nelikvidni, saj gre za komplicirane instrumente, ki jih je težko vrednotiti. Nekaterim SIV so na pomoč priskočile banke matere v obliki kreditnih linij. Nekateri so vzeli sredstva nazaj v svoje bančne bilance (v zadnjem času HSBC in Citygroup). Cena CDO se je zaradi nižjih ratingov, kot tudi zaradi večje ponudbe, znižala. Izkazalo se je tudi, da so bili kupci teh vrednostnih papirjev banke in skladi z vsega sveta. To je bil tudi vzrok, da se je hipotekarna kriza iz ZDA razširila na cel svet. Banke po svetu so k nakupu pritegnili obljubljeni višji donosi teh papirjev. Višja tveganja so banke spregledale, zavedlo pa jih je tudi dejstvo, da so bile ocene bonitetnih agencij ugodne. Na koncu se je izkazalo, da so bile te ocene napačne.

Odpisovanje sredstev zaradi izgub in prelaganje posojil nazaj v bilance seveda nižata kapitalsko ustreznost bank. Zato se banke, ki so utrpele največje izgube, danes dokapitalizirajo. Vzrok za vse

⁵⁵ Prevzem z vzvodom (Leveraged Buyout).

⁵⁶ Prevzemi in združitve (Mergers and Acquisitions).

⁵⁷ Komercialni vrednostni papirji zavarovani s premoženjem (Asset Backed Commercial Papers). Od leta 2003 je bil obseg trga ABCP v povprečju 650 mrd USD, avgusta 2007 je bil dosežen vrhunec pri 1.200 mrd USD, nato je sledilo zmanjševanje na 791 mrd v začetku leta 2008.

svetovno finančno krizo torej ni le v neurejenem trgu hipotekarnih posojil v ZDA, temveč tudi v neustreznem nadzoru poslovanja komercialnih bank drugje po svetu, tudi v Evro območju. Zanimivo pri tem je, da so razvitejši finančni trgi, med katere spada tudi Evro območje, kljub pregovorni večji urejenosti, prevzeli večja tveganja in so zato posledično bolj prizadeti.

Največji kupci dolga, ki so ga izdajali SIV, so bili vzajemni skladi denarnega trga, ki za investitorje načeloma predstavljajo precej varno naložbo, primerljivo z bančnim depozitom. Obstaja velika verjetnost, da skladi ne bodo dobili denarja nazaj, saj se SIV ne morejo na novo zadolžiti. Na denarnem trgu so bile že avgusta 2007, predvsem pa pred koncem tega leta, prisotne močno povišane obrestne mere. Nezaupanje v SIV in njihovo povečano povpraševanje po kreditnih linijah, sta bila med poglavitnimi vzroki povpraševanja po likvidnosti. Zaupanje naj bi se povrnilo po objavi končnih bilanc poslovanja za leto 2007, ko bodo dokončno jasne izgube iz naslova vlaganja v vrednostne papirje, zavarovane z drugorazrednimi hipotekami. Premije za finančna tveganja so se zelo povišale. Na valutnih trgih smo bili priča padanju vrednosti dolarja. Zapiranje pozicij iz t.i. "carry" trgovanja je okrepilo jen in oslabilo nekatere običajno visoko donosne valute (AUD, NZD), donosi državnih vrednostnih papirjev pa so se leta 2007 močno znižali.

Nenaklonjenost tveganju je bolj obogatila investitorje v ameriške državne obveznice (9,1 % indeks Merrill Lynch) kot tiste, ki so vlagali v ameriške delnice (S&P 500 je prinesel 6,4 %). Donos 10-letne ameriške obveznice je bil leta 2007 najvišje pri 5,32 %, nato je padel vse do 3,85 %. Donosi 10-letnega Bunda so med 7. julijem in 21. avgustom 2007 padli s 4,67 % vse do 4,23 %. Stroški zavarovanja evropskega dolga, ki jih merijo indeksi ITRAXX, so dosegli vrtooglave vrednosti, cena zavarovanja dolga proti stečaju pa se je močno povišala.

Vendar tudi državni dolg ni enak. V Evropi investitorji najbolj cenijo nemške državne obveznice. Razkorak v donosih do italijanske državne obveznice je konec leta 2007 zrasel vse do 40 bazičnih točk, kar je največ od septembra leta 2001. Podobno se je dogajalo tudi portugalskim in grškim obveznicam. BIS⁵⁸ je poročala, da se je v svetu v tretjem kvartalu leta 2007 zmanjšala izdaja obveznic in vrednostnih papirjev denarnega trga za 66 % glede na predhodni kvartal. V rekordnem drugem kvartalu je bila prodaja 1.100 mrd USD, v tretjem pa le še 396 mrd. Finančni trgi so bili v procesu ponovnega ovrednotenja tveganja. Denar najbrž kar nekaj časa ne bo več tako poceni, kot je bil v zadnjih cvetočih letih, realni pribitki obrestne mere pa bodo višji.

Tukaj se že pojavlja nov in sicer politični problem, saj v zahodne banke prihajajo azijski državni skladi (Singapur, Kitajska). Iz vsake krize se tudi regulatorji, to je centralne banke, nekaj naučijo in prvi ukrepi se že pripravljajo. FED je tako že predlagal novosti na področju hipotekarnega kreditiranja. Precej razprav vseskozi poteka o vlogi in sokrivdi bonitetnih agencij. ECB je v tem primeru ostala le pri močnih

⁵⁸ Banka za mednarodne poravnave s sedežem v Baslu (Bank for International Settlements).

finančnih injekcijah, ki so nedvomno zagotovile likvidnost finančnih trgov. Konkretnih ukrepov, ki bi zagotovili ustrezen nadzor nad zavarovanjem hipotekarnih posojil, kapitalsko ustreznostjo poslovnih bank in višino obresti za hipotekarna posojila, pa ECB še ni oblikovala.

7.6.2 Izvedene intervencije na denarnih trgih

Nastale situacije na nepremičninskem trgu v ZDA se zaveda tudi FED, ki je pod vodstvom Bena Bernakeeja in pokroviteljstvom samega predsednika Busha pripravil načrt, po katerem naj bi zamrznili obrestne mere hipotekarnih kreditov za naslednjih 5 let in s tem 1,2 mio ljudem pomagali obdržati kupljene domove. Kljub temu ne gre pričakovati, da bi tovrstni ukrep sam po sebi rešil nastalo krizo, bo pa pripomogel k njenemu hitrejšemu reševanju. Trg pričakuje nadaljnje nižanje ključne obrestne mere FED v letu 2008 za nadaljnjih 75 bazičnih točk. Na drugi strani se od ECB pričakuje, da v letu 2008 ne bo vztrajala na visoki ravni ključne obrestne meri in jo bo začela zniževati. Vendar lahko pričakovano znižanje obrestnih mer ogrozi inflacija, ki je v ZDA v novembru, na mesečni ravni zrasla največ v zadnjih dveh letih (+0,3 %). Tudi iz Evro območja prihajajo poročila o visoki inflaciji, ki se je na letni ravni v začetku leta 2008 povzpela na 3,7 %, kar je najvišje v zadnjih sedmih letih.

Za novo skupno akcijo so se v začetku decembra 2007 odločile tudi vse večje svetovne centralne banke (FED, ECB, Bank of Canada, Bank of England in Swiss National Bank), ki so na trg poslale novo finančno injekcijo v skupni vrednosti 100 mrd USD. S tem želijo povečati likvidnost na denarnem trgu in posledično znižati medbančne depozitne obrestne mere, ki so se zaradi nepripravljenosti bank pri posojanju denarja v začetku decembra 2007 znatno zvišale⁵⁹.

Žal ECB pri izvajanju intervencij ne sledi odločnosti FED in ostalim centralnim bankam, ki poleg močnih likvidnostnih intervencij tudi drastično znižujejo obrestne mere. Res je, da je ECB ovira predvsem visoka nehomogenost v stopnji inflacije v posameznih državah članicah Evro območja, ki po zadnjih podatkih znaša med 1,2 % na Nizozemskem in 6,9 % v Sloveniji (ECB Monthly Bulletin; 2008: 38). Vendar to ne more biti opravičilo za njeno nedejavnost na področju obrestnih mer, saj lahko ob odsotnosti ustrezne prilagoditve ključnih obrestnih mer, Evro območje še globlje zdrsne v finančno krizo, ki so jo povzročile ZDA ter tako ponovno nesorazmerno več prispeva k njeni rešitvi.

Kriza ameriških drugorazrednih hipotekarnih kreditov je pustila posledice na številnih segmentih finančnih in kapitalskih trgov. Zaupanje v ameriško gospodarstvo se počasi ohlaja. Tudi govorice o začetku recesije v letu 2008 so vse glasnejše, kar je sprožilo prodajne pritiske na delniških trgih. Volatilnost na valutnem trgu se veča, številni vlagatelji še naprej vztrajajo pri t. i. "carry" trgovanju. Če se je še v septembru 2007 zdelo, da je na medbančnem trgu likvidnost zadostna, se je to v začetku decembra močno spremenilo. Banke si med seboj niso bile pripravljene posojati denarja ročnosti čez novo leto, zato

⁵⁹ V začetku decembra 2007 so se depozitne obrestne mere za ročnosti čez novo leto povišale za več kot 60 bazičnih točk, saj so bile banke zelo nenaklonjene posojanju denarja preko novega leta.

so se depozitne obrestne mere znatno dvignile. K reševanju likvidnostnih težav so s skupno akcijo pristopile številne centralne banke. Tako je FED konec decembra 2007 organiziral anonimno avkcijo, prek katere je bančnemu sistemu za 4 tedne po obrestni meri 4,65 % posodil 20 mrd USD svežega denarja. V zavarovanje vzel med drugim tudi papirje, povezane z nepremičninami. Akciji so sledile tudi številne druge, že omenjene centralne banke. Posledice intervencije so se proti koncu leta 2007 vendarle pokazale na večji likvidnosti medbančnega trga in posledično nižjih medbančnih obrestnih merah (v nadaljevanju: LIBOR).

Kljub črnogledim napovedim nastala situacija ponuja na drugi strani tudi investicijske priložnosti. Tudi donos državnih vrednostnih papirjev (npr. zakladne menice) se zaradi povečanega povpraševanja po najbolj varnih naložbah počasi, a vztrajno znižuje. Na drugi strani je nekdanj prav tako popolnoma netvegana naložba v medbančne depozite naenkrat postala tvegana. Posledično se je znatno povišala cena izposojenega (na drugi strani plasiranega) denarja. Prav tako je močno zrasel donos komercialnih zapisov, katerih izdajatelji so še vedno prvovrstne finančne institucije. Tako lahko investitor, z ustrezno kombinacijo omenjenih instrumentov, nastalo situacijo na finančnem trgu obrne sebi v korist.

A previdnost tudi v prihodnje ni odveč, saj se razmere na trgu ob visoki volatilitnosti hitro spreminjajo. Tako velja spet oživiti modrost angleškega ekonomista J. M. Keynesa, ki je nekoč zapisal: "Market can stay irrational longer than you can stay solvent"⁶⁰.

7.6.3 Ukrepi za preprečitev bodočih kriz

Res je, da v razmeroma kratki zgodovini, EMU ter v nadaljevanju Evro območje, ECB in implementacija njene monetarne politike, niso povzročili nobene resnejše finančne krize. Nesporno je, da je vzrok za to v njenih makroekonomskih politikah, ki ne temeljijo na moralnem hazardu in na špekulativnih namenih. Kljub temu se je izkazalo, da je Evro sistem zelo ranljiv ter premalo in prepočasi odziven v finančnih krizah globalnih razsežnosti. Poleg tega ne moremo trditi, da je makroekonomija v Evro območju vodena na način, ki ne omogoča podobnih špekulacij tudi v EU. Zato je vsekakor potreben razmislek v smeri systemske rešitve, ki bo v osnovi preprečevala nastanek finančnih kriz večjih razsežnosti tudi v Evro območju. Poleg tega mora Evro sistem postati učinkovitejši pri svoji zaščiti pred vplivi finančnih kriz v drugih gospodarstvih. Nekaj predlogov v tej smeri je navedenih v nadaljevanju te točke.

7.6.3.1 Učinkovitejši nadzor poslovanja komercialnih bank

Nadzor bančnega poslovanja danes ni v pristojnosti ECB, temveč je v pristojnosti posameznih nacionalnih vlad. Nekatere NCB držav članic Evro območja ga opravljajo v različnih oblikah za potrebe

⁶⁰ Prevod: "Trg je lahko neracionalen dlje, kot lahko investitor ostane solventen."

svojih vlad. Nekatere NCB ga ne opravljajo, nekatere ga opravljajo le v delu, ki se nanaša na poslovanje komercialnih bank, nekatere opravljajo nadzor nad celotnim finančnim sistemom in poleg bank nadzirajo še trg vrednostnih papirjev, igre na srečo, plačilne sisteme, zavarovalniške institucije in ostale segmente finančnega sistema v posamezni državi. Razdrobljen sistem nadzora je podoben tudi v nekaterih drugih večjih finančnih sistemih po svetu.

Glede na trenutne dogodke lahko ugotovimo, da tak sistem nadzora ne zadošča za ustrezno koordinacijo makroekonomskih politik. Sicer moramo razumeti, da je ECB še vedno v obdobju svoje evolucije, vendar bo na tem področju morala sprejeti nekaj nujnih sistemskih ukrepov. Zaradi kompleksnosti finančnih trgov v Evro območju, ECB sama ne bo mogla izvajati nadzora. Razmišljanja tečejo v smeri, da ECB prevzame le sistemski nadzor nad izvajanjem funkcije nadzornika finančnih trgov v posameznih državah Evro območja, ki ga bi v celoti implementirale posamezne NCB.

Glede na raznolikost sistema nadzora v državah EU, bi posamezne NCB v celoti prevzele nadzor nad:

- poslovanjem komercialnih bank;
- zavarovalniškimi posli;
- trgov vrednostnih papirjev;
- plačilnim sistemom ter
- igrami na srečo.

Na ta način bi celoten finančni sistem v Evro območju postal nadziran sistemsko in v okviru enotnih standardov, kar bi zagotovila ECB kot vodilna finančna institucija v Evro območju in oblikovalka monetarne politike. Na ta način bodo določeni vsi standardi izvajanja posojilnih politik posameznih komercialnih bank in nadzor nad ustrezno likvidnostjo denarnih trgov. S tem bo bistveno zmanjšana možnost špekulacij in moralnega hazarda na katerem koli segmentu finančnega sistema. Glede na podatke, ki jih bo ECB zbirala in obdelovala, bo finančne krize drugod po svetu lažje predvidevati. Če bo do njih prišlo, bo lahko odzivnost ECB hitrejša in učinkovitejša. Vse to bo zaščitilo tako evropske potrošnike, kot tudi evropska podjetja in tako dodatno prispevalo k gospodarski učinkovitosti Evro območja in uresničevanju t.i. Lizbonske strategije.

7.6.3.2 Standardi zavarovanja hipotekarnih kreditov

Hipotekarna posojila komitenti običajno najemajo za nakupe nepremičnin. Pri tem za zavarovanje odplačevanja posojila zastavijo svoje bodoče premoženje, ki ga kupujejo, ali pa že obstoječe premoženje. Načelno je potrebno zavarovati celotno hipotekarno posojilo z nepremičnino v enaki ali višji vrednosti.

To je sicer le načelo. Pri zavarovanju hipotekarnih posojil namreč ne obstajajo pisana pravila, ki bi zagotovila ustrezno zavarovanje. Problem postane še posebej pereč, če se vrednost nepremičnine, ki je

zastavljena za zavarovanje hipotekarnega posojila, s časom odplačevanja posojila zmanjšuje. Kot smo videli v uvodu te točke, je bil to, v povezavi z vedno višjimi obrestmi, tudi osnovni vzrok globalne finančne krize v letu 2007. Posamezne komercialne banke so namreč v želji po zaslužkih zavestno sprejemale tudi neustrezna zavarovanja za izdana hipotekarna posojila ter s tem prevzemala tudi višja tveganja. V normalnih pogojih poslovanja ter v normalnem obsegu hipotekarnih posojil, se ta tveganja sicer uravnajo z višjimi obrestnimi merami. Vendar je globalni zlom trga hipotekarnih posojil še dodatno dvignil obresti in povzročil nezmožnost odplačevanja posojil širokemu krogu ameriškega prebivalstva in podjetij. Sledila je globalna verižna reakcija, v okviru katere le likvidnostne injekcije centralnih bank niso zadostovale.

Za nadzor nad ustreznimi zavarovanji hipotekarnih posojil, bi morala ECB za preprečevanje moralnega hazarda ter visokih tveganj in potencialnih izgub na tem področju, določiti natančne standarde vrednotenja premoženja, ki se zastavlja za zavarovanje hipotekarnih posojil. Skozi predlagano vzpostavitev sistema nadzora poslovanja bank in hranilnic, bi ECB preko posameznih NCB imela ustrezen nadzor nad spoštovanjem pravil. Ti standardi bi se morali natančno refleksirati tudi v ostalih segmentih monetarne politike, saj bi lahko bila obrestna mera s primernim zavarovanjem hipotekarnega posojila nižja.

Z vzpostavitvijo standardov na področju zavarovanja hipotekarnih kreditov, ki predstavljajo poglavitni del vseh posojil in največji del financiranja gospodarstva, bi se vsekakor izognili finančnim krizam v Evro območju. Le to bi postalo bolj zaščiteno tudi v primeru kriz na drugih denarnih trgih.

7.6.3.3 Skrb za ustrezno likvidnost denarnih trgov

Za reševanje bank in kreditnih institucij v času ameriške hipotekarne krize, so centralne banke po svetu od julija 2007 do februarja 2008 poslale na trg preko 700 mrd EUR svežega denarja. S tem so poskušale zagotoviti likvidnost denarnih trgov, ki so bili prizadeti zaradi nezmožnosti odplačevanja hipotekarnih kreditov, ki so jih najeli posamezniki ali podjetja.

Dejstvo je, da je zagotavljanje ustrezne likvidnosti denarnih trgov, skozi operacije glavnega refinanciranja, ena izmed glavnih aktivnosti pri implementaciji monetarne politike vsake centralne banke. Zaradi težnje po plemenitenu kapitala, centralne banke skrbijo, da je likvidnost finančnih trgov vedno omejena. Pri tem likvidnost oz. ponudbo denarja na trgu kombinirajo z višino ključnih obrestnih mer. V normalnih razmerah velja pravilo, da višja, ko je stopnja ključne obrestne mere, večja je lahko tudi ponudba denarja na finančnih trgih in s tem njihova likvidnost ter obratno.

V primeru zadnjih globalnih pretresov na finančnih trgih se je zgodila nenormalna situacija, ko je večina centralnih bank kljub zmanjšani likvidnosti na finančnih trgih, vztrajala pri visokih stopnjah ključnih obrestnih mer. Da bi bile razmere še bolj nenormalne, je bila v posameznih gospodarstvih

prisotna tudi višja stopnja inflacije, ki je ključne obrestne mere in s tem obresti na posojila vseh vrst še dodatno potiskala navzgor. Nenormalnim razmeram se je delno izognila le Japonska, kjer je njihova centralna banka, ob sorazmerno nizki stopnji inflacije v japonskem gospodarstvu, pravočasno pričela z zniževanjem ključne obrestne mere. Evforičnih reakcij prebivalstva in podjetij, ki smo jim bili priča drugod, zato ni bilo. Likvidnostne injekcije centralne banke so bile omejene in zgolj posledica enakih ukrepov centralnih bank drugje po svetu. Že sedaj analitiki ugotavljajo, da Japonska ne bo plačala davka glede posledic ameriške hipotekarne krize. Nasprotno bo ta davek v Evro območju, zaradi neustrezne odzivnosti ECB, visok.

Zagotavljanje likvidnosti s strani centralnih bank je bil zato le edini možni izhod v skrajni sili, ki je preprečil propad velikih bančnih sistemov. Primer Japonske nam kaže, kako bi se lahko tudi Evro območje izognilo tem pretresom. Tudi v tem primeru, glede odločnejšega znižanja ključnih obrestnih mer, obstaja težava Evro območja zaradi velike nehomogenosti v stopnji inflacije v posameznih državah članicah. Zato bo morala ECB izoblikovati sistem sledenja podatkov na hipotekarnih trgih, ki bodo podlaga za sprotno in aktivno uravnavanje likvidnosti na njih. Predvsem mora biti likvidnost vedno nekoliko nad potrebami finančnih trgov in v sozvočju s stopnjo inflacije. Skrb ECB mora biti torej usmerjena v pravočasno zaznavanje anomalij na finančnih trgih in takojšnje ukrepanje, z ustreznim oblikovanjem in implementacijo monetarne politike, v delu, ki se nanaša na operacije glavnega refinanciranja za zagotavljanje likvidnosti bank in posojilnic in določanje ključnih obrestnih mer. Aktivnosti ECB "post festum", kot jih je vodila v letu 2007, bi bile zato nepotrebne. Hkrati tovrstne aktivnosti ne pristojijo ustanovi in sistemu, ki je "varuh" evra, kot najmočnejše svetovne valute.

7.6.3.4 Nižje in uravnotežene obresti na posojila

V primeru izvedbe predlaganih sprememb v predhodnih točkah, bodo nižje in uravnotežene obresti na posojila same po sebi postale rezultat ustrezne implementacije monetarne politike in ne njeno sredstvo. Z ustreznim ter celovitim nadzorom finančnega sistema in denarnih trgov bi omogočili izvajanje ustreznih pravil zavarovanja hipotekarnih posojil. Prav tako bi omogočili pridobivanje natančnejših informacij glede potreb finančnega sistema po likvidnosti. Z ustrežno likvidnostjo, ki se zagotavlja z operacijami glavnega refinanciranja, bi se finančni sistem, komercialne banke in kreditne institucije avtomatsko odzvale z nižjimi stopnjami obresti na posojila. Tveganja iz naslova hipotekarnih posojil bi se namreč zmanjšala, prostor moralnega hazardiranja bi se močno zožil, prav tako pa bi celovite informacije ECB omogočile pravočasno ukrepanje in odpravo nenormalnosti, ki bi se pojavile na finančnih trgih zunaj Evro območja.

Seveda je implementacija predlaganih sprememb za obvladovanje in preprečevanje finančnih kriz ena izmed najtežjih nalog, ki čakajo ECB. Pohvalno je, da je ECB v svojem kratkem obstoju uspešno uveljavila novo svetovno valuto. Pri tem je potrebno vedeti, da se uspešnost določene valute pokaže

predvsem v nenormalnih razmerah in anomalijah finančnih trgov. Pri obvladovanju teh težav v letu 2007 ECB ni bila uspešna, njena odzivnost pa je bila prepočasna in slabo učinkovita. Zato so predlagani ukrepi in spremembe v politiki ECB pri obvladovanju in nadzoru finančnih trgov vsekakor na mestu. Stopnja razvoja ekonometrije je danes na stopnji, ki vsekakor lahko zagotavlja uspešno implementacijo teh sprememb.

8 INTERPRETACIJA RAZISKAVE S PREDLOGI SPREMEMB

Hudi pretresi na svetovnih finančnih trgih v zadnjih dveh letih so pokazali na krhkost in hkrati veliko globalno povezanost finančnih sistemov v vseh njihovih segmentih. Kriza se je dotaknila delniških trgov in trgov hipotekarnih posojil. Cene surovin nenormalno rastejo, inflacija in stopnja brezposelnosti prav tako, velikim gospodarskim sistemom grozi recesija. Navedene razmere terjajo hitro in učinkovito intervencijo nosilcev finančnih sistemov v posameznih gospodarstvih, to je predvsem intervencijo posameznih NCB.

Izvor trenutnih, globalnih finančnih anomalij kaže po eni strani na neprimerno implementacijo monetarne politike centralnih bank v gospodarstvih, kjer se je kriza začela. Ekonomski analitiki pri teh ocenah s prstom kažejo predvsem na ZDA. Po drugi strani, stopnja prizadetosti posameznih svetovnih gospodarskih sistemov, kaže na neustrezno in neučinkovito odzivnost posameznih NCB na že eksponirane nenormalnosti na finančnih trgih tistih gospodarskih sistemov, ki kljub že kar nekaj časa trajajoči krizi, nikakor ne najdejo poti iz nje. Nekatere države bodo, zaradi učinkovitosti njihovega prilagajanja na nastalo situacijo, plačale sorazmerno majhen davek. Med te države sodi, po zaslugi učinkovitosti njihove NCB, zagotovo Japonska. Diametralna situacija se kaže v gospodarstvu Evro območja in tudi v celotni EU, kjer se vsi kazalniki vitalnosti gospodarstva gibljejo v napačno smer.

Ker je za nastalo situacijo v Evro območju vsekakor v večjem delu odgovorna evropska monetarna institucija, to je ECB, smo v uvodu pričujočega magistrskega dela opredelili raziskovalno hipotezo, ki predvideva bistvene spremembe v oblikovanju in implementaciji njene monetarne politike. V uvodu zastavljeni cilj magistrskega dela, je bil torej s pomočjo sekvenčne evalvacije posameznih ekonomskih kazalcev ter preko odgovorov na posamezna podvprašanja raziskave, odgovoriti na temeljno vprašanje kvalitativnega dela raziskave. To vprašanje je, ali sta obstoječe oblikovanje in implementacija monetarne politike ECB, v sedanjih razmerah na finančnih trgih, sploh še ustrezna? Namen magistrskega dela je bil torej na podlagi strokovno utemeljenih izsledkov raziskave določiti mejo, do katere mora monetarna politika ECB postati javna politika ter izdelati akademsko zasnovana priporočila za nujno potrebne spremembe v oblikovanju in implementaciji monetarne politike ECB.

8.1 Teoretski del magistrskega dela

Magistrsko delo sestoji iz dveh delov. V prvem, teoretskem delu, smo po uvodu v drugem poglavju poskušali orisati zgodovino centralnega bančništva. Ta se je začela leta 1694 v takratnem angleškem kraljestvu z ustanovitvijo prve institucije s centralno bančnimi funkcijami, to je Bank of England. V celotni zgodovini centralnega bančništva se je delovanje centralnih bank veskozi spreminjalo. Od navadnih poslovnih bank do centralnih bank današnjega tipa je prišlo postopoma, s postopnim umikanjem centralne banke na področje vodenja monetarne politike in nadzora nad celotnim finančnim sistemom.

Danes je osnovna naloga centralnih bank zagotavljati stabilnost finančnih sistemov in izvajanje vloge posojilodajalca v skrajni sili, ki so jo centralne banke sprejele dokaj pozno in po več polomih finančnih sistemov. Odnos med centralno banko in vlado, centralno banko in ostalimi poslovnimi bankami, v zadnjem času tudi odnos med centralno banko in najrazličnejšimi javno političnimi igralci ter nenazadnje oblikovanje različnih idej znotraj ekonomske stroke, zagotavljajo na eni strani konstantno preverjanje potrebnosti centralne banke, na drugi strani pa njen neprestan razvoj, tako v ciljih kot v instrumentih njene monetarne politike. Avtonomnost pri vodenju monetarne politike centralne banke postaja vedno bolj relativna, delovanje centralnih bank ostaja vpeto med ekonomsko teorijo ter družbene in politične potrebe.

V tretjem poglavju smo opisali nastanek in razvoj ECB, ki je nastajala in se razvijala hkrati z razvojem EU. Zamisli o njeni ustanovitvi so namreč stare toliko kot sama EU. Nastanek ECB je zgolj posledica oz. nadgradnja gospodarskega združevanja evropskih držav. Učinkovito gospodarsko unijo si je namreč nemogoče predstavljati brez enotne monetarne politike, ki jo lahko učinkovito vodi le enotna centralna banka. Nastanek ECB je potekal v nasprotni smeri, kot so se sicer ustanovljale centralne banke v preteklosti. ECB je namreč nastala hkrati z odpovedjo pravicam vodenja lastne monetarne politike, takrat uveljavljenih centralnih bank v močnih nacionalnih gospodarstvih in z uveljavljenimi lastnimi valutami. To je brez dvoma precedens v svetovni monetarni zgodovini ter zgled odpovedovanja in poguma, ki ga je bila zmožna le gospodarsko, moralno in fizično izčrpana Evropa po drugi svetovni vojni. Ta je takrat iskala načine, kako preprečiti ponovno svetovno morijo, ki bi ob njeni ponovitvi z Zemlje zagotovo izbrisala človeštvo. Edini način je bil nadzor, najprej nad proizvodnjo jekla in premoga, v nadaljevanju pa je ob hkratnih ekonomskih prednostih, ki jih je povezovanje izkazalo, le to privedlo do oblikovanja enotne monetarne politike.

Četrto poglavje magistrskega dela vsebuje opis organiziranosti ECB in njenih funkcij. Natančno je opisan Evrosistem kot celota, njegove osnovne in ostale naloge, zadolžitve in odgovornosti ter njihova razmejitve med NCB držav članic Evro območja in ECB. Ker se nekatere članice EU, kljub izpolnjevanju konvergenčnih kriterijev niso odločile za prevzem evra, delujeta vzporedno ESCB, v katerem se vodi več različnih monetarnih politik ter Evrosistem, v katerem poleg enotne monetarne politike, ki jo vodi ECB, posamezne vlade držav članic vodijo samostojne fiskalne politike. Ker so politični cilji v posameznih državah različni, se postavlja vprašanje, v kakšni meri je monetarna politika ECB usklajena s političnimi cilji in posledično s fiskalnimi politikami, ki jih aktualne oblasti v posameznih državah članicah vodijo. Osnovni ekonomski kazalci Evro območja so z vstopom novih držav postali močno različni, zato o homogenosti Evro območja danes ne moremo govoriti. Težave zaradi neusklajenosti monetarne politike ECB in fiskalnih politik posameznih držav članic Evro območja, ki so v zadnjih letih vse bolj očitne, so tudi posledica statutarne odločitve ECB, da je edini cilj njenega delovanja stabilnost cen, ki ga posebej tako imenovani "nemški model centralnega bančništva". Tak je bil ob ustanovitvi ESCB predlog Delorsove komisije. Za neodvisnost ECB so se ustanovitelji odločili predvsem, ker lahko le centralna

banka, ki je popolnoma neodvisna od državnih tvorb, bolje zagotavlja doseganje svojega primarnega cilja, to je stabilnosti cen. To izhaja predvsem iz dejstev, da neodvisna centralna banka deluje bolj objektivno in ima bolj dolgoročno naravnano politiko kot bolj administrativno obarvane institucije, ki navsezadnje skrbijo predvsem za politični ugled. Priznati moramo, da je bila prav izbira nemškega modela za v celoti neodvisno ECB nedvomno edina ustrezna izbira v času uveljavljanja nove valute.

V zadnjem, petem poglavju teoretskega dela magistrskega dela, smo opisali posamezne instrumente monetarne politike ECB. Primarni cilj ECB je ohranjanje stabilnosti cen na srednji rok. ECB lahko s svojo monetarno politiko vpliva predvsem na raven cen, zato je stabilnost cen v skladu s Statutom ESCB in ECB njen edini naravni cilj. Ob upoštevanju nevtralnosti denarja na dolgi rok in visokih stroškov inflacije, je tako ohranjanje stabilnosti cen na dolgi rok edina pot do večje ekonomske blaginje, potencialne gospodarske rasti in visoke stopnje zaposlenosti. Evrosistem ima na razpolago tri glavne instrumente za vodenje monetarne politike, in sicer: operacije na odprtem trgu, odprte ponudbe bankam in zahtevane minimalne rezerve poslovnih bank. Obe odprti možnosti stabilizirata tržno obrestno mero EONIA, saj mejna posojilna obrestna mera določa dno razpona obrestnih mer, depozitna obrestna mera pa določa vrh razpona obrestnih mer. Med njima je obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja, ki ji pravimo tudi ključna obrestna mera. ECB s ključnimi obrestnimi merami določa pogoje poslovanja kreditnih institucij in bank in s tem odločno vpliva na ceno denarja ter delovanje gospodarstva. Z zahtevanimi rezervami v obdobju vzdrževanja rezerv si banke razporedijo likvidnostne šoke v določenem času. Upravljanje likvidnosti ECB je sestavljeno iz ugotavljanja likvidnostnih potreb bančnega sistema in iz ponudbe oz. absorpcije likvidnosti skozi operacije na odprtem trgu. Z likvidnostnim upravljanjem je uspela ECB ohraniti kratkoročne tržne obrestne mere denarnega trga blizu obrestnim meram za operacije glavnega refinanciranja. Politika deviznega tečaja se pogosto obravnava kot politika, ki je neodvisna od monetarne politike. Če zaradi monetarne politike nastaja plačilno bilančno neravnovesje, mora biti centralna banka sposobna nevtralizirati njegove posledice, saj bi v nasprotnem primeru to neravnovesje na dolgi rok vplivalo tudi na višino deviznega tečaja. S tem monetarna politika vpliva na politiko deviznega tečaja in zato posledično ne moremo govoriti o dveh samostojnih ekonomskih politikah.

8.2 Empirični del magistrskega dela

Ne glede na pregovorno in v Statutu ESCB in ECB opredeljeno neodvisnost krovne evropske monetarne institucije, je oblikovanje in implementacija njene monetarne politike vedno bolj vpeta v evropski javno politični prostor. Zgodovina nas uči, da so bila med stališči različnih javno političnih igralcev in stališči centralnih bank vedno neskladja. Aktualne vladajoče politike so v preteklosti vedno poskušale vplivati na delovanje centralnih bank, tem vplivom pa se nočejo odreči tudi danes. Hkrati se danes na izredno zanimiv način kažejo nove pojavne oblike vladanja, ki se pojavljajo skladno z razvojem EU. Kažejo se v pestrosti javno političnih igralcev, skupnosti in omrežij, ki želijo v zadnjem času vplivati na delovanje ECB. Do ustanovitve ECB so namreč osnovno poslanstvo makroekonomije v posameznih

državah članicah EU, to je ohranjanje stabilnosti cen, vodile posamezne NCB, ki so kljub načelni samostojnosti po večini z določenim zamikom sledile potrebam aktualne politike. Z ustanovitvijo ECB se je ta naloga prenesla na mnogo širši politični prostor. S tem so se odprle široke možnosti vpliva na njeno politiko tudi drugim javno političnim igralcem in skupnostim, ki dotlej teh možnosti zaradi svoje šibkosti v okvirih posameznih nacionalnih držav niso imele. Tako je po mnenju mnogih ekonomskih in politoloških teoretikov ECB pomemben precedenčni primer sposobnosti omrežnih pristopov, za pojasnitev njihovega vpliva na njeno monetarno politiko glede njenega oblikovanja politike višine ključne obrestne mere ter tudi ostalih instrumentov monetarne politike (ponudbe denarja, deviznih tečajev, cene kapitala, itd.), ki vplivajo na kakovost življenja različnih družbenih skupin in socialnih slojev znotraj EU.

V drugem, empiričnem delu magistrskega dela, smo zato v šestem poglavju poskušali opredeliti vlogo oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB z vidika javnih politik, ki z organiziranimi omrežji in igralci vse odločneje vplivajo na njeno delovanje. Pri tem se ne postavlja vprašanje možnosti vplivanja na delovanje ECB s strani posameznih vlad članic Evro območja, temveč predvsem s strani organiziranih nadsocijalnih javno političnih skupnosti in omrežij, ki so v zadnjem času v EU vse močnejša. To so predvsem okoljska in socialna gibanja, mladi brezposelni, vodilni akterji znanosti in tehnologije, organizirani v tehnološke inkubatorje, t.i. novi ekonomisti, vedno večji krog upokojencev, tudi vlade posameznih držav članic Evro območja ter še veliko drugih. Značilno zanje je, da so iz sorazmerno šibkih struktur, v procesu združevanja EU, prerasli v dobro organizirane javno politične igralce, z dobro organiziranimi javno političnimi omrežji na nadsocijalni ravni.

Javno politični igralci, skupnosti in omrežja so strateško vse bolj umeščene v spreminjajoči se ureditvi EU in s tem tudi v odnosu do ECB. Mnogi akterji v skupnostih se ne le zavedajo tega položaja, ampak si mrzlično, na proaktiven in podjetniški način, prizadevajo za nadaljnji razvoj in institucionaliziranost teh omrežnih povezav. Ko bodo slednje vse večkrat uporabljene in vse bolj ukoreninjene, se bo njihova dejavnost vse bolj institucionalizirala, kar se na mnogih področjih, predvsem socialnem in okoljskem kaže že danes.

Primer ECB torej kaže na izgubo moči zakoreninjene politične skupnosti, ki postaja vse bolj odprta javnim politikam. Pri tem se kaže potreba po določenih spremembah v načinu njenega delovanja. Nemški model centralnega bančništva, ki zagotavlja popolno neodvisnost centralne banke in zasleduje le stopnjo inflacije kot edini cilj uspešnosti svoje monetarne politike, ki ga je ECB prevzela ob svoji ustanovitvi, se je pri uveljavitvi nove valute izkazal za uspešnega. Vedno večje težave oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB v zadnjem času, ki se kažejo v slabšanju makroekonomskih kazalcev v Evro območju in neodzivnosti na finančne krize, narekujejo spremembo tega modela delovanja v angleško-francoski model. Ta model zasleduje predvsem več ciljev, torej stabilnost cen, visoko zaposlenost, finančno stabilnost, stabilnost gospodarskih ciklov,

gospodarsko rast, itd., poleg tega pa je sorazmerno bolj odprt vplivom različnih javno političnih skupnosti, omrežij in igralcev.

S tega vidika smo v sedmem poglavju magistrskega dela, s kritično evalvacijo monetarne politike ECB, opozorili na njene kritične slabosti, opredelili vzroke zanje ter predlagali spremembe. Ker je del teh sprememb pogojen s spremembami Statuta ESCB in ECB, lahko predlagane spremembe v oblikovanju in implementaciji monetarne politike ECB ločimo na statutarne spremembe in spremembe v monetarni politiki ECB. Predloge sprememb si pogledjmo v nadaljevanju te točke.

8.2.1 Predlogi statutarne spremembe

Določen del oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB je določen s Statutom ESCB in ECB. Lizbonska pogodba, ki jo mnogi imenujejo nova evropska ustava in je v tem trenutku v procesu ratifikacije v državah članicah EU, v vodenju monetarne politike ECB ne predvideva bistvenih sprememb. Te so možne le v spremembi njene ustanovne listine. Predlogi teh sprememb sledijo v nadaljevanju te točke.

8.2.1.1 Redefinicija klubskih dobrin v EU

Dejstvo je, da je EU v zadnjem času doživela mnogo sprememb, ki so v prvi vrsti posledica širitve EU in Evro območja, kot tudi posledica zunanjih vplivov. Zato se v okviru sistema koordinacije ekonomskih politik v EU postavlja mnogo vprašanj. Glede na gospodarsko, kulturno, zgodovinsko in ostale raznolikosti članic EU, ki je postala izrazita po širitvi v letu 2004, po mnenju mnogih veliko klubskih dobrin, ki so za večino prebivalcev in držav članic EU pomembne, ni zajeto v sistem koordinacije ekonomskih politik. Večina manj razvitih članic si namreč želi enakomernejši in trajnejši razvoj EU na področju znanosti in tehnologije, prometa, kmetijstva, izobraževanja, informacijskih tehnologij, itd., kar je danes premalo poudarjeno v strukturnih in kohezijskih politikah. Obseg sredstev, ki jih zagotavlja EU za premoščanje regionalnih in razvojnih razlik, je premajhen. Posledično so rezultati delovanja EU premalo vidni in občutni pri vsakem konkretnem prebivalcu EU, preveč pa je vprašanj o tem, kaj nam EU sploh pomeni. Z več vloženi in pošteno razporejenimi sredstvi in strukturnih in kohezijskih skladov v konkretne projekte, bi se dvom o tem med prebivalci EU zagotovo pričel hitro zmanjševati.

Že danes torej v EU obstajajo razmišljanja in zahteve po ustrezni redefiniciji klubskih dobrin v EU, širitvi skupnih ekonomskih politik ter sistemski spremembi njihovega vodenja in koordinacije. Te težnje so usmerjene predvsem k večji centralizaciji ekonomskih politik, kar je z vidika ekonomske teorije upravičeno. Poleg tega so taka razmišljanja upravičena tako z javno političnega vidika, kot tudi z vidika zagotavljanja klubskih dobrin.

V praksi to pomeni spremembe v ustanovni listini EU, ki bodo vplivale na slabenje vpliva posameznih nacionalnih držav v EU ter krepile vloge Evropskega parlamenta in Evropske komisije. S statutarnimi spremembami bo morala ECB opredeliti in posledično slediti več makro ekonomskim kazalcem in ne samo nizki stopnji inflacije. Pospešena regionalizacija držav članic EU, ki bi vključevala tudi povezovanje posameznih sosednjih regij med državami, bi le še pospešila ekonomsko učinkovitost delovanja EU in s tem povečala koristi njenih posameznikov.

Le na ta način bo EU lahko postala ekonomsko učinkovita in tako nadaljevala svojo uspešno pot. Tako bi tudi postala odprta za enakopravno zagotavljanje potreb nacionalnih držav, posameznih socialnih skupin in posameznih regij s klubskimi dobrinami. Obenem bi postala odprta tudi za najrazličnejše javno političnim igralce, ki so danes na nivoju EU že dobro organizirani.

8.2.1.2 Vzpostavitev učinkovitejše koordinacije makroekonomskih politik v EU

Probleme koordinacije makroekonomskih politik v EU z vidika teorije klubskih dobrin, je prvenstveno potrebno obravnavati z vidika njihove koordinacije v EMU, saj je potreba po koordinaciji makroekonomskih politik v EMU, zaradi učinkov prelivanja in izključljivih klubskih dobrin, večja kot v integraciji držav, ki nima skupne valute. EMU je prva ekonomska integracija držav s skupno valuto in skupno denarno politiko ter istočasno z večino drugih ekonomskih politik v pristojnosti nacionalnih oblasti. Po osmih letih njenega delovanja je zato razumljivo, da sistemi in procesi koordinacije makroekonomskih in ekonomskih politik niso vedno ustrezno oblikovani in se še razvijajo ter prilagajajo spremenjenim razmeram. Analiza sistema koordinacije makroekonomskih politik v EMU v magistrskem delu je pokazala, da je njegova institucionalna in vsebinska ureditev le delno usklajena z zahtevami, ki jih pred delovanje EMU postavlja ekonomska teorija, zlasti teorija klubskih dobrin. Pri tem ne gre le za pomanjkljivosti Pakta stabilnosti in rasti, ki je zlasti v zadnjem času, zaradi svojega neučinkovitega delovanja, upravičeno pod drobnogledom Evropske komisije. Problem koordinacije makroekonomskih politik v EMU je širši in zajema tudi področja denarne politike, interakcije med denarno in fiskalno politiko ter umestitve sistema koordinacije makroekonomskih politik v EMU v širši okvir koordinacije ekonomskih politik v EU.

Predlogi za učinkovitejšo koordinacijo makroekonomskih politik v EMU in njihovo umestitev v širši okvir koordinacije ekonomskih politik v EU, so navedeni v nadaljevanju. Ti naj bi omogočili čim bolj celovito in konsistentno odpravo večine identificiranih pomanjkljivosti, skladno z ugotovitvami teorije klubskih dobrin in upoštevanjem ekonomske analize pri postavljanju različnih pravil. Pri tem je seveda potrebno v največji meri upoštevati tudi omejitve realnih politično ekonomskih razmer v EU. Zato se predlagane rešitve pogosto odmikajo od normativno najustreznějšíh kombinacij in so po svoji vsebini druge ali celo tretje najboljše. Rdeča nit predlaganih rešitev je predvsem večje upoštevanje pravil, ki so nujna za učinkovito delovanje kluba ter večje upoštevanje ugotovitev ekonomske analize pri oblikovanju

mehanizmov koordinacije makroekonomskih politik v EMU. Ker se s krepitvijo integracije krepijo težnje po centralizaciji, ki se pogosto uvaja tudi tam, kjer zahteve za to niso utemeljene, so predstavljene rešitve s tega vidika skušale slediti ohranjanju principa subsidiarnosti.

Konkretno to pomeni:

- 1. Na področju skupne denarne politike ponovni razmislek o ustrezni višini in razponu inflacijskega cilja in uveljavitvi ciljnega sledenja več makroekonomskim kazalcem, kot so BDP, stopnja zaposlenosti, stopnja rasti izvoza, stanje plačilne bilance, itd..*
- 2. Na področju koordinacije fiskalnih politik večji poudarek na višini javnega dolga in dolgoročni vzdržnosti javnih financ v procesu fiskalnega nadzora, vključno s spremembo uniformnih meja dovoljene višine primanjkljaja in dolga, ki bi bolj upoštevale dejanske gospodarske razmere v posameznih državah; povečanje preglednosti javnih financ z izboljšanjem kakovosti statističnih podatkov in neodvisno oceno javnofinančnega položaja; spremembe v delitvi pristojnosti pri sprejemanju odločitev za uvedbo postopka presežnega primanjkljaja v smeri krepitve vloge Evropske komisije in zagotavljanja večje objektivnosti.*
- 3. Na področju koordinacije denarne in fiskalne politike krepitev vloge Evrosistema kot koordinacijskega telesa znotraj EMU za oblikovanje kombinacije makroekonomskih politik, kjer bi potekala tudi razprava o agregatnem fiskalnem položaju, ki je v sedanjem sistemu koordinacije makroekonomskih politik močno zapostavljen; krepitev vloge makroekonomskih politik pri spodbujanju gospodarske rasti ob ohranjanju njihove vloge pri zagotavljanju stabilnosti.*
- 4. Na področju širšega okvira ekonomskih politik v EU vsebinsko nadgradnjo Širokih smernic ekonomskih politik, ki jih izvaja Evropska komisija in boljša umeščenost mehanizmov koordinacije makroekonomskih politik v EMU v širši okvir koordinacije.*

Za uresničitev vseh teh predlogov, je ključna pripravljenost držav za uresničevanje skupnih ciljev na nacionalni ravni, ki bi se brez prisile lahko okrepila že, če bodo aktivnosti na nacionalni in nadnacionalni ravni, znotraj procesov koordinacije ekonomskih politik potekale usklajeno in bo zagotovljena njihova transparentnost.

S političnega vidika se postavlja vprašanje, če je to v tem trenutku sploh izvedljivo. Predvsem velike države se namreč težko odrejajo svojim nacionalnim interesom in tudi na področju vodenja ekonomskih politik ne pristajajo na uvedbo federalizma. Premik v tej smeri je bil narejen v okviru nove Pogodbe o EU v letu 2006, ki ravno zaradi nasprotovanja velikih držav oz. starejših držav članic ni doživela svoje implementacije. To je poglobljena težava, s katero se danes srečuje EU v svoji težnji k celovitejši koordinaciji makroekonomskih in tudi ostalih politik.

8.2.1.3 Zavezanost držav članic Evro območja k spoštovanju Pakta stabilnosti in rasti

Monetarna politika v EMU se izvaja v okviru Evrosistema, ki je sestavni del ESCB. Z vidika koordinacije monetarnih politik v EMU je do bistvene vsebinske spremembe prišlo šele z začetkom tretje faze EMU leta 1999, ko se je pristojnost za vodenje monetarne politike prenesla z nacionalnih centralnih bank na nadnacionalno skupno centralno bančno institucijo. Koordinacija fiskalnih politik v EU poteka v okviru Pakta stabilnosti in rasti, ki ga je Evropski svet sprejel leta 1997, z namenom poglobitve ter natančnejše obrazložitve postopka presežnega primanjkljaja iz PES (člen 104). Skladno z določili Resolucije Evropskega sveta o koordinaciji ekonomskih politik poteka koordinacija fiskalnih politik po načelu subsidiarnosti.

Fiskalna pravila v EU so v osnovi enostavna. Navedena so v Maastrichtskih kriterijih in v Paktu stabilnosti in rasti ter znašajo: javnofinančni primanjkljaj največ 3 % BDP, javni dolg največ 60 % BDP. Ta enostavnost se z dodatnimi interpretacijami določil Pakta stabilnosti in rasti ter uvedbo "mehkih" fiskalnih pravil (javnofinančni položaj blizu ravnovesju ali presežek) zmanjšuje. Hkrati v osnovi zelo rigidna določila Pakta stabilnosti in rasti z dodatnimi interpretacijami, ki zmanjšujejo enostavnost fiskalnih pravil, pridobivajo na večji prožnosti. Gre zlasti za večji poudarek na srednjeročnem javnofinančnem položaju in upoštevanje strukturnih primanjkljajev. Na drugi strani je opredelitev izjem za sprožitev postopka sankcij glede presežnega javnofinančnega primanjkljaja ostala rigidna, zato Evropska komisija in Svet EU v tem okviru formalno nimata diskrecijske pravice pri implementaciji postopka.

Ocena dolgoročne vzdržnosti javnih financ je sicer obvezni sestavni del programov stabilnosti in konvergenčnih programov, vendar hkrati ne obstajajo merila, na podlagi katerih bi jo bilo možno ovrednotiti. Sedanja fiskalna pravila tudi ne preprečujejo prociklične fiskalne politike v času konjunktore, kar je prav tako v nasprotju s ciljem zagotavljanja dolgoročne javno finančne stabilnosti. Interpretacija Pakta stabilnosti in rasti je bila sicer dopolnjena s priporočili za večje upoštevanje cikličnega položaja. Zajemala naj bi opredelitev javnofinančnega položaja blizu ravnovesju ali v presežku in v večjem poudarku na strukturi javnofinančnih odhodkov ter dolgoročni vzdržnosti javnih financ. Vendar s tem neusklajenosti določil Pakta stabilnosti in rasti, s ciljem doseganja dolgoročne javnofinančne stabilnosti, niso odpravljene. Ta pravila so mehka, njihovo upoštevanje je podvrženo le presoji in priporočilom v oceni programov stabilnosti in konvergenčnih programov. Sankcije pogojno sledijo le v primeru presežene meje javnofinančnega primanjkljaja v višini 3 % BDP.

Praksa zadnjih let je pokazala, da nekatere članice EU ne spoštujejo določil Pakta stabilnosti in rasti. Z neustreznim vodenjem in strukturnim položajem fiskalnih politik zavestno povzročajo prelivanje izključljivih klubskih dobrin med posameznimi državami, s tem pa večajo svoje koristi od klubskih dobrin. Ker je lahko vodenje makro ekonomskih politik uspešno le s celovito koordinacijo monetarne in fiskalne politike, predstavlja razdrobljenost vodenja fiskalnih politik v EU veliko težavo.

Edina možna rešitev nastalega položaja je v uvedbi sistema striktnega spoštovanja fiskalnih pravil v EU, ki so natančno opredeljena v Paktu stabilnosti in rasti in morajo upoštevati tudi prociklične fiskalne politike v času konjunktura. S statutarno spremembo vloge Evropske komisije pri nadzoru nad strukturo fiskalnih politik posameznih držav članic EU, bi morala Evropska komisija in Svet EU pridobiti možnost izrabe veta na letne proračune držav članic EU, ki teh pravil ne bi spoštovale.

8.2.1.4 Statutarne spremembe ciljev delovanja ECB

ECB pri oblikovanju in implementaciji svoje monetarne politike sledi svojemu edinemu cilju, ki je opredeljen v statutu ESCB in ECB, to je stabilnosti cen. Primarni cilj monetarne politike ECB je kvantitativno opredeljen kot največ 2 - odstotna medletna rast harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v Evro območju. Drugih ciljev svojega delovanja ECB nima, zato so v zadnjem času vedno pogostejše kritike, da je cilj prenizek in je implicitno dovoljen razpon med 0 in 2 % preozek. Zgornja meja 2 %, kot povprečje držav EMU, v dinamičnih razmerah namreč implicitno pomeni, da se morajo nekatere države približevati ničelni inflaciji, le to pa lahko sproži deflacijsko spiralo, iz katere se je enako, kot iz inflacijske spirale, težko izviti.

V empiričnem delu magistrskega dela smo dokazali, da vpliv inflacije na gospodarsko rast ni zgolj negativen. Razlago pozitivnega vpliva nižjih stopenj inflacije na varčevanje in posledično gospodarsko rast, so nekateri ekonomisti utemeljili v nekaterih ekonometričnih modelih. Vendar je pozitiven učinek prisoten pri dovolj nizkih povečanjih inflacije. Če se inflacija dvigne nad določeno stopnjo, začetna predpostavka učinka ne velja več, saj se pojavi učinek napačne izbire in z rastjo inflacija vpliva na upad rasti. To pomeni, da obstaja neka optimalna stopnja inflacije, ki vzpodbuja rast najmočneje. Pod to stopnjo dvig inflacije pomeni višjo rast, medtem ko je nad njo vpliv dviga inflacije na rast negativen. Iz raziskav mnogih makro ekonomistov lahko ugotovimo, da je prag še sprejemljive inflacije za razvite države pri 3,5 %, za nerazvite države pa pri 11 %.

Fleksibilnejša monetarna politika, ki bi poleg ohlapnejšega razumevanja nizke stopnje inflacije upoštevala tudi druge ekonomske kazalce uspešnosti gospodarstva, bi vsekakor pripomogla k uspešnejšemu gospodarskemu razvoju celotnega Evro območja in EU. Ti kazalci so vsekakor še: stopnja gospodarske rasti, stopnja zaposlenosti, višina investicij, odvisnost od tujih energetskih virov, obseg izobraževanja, faktor človekovega razvoja, itd.. To ne pomeni, da bi morala ECB popustiti pred vse večjimi pritiski posameznih vlad držav članic Evro območja, ki vsaka na svoj način zahtevajo ohlapnejše vodenje monetarne politike, temveč bi morala razširiti območje evalvacije uspešnosti vodenja svoje monetarne politike tudi na druge ekonomske kazalce in ne zgolj na višino inflacije. Pri tem je večina, tako ekonomistov kot tudi politikov, mnenja, da bi spremembe v tej smeri naletele na ugoden odmev v večini držav EU.

Seveda so zato potrebne statutarne spremembe delovanja ESCB in ECB, ki jih z eno besedo lahko opišemo kot spremembo modela centralnega bančništva, ki ga je ECB sprejela pri svoji ustanovitvi. Model delovanja ECB se bi moral iz nemškega modela spremeniti v angleško-francoski model, ki še vedno omogoča sorazmerno visoko neodvisnost centralne banke. Pri oblikovanju in implementaciji svoje monetarne politike pa mora slediti bistveno širšemu krogu ekonomskih kazalcev kot le inflaciji. Le ta bi morala biti v bodoče opredeljena med 1 in 3,5 %. Med cilje delovanja ECB pa bi morali opredeliti vsaj še sledeče: skrb za nizko brezposelnost, visoko rast BDP, višje investicije v okviru strukturnih in kohezijskih skladov ter višanje faktorja človekovega razvoja.

8.2.1.5 Vzpostavitev učinkovitejšega sistema vodenja v ECB

Kot je prikazano v empiričnem delu magistrskega dela, sedanji sistem odločanja v Svetu ECB ne zagotavlja optimalnih odločitev z vidika zagotavljanja cenovne stabilnosti. S predlagano širitvijo ciljev monetarne politike bi ta problem postal še očitnejši. Teoretično je namreč možno, da ob sedanji sestavi Sveta ECB (šest članov Izvršilnega odbora in 15 guvernerjev posameznih NCB) majhne države, v katerih razvitost gospodarstva odstopa od povprečja Evro območja, na podlagi Taylorjevega pravila za Evro območje, preglasujejo odločitev o implementaciji monetarne politike. Rešitev problema odločanja v Svetu ECB je v zmanjšanju relativnega pomena majhnih držav v njem. Še posebej bo to postalo aktualno ob naslednjih širitvah Evro območja.

To bi bilo možno doseči na več načinov:

1. po formuli FED bi v Svetu ECB poleg članov Izvršilnega odbora sodelovali vsi guvernerji nacionalnih centralnih bank, vendar bi imelo glasovalno pravico le določeno število le teh. Ta bi se prenašala po rotacijskem načelu, število nacionalnih guvernerjev z glasovalno pravico bi bilo odvisno od števila držav članic EMU;
2. po formuli IMF bi se majhne države v Svetu ECB konstituirale v skupino, ki bi jo zastopal en guverner;
3. po formuli centralizacije bi odločitve o ukrepih monetarne politike sprejemal le Izvršilni odbor, ki bi se s širitvijo EMU številčno povečal na devet članov, vključno s predsednikom.

S političnega vidika je na prvi pogled formula FED najbolj ustrezna, saj bi se v skupini guvernerjev z glasovalno pravico izmenjevali guvernerji nacionalnih bank iz majhnih in velikih držav. Torej nihče ne bi bil zapostavljen. Glede na omejeno število guvernerjev z glasovalno pravico, bi Izvršilni odbor ohranjal svoj strateški položaj, odločitve o ukrepih monetarne politike pa bi temeljile na upoštevanju gospodarskih razmer celotnega Evro območja. V sedanji evropski realnosti pa je takšna rešitev malo verjetna, saj bi naletela na odpor predvsem velikih držav, ki ne bi hotele biti izključene iz procesa odločanja. Formula IMF bi na drugi strani lahko naletela na odpor majhnih držav, ki bi težko pristale na

to, da jih kot heterogeno skupino zastopa le en guverner NCB ene izmed njih. Formula centralizacije bi bila z vidika sprejemanja odločitev o monetarni politiki Evro območja najustreznejša. Je pa s političnega vidika drastična in bi jo bilo v sedanjih razmerah težko izvesti, saj bi naletela na odpor tako majhnih kot velikih držav.

Druga najboljša rešitev je kompromis med tremi formulami, kar je približno zajeto tudi v dogovoru na neformalnem ECOFIN v Sloveniji v mesecu marcu 2008, o spremembi sistema odločanja v Svetu ECB v razširjeni EMU. Ta dogovor predvideva omejitev števila guvernerjev z glasovalnimi pravicami na 12, kar pomeni relativno krepitev strateškega položaja Izvršilnega odbora. Hkrati uvaja rotacijsko načelo, v okviru katerega je frekvenca dodelitve glasovalne pravice guvernerjem posameznih NCB odvisna od relativne velikosti države.

Glede na to, da je politično malo verjetno, da se bodo guvernerji NCB velikih držav pripravljeno odreči glasovalni pravici, pa čeprav za kratek čas, bi bila bolj sprejemljiva tretja najboljša rešitev, ki bi uvedla rotacijsko načelo za dve ločeni skupini držav, to je za manj razvite in bolj razvite, kar je še najbližje formuli IMF. Svet ECB bi poleg šestih članov Izvršilnega odbora štel še 6 članov izmed guvernerjev NCB polovice držav Evro območja z višjo stopnjo razvitosti ter 6 članov izmed guvernerjev NCB polovice držav Evro območja z nižjo stopnjo razvitosti. Ob tem bi morali guvernerji NCB sprejeti določena pravila za medsebojno koordinacijo, ker bi bilo sicer v nasprotnem primeru kršeno načelo nediskriminacije med državami.

8.2.2 Predlog sprememb v monetarni politiki ECB

Večina sprememb v oblikovanju in implementaciji monetarne politike je možna že danes brez statutarnih sprememb, nekaj potrebnih sprememb pa bo možno izvajati šele po njihovi izvedbi. Vsekakor težave, v katerih se gospodarstvo Evro območja danes nahaja, terjajo hitre in učinkovite spremembe ter prilagajanje monetarne politike ECB hitrim spremembam na finančnih trgih, katerim smo priča v zadnjem času. V nadaljevanju te točke si pogledajmo predloge za izboljšanje implementacije monetarne politike ECB.

8.2.2.1 Učinkovitejše prilagajanje deviznih tečajev

ECB pri vodenju politike deviznih tečajev uporablja režim neodvisnega drsenja deviznega tečaja, ki je eden od režimov sistema hibridnega deviznega tečaja. Zanj je značilno, da monetarne oblasti sicer intervenirajo na deviznem trgu, vendar cilj njihove intervencije ni jasno opredeljen. Evro območje sicer spada v podskupino režima neodvisnega drsenja deviznega tečaja, saj države članice Evro območja nimajo lastnega zakonitega plačilnega sredstva. V sistema hibridnega deviznega tečaja po klasifikaciji IMF spadajo še Japonska in ZDA.

Pri ugotavljanju učinkovitosti politike ECB pri vodenju deviznih tečajev, se moramo primerjati predvsem z ZDA, ki so največja trgovinska partnerica Evro območja. Poleg tega je večina ostalih svetovnih valut na tak ali drugačen način vezana na USD. Devizni tečaj se pri neodvisnem drsenju oblikuje tržno in sicer glede na ponudbo in povpraševanje po posameznih valutah. Tako bo ameriški izvoz blaga in storitev v ZDA ustvaril ponudbo tuje valute in povpraševanje po ameriških dolarjih. Podobno stanje bi bilo v primeru priliva kapitala v ZDA. Nasprotno bo uvoz blaga in storitev ustvaril povpraševanje po tuji valuti in ponudbi ameriških dolarjev. Enak učinek bi imel tudi odliv kapitala iz ZDA.

Ekonomska teorija pravi, da naj bi tečaj dolarja in evra dolgoročno nihal na ravni, na kateri bi imeli obe valuti približno enako kupno moč. Ustrezni modeli bančnih ekonomistov predvidevajo, da bi bil tečaj, pri katerem bi bila kupna moč prebivalstva in podjetij v obeh gospodarstvih, uravnotežena pri približno 1,20 dolarja za evro. To je tudi približna vrednost menjave dolarja za evro ob njegovi uveljavitvi, ki je takrat znašala 1,16675 ameriškega dolarja.

Devizni tečaj je v začetku leta 2008 presegel magično mejo 1,5 dolarja za evro. Ob siceršnjih prednostih, ki jih za Evro območje prinaša poceni dolar, se položaj gospodarstva v njem slabša predvsem na račun njegove konkurenčnosti. Posledično to prinaša izgubo trgov in izgubo delovnih mest, zmanjšuje povpraševanje v Evro območju ter na koncu nižjo inflacijo.

Dolgoročno gledano bi morala biti politika ECB, pri oblikovanju deviznih tečajev oblikovana tako, da bi z ukrepi na deviznih trgih zagotavljala menjalno razmerje dolar za evro v bližini začetnega, to je blizu 1,2 dolarja za evro.

8.2.2.2 Vzpostavitev nadzora nad finančnim sistemom za preprečitev finančnih kriz

Finančna kriza na ameriškem trgu hipotekarnih posojil v letu 2007 sicer ni posledica delovanja ECB, vendar je pokazala na mnoge slabosti sistema centralno bančnega nadzora nad poslovanjem komercialnega bančnega sektorja in ostalih finančnih institucij. Pri tem ECB ni izjema, saj nadzor finančnih institucij, za razliko od ameriškega FED, ni v pristojnosti ECB in ga za potrebe vlad članic Evro območja opravljajo posamezne NCB. Razdrobljen sistem nadzora je podoben tudi v nekaterih drugih večjih finančnih sistemih po svetu.

Glede na dogodke na finančnih trgih v letu 2007 lahko ugotovimo, da tak sistem nadzora ne zadošča za ustrezno koordinacijo makroekonomskih politik. Ne glede na to, da je ECB še vedno v obdobju svoje evolucije, bo na tem področju morala sprejeti nekaj nujnih sistemskih ukrepov. Razmišljanja tečejo v smeri, da ECB prevzame sistemski nadzor nad izvajanjem funkcije nadzornika finančnih trgov v posameznih državah Evro območja, nadzor pa bi v praksi v celoti implementirale posamezne NCB. Nadzor bi se moral izvajati neodvisno od vlad posameznih držav članic.

ECB bi tako sistemsko uredila funkcije nadzora finančnih trgov. NCB posameznih držav članic Evro območja bi v celoti in neodvisno od vlad v svojih državah prevzele nadzor nad:

- *poslovanjem komercialnih bank;*
- *zavarovalniškimi institucijami;*
- *trgom vrednostnih papirjev;*
- *plačilnim sistemom ter*
- *igrami na srečo.*

Na ta način bi celoten finančni sistem v Evro območju postal nadziran sistemsko in v okviru enotnih standardov. Določeni bi bili tudi vsi standardi izvajanja posojilnih politik v posameznih komercialnih bankah in nadzor nad ustrezno likvidnostjo denarnih trgov. Glede na podatke, ki jih bo ECB zbirala in obdelovala, bo finančne krize drugod po svetu lažje predvideti. Če bo do njih prišlo, bo lahko odzivnost ECB hitrejša in učinkovitejša. Vse to bo zaščitilo tako evropske potrošnike, kot tudi evropska podjetja in tako dodatno prispevalo k gospodarski učinkovitosti Evro območja.

8.2.2.3 Oblikovanje policy mix-a: "nizke obrestne mera – visoka likvidnost"

Hipotekarna posojila predstavljajo veliko večino posojil v Evro območju. Komitenti poslovnih bank in kreditnih institucij, ki so tako pravne, kot tudi fizične osebe, jih običajno najemajo za nakupe nepremičnin in tehnološke opreme. Pri tem za zavarovanje odplačevanja posojila zastavijo svoje bodoče premoženje, ki ga kupujejo, ali pa že obstoječe premoženje. Načelno je potrebno zavarovati celotno hipotekarno posojilo z nepremičnino v enaki ali višji vrednosti. Za nadzor nad ustreznimi zavarovanji hipotekarnih posojil, bi morala ECB za preprečevanje moralnega hazarda ter visokih tveganj in potencialnih izgub na tem področju, določiti natančne standarde vrednotenja premoženja, ki se zastavlja za zavarovanje hipotekarnih posojil. Skozi predlagano vzpostavitev sistema nadzora poslovanja finančnih institucij, bi ECB preko posameznih NCB imela ustrezen nadzor nad spoštovanjem pravil. Ti standardi bi se morali natančno refleksirati tudi v ostalih segmentih monetarne politike, saj bi lahko bila obrestna mera s primernim zavarovanjem hipotekarnega posojila nižja.

Po drugi strani je zagotavljanje ustrezne likvidnosti denarnih trgov, skozi operacije glavnega refinanciranja, ena izmed glavnih aktivnosti pri implementaciji monetarne politike vsake centralne banke. Zaradi težnje po plemenitenu kapitala, centralne banke skrbijo, da je likvidnost finančnih trgov vedno omejena. Pri tem likvidnost oz. ponudbo denarja na trgu kombinirajo z višino ključnih obrestnih mer. Centralne banke običajno zagotavljajo, da višja, ko je stopnja ključne obrestne mere, večja je lahko tudi ponudba denarja na finančnih trgih in s tem njihova likvidnost ter obratno. To predstavlja težavo pri zadolževanju podjetij in prebivalstva.

Za uveljavitev ustreznega policy mix-a, ki bo zagotovil ustrezno razmerje med obsegom ponudbe denarja na finančnih trgih in nizkimi obrestnimi merami, bo morala ECB izoblikovati sistem sledenja podatkov na finančnih trgih, ki bodo podlaga za sprotno in aktivno uravnavanje likvidnosti na njih. Predvsem mora biti likvidnost vedno nekoliko nad potrebami finančnih trgov in v sozvočju s stopnjo inflacije ter posledično obrestnimi merami.

V primeru implementacije navedenega predloga bodo nižje in uravnotežene obresti na posojila same po sebi postale rezultat monetarne politike in ne njeno sredstvo. Z ustreznim ter celovitim nadzorom finančnega sistema in denarnih trgov bi omogočili izvajanje ustreznih pravil zavarovanja hipotekarnih posojil. Prav tako bi omogočili pridobivanje natančnejših informacij glede potreb finančnega sistema po likvidnosti. Z ustrezno likvidnostjo, bi se finančni sistem, komercialne banke in kreditne institucije avtomatsko odzvale z nižjimi stopnjami obresti na posojila, tveganja iz naslova hipotekarnih posojil pa bi se zmanjšala. Prav tako bi celovite informacije ECB omogočile pravočasno ukrepanje in odpravo nenormalnosti, ki bi se pojavile na finančnih trgih zunaj Evro območja.

9 SKLEP

Težave na finančnih trgih, ki se kažejo v sorazmerno visoki inflaciji, ki v večjem delu EU že trka na vrata inflacijske spirale, zelo različni stopnji inflacije v posameznih državah Evro območja, slabi odzivnosti ECB na hipotekarno krizo v ZDA, po ocenah mnogih, predvsem izvozno usmerjenih gospodarskih subjektov, premočnemu evru, itd., dajo sklepati, da trmasto vztrajanje zgolj pri enem cilju, ki ga ECB pri oblikovanju svoje monetarne politike zasleduje, to je stabilnost cen in nizka inflacija, ni dovolj. V tej luči, se vedno več ekonomskih teoretikov, vzporedno z mnogimi politiki, sprašuje o ustreznosti monetarne politike, ki jo vodi ECB.

Ne glede na to je nesporno, da sta v relativno kratkem času, tako EU kot v nadaljevanju ECB, uspeli uspešno uveljaviti novo evropsko valuto na svetovnih finančnih trgih. Danes je trden evro svetovna valuta z največjim obsegom gotovine v obtoku. Vedno več denarnih transakcij na svetu poteka v evru, vrednotenje vedno več naravnih bogastev po svetu (tudi nafte) pa se izvaja z evrom.

Seveda konzervativno vodenje monetarne politike ECB, ki ji pravno podlago dajeta Statut ESCB in ECB ter Maastrichtska pogodba, prinaša gospodarstvu in prebivalcem EU tudi težave, ki so v zadnjem času pogostejše in občutnejše. Pojavljajo se potrebe in tudi zahteve po prožnejšem vodenju monetarne politike ECB, ki bi upoštevala tudi širši javno politični okvir EU. Vodilni pri tem so Francija, predvsem na nivoju EU združena in organizirana različna javno politična omrežja, kot so posamezna gospodarska, ekološka in sindikalna združenja, znanost in tehnologija itd., katerih teoretično podlago smo razložili v predhodnem poglavju.

V empiričnem delu magistrskega dela smo zato oblikovali predloge sprememb, ki bi jih s statutarnimi in s spremembami v oblikovanju in implementaciji monetarne politike ECB, za zagotavljanje dolgoročne stabilnosti finančnega sistema in gospodarstva ter posledično relativno visokega blagostanja prebivalcev, v EU morali sprejeti.

Predlogi sprememb Statuta ESCB in ECB so sledeči:

- 1. Spremembe v ustanovni listini EU, ki bodo vplivale na slabenje vpliva posameznih nacionalnih držav v EU ter krepitev vloge Evropskega parlamenta in Evropske komisije. S statutarnimi spremembami bo morala ECB opredeliti in posledično slediti več makro ekonomskim kazalcem in ne samo nizki stopnji inflacije.**
- 2. Statutarna ureditev širše koordinacije monetarne in fiskalnih politik ter ostalih makro ekonomskih politik v EU, ki bodo zagotovile pravično delitev izključljivih klubskih dobrin v Evro območju in EU kot celoti.**

3. Statutarna ureditev spoštovanja fiskalnih pravil v EU, ki so natančno opredeljena v Paktu stabilnosti in rasti in ki morajo upoštevati tudi prociklične fiskalne politike v času konjunktore. Evropska komisija in Svet EU morata pri nadzoru nad strukturo fiskalnih politik posameznih držav članic EU, pridobiti možnost uveljavitve veta na letne proračune držav članic EU, ki teh pravil ne bi spoštovale.
4. Statutarna sprememba ciljev oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB, ki mora pri svojem delovanju slediti bistveno širšemu krogu ekonomskih kazalcev kot le inflaciji. Le ta bi morala biti v bodoče opredeljena med 1 in 3,5 %, med cilje delovanja ECB pa bi morali opredeliti še skrb za nizko brezposelnost, trajno rast BDP, višje investicije v okviru strukturnih in kohezijskih skladov ter višanje faktorja človekovega razvoja.
5. Statutarna sprememba vodenja ECB v okviru katere bi Svet ECB poleg šestih članov Izvršilnega odbora štel še 6 članov izmed guvernerjev NCB polovice držav Evro območja z višjo stopnjo razvitosti ter 6 članov izmed guvernerjev NCB polovice držav Evro območja z nižjo stopnjo razvitosti. Ob tem bi morali guvernerji NCB sprejeti določena pravila za preprečitev kršitve načela nediskriminacije med državami.

Predlogi sprememb oblikovanja in implementacije monetarne politike ECB so sledeči:

1. Zagotovitev politike ECB pri oblikovanju deviznih tečajev, ki bo z ukrepi na deviznih trgih zagotavljala dolgoročno menjalno razmerje dolar za evro v bližini razmerja 1,2 dolarja za evro.
2. Sistemska ureditev celovitega nadzora nad finančnim sistemom, ki bo dolgoročno ECB zagotovil ustrezno odzivnost na finančne krize ter zagotovil od posameznih vlad neodvisen nadzor na poslovanjem komercialnih bank, zavarovalniških institucij, trgi vrednostnih papirjev, plačilnimi sistemi ter igrami na srečo.
3. Izvajanje ustreznega policy mix-a, ki bo zagotovil ustrezno razmerje med obsegom ponudbe denarja na finančnih trgih in nizkimi obrestnimi merami. Predvsem mora ECB z ustreznim sistemom sledenja podatkov na hipotekarnih trgih, ki bodo podlaga za sprotno in aktivno uravnavanje likvidnosti na njih, zagotoviti, da bo likvidnost vedno nekoliko nad potrebami finančnih trgov in v sozvočju s stopnjo inflacije ter posledično obrestnimi merami.

Na podlagi vsebine predlaganih statutarnih sprememb in sprememb v oblikovanju in implementaciji monetarne politike ECB lahko ugotovimo, da smo v magistrskem delu v celoti odgovorili na v uvodu

zastavljeno temeljno vprašanje magistrskega dela. Prav tako lahko v celoti pritrdimo tudi temeljni hipotezi magistrskega dela:

"Delovanje ECB se bo v prihodnosti približalo angleško-francoskemu modelu centralnega bančništva. Za preprečevanje finančnih kriz, zagotavljanje zdravega gospodarstva ter trajnejšega in enakomernejšega razvoja vseh držav članic EU, bo potrebo redefinirati klubske dobrine v EU, statutarno spremeniti koordinacijo monetarne in fiskalnih politik posameznih držav ter zagotoviti učinkovito, odzivno in prožno oblikovanje in implementacijo monetarne politike ECB, ki bo sledila širšim interesom javno političnih igralcev in omrežij v EU, ki za dosego množice ekonomskih ciljev zahtevajo učinkovitejšo implementacijo njene politike ."

10 SEZNAM LITERATURE

Članki v revijah oziroma publikacijah:

Barro, R. J. (1995): Inflation and Economic Growth; NBER Working Paper 5326; Cambridge, NBER.

Beetsma, R.; Debrun, X.; Klaassen, F (2001): Is Fiscal Policy Coordination in EMU Desirable?; Stockholm: Swedish Economic Policy Review, 8.

Bedell, J. (1985): An Empirical Evaluation of a Model of the Knowledge Utilization; Evaluation Review 9.

Begg, I. (2003): Hard and Soft Economic Policy Coordination Under EMU: Problems, Paradoxes and Prospects; Cambridge: Center for European Studies, Working Paper Series 103.

Bemelmans-Videc, M.-L. in Vedung E. (1998): Policy Instruments: Types, Packages, Choices, and Evaluation; V: Bemelmans-Videc, M.-L., Rist, R. C. in Vedung, E. (ur.) (1998): Carrots, Sticks and Sermons; New Brunswick, Transaction Publishers.

Bennett, R. (1997): The Impact of European Integration on Business Associations: The UK Case"; West European Politics, 20 (3).

Bennett, R. (1999): Business Routes of Influence in Brussels: Exploring the Choice of Direct Representation; Political Studies, XLVII.

Bok, S. (1979): Lying: Moral Choice in Public and Private Life; New York, Vintage.

Breuss, F., Weber, A. (1999): Economic Policy Coordination in the EMU; Wien, WIFO Working Paper No. 113.

Capie, F.; Fischer, S.; Goodhart, C.; Schnadt, N. (1994): The Future of Central Banking – The Tercentenary Symposium of the Bank of England; London: Cambridge University Press.

Cerny, P. G. (2002): Globalization at the Micro Level: The Uneven Pluralization of World Politics, Manchester Papers in Politics, CIP Series 5/2002.

Christofferson, P.; Doyle, P. (1998): From Inflation to Growth, Eight Years of Transition; IMF Working Paper 98/100; Washington D.C., IMF.

Cini, M. (2003): Implementation. V: Cini, M. (ur): European Union Policy; London, Oxford University Press.

- Coen, D. (1997): The Evolution of the Large Firm as a Political Actor in the European Union; *Journal of European Public Policy* 4(1).
- Coen, D. (1998): The European Business Interest and the Nation-State: Large-Firm Lobbying in the European Union and Member States; *Journal of Public Policy* 18 (1).
- Collignon, S. (2003): Is Europe Going Far Enough?, Reflections on the EU's Economic Governance; Bologna: Second Pan European Conference.
- Coser, L. A. (1956). *Functions of the Social Conflict*; London, Routledge and Kegan Paul.
- Dudley, G.; Richardson, J. (1998): Arenas Without Rules and the Policy Change Process: Outsider Groups and British Roads Policy; *Political Studies* XLVI.
- ECB Monthly Bulletin (2002): maj 2002; Frankfurt am Main, ECB.
- ECB Monthly Bulletin (2003): december 2003; Frankfurt am Main, ECB.
- ECB Monthly Bulletin (2004): maj 2004; Frankfurt am Main, ECB.
- ECB Monthly Bulletin (2007): november 2007; Frankfurt am Main, ECB.
- ECB Monthly Bulletin (2008): januar 2008; Frankfurt am Main, ECB.
- European Commission - a (2002): Coordination of Economic Policies in the EU: A presentation of key features of the main procedures, DG EC FIN, Euro Papers 45.
- European Commission - b (2002): Communication from the Commission to the Council and the European Parliament On Strengthening the Co-ordination of Budgetary Policies; Bruselj, DG for Economic and Financial Affairs.
- European Commission - c (2005): Statistical Annex of European Economy; Bruselj, DG for Economic and Financial Affairs.
- Feldstein, M. (1998): The Costs and Benefits of Going From Low Inflation to Price Stability; NBER Working Paper 5469; Cambridge, NBER.
- Gaspar, V.; Quiros, G. P.; Sicilia, J. (2001): The ECB Monetary policy strategy and the money market, ECB WP št. 69; Frankfurt am Main, ECB.
- Gerdesmeier, D.; Roffia; B. 2003: Empirical estimates of reaction function for the Euro area; ECB WP št. 206; Frankfurt am Main, ECB.

Ghosh R. A. (1997): *Inflation in Transition Economies, How Much? And Why?*; IMF Working Paper 97/80; Washington D.C., IMF.

Ghosh, R. A.; Phillips, S. (1998): *Inflation, Disinflation and Growth*; IMF Working Paper 98/68; Washington D.C., IMF.

Jacquet, P.; Pisani-Ferry, J. (2001): *Economic Policy Coordination in the Eurozone: What Has Been Achieved? What Should Be Done?*; Paris: French Conseil d'Analyse Economique.

Kaplan, A. (1968): *Social Ethnics and the Sanctity of Life; V: Life or Death: Ethnics and Options*; London, Macmillan education.

Kassim, H. (1997): *French autonomy and the European Union*; *Modern and Contemporary France* 5 (2); 167–180.

Khan; M. S., Senhadji, A. S. (2000): *Financial Development and Economic Growth, An Overview*; IMF Working Paper 00/209; Washington D.C., IMF Institute.

Khan, M. S.; Senhadji, A. S.; Smith, B. D. (2001): *Inflation and Financial Depth*; IMF Working paper 01/44; Washington, D. C., IMF Institute.

Kotar, M. (2002): *Država kot javno politični igralec*; v: Fink-Hafner, D. in Lajh, D. (ur.): *Analiza politik*; FDV, Ljubljana.

Marsh, D.; Smith, M. (2000): *Understanding Policy Networks: Towards a Dialectical Approach*; *Political Studies* 48 (4).

Martini G., Boyle J.P. in Lemarie P. (ur.) (1999): *Building Effective Evaluation Capacity: Lessons from Practice*; New Jersey, Transaction publishers.

Masten, I. (2004): *Eksogene omejitve ekonomske politike so lahko tudi koristne: Zgled vstopa Slovenije v ERMII; Razvojno raziskovalna dejavnost ter inovacije, konkurenčnost in družbena odgovornost podjetij*; Ljubljana, časnik Finance.

Mihaljek, D.; Klau, M. (2003): *The Balassa-Samuelson Effect in Central Europe: A Disaggregated Analysis*; Basel; Bank for International Settlements: Working Paper 143.

Moore, M.H. (1988): *What Sort of Ideas Become Public Ideas?*; v: Reich, R.B. (ur.): *The Power of Public Ideas*; Cambridge MA; Harvard University Press.

Patterson, B.; Lygnerud, K. (2001): *The Determination of Interest Rates*, Directorate General for Research, WP ECON 116-a, XX; Luxembourg, European Parliament.

Peters, B.G. (1986): *Ethical Analysis of Public Policy*; V: Peters G.: *American Public Policy: Promise and Performance*; London, Macmillan education.

Peters, B.G. (1997): *Shouldn't row, can't steer: What's a Government to do?*; *Public Policy and Administration* 12 (2).

Pivk, R. (2004): *Gibanje vrednosti evra v letu 2004*; Ljubljana, Bančni vestnik, št. 53

Rawls, J. (1958): *Justice in Fairness*; *Philosophical Review*; London, Macmillan education.

Rhodes, R. A. W. (1997): *From marketization to diplomacy: It's the mix that matters*; *Public Policy and Administration* 12 (2).

Richardson, J. (2000): *Government, Interest Groups and Policy Change*, *Political Studies* 48.

Snyder, J.M. (1991): *On Buying Legislators*; *Economics and Politics* 3 (2).

The Economist (2003): *Grappling with the strong euro*; *The Economist*, št. 8327; London.

The Economist (2004): *The Passing of the Buck?-The Future of the Dollar*; *The Economist*, št. 8404; London.

Von Hagen, J.; Mundschenk, S. (2001): *The Functioning of Economic Policy Coordination*; Bonn: Center for European Integration Studies (ZEI); Rhenische Friedrich Wilhelms-Universität; ZEI Working Paper.

Weiss, C. H. in Bucavalas, M. (1977): *The Challenge of Social Research to Decision Making*; V: *Using Social Research in Public Policy Making*; Lexington M.A., Lexington Books.

Wyplosz, C. (1999): *Economic Policy Coordination in EMU: Strategies and Institutions*; Forum Economique Franco-Allemand – Economic Policy Coordination – 4th meeting; Paris: Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales.

Samostojne publikacije:

Almeida, S.; Goodhard, A.; Payne, B. (1998): *Currency Movement*; Boston, Irwin/McGraw-Hill.

Arh, U. (2004): *Brezposelnost, inflacija in gospodarska rast v državah v prehodu*. Diplomsko delo, Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

Bagehot, W. (1873): *Lombard Street – A Description of the Money Market*; London: Henry S. King & Co..

Calabresi, G. in Bobbitt, P. (1978): *Tragic Choices*; New York, Norton.

- Collignon, S. (2001): *Economic Policy Coordination in EMU: Institutional and Political Requirements*; Cambridge: Center for European Studies.
- De Grauwe, P. (2003): *Economics of Monetary Union*; Oxford, Oxford University Press.
- Drazen, A. (2002): *Political Economy in Macroeconomics*; Princeton: Princeton University Press.
- Dunn, R. M. Jr.; Ingram C. J. (1993): *International Economics, Third Edition*; New York, John Wiley & Sons.
- Eijffinger, S.; De Haan J. (2000): *European Monetary and Fiscal Policy*; Oxford, Oxford University Press
- Evropska centralna banka – o; (2004): *The Monetary policy of the ECB*; Frankfurt am Main: ECB.
- Ferfila, B., ur. (2007): *Politični procesi in institucije: Zbornik o Evropski uniji*; Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
- Friedman, M.; Schwartz, A. J. (1965): *Monetary History of the United States, 1867 – 1960*; Princeton: Princeton University Press.
- Fry, G. K. (1979): *The Growth of Government*; London, Frank Cass.
- Glaister, K. W. (1987): *The Causes and Control of Inflation*. New York: Longman Economic Studies.
- Glyn, D. (2002): *History of Money - From Ancient Times to Present Day, 3rd Edition*; Cardiff: University of Wales Press.
- Grdešić, I. (1995): *Političko odlučivanje*; Zagreb, Alinea.
- Gretschmann, K. (1999): *Evro, skupna evropska valuta*; Ljubljana: Kalandrovo društvo. 1999.
- Heinz, J.P., Laumann, E.O., Nelson, R.L. in Salisbury, R.H. (1993): *The Hollow Core: Private Interests in National Policy Making*; Cambridge MA, Harvard University Press.
- Holloway, J. in Picciotto, S.: (1978): *State and Capital*; London, A Marxist Debate.
- Kettell, B. (2000): *What Drives Currency Markets*; London, Financial Times/Prentice Hall.
- Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*; London: Macmillan Press.
- Kindleberger, C. P. (1996): *Manias, Panics and Crashes*; London: Oxford University Press.
- Krašovec, T. (2002): *Denarna politika ECB: Operacije glavnega refinanciranja*, Diplomsko delo; Ljubljana, Ekonomska fakulteta.

- Lozej M. (2000): Obvezna rezerva v Sloveniji in v Evrosistemu, Diplomsko delo; Ljubljana, Ekonomska fakulteta.
- Marcellino, M.; Salmon, M. (2001): Robust Decision Theory and the Lucas Critique; Milano, Università Bocconi, Istituto di Economia Politica.
- Mrak, M. (2002): Mednarodne finance, 1. izdaja; Ljubljana, GV Založba d.o.o..
- Mueller, R. (1990): Public Choice II; Cambridge, Cambridge University Press.
- Mundel, R. (1998): Uses and Abuses of Gresham's Law in the History of Money; New York: Columbia University Press.
- Olson, M. (1971): The Logic of Collective Action; Cambridge: Harvard University Press.
- Petrovič, U. (2003): Glavni mehanizem refinanciranja in ustrezni instrument denarne politike Banke Slovenije, Diplomsko delo; Ljubljana, Ekonomska fakulteta.
- Pugel, T.; Lindert, P. (2000): International Economics, 11. izdaja; Boston, Irwin/McGraw-Hill.
- Ribnikar, I. (1993): Denarni sistem in denarna teorija; Ljubljana, Ekonomska fakulteta.
- Ribnikar, I. (2003): Monetarna ekonomija I, II in III; Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Samuelson, P. A.; Nordhaus, W. D. (2001): Economics, 17. izdaja; Boston, Irwin/McGraw-Hill.
- Schoeller, H.K. (2005): ECB: History, Role and Functions; Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Schon, D.A.; Rein, M. (1994): Frame Reflection: Towards a Resolution of Intractable Policy Controversies; New York, Harper Collins.
- Senjur, M. (2002): Razvojna ekonomika: Teorije in politike gospodarske rasti in razvoja; 1. izdaja; Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Van Bergeijk, P.; Berndsen, R.J.; Jansen, J.W. (2000): The Economics of the Euro Area; Cheltenham, Edward Elgar.
- Visco, I. (1999): Should Economic Policies be Coordinated for EMU?; Paris; The OECD Observer.
- Weisband, E. in Franck, T. M. (1975): Resignation in Protest; New York, Penguin.

Internetni viri:

About EONIA (2008):

Dostopno na: http://www.euribor.org/html/content/eonia_about.html (31.01.2008)

Ahrens, J.; Meurers, M. (2003): Beyond the Big-Bang Enlargement of the EU: Preferences and the Need for Flexibility; Kranjska Gora, Institutions in Transition.

Dostopno na: <http://www.gov.si/umar/conference/2003/papers.html> (03.04.2008)

Andersen, M. S. (1989): The Use of Economic Instruments for Environmental Policy: A Half Hearted Affair; The Economist; Dostopno na: <http://www.iisd.ca/consume/skou.html> (29.01.2008)

Banka Slovenije (2007): Razvoj ekonomske in monetarne unije;

Dostopno na: <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=189> (13.11.2007)

BEA (2005): U.S. International Transactions;

Dostopno na: <http://www.bea.gov/bea/newsrel/transnewsrelease.htm> (22.3.2008).

Deutsche Bundesbank (1998): Fünfzig Jahre Deutsche Bundesbank;

Dostopno na: http://www.bundesbank.de/50jahre/50jahre_schnitt.php (03.01.2008)

Eliadis, P.; Hill, M.; Leduc, B.; Tate, R. (2003): Instrument Choice in Global Democracies; Horizons, vol. 6, n. 1; Dostopno na: http://policyresearch.gc.ca/page.asp?pagenm=v6n1_art_15 (29.01.2008)

Eurostat; New Cronos;

Dostopno na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/> (28.03.2008)

Evropska centralna banka – a (2007): Evropska skupnost;

Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/history/ec/html/index.sl.html> (22.11.2007)

Evropska centralna banka – b (2007): Ekonomska in monetarna unija;

Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.sl.html> (24.11.2007)

Evropska centralna banka – c (2007): Ekonomska in monetarna unija;

Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/emi.sl.html> (29.11.2007)

Evropska centralna banka – d (2007): ECB, ESCB in Evrosistem;

Dostopno na: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.sl.html> (02.12.2007)

Evropska centralna banka – e (2008): Evrosistem;

Dostopno na: http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_002.sl.html (02.01.2008)

Evropska centralna banka – f (2007): Poslanstvo Evrosistema;

Dostopno na: http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.sl.html (22.12.2007)

Evropska centralna banka – g (2008): Naloge;

Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/index.sl.html> (09.01.2008)

Evropska centralna banka – h (2008): Mnenja ECB;

Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/legal/opinions/html/index.sl.html> (10.01.2008)

Evropska centralna banka – i (2008): Naloge nacionalnih centralnih bank;

Dostopno na: http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_014.sl.html (11.01.2008)

Evropska centralna banka – j (2008): Naloge ECB;

Dostopno na: http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or_012.sl.html (11.01.2008)

Evropska centralna banka – k (2007): Vpis kapitala ECB;

Dostopno na: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.sl.html> (02.01.2007)

Evropska centralna banka – l (2004): The monetary policy of the ECB;

Dostopno na: <http://ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf> (02.02.2008)

Evropska centralna banka – m (2007): Operational framework;

Dostopno na: <http://www.ecb.int/mopo/intro/html/operational.en.html> (12.07.2007)

Evropska centralna banka – n (2005): Splošna dokumentacija o instrumentih in postopkih monetarne politike Evrosistema;

Dostopno na: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2005sl.pdf> (17.02.2008)

Falkner, G., Hartlapp, M., Treib, O. (2005): Worlds of Compliance: Why Leading Approaches to EU Implementation are Only “Sometimes True Theories”;

Dostopno na:

<http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/socialeurope/downloads/2005WorldsOfCompliance.pdf> (02.02.2008)

Glavič, B. (2007): Intervju s predsednikom ECB Jean-Claude Trichet-jem; Ljubljana, Poslovni Dnevnik;

Dostopno na: http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik//237638/, (02.02.2008)

IMF (2008): Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks;

Dostopno na: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/1204.htm#table> (03.03.2008).

Jurančič, I. (2004): Euro kot krompir v žerjavici;

Dostopno na: <http://www.finance-on.net/show?id=42469&pool=gy> (16.2.2008).

Motley, B. (1998): Growth and Inflation: A Cross-Country Study; FRBSF Economic review.

Dostopno na: <http://www.frbsf.org/econsrc/econrev/98-1/15-28.pdf> (12.11.2007).

Nicolaides, P. (1999): Enlargement of the EU and Effective Implementation of Community Rules: An Integration-Based Approach; Working Paper 99/W/04; European Institute of Public Administration.

Dostopno na: http://eipa-nl.com/public/public_publications/default_working.htm (29.01.2008).

O'Brien, D. P. (2007): The Foundations of Monetary Economics;

Dostopno na:

http://www.pickeringchatto.com/index.php/pc_site/major_works/the_foundations_of_the_monetary_economics (25.11.2007).

Urbanija, A. (2002): Da se evro ne bi mahnil po lastnem nosu;

Dostopno na: <http://www.finance-on.net/show?id=38140&pool=gv> (01.02.2008).