



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

1998 - 2008

MESEČNI BILTEN
10. OBLETNICA ECB



EVROPSKA CENTRALNA BANKA
PRVIH DESET LET



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM



MESEČNI BILTEN 10. OBLETNICA ECB

V letu 2008
bo na vseh
publikacijah ECB
motiv z bankovca
za 10 eurov.



© Evropska centralna banka, 2008

Naslov

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt na Majni
Nemčija

Poštni naslov

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Nemčija

Telefon

+49 69 1344 0

Spletna stran

<http://www.ecb.europa.eu>

Faks

+49 69 1344 6000

Za pripravo tega biltena je odgovoren Izvršilni odbor ECB. Prevodne različice so pripravile in objavile nacionalne centralne banke.

Vse pravice so pridržane. Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne pogoje je dovoljeno ob navedbi vira.

Fotografije:

ESKQ

EUMETSAT

Claudio Hils

Martin Joppen

Presečni datum za statistične podatke v tej številki je 9. april 2008.

ISSN 1830-012X (spletna izdaja)



KAZALO

PREGOVOR	5	Okvirji	
ZGODOVINSKO OZADJE	8	1 Modeliranje gospodarstva euroobmočja	36
1 UVOD	11	2 Glavna komunikacijska orodja in kanali, ki jih uporablja ECB	50
2 INSTITUCIONALNA UREDITEV IN DELOVANJE EUROOBMOČJA	21	3 Sistem zavarovanj v Eurosistemu	54
3 DENARNA POLITIKA ECB: STRATEGIJA IN NJENO IZVAJANJE	33	4 Transmisijski mehanizem denarne politike	59
4 IZZIVI EKONOMSKE POLITIKE IN ŠIRITEV	65	5 Razumevanje vztrajnosti inflacije in dejavnikov, ki določajo dinamiko plač	80
5 VPLIV EURA NA TRGOVINSKO MENJAVO IN KAPITALSKE TOKOVE TER NJEGOVA MEDNARODNA VLOGA	89	6 Predhodne ugotovitve o delu ECB pri finančnem razvoju	104
6 FINANČNA INTEGRACIJA	101	7 Vloga harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin	135
7 FINANČNA STABILNOST IN PREGLED NAD DELOVANJEM	117		
8 STATISTIČNI PODATKI	133		
9 EUROBANKOVCI – OTIPLJIV SIMBOL POVEZANOSTI	139		
10 ZAKLJUČEK	145		
PRILOGA			
10 let statistike ECB in primerjava z drugimi večjimi gospodarskimi območji	149		

KRATICE

DRŽAVE

BE	Belgija	HU	Madžarska
BG	Bolgarija	MT	Malta
CZ	Češka	NL	Nizozemska
DK	Danska	AT	Avstrija
DE	Nemčija	PL	Poljska
EE	Estonija	PT	Portugalska
IE	Irska	RO	Romunija
GR	Grčija	SI	Slovenija
ES	Španija	SK	Slovaška
FR	Francija	FI	Finska
IT	Italija	SE	Švedska
CY	Ciper	JP	Japonska
LV	Latvija	UK	Združeno kraljestvo
LT	Litva	ZDA	Združene države Amerike
LU	Luksemburg		

DRUGO

BIS	Banka za mednarodne poravnave
b.o.p.	plačilna bilanca
BPM5	Plačilnobilančni priročnik IMF-a (5. izdaja)
BDP	bruto domači proizvod
CD	potrdila o vlogi
c.i.f.	stroški, zavarovanje in prevoznina na državni meji uvoznika
CPI	indeks cen življenjskih potrebščin
ECB	Evropska centralna banka
EER	efektivni menjalni tečaj
EMI	Evropski monetarni inštitut
EMU	Ekonomska in monetarna unija
ESA 95	Evropski sistem nacionalnih računov 1995
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
EU	Evropska unija
EUR	euro
f.o.b.	franko na ladijski krov na državni meji izvoznika
HICP	harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin
HWWI	Hamburški mednarodno-gospodarski inštitut
ILO	Mednarodna organizacija dela
MDS	Mednarodni denarni sklad
MFI	monetarne finančne institucije
NACE Rev. 1	Statistična klasifikacija gospodarskih dejavnosti v Evropski skupnosti
NCB	nacionalne centralne banke
OECD	Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj
PPI	indeks cen (industrijskih) proizvajalcev
SITC Rev. 3	Standardna klasifikacija mednarodne menjave (3. pregled)
ULCM	stroški dela na (količinsko) enoto proizvodov v predelovalni dejavnosti
ULCT	stroški dela na (količinsko) enoto proizvodov v celotnem gospodarstvu

V skladu s prakso Skupnosti so imena držav EU v tem biltenu naštetá po zaporedju začetnic držav v njihovem nacionalnem jeziku.

PREDGOVOR



Evropska centralna banka (ECB) je bila ustanovljena 1. junija 1998. Postala je neodvisna centralna banka za enotno evropsko valuto – euro – ki je bil uveden januarja 1999. Enotna valuta v skupini več držav ne more obstajati brez skupne centralne banke in skupnega centralnobačnega sistema. Tako sta ECB in Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ki ga sestavljajo ECB in centralne banke vseh držav članic Evropske unije (EU), dobila mandat, da ohranjata stabilnost cen in varujeta verodostojnost eura.

Maja 1998 je Evropski svet sprejel eno najbolj daljnosežnih odločitev v zgodovini evropskega povezovanja. Voditelji EU so sklenili, da je 11 držav članic izpolnilo pogoje za uvedbo eura. Ta prelomni dogodek ima izhodišče v Maastrichtski pogodbi iz leta 1992, v kateri je bil določen institucionalni okvir ESCB. Pogodba je oblikovanje denarne politike umestila na nadnacionalno raven in zagotovila zaščito pred kakršnimi koli pritiski (tudi s strani vlad) ter tako zagotovila polno neodvisnost ECB. Evropski centralni banki je dodelila tudi

izključno pravico, da odobri izdajanje bankovcev.

Maastrichtsko pogodbo so oblikovali in ratificirali nacionalni parlamenti pod predpostavko, da bodo sčasoma vse članice EU uvedle euro in da bo ESCB izvajal vse naloge, povezane z enotno valuto. Dokler se to ne zgodi, ima ključno vlogo skupina centralnih bank znotraj ESCB z imenom Eurosistem, ki obsega ECB in centralne banke držav v euroobmočju. Glavni organ odločanja v Eurosistemu je Svet ECB, ki ga sestavlja šest članov Izvršilnega odbora ECB in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav euroobmočja.

Svet ECB je stabilnost cen opredelil kot pozitivno inflacijo na ravni pod 2% in objavil, da namerava srednjeročno vzdrževati inflacijo pod 2%, vendar blizu te meje. Stabilnost cen je bila v skoraj desetletnem obdobju dosežena kljub temu, da je visoka rast svetovnih cen surovin – na katere denarna politika nima nobenega neposrednega vpliva – prizadela Evropo in svet, tako da je povprečna stopnja inflacije po uvedbi eura znašala nekoliko nad 2%. To je izreden dosežek, če upoštevamo vse šoke, ki so zaznamovali to obdobje, in pretekla gibanja v gospodarstvih, ki sodelujejo v euroobmočju. V desetletju pred uvedbo eura so bile povprečne stopnje inflacije v posameznih državah precej višje kot v euroobmočju v zadnjih desetih letih.

Stabilne cene so ključnega pomena. Ne samo zato, ker ščitijo vrednost dohodka vseh in še posebno najbolj ranljivih in revnih državljanov, ampak tudi zato, ker sta stabilnost cen in verodostojnost pri njenem uresničevanju v srednjeročnem obdobju eden od temeljnih pogojev za trajnostno rast in ustvarjanje delovnih mest. ECB je s sidranjem pričakovanj o prihodnji inflaciji na nizki ravni, ki je skladna z našo opredelitvijo stabilnosti cen, zmanjšala premije za inflacijsko tveganje in tako zagotovila finančni okolje, ki spodbuja rast in ustvarjanje delovnih mest. Od uvedbe eura do konca leta 2007 je bilo v euroobmočju ustvarjenih več kot 15 milijonov novih delovnih mest,



stopnja brezposelnosti pa je bila na najnižji ravni po začetku 80. let prejšnjega stoletja.

Euro ima zelo pomembno vlogo tudi pri spodbujanju delovanja obsežnega evropskega trga in s tem pri vzpostavitvi resničnega enotnega trga. Prispeval je tudi k varovanju gospodarstva euroobmočja pred številnimi globalnimi šoki in precejšnjimi pretresi v zadnjih nekaj letih.

Za te dosežke so bila potrebna čas in precejšnja prizadevanja, saj se je ECB gibala v neznanih vodah, sprejemala je izredno pomembne in kompleksne odločitve ter jih uresničevala skupaj z vsemi članicami Eurosistema, tj. z nacionalnimi centralnimi bankami euroobmočja. Med našimi številnimi nalogami v zadnjih letih smo morali razumeti, kako bo nova monetarna unija po njeni ustanovitvi delovala in kako bo potekala kompleksna dinamika pri približevanju pomembnega gospodarskega območja k polni gospodarski in denarni povezanosti.

V posebni številki biltena se oziram na delo ECB v izjemnih desetih letih, obravnavamo nekatere najtežje dogodke v tem obdobju in se oziram tudi na izzive, ki ECB in euroobmočje čakajo v drugem desetletju.

Med temi izzivi so med drugim izboljšanje prožnosti in prilagodljivosti euroobmočja, kar bo mogoče doseči z izboljšanjem strukturne in javnofinančne politike ter s povečanjem sposobnosti za rast. Ves čas je treba razumeti tekoče spremembe v gospodarstvu in temu prilagajati naša orodja, da bi lahko ugotovili, kaj poganja prihodnjo inflacijo. Če želimo ostati verodostojni, mora biti denarna politika ves čas pozorna in vzdrževati inflacijska pričakovanja v skladu z našo opredelitvijo stabilnosti cen. Ravno tako moramo ugotoviti, kako se lahko najbolje pripravimo na prihodnje širitve euroobmočja.

Dosežke preteklega desetletja gre pripisati viziji in odločnosti preteklih in sedanjih članov Sveta ECB ter energiji in prizadevanjem vseh

zaposlenih v Eurosistemu. Ob tej posebni priložnosti bi se rad iskreno zahvalil vsem, ki so euru pomagali zgraditi trdne temelje. Enotna valuta je postala ponosen simbol celine, ki je pridobila velik pomen.

Eurosistem deluje kot tim v dobro 320 milijonov državljanov iz 15 držav, ki so se odločile, da delijo skupno usodo. Euro je naša valuta, ljudje v Evropi pa vejo, da smo zvesti mandatu, ki nam je bil zaupan.

Vsem zaposlenim v ECB in v nacionalnih centralnih bankah se globoko zahvaljujem za njihov izjemen prispevek in za to, da so omogočili pripravo te publikacije.



Jean-Claude Trichet, predsednik ECB



Izvršilni odbor, junija 1998

Zadnja vrsta

(od leve proti desni):
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing,
Eugenio Domingo Solans

Sprednja vrsta

(od leve proti desni):
Christian Noyer (Vice-President),
Wim F. Duisenberg (President),
Sirkka Hämäläinen



Izvršilni odbor, junija 2008

Zadnja vrsta

(od leve proti desni):
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Sprednja vrsta

(iz leve proti desni):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (President),
Lucas D. Papademos (Vice-President)

ZGODOVINSKO OZADJE

Evropsko denarno povezovanje sega v začetek 60. let prejšnjega stoletja, ko je šest držav članic Evropske gospodarske skupnosti (EGS) začelo sodelovati v denarnih zadevah. V tem času se je pojavil tudi prvi konkretni predlog za evropsko ekonomsko in monetarno unijo. Po tem predlogu naj bi bilo po Rimski pogodbi vzpostavljeno prostotrgovinsko območje, ki bi se do konca desetletja razvilo v ekonomsko unijo. Ker pa je mednarodni denarni sistem več let za tem ostal stabilen, do konkretnih ukrepov ni prišlo. Šele leta 1969, po vrsti tečajnih in plačilnobilansnih kriz, so voditelji šestih držav EGS sklenili, da pripravijo načrt za ekonomsko in monetarno unijo. Ta odločitev je leta 1970 privedla do Wernerjevega poročila, ki je predvidevalo, da bi bila takšna unija vzpostavljena v treh korakih do leta 1980. Zanimanje za ta velikopotezni načrt je usahnilo leta 1971 po zatonu brettonwoodskega režima fiksnih deviznih tečajev. Hkrati so evropske države spoznale, da lahko neobrzdana nihanja deviznega tečaja ogrozijo nadaljnje trgovinsko povezovanje. Prvi korak, imenovan „kača“, je bil sprejet leta 1972, njegov namen pa je bil stabilizirati devizni tečaj evropskih valut ene do druge. Kačo je resno ogrozilo stopnjevanje tečajnih napetosti in mednarodna recesija, ki je sledila prvi naftni krizi leta 1973. Do leta 1977, ko so različne valute vstopile ali zapustile kačo, se je sistem skrčil na „območje nemške marke“, ki je obsegalo Nemčijo, Beneluks in Dansko.

Leta 1979 sta Nemčija in Francija ponovno okrepili prizadevanja za denarno povezovanje in na tej osnovi je nastal evropski monetarni sistem (EMS), ki je vztrajal do uvedbe eura leta 1999. Poudarek je bil na usklajevanju denarne politike in na približevanju k cenovni stabilnosti kot sredstvu za vzdrževanje stabilnih tečajnih razmerij. V tem obdobju so centralne banke dodatno okrepile medsebojne vezi, usklajevanje deviznih tečajev je postalo pogojeno z zavezami konvergenčnih politik, s čimer naj bi se zmanjšala pogostost in vpliv motečih devalorizacij (do katerih je kljub temu občasno še vedno prihajalo), kapitalske kontrole so bile odpravljene, v vseh državah je prevladovala politika doseganja oz. vzdrževanja nizke

inflacije in v gospodarskem povezovanju je bil narejen velik korak naprej. Večletne izkušnje z EMS so na več primerih pokazale, kako pomembni sta vzdržna nominalna konvergenca in fiskalna disciplina.

Proti koncu 80. let so ponovno oživele razprave o izvedljivosti evropske ekonomske in monetarne unije (EMU). Evropski svet je pooblastil odbor strokovnjakov, ki mu je predsedoval Jacques Delors, da pripravi predlog za uresničitev EMU. Poročilo, ki ga je pripravil odbor (Delorsovo poročilo) je bilo vključeno v Maastrichsko pogodbo, ki so jo voditelji držav ali vlad EU podpisali leta 1992, vse države članice EU pa ratificirale do leta 1993. S pogodbo so bili položeni temelji za uvedbo enotne valute desetletje kasneje. V obdobju, ki je sledilo, se je konvergenčni proces nadaljeval s potrebnimi institucionalnimi pripravami. Evropski monetarni inštitut (EMI), ki je bil ustanovljen leta 1994, je začel pripravljati regulativni, organizacijski in logistični okvir za novi nadnacionalni centralnobančni sistem. Te temeljne priprave so bile ključne za vzpostavitev ECB in ESCB, saj jima je omogočil, da opravljata svoje naloge in pripravita pogoje za uvedbo enotne valute.

Maja 1998 je Svet Evropske unije sklenil, da je 11 držav izpolnilo konvergenčne kriterije oz. sklop pogojev za uvedbo eura. Nato sta bila 1. junija 1998 ustanovljena ECB in ESCB. Dokler vse države članice EU ne sprejmejo eura, je glavni akter Eurosistem, ki vključuje ECB in nacionalne centralne banke držav euroobmočja.

Spočetka sta se Evropska centralna banka in Eurosistem morala spopasti z vrsto resnih izzivov. Posebej si je ECB kot nova ustanova morala pridobiti zaupanje javnosti in finančnih trgov ter dokazati, da je sposobna vzdrževati cenovno stabilnost. Kot povsem nova ustanova je morala oblikovati tudi okvir za učinkovito sodelovanje z nacionalnimi centralnimi bankami v Eurosistemu. Te naloge so bile še posebej zahtevne, ker je bil institucionalni in ekonomski okvir, v katerem so delovale, povsem nov. Euro je namreč vzpostavil novo ekonomsko in

finančno enoto, katere značilnosti niso bile podrobno preučene in katere implikacije niso bile v celoti razumljene.

Pričujoča posebna izdaja mesečnega biltena ob 10. obletnici ECB skuša zajeti vse delo, ki sta ga v teh zahtevnih in vznemirljivih desetih letih opravila ECB in Eurosistem, ter predstaviti najpomembnejše dosežke v tem obdobju. Obravnava tudi vrsto prihodnjih izzivov, s katerimi se bo ECB morala soočiti v okviru svojih pristojnosti. Pri oceni delovanja ECB in Eurosistema izstopata dva vidika.

- Prvič, z leti je denarna integracija napredovala vzporedno z gospodarskim povezovanjem. Evropska pot do EMU je zgodovinsko povsem nov pojav, saj temelji na konceptu enotnega trga med suverenimi državami. S tem se precej razlikuje od večine denarnih unij v preteklosti, kjer je oblikovanje politične unije (nacionalne države) utrlo pot za vzpostavitev enotnega trga z enakimi pogoji za podjetja in prebivalstvo. Pričakujemo, da bo euro blagodejno vplival na nadaljnje gospodarsko in finančno povezovanje. Ta vidik predstavljajo 4., 5. in 6. poglavje, ki obravnavajo realno ekonomsko integracijo, vse večjo trgovinsko odprtost in integracijo finančnih trgov.
- Drugič, odločanje v Eurosistemu je centralizirano, izvajanje sklepov pa decentralizirano. Decentralizacija Eurosistema ima tri ključne prednosti. Prva je, da ECB lahko uporablja znanje, infrastrukturo in operativne zmogljivosti nacionalnih centralnih bank Eurosistema. Druga prednost je, da nacionalne centralne banke omogočajo komunikacijo med ECB in ljudmi v euroobmočju, saj govorijo njihov jezik in poznajo njihovo kulturo. Tretja prednost pa je v tem, da nacionalne centralne banke kreditnim institucijam v vsaki državi omogočajo dostop do centralnobančnega omrežja, kar je pomemben dejavnik glede na velikost euroobmočja in dolgoletne odnose med nacionalnimi bančnimi skupnostmi in njihovimi centralnimi bankami. Ta okvir je v

zadnjem desetletju dobro deloval. Uspešno se je prilagodil tudi širitvi Evropske unije in euroobmočja.

V teh desetih letih si je ECB po vsem svetu ustvarila velik ugled. Pomembno je, da to verodostojnost ohrani, hkrati pa se mora uspešno spopasti z vsemi prihodnjimi izzivi, ko bo euroobmočje vstopilo v drugo desetletje. Ta jubilejna izdaja mesečnega biltena ob 10. obletnici ECB kaže, da imamo v mnogih pogledih skupno usodo.

EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK (ESCB)



EUROSISTEM





I UVOD

„...da bi vsi ljudje delali skupaj, da jim pokažemo, da imajo kljub razlikam skupen interes, ki seže preko meja in jih presega.”

Jean Monnet

V posebni številki mesečnega biltena boste našli pregled prvih deset let delovanja Evropske centralne banke (ECB) in Eurosistema, ki ga sestavljajo ECB in centralne banke držav Evropske unije, ki so že uvedle euro. Tu opisujemo, kako sta nova institucija in sistem delovala v prvem burnem desetletju, in se oziramo v prihodnost k izzivom, s katerimi se bosta srečala v naslednjih desetih letih in kasneje.

ECB izpolnjuje svoj poglavitni cilj – ohranja stabilnost cen – njena strategija denarne politike pa je verodostojna in razumljiva. Čeprav je določanje enotne denarne politike najbolj vidna naloga ECB, še zdaleč ni edina. ECB mora za izpolnitev svojih ciljev izvajati različne naloge in dejavnosti, od katerih so nekatere določene tudi v Maastrichtski pogodbi, druge pa dopolnjujejo proces določanja denarne politike. Posebna številka biltena bo tako v pomoč pri boljšem razumevanju različnih drugih nalog ECB in Eurosistema.

Z ustanovitvijo ECB in ESCB ter uvedbo eura je nastala nova institucionalna ureditev ekonomske in monetarne unije (EMU). V tej ureditvi je centralizirana denarna politika združena z decentralizirano javnofinančno in strukturno politiko. V 2. poglavju je razloženo, kako je bila pristojnost za enotno denarno politiko prenesena na nadnacionalno raven (tj. na raven Skupnosti). Novoustanovljeni instituciji, ki je odgovorna za oblikovanje denarne politike (tj. ECB), je Pogodba dodelila precejšnjo neodvisnost. Sem sodi institucionalna neodvisnost skupaj z osebno, finančno in funkcionalno neodvisnostjo. V novi Lizbonski pogodbi je ECB navedena kot ena od institucij Evropske unije. To kaže na dejstvo, da denarne politike ni mogoče deliti in da morajo biti centralne banke pri zagotavljanju cenovne stabilnosti neodvisne. Nasprotno je javnofinančna politika bolj učinkovita, če je določena na nacionalni ravni – pri čemer zanjo veljajo načela Pakta za stabilnost in rast – s čimer je mogoče lažje upoštevati nacionalne značilnosti in institucionalno ureditev. Strukturne politike so tudi določene na nacionalni ravni, vendar morajo biti medsebojno strokovno pregledane in usklajene znotraj okvira lizbonske strategije.

V novi institucionalni ureditvi EMU so ob vse večji medsebojni odvisnosti držav euroobmočja predvideni postopki medsebojnega usklajevanja. ECB in Eurosistem morata zato izmenjavati informacije in morata biti ves čas v stiku z več drugimi evropskimi institucijami in organi, kot je na primer svet, ki združuje ministre za finance (Ekonomsko-finančni svet), ter z različnimi pripravljalnimi odbori, Euroskupino in Evropsko komisijo. ECB mora poročati tudi Evropskemu parlamentu. Od septembra 1998 dalje smo lahko z delom na tem področju zadovoljni. Tudi politike na nacionalni ravni naj upoštevajo potrebe Skupnosti, saj se povezovanje euroobmočja vse bolj krepi.

Svet ECB je odgovoren za oblikovanje denarne politike euroobmočja in za določanje smernic, ki so potrebne za njeno izvajanje. Oktobra 1998 je storil natanko to: objavil je stabilnostno usmerjeno strategijo denarne politike, katere poglavitni cilj je stabilnost cen, kot to določa Maastrichtska pogodba. Strategijo – ki je bila natančneje pojasnjena leta 2003 – določata dva glavna elementa: številčna opredelitev stabilnosti cen ter dvostebni okvir. Prvi element pomeni, da je poglavitni cilj ECB ohraniti inflacijo pod dvema odstotkoma, vendar blizu te meje. Pravzaprav gre za širše soglasje, da lahko denarna politika z ohranjanjem cenovne stabilnosti največ prispeva h gospodarski blaginji. Drugi element je dvostebni okvir, ki temelji na ekonomski in denarni analizi. Oba sta pomembna pri ocenjevanju različnih tveganj za stabilnost cen. Ekonomska analiza obravnava

ECB ima en poglavitni cilj: stabilnost cen

V institucionalni ureditvi EMU sta združena centralizirana denarna politika in...

...decentralizirana javnofinančna in strukturna politika...

...zato je treba izmenjavati informacije in se medsebojno usklajevati

Svet ECB določa denarno politiko



**Dvostebni analitični okvir
za euroobmočje**

**Za vzpostavitev
Eurosistema so bile
potrebne izredno obsežne
priprave**

**Gospodarske reforme so
ključne za nemoteno
delovanje euroobmočja**

**Monetarna unija
vpliva na gospodarstvo**

kratkoročno do srednjeročno obdobje. Temelji na širokem razponu ekonomskih in finančnih statističnih podatkov in kazalnikov, ki so pomembni pri prihodnjem gibanju cen. Denarna analiza pa nasprotno obravnava srednjeročno do dolgoročnejšo obdobje ter vidno vlogo pripisuje gibanju denarja in kreditov. Zaradi dvostebnega okvira je notranja analiza dobro strukturirana in omogoča lažje obveščanje širše javnosti in finančnih trgov.

V 3. poglavju so podrobno opisane ključne značilnosti in elementi strategije, njeno izvajanje ter vodenje denarne politike po uvedbi eura leta 1999. V tem poglavju je predstavljeno tudi obsežno delo, ki je bilo potrebno za zagotovitev delovanja Eurosistema. Med drugim je bilo treba vzpostaviti infrastrukturo za izvajanje enotne denarne politike, ECB pa je morala določiti svojo organizacijo in postopke. Poleg tega v tem poglavju poudarjamo dejstvo, da sta ECB in Eurosistem začela delovati z omejenim znanjem o tem, kako bo delovalo euroobmočje potem, ko bo denarno povezano. Vodenje denarne politike še v normalnih razmerah ni enostavno, po preobratu od preizkušenih nacionalnih politik k novi nadnacionalni politiki pa je to še posebno zahtevno. Od samega začetka je bilo veliko vloženega v raziskave, analize in statistiko, širok razpon modelov in orodij pa se še naprej razvija, kar omogoča pridobivanje ažurnih podatkov. Večina teh analiz je javnih in so strokovno pregledane, tako da so skupna dobrina.

V 4. poglavju so predstavljeni izzivi na področju posameznih politik in makroekonomska uspešnost euroobmočja. Analiza realnih gospodarskih gibanj in ekonomskih politik ima več ciljev: prispeva k prej omenjeni analizi v okviru dvostebne strategije in k analizi transmisije denarne politike ter omogoča ugotoviti, na katera makroekonomska gibanja vplivajo strukturne in javnofinančne politike in svetovna gibanja ter kakšen je njihov vpliv na inflacijske pritiske. V tem poglavju so predstavljeni trendi v realni gospodarski rasti in produktivnosti ter gibanja na trgu dela v teh desetih letih v euroobmočju. Izjemen dosežek je dejstvo, da je celoten okvir EMU v zadnjih desetih letih spodbujal vztrajno rast zaposlenosti. Predstavljena je tudi javnofinančna politika in nekatera splošna dejstva o razlikah v realni gospodarski rasti in inflaciji med državami.

Iz tega poglavja se je mogoče marsičesa naučiti. V prihodnjem obdobju so strukturne reforme in zdrava javnofinančna politika ključne za splošno makroekonomsko stabilnost in uspešnost na teh področjih, kar pomeni visoko zaposlenost in gospodarsko rast, nizko naravno brezposelnost in majhne razlike v razvoju med državami. Razlike v stroških in inflaciji med državami, ki so posledica neustreznega gibanja plač ter javnofinančne in strukturne togosti, lahko zmanjšajo konkurenčnost in negativno vplivajo na zaposlenost in gospodarsko rast. Ustrezno prilagajanje posebnim šokom bi morali zagotoviti prek prožnega trga dela in trgov proizvodov, dokončanja enotnega trga ter prek dobro zasnovane in vzdržne javnofinančne politike. Države, ki nameravajo uvesti euro v prihodnje, naj v svojem konvergenčnem procesu navedena vprašanja upoštevajo in se za pridružitvev euroobmočju dobro pripravijo.

Euro počasi spreminja gospodarstva euroobmočja. Na poslovnem področju so se nekateri stroški (npr. zamenjava valut ali zaščita pred nestabilnimi tečaji) zmanjšali ali pa so povsem izginili, stroški zbiranja informacij (npr. mednarodno primerjanje cen blaga in storitev) pa se znižujejo. Euro bo s povečano preglednostjo cen in preprečevanjem cenovne diskriminacije okrepil enotni trg, tj. odstranil preostale ovire pri pretoku blaga, storitev in ljudi. S tem naj bi prispeval k zmanjšanju segmentacije trgov in spodbujal konkurenco. Euro je v primerjavi z večjim številom valut bolj učinkovit tudi kot menjalno sredstvo in obračunska enota. V posebni številki mesečnega biltena obravnavamo tudi različne načine, kako euro prispeva k spreminjanju finančnih trgov in k makroekonomski uspešnosti euroobmočja. Takšni učinki, ki krepijo povezanost euroobmočja, pa delujejo počasi in lahko traja več let, preden se v celoti razvijejo.

Eno od področij, kjer je spremembe že mogoče izmeriti, je mednarodni pomen eura. V 5. poglavju obravnavamo pet področij: blagovno in storitveno menjavo, kapitalske tokove, mednarodno vlogo eura ter odnose ECB s tretjimi državami in mednarodnimi institucijami in organi. Ocenjujemo gibanja med državami euroobmočja (tj. znotraj euroobmočja) ter med celotnim euroobmočjem in preostalim svetom (tj. zunaj euroobmočja). Nepotrjeni podatki in ekonomske analize kažejo, da euro spodbuja trgovinsko menjavo, neposredne tuje naložbe in čezmejne portfeljske naložbe med državami euroobmočja. To je tako, kot da bi euroobmočje investiralo samo vase. S spodbujanjem trgovinske menjave znotraj euroobmočja je euro povečal konkurenco znotraj euroobmočja in okrepil zblíževanje zunanjetrgovinskih cen. Euro je prek prerazporeditve kapitala, zlasti v predelovalnih dejavnostih, omogočil tudi večjo učinkovitost v domačih in gostujočih državah. S spodbujanjem portfeljskih tokov med državami euroobmočja je euro prispeval tudi k razpršenosti tveganj pri naložbah in potrošnji. Takšne spremembe naj bi se v prihodnje nadaljevale. Mednarodni pomen eura in njegova uporaba kot rezervne in transakcijske valute se povečujeta. Euro je zdaj druga najpomembnejša mednarodna valuta za ameriškim dolarjem, ki pa ima večji svetovni doseg.

V zadnjih desetih letih sta ECB in ESCB posebno pozornost posvečala ustreznemu delovanju finančnega sistema. Centralne banke se zanimajo za finančni sistem in njegovo stabilnost iz dveh razlogov. Prvi je ta, da mora za izpolnitev glavne naloge (tj. zagotovitev stabilnosti cen) finančni sistem dobro delovati. Ker finančni sistem predstavlja glavni kanal, prek katerega se izvaja enotna denarna politika, je stabilen in učinkovit finančni sistem nujen za nemoteno in učinkovito transmisijo ukrepov denarne politike v celotnem euroobmočju. Poleg tega so centralne banke večinoma odgovorne za nemoteno delovanje plačilnih in poravnalnih sistemov, ta cilj pa je tesno povezan z varnostjo in učinkovitostjo finančnega sistema kot celote. Drugi razlog je dejstvo, da dobro delujoč finančni sistem časovno in prostorsko učinkoviteje razporeja vire in je zato pomemben pri doseganju višje in bolj vzdržne gospodarske rasti. To je pomemben cilj javne politike in ga aktivno podpirajo tudi centralne banke.

Euroobmočje je večnacionalno. Od začetka je bil eden od ključnih ciljev Eurosistema izboljšati delovanje finančnih trgov, tj. spodbujati evropsko finančno integracijo. V 6. poglavju proučujemo napredek, ki je bil dosežen pri finančni integraciji od uvedbe eura, glavne gonilne sile in ovire na tem področju ter prispevek ECB in Eurosistema k procesu integracije. Tu poudarjamo, da ECB in Eurosistem spodbujata finančno integracijo na štiri glavne načine: (i) s krepitvijo znanja, povečevanjem osveščenosti in spremljanjem napredka pri finančni integraciji; (ii) s tem da delujeta kot katalizator pri tržnih pobudah, katerih cilj je finančna integracija, npr. pri vzpostavitvi enotnega območja plačil v eurih (SEPA); (iii) s svetovanjem o zakonodajnem in regulativnem okviru za finančne storitve v EU; (iv) z zagotavljanjem centralnobančnih storitev, kot so npr. tehnične zmogljivosti za bruto poravnavo eurskih plačil v realnem času (TARGET) in čezmejno obdelavo finančnega premoženja za zavarovanje terjatev (CCBM) ter pobuda TARGET2-Securities, katere cilj je ponuditi poravnavo v centralnobančnem denarju pri poslih z vrednostnimi papirji.

V 7. poglavju se osredotočamo na še eno osrednjo pristojnost Eurosistema, in sicer varovanje finančne stabilnosti. Ta naloga je v zadnjih nekaj letih postala vse bolj pomembna, saj se je finančni sektor v primerjavi z realnim gospodarstvom precej razširil, tako da se je gospodarski pomen finančne stabilnosti povečal. Čeprav lahko Eurosistem z zagotavljanjem cenovne stabilnosti na splošno največ prispeva k finančni stabilnosti, ta cilj dosega še na dva posebna načina. Prvič, Eurosistem izvaja nekatere naloge s področja finančne stabilnosti na ravni euroobmočja. Sem sodita spremljanje in ocenjevanje finančne stabilnosti v euroobmočju (ECB na to temo dvakrat letno objavlja pregled finančne stabilnosti – *Financial Stability Review*) ter izvajanje tržnih operacij, katerih cilj je obravnavati splošne finančne šoke in ublažiti napetosti na denarnem trgu

Mednarodni vidiki
eura

ECB/ESCB pozorno
spremljata finančni
sistem

Eurosistem spodbuja
finančno integracijo...

...in prispeva k finančni
stabilnosti

**Kakovostna statistika
je nujna za poglobljeno
analizo**

euroobmočja. Drugič, Eurosistem ima pomembno vlogo pri oblikovanju politike finančne stabilnosti, ki jo vodijo pristojni nacionalni organi in organi EU, kamor sodijo tri glavne dejavnosti: (i) podpora pri spremljanju in ocenjevanju finančne stabilnosti na nacionalni ravni in na ravni EU, (ii) svetovanje o finančni ureditvi in nadzoru ter (iii) prispevanje k obvladovanju finančnih kriz. Poleg tega je Eurosistem neposredno odgovoren za pregled nad delovanjem tržnih infrastruktur, predvsem plačilnih sistemov, kar tudi krepi stabilnost finančnega sistema. V tem poglavju so opisane pristojnosti Eurosistema in glavni dosežki na področju finančne stabilnosti in pregleda.

V 8. poglavju je razložen pomen visokokakovostnih statističnih podatkov za euroobmočje in zakaj ECB potrebuje celovit sklop pravočasnih, zanesljivih in medsebojno skladnih denarnih, finančnih in gospodarskih statističnih podatkov, da bi lahko izvajala svoje naloge in zlasti ocenjevala tveganja za cenovno stabilnost. V tem poglavju je predstavljen tudi harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin, ki ga ECB uporablja pri ocenjevanju stabilnosti cen. Od leta 1999 dalje se je obseg statističnih podatkov ESCB skoraj potrojil. Denarna, finančna in zunanja statistika se redno objavlja v skladu s standardi visoke kakovosti. Referenčna dokumentacija je vedno na voljo in je prispevala k razvoju svetovnih statističnih standardov, npr. o denarni in finančni statistiki. Različni statistični podatki so sedaj povezani v popolnoma razvite četrtletne finančne in nefinančne račune za euroobmočje. V statistični prilogi na koncu te posebne številke so predstavljene nekatere mednarodne primerjave.

**Monetarna unija v
naših žepih**

V 9. poglavju so z različnih vidikov predstavljeni eurobankovci, skupaj s kratkim opisom njihovega razvoja v devetdesetih letih in uvedbo v letu 2002. Poglavje zajema pretekla in tudi prihodnja dogajanja ter daje informacije o obtoku valute in upravljanju z njo. Bankovci so resnično viden in uspešen simbol EMU ter predstavljajo velik dosežek glede na obsežno načrtovanje in organizacijo, ki sta bila potrebna za njihovo uvedbo.

Posebna številka mesečnega biltena kaže, da je mogoče uspešnost ECB in Eurosistema v teh desetih letih presoјati z različnih časovnih obdobj. Pri tem je mogoče najti neko skupno nit, ki nakazuje tudi izzive v prihodnosti.

**V odborih se
razpravlja z vidika
euroobmočja**

- V Eurosistemu je centralizirano sprejemanje odločitev združeno z decentraliziranim izvajanjem prek nacionalnih centralnih bank. To velja za vse naloge in dejavnosti, ki so predstavljene v tej posebni številki. Z organizacijskega vidika se v raznih strokovnih odborih in delovnih skupinah srečujejo strokovnjaki iz ECB in nacionalnih centralnih bank. Odbori in delovne skupine prispevajo k redni obdelavi ogromnega števila podatkov in informacij iz vseh držav euroobmočja. S tem je mogoče združiti najboljše izkušnje in znanje nacionalnih centralnih bank Eurosistema, hkrati pa se v teh odborih in delovnih skupinah razpravlja z vidika euroobmočja. Takšen okvir se lahko nadalje razvija in se je izkazal za uspešnega pri širitvi.

**Ni se točno vedelo,
kako bo delovalo
euroobmočje**

- Začetki Eurosistema so bili skromni. Znanje o tem, kako bo euroobmočje delovalo potem, ko bo denarno povezano, je bilo omejeno. Medtem ko je vodenje denarne politike v negotovem okolju s številnimi šoki izziv za vsako centralno banko, je bil ta izziv v začetnih letih euroobmočja še posebno velik predvsem zaradi novosti same, kot je predstavljeno v 3. poglavju. Zaradi tega je bilo treba od samega začetka veliko vložiti v analitična orodja, raziskave in statistiko, kot je prikazano v 3., 4., 5., 6. in 8. poglavju. Razvit je bil širok sklop modelov in drugih analitičnih orodij, ki se zdaj uporabljajo in se ves čas izboljšujejo. Večina analiz in informacij je javnih in so dostopne na spletnem mestu ECB in v njenih publikacijah. Vse so javno in strokovno pregledane.

- Strategija denarne politike ECB temelji na najboljših izkušnjah nacionalnih centralnih bank Eurosistema, to znanje pa je dopolnjeno z novimi elementi. Ker je mandat po Pogodbi ohranjanje stabilnosti cen, je Svet ECB jasno opredelil inflacijski cilj. To po drugi strani povečuje preglednost in odgovornost ECB. Ekonomska analiza in denarna analiza (dvostebni okvir) dajeta dva dopolnjujoča si pogleda, s katerih je mogoče oceniti tveganja za stabilnost cen. Analizi zagotavljata tudi organizacijski okvir za notranjo analizo in zunanje komuniciranje. Strategija je sedaj dobro razumljiva in verodostojna. Verodostojnost omogoča lažje zasidranje dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj in zmanjšanje nihanja inflacije. V 2., 7. in 9. poglavju posebne številke je prikazano, kako nemoteno delovanje strategije denarne politike ECB podpira razne druge naloge ECB in Eurosistema.
- Euro naj bi deloval kot katalizator pri gospodarski in finančni integraciji, kar naj bi zajemalo tudi tržne sile, institucionalne in organizacijske spremembe ter zakonodajne ukrepe. Takšne spremembe pa potrebujejo dovolj časa, da se uveljavijo. Navsezadnje se je proces gospodarskega, finančnega in denarnega povezovanja začel v 50. letih prejšnjega stoletja in je od takrat postopno napredoval. Odločitev o uvedbi eura je temeljila na trdnem prepričanju, da so države euroobmočja nanj pripravljene in da bo nova enotna valuta pognala proces zблиževanja teh držav. Hkrati ostajajo številni izzivi, o katerih je govora tudi v posebni številki mesečnega biltena. V nekaterih državah euroobmočja še vedno obstaja vrzel med zaznano inflacijo v javnosti in dejansko izmerjeno inflacijo, kar je obravnavano v 3. poglavju. Gospodarstva euroobmočja bi morala okrepiti tudi prožnost in odpornost proti zunanjim šokom, kar je tema 4. poglavja. Poleg tega vzporedno z globalizacijo poteka evropsko regionalno povezovanje, ki ima tudi daljnosežen in korenit vpliv, kot je prikazano v 5. in 6. poglavju. Euro se bo moral razvijati naprej v okolju takšnih pritiskov z ene in druge strani.
- Z dejstvom, da euroobmočje postaja medsebojno bolj povezano kot kdajkoli prej, se spreminja tudi naš pogled na ekonomsko in monetarno unijo. Euro je hkrati tudi pomemben simbol evropske identitete.

Euro sedaj uporablja 320 milijonov prebivalcev v euroobmočju in ima večji mednarodni obtok kot valute, ki jih je zamenjal, ter je v vse večji uporabi na mednarodnih finančnih trgih, kot je predstavljeno v 5. poglavju. V pričujoči številki ob 10. obletnici želimo pokazati, da je euro že prinesel številne prednosti, med drugim stabilnost cen in nizke obrestne mere. Te prednosti spodbujajo druga pozitivna gibanja, ki potekajo počasi, vendar vztrajno, in med drugim vključujejo večji obseg blagovne in storitvene menjave ter večjo finančno integracijo, ki po drugi strani spodbuja finančno poglobljanje in modernizacijo. V zapletenem mednarodnem okolju je izjemno velika tudi odpornost gospodarstev. Menimo, da so ti dosežki v veliko podporo pri spopadanju s sedanji in prihodnji izzivi euroobmočja ter spodbujajo prilagajanje nacionalnih gospodarstev. V 10. poglavju je nekaj zaključnih misli, v tabeli spodaj pa so navedeni nekateri glavni institucionalni dogodki v zgodovini Eurosistema.

Območje cenovne stabilnosti je zdaj večje

Euro spodbuja integracijo

Euro je omogočil stabilnost cen in nizke obrestne mere

Ključni institucionalni dogodki v zgodovini Eurosistema, 1998–2008

1998		Glej:
maj	Evropski svet ugotovi, da 11 držav izpolnjuje konvergenčne kriterije in lahko uvede euro (tretja faza EMU).	Predgovor
junij	Ustanovljena sta ECB in ESCB.	Zgodovinsko ozadje
september	Predsednik ECB prvič nastopi pred Evropskim parlamentom.	2. poglavje
oktober	Predsednik ECB prvič sodeluje na zasedanju G7.	
oktober	Objavljena je strategija denarne politike.	3. poglavje
november	Svet EU sprejme Uredbo o zbiranju statističnih informacij s strani ECB.	8. poglavje
december	Objavljena je referenčna vrednost za rast denarja.	
december	ECB v Mednarodnem denarnem skladu (MDS) dobi status opazovalke.	
december	Menjalna razmerja so nepreklicno določena.	Zgodovinsko ozadje
1999		
januar	Uveden je euro kot knjižni denar. Vzpostavljena je enotna denarna politika za euroobmočje.	2. poglavje
januar	Vzpostavljen je ERM II z Dansko in Grčijo kot prvimi članicami.	2. poglavje
april	Dogovor Eurosistema v zvezi z izredno likvidnostno pomočjo.	7. poglavje
julij	V več tiskarnah se začne izdelava eurobankovcev.	9. poglavje
november	ECB postane članica Banke za mednarodne poravnave (BIS).	
2000		
marec	Evropski svet sprejme lizbonsko strategijo.	2. poglavje
2001		
januar	Grčija se pridruži euroobmočju.	2. poglavje
april	Sprejet je memorandum o soglasju na ravni EU med pregledniki plačilnih sistemov in bančnimi nadzorniki.	7. poglavje
avgust	Eurobankovci so predstavljeni javnosti.	9. poglavje
september	Začne se predobava eurobankovcev in eurokovancev.	9. poglavje
2002		
januar	Zamenjava gotovine v euro; do konca februarja 2002 so eurobankovci in eurokovanci edino zakonito plačilno sredstvo v vseh državah euroobmočja.	9. poglavje
november	ECB prvič objavi poročilo o strukturi bančništva v EU.	7. poglavje
2003		
februar	ECB prvič objavi poročilo o stabilnosti bančnega sektorja v EU.	7. poglavje
marec	Sprejet je memorandum o soglasju na ravni EU o sodelovanju med nadzornimi organi in centralnimi bankami v primeru finančnih kriz.	7. poglavje
marec	Sprejet je memorandum o soglasju, ki določa odgovornost za ekonomsko in finančno statistiko na ravni Skupnosti med ECB in Eurostatom.	8. poglavje
maj	ECB pojasni strategijo denarne politike.	3. poglavje
2004		
marec	Operativni okvir je spremenjen.	3. poglavje
maj	Nacionalne centralne banke desetih novih držav članic EU se pridružijo ESCB.	2. poglavje
junij	Valute Estonije, Litve in Slovenije vstopijo v ERM II.	2. poglavje
december	ECB prvič objavi poročilo o finančni stabilnosti.	7. poglavje
2005		
marec/april	Ponovno se začne izvajati lizbonska strategija, potem ko jo je pregledala skupina na visoki ravni pod predsedstvom Wima Koka.	2. poglavje
marec/junij	Pakt za stabilnost in rast je reformiran.	2. poglavje
maj	Sprejet je memorandum o soglasju na ravni EU o sodelovanju med nadzornimi organi, centralnimi bankami in finančnimi ministrstvi v primeru finančnih kriz.	7. poglavje
maj	Valute Cipra, Latvije in Malte vstopijo v ERM II.	2. poglavje
avgust	Eurosistem objavi prispevek k posvetovanju Komisije o politiki finančnih storitev v EU (2005–2010).	7. poglavje
september	ECB prvič objavi kazalnike o finančni integraciji v euroobmočju.	6. poglavje
november	Slovaška krona vstopi v ERM II.	

Ključni institucionalni dogodki v zgodovini Eurosistema, 1998–2008

2006		
julij	Sprožena je pobuda TARGET2-Securities.	6. poglavje
2007		
januar	Slovenija se pridruži euroobmočju.	2. poglavje
januar	Nacionalni centralni banki Bolgarije in Romunije se pridružita ESCB.	2. poglavje
marec	ECB prvič objavi poročilo o finančni integraciji v Evropi.	6. poglavje
maj	Objavljena je „Javna zaveza v zvezi s statistično funkcijo ESCB“.	8. poglavje
junij	ECB in Eurostat prvič skupaj objavita integrirane četrtletne ekonomske in finančne račune euroobmočja po institucionalnih sektorjih.	8. poglavje
november	Eurosistem objavi prispevek k pregledu Lamfalussyjevega okvira za finančno ureditev in nadzor.	7. poglavje
december	Podpisana je Lizbonska pogodba.	2. poglavje
2008		
januar	Malta in Ciper se pridružita euroobmočju.	2. poglavje
april	Objavljen je okvir ECB o kakovosti statistike.	8. poglavje
april	Sprejet je dogovor o novem memorandumu o soglasju na ravni EU o sodelovanju med nadzornimi organi, centralnimi bankami in finančnimi ministrstvi v primeru finančnih kriz.	7. poglavje

Svet ECB, junija 1998

Zadnja vrsta

(od leve proti desni):

Luis Ángel Rojo,
Alfons Verplaetse,
Antonio Fazio,
Yves Mersch,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Jean-Claude Trichet,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

Sprednja vrsta

(od leve proti desni):

Eugenio Domingo Solans,
Otmar Issing, Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Sirrka Hämäläinen,
Tommaso Padoa-Schioppa



Svet ECB, junija 2008

Zadnja vrsta

(od leve proti desni):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

Srednja vrsta

(od leve proti desni):

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

Sprednja vrsta

(od leve proti desni):

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides



Vítor Constâncio, Mario Draghi in Guy Quaden pri fotografiranju niso bili prisotni.



Razširjeni svet ECB, junija 1998

Zadnja vrsta

(od leve proti desni):

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio, Urban Bäckström, António José Fernandes de Sousa, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Nout Wellink, Lucas D. Papademos, Edward A. J. George, Maurice O'Connell, Hans Tietmeyer,

Sprednja vrsta

(od leve proti desni):

Alfons Verplaetse, Yves Mersch, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Jean-Claude Trichet



Razširjeni svet ECB, junija 2008

Zadnja vrsta

(od leve proti desni):

Erkki Liikanen, András Simor, Klaus Liebscher, Nicholas C. Garganas, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Nout Wellink, Andres Lipstok

Srednja vrsta

(od leve proti desni):

John Hurley, Nils Bernstein, Christian Noyer, Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma, Stefan Ingves, Marko Kranjec, Mugur Constantin Isărescu

Sprednja vrsta

(od leve proti desni):

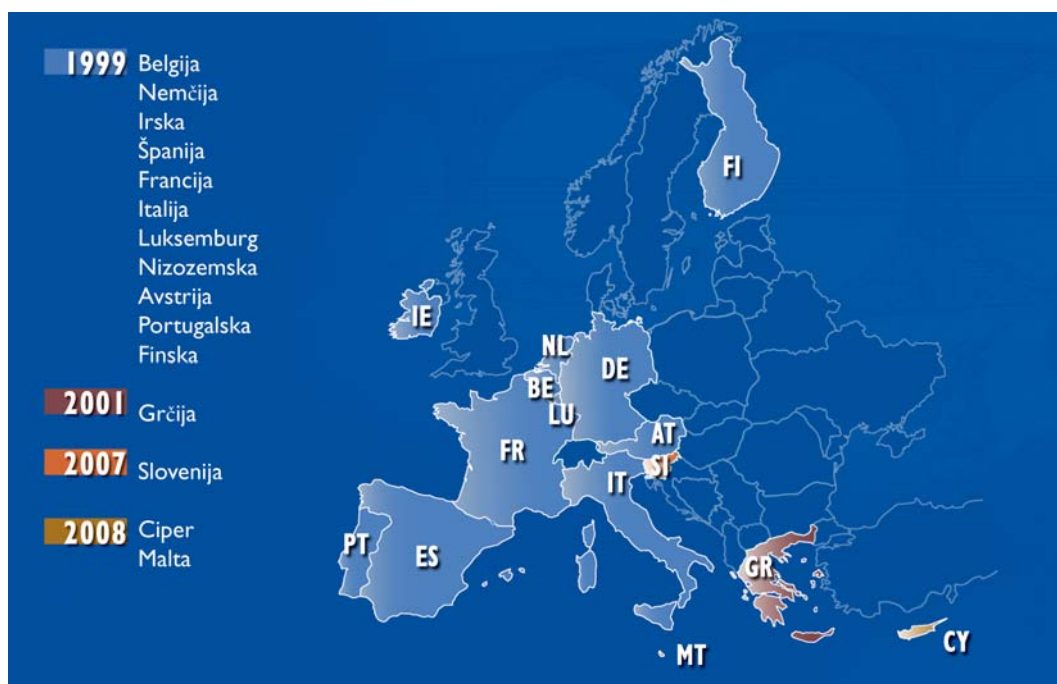
Miguel Fernández Ordóñez, Ivan Šramko, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Athanasios Orphanides, Yves Mersch

Vitor Constâncio, Mario Draghi, Ivan Iskrov, Mervyn King, Guy Quaden in Sławomir Skrzypek pri fotografiranju niso bili prisotni.

ŠIRITEV EVROPSKE UNIJE



ŠIRITEV EUROOBMOČJA 1999-2008



2 INSTITUCIONALNA UREDITEV IN DELOVANJE EUROOBMOČJA



V euroobmočju se makroekonomske politike vodijo na podlagi jasne porazdelitve odgovornosti. Pristojnost za denarno politiko je bila dodeljena nadnacionalni ravni, tj. ECB. Nasprotno so ekonomske politike ostale pretežno v domeni držav članic, vendar so predmet medsebojnega usklajevanja. Maastrichtska pogodba je Evropski centralni banki/Eurosistemu zagotovila neodvisnost, ki jo potrebuje za vodenje enotne denarne politike in izvajanje drugih nalog. Pogodba banki hkrati nalaga številne zahteve glede poročanja širši javnosti in njenim izvoljenim predstavnikom v Evropskem parlamentu. Poleg tega banka sodeluje tudi na številnih evropskih zasedanjih in si redno izmenjuje mnenja z institucijami Skupnosti.

Prvo desetletje ekonomske in monetarne unije (EMU) je pokazalo, da je takšna doslej popolnoma nova institucionalna ureditev, katere sestavni del je tudi ECB, v svojem bistvu zanesljiva. To dejstvo je dobilo svoje priznanje tudi v novi Lizbonski pogodbi, ki je pustila institucionalno ureditev v osnovi nespremenjeno. Vendar pa pomembni izzivi ostajajo. Zlasti bi morali nacionalni nosilci politik ravnati v skladu s svojimi odgovornostmi, ki jih imajo v okviru zdajšnje ureditve, kar bi povečalo makroekonomske uspešnosti euroobmočja.

To poglavje je urejeno takole: v razdelku 2.1 je na kratko opisana institucionalna ureditev euroobmočja in nekatere spremembe, ki so se zgodile v tem desetletju, v razdelku 2.2 je predstavljeno sodelovanje ECB z drugimi institucijami in organi Skupnosti, v razdelku 2.3 pa so navedeni koraki v procesu širitve euroobmočja in EU.

2.1 INSTITUCIONALNA UREDITEV

Institucionalna ureditev ekonomske in monetarne unije, ki jo je uvedla Maastrichtska pogodba, določa jasno porazdelitev odgovornosti med ravni Skupnosti in nacionalno ravni. Z uvedbo enotne valute se je pristojnost za denarno politiko euroobmočja prenesla na raven Skupnosti. Eurosistemu je bila zagotovljena velika mera neodvisnosti od političnega vplivanja, da bi lahko izpolnil svoj poglavitni cilj, ki je vzdrževanje stabilnosti cen. Nasprotno so ekonomske politike (na primer javnofinančna ali strukturna politika) ostale pretežno v domeni držav članic, vendar so hkrati del evropskega okvira, katerega cilj je zagotoviti disciplino. Glavni razlog za to razlikovanje je v tem, da je denarna politika v denarni uniji po svoji naravi nedeljiva, medtem ko morajo ekonomske politike upoštevati nacionalne značilnosti in nacionalno institucionalno ureditev, zaradi česar se bolj učinkovito izvajajo na nacionalni ravni. Poleg tega dejstvo, da so ekonomske politike pretežno v domeni nacionalnih vlad, prispeva tudi k določeni konkurenčnosti med politikami, kar naj bi pripomoglo k večji učinkovitosti in posnemanju najboljših praks.¹⁾

Enotna valuta spodbuja tudi tesnejše gospodarsko povezovanje držav, kar po drugi strani povečuje njihovo medsebojno odvisnost (v zadnjem desetletju so se zlasti povečali trgovinski in kapitalski tokovi, glej 5. poglavje). V razmerah vse večje medsebojne odvisnosti bi bili lahko pretirano decentralizirani in neusklajeni odzivi politik kontraproduktivni. Zlasti bi bilo samostojno odločanje manj učinkovito v primeru spopadanja z gospodarskimi šoki, ki na večino držav ali kar na vse države podobno vplivajo. Države članice morajo upoštevati tudi možne učinke prelivanja (tj. vpliva, ki ga ima sprememba politik v eni državi na ostale države). Nenazadnje morajo biti ekonomske politike vseh držav članic usmerjene v stabilnost, kar zagotavlja skladnost s poglavitnim ciljem enotne denarne politike. To je še pomembneje zdaj, ko države euroobmočja nimajo več na razpolago denarne in tečajne politike, zaradi česar se morajo pri spodbujanju konkurenčnosti in

Jasna porazdelitev
odgovornosti

1) Za podrobnejši opis zdajšnjega institucionalnega okvira glej članek „The economic policy framework in EMU“, ECB Monthly Bulletin, november 2001.

prilagajanju šokom naslanjati na druge politike. Vse to kliče po usklajevanju na področju ekonomskih politik. Takšno usklajevanje se lahko uresniči s pristopom, ki temelji na pravilih, tj. „trdih“ zakonih ali postopkih, ali z „mehkim“ pristopom, ki temelji na pritisku ali podpori med enakimi, tj. med državami članicami, in na dialogu na ravni Skupnosti.

Trije načini oblikovanja politik

Pogodba predvideva tri različne načine oblikovanja politik v EMU: (i) poln prenos pristojnosti na raven Skupnosti v primeru denarne politike; (ii) usklajevanje na podlagi pravil v primeru javnofinančne politike; (iii) „mehko“ usklajevanje v primeru ostalih ekonomskih politik. Spodnji razdelki se dotaknejo vsakega od teh področij politik.

Institucionalna ureditev je zanesljiva

Glavni sklep tega poglavja je, da je institucionalni okvir euroobmočja v prvih desetih letih nudil ustrezen okvir za delovanje EMU. Dejstvo, da se nova Lizbonska pogodba institucionalne ureditve EMU praktično ni dotaknila, je svojevrstno priznanje ustreznosti te ureditve.²⁾

RAVEN SKUPNOSTI

Neodvisnost, odgovornost in preglednost centralne banke

Ekonomska teorija in zgodovinski primeri prejšnjih desetletij prepričljivo dokazujejo, da je neodvisnost centralne banke predpogoj za doseganje in ohranjanje stabilnosti cen. Na podlagi tega je bila večstranska neodvisnost ECB določena v Pogodbi, ki daje legitimnost njeni neodvisnosti.

Neodvisnost centralnih bank: globalni trend

V zadnjih desetletjih je bil za razvoj okvira denarne politike v svetu značilen globalni trend k neodvisnosti centralnih bank. Kot ugotavljamo spodaj, je slednja večplasten koncept. Več pristojnosti in neodvisnosti, ki jo imajo centralne banke, kliče po demokratični legitimnosti, ki vključuje visoko stopnjo preglednosti pri vodenju denarne politike in intenzivno komuniciranje z javnostjo. K takšnemu razvoju dogodkov je prispevalo popolnoma drugačno razmišljanje ekonomistov, do katerega je prišlo v sedemdesetih letih s priznanjem vloge, ki jo imajo pričakovanja pri ekonomskem obnašanju subjektov.

Razlogi za neodvisnost centralne banke

Neodvisnost centralne banke, tj. njena izoliranost od političnih vplivov pri vodenju denarne politike, omogoča osredotočenost denarne politike na stabilnost cen in s tem lažje sidranje inflacije in inflacijskih pričakovanj na nizki ravni. Po obdobju visoke inflacije v sedemdesetih letih se je pojavilo vprašanje, zakaj centralne banke pustijo, da jim inflacija uide iz rok, in kako to preprečiti v prihodnje. Ena ključnih razlag je bila, da centralne banke izgubijo nadzor nad inflacijo zaradi svoje pomanjkljive neodvisnosti. Centralna banka, ki ni neodvisna, ne more verodostojno usmerjati denarne politike k stabilnosti cen, ker je lahko kadar koli plen politikov, ki želijo kratkoročno povečati gospodarsko rast na račun dolgoročno višje inflacije. Javnost se seveda tega problema zaveda in vnaprej pričakuje višjo inflacijo: to izniči domnevno kratkoročno korist višje inflacije, ki se kaže v obliki višje gospodarske rasti, tako da je edina gotova posledica trajno višja inflacija. Edina pot iz te zagate je, da se denarna politika zaupa neodvisni centralni banki z jasno opredeljenim mandatom ohranjanja stabilnosti cen.

Neodvisnost ECB ima štiri razsežnosti

Ekonomsko utemeljeno neodvisnost centralne banke je treba prevesti v obsežen in podroben pravni okvir. Za zagotovitev potrebne neodvisnosti ECB/ESCB je iz Pogodbe mogoče izpeljati spodaj opisane razsežnosti neodvisne denarne politike.

2) Lizbonsko pogodbo so podpisali voditelji držav ali vlad EU dne 13. decembra 2007. Spreminja Pogodbo o Evropski uniji in Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti, njen cilj pa je bolj demokratično, pregledno in uspešno delovanje Evropske unije. Lizbonska pogodba bi morala stopiti v veljavo leta 2009, ko jo bodo podpisale vse države članice.

Institucionalna neodvisnost ECB od vsakršnega vplivanja, tudi vladnega, je zajamčena v členu 108 Pogodbe. Ta člen izrecno določa, da pri izvajanju svojih pooblastil niti ECB niti noben član njenih organov odločanja ne smejo zahtevati ali sprejemati navodil od institucij ali organov Skupnosti, vlad držav članic ali katerih koli drugih organov. Pogodba nadalje določa, da morajo tudi institucije in organi Skupnosti ter vlade držav članic spoštovati to načelo ter da ne smejo poskušati vplivati na člane organov odločanja ECB. Institucionalno neodvisnost ECB dopolnjuje njena zakonodajna pristojnost in svetovalna vloga pri pripravi nacionalnih zakonskih določb in določb Skupnosti, ki spadajo v njeno pristojnost.

Določbe Pogodbe zagotavljajo, da ima ECB vse potrebne pristojnosti in pooblastila za izpolnitev svojega mandata, s čimer ji zagotavljajo funkcionalno neodvisnost. Tako ima na primer ECB izključno pristojnost za denarno politiko v euroobmočju. Popoln nadzor nad primarnim denarjem je zagotovljen z njenim monopolom nad izdajanjem bankovcev in odobritvijo, ki jo potrebujejo države članice za izdajanje kovancev. Poleg tega člen 101 Pogodbe s prepovedjo zadolževanja javnega sektorja pri Eurosistemu le-tega ščiti pred pritiski, da bi dopustil denarno financiranje javnega dolga.

Osebnostna neodvisnost članom Sveta ECB zagotavlja potrebno varnost mandata in pomaga pri izogibanju nasprotju interesov. Statut ECB/ESCB ščiti osebno neodvisnost organov odločanja ECB s tem, da določa relativno dolgo trajanje pogodb o zaposlitvi in prepoveduje odpoved delovnega razmerja zaradi vodenja denarne politike v preteklosti. Ključnega pomena pri tem je, da imajo centralni bančniki bistveno daljši mandat kot politiki: s tem imajo daljši horizont, tako da se lahko osredotočijo na srednjeročne zadeve, medtem ko imajo politiki kratkoročnejše cilje, ki se pokrivajo z volilnimi cikli.

Finančna neodvisnost, ki pomeni neodvisnost banke pri razpolaganju z njenimi finančnimi viri in dobičkom, je tudi pomembna, ker banki omogoča uspešno opravljanje nalog. VEMU je zagotovljena z lastnim proračunom, s katerim razpolaga ECB in je neodvisen od proračuna EU, ter z lastnim kapitalom ECB, ki so ga v celoti vpisale in vplačale nacionalne centralne banke Eurosistema.

V Lizbonski pogodbi je banka posebej navedena kot ena od institucij Evropske unije. Ta sprememba pravnega statusa ECB nima pomembnega vpliva na njen položaj v institucionalni ureditvi EU, ker Lizbonska pogodba ne spreminja nobene od njenih številnih značilnosti, kot so na primer poglobilni cilj in naloge, pristojnost sprejemanja pravnih aktov ter tudi lastna pravna osebnost in neodvisnost.

Daljnosežna neodvisnost, ki jo ECB zagotavlja Pogodba in Statut, mora biti ustrezno legitimirana, če naj bo skladna z demokratičnimi temelji evropske družbe. Potrebna je odgovornost širši javnosti in demokratično izvoljenim organom. Demokratična legitimnost neodvisne centralne banke je v različnih demokratičnih sistemih različno urejena. Prav tako se lahko razlikujejo mandati, odvisno od števila ciljev, ki jih centralna banka zasleduje.

Pri demokratični legitimnosti ECB/ESCB je treba poudariti tri elemente. Prvič, poglobilna vira demokratične legitimnosti sta ratifikacija Pogodbe in dopolnitev statuta nacionalnih centralnih bank z nacionalno zakonodajo. Drugič, prav tako pomemben element je imenovanje članov Sveta ECB, vključno s člani Izvršilnega odbora ECB in guvernerji nacionalnih centralnih bank, ki je v pristojnosti demokratičnih institucij. Tretjič, ECB je odgovorna za svojo politiko.

Neodvisnost kliče po
odgovornosti

**Večja neodvisnost
prinaša nižjo inflacijo**

Odgovornost pomeni, da mora državljanom in njihovim predstavnikom v parlamentu pojasniti, kako uresničuje svoj mandat. Še zlasti mora ECB na Evropski parlament, Svet in Komisijo, pa tudi na Evropski svet nasloviti letno poročilo o svoji denarni politiki in drugih dejavnostih (za več informacij o omenjenih institucijah glej razdelek 2.2). Poročilo mora predstaviti tudi Evropskemu parlamentu in Svetu. Še več, predsednika ECB ali druge člane Izvršilnega odbora lahko zaslišijo pristojni odbori Evropskega parlamenta, bodisi na zahtevo Evropskega parlamenta ali na njihovo lastno pobudo (obveznosti poročanja, ki jih ima ECB do Evropskega parlamenta, so razložene v razdelku 2.2).

Polaganje računov je lažje, če ima centralna banka jasen mandat, ki ga mora izpolniti. V EU Pogodba Evropski centralni banki/ESCB nalaga jasen poglavitni cilj, ki je ohranjanje stabilnosti cen. Če bi morala centralna banka zasledovati več ciljev, bi jo težje pozivali k odgovornosti v zvezi z izpolnjevanjem njenega mandata. Poleg tega je Svet ECB številčno opredelil cilj, ki ga je treba doseči, ter oblikoval primerno in celovito strategijo, ki jo mora pri tem zasledovati, kar vse omejuje diskrecijsko in subjektivno odločanje.

Dejstvo, da svetovno zmanjšanje inflacije in uspešno sidranje inflacijskih pričakovanj v zadnjih dveh desetletjih sovпада s svetovnim trendom neodvisnosti centralnih bank, predstavlja močan dokaz, da je neodvisnost centralne banke predpogoj za doseganje in ohranjanje stabilnosti cen. Takšno razlago podpirajo tudi empirični dokazi. Veliko število študij je pokazalo, da je večja neodvisnost centralnih bank v državah povezana z nižjo povprečno inflacijo.³⁾

DENARNA POLITIKA

Maastrichtska pogodba je odgovornost za enotno denarno politiko dodelila Evropski centralni banki in jo zadolžila za poglavitni cilj, tj. ohranjanje stabilnosti cen. Denarna politika podpira tudi splošne ekonomske politike Skupnosti, če to ne vpliva na ta poglavitni cilj. Takšna ureditev je zakoreninjena v načelu – ki ga podpirajo tudi empirični dokazi in akademske raziskave ter nenazadnje široko javno soglasje – da je ohranjanje stabilnosti cen največ, kar lahko denarna politika prispeva k doseganju ciljev ekonomskih politik Skupnosti, na primer k visoki stopnji zaposlenosti ter trajnostni in neinflatorni rasti. V 3. poglavju so predstavljene glavne značilnosti okvira in izvajanja denarne politike. V 4. poglavju pa je povzetek izkušenj prejšnjega desetletja, ki so potrdile zanesljivost in trdnost tega pristopa, poleg tega pa obravnava še makroekonomsko uspešnost euroobmočja.

**Svet ECB določa
denarno politiko**

V euroobmočju sklepe o denarni politiki sprejema Svet ECB, v katerem je šest članov Izvršilnega odbora ECB in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav, ki so del euroobmočja, in sicer po načelu „ena oseba, en glas“. Če je le mogoče in primerno, Svet ECB izvaja sklepe o denarni politiki prek operacij v nacionalnih centralnih bankah, v skladu z načelom operativne decentralizacije⁴⁾ (tako na primer izklicno obrestno mero v tedenskih operacijah glavnega refinanciranja določa ECB, medtem ko avkcije izvajajo nacionalne centralne banke s svojimi nasprotnimi strankami na trgu).

3) Glej P. Moutot, A. Jung and F. Mongelli (2008), „The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making”, Annex 1, ECB Occasional Paper No 79, za kratek pregled evidence in ponovno oceno.

4) Analiza načela decentralizacije in razlike glede na načelo subsidiarnosti je na voljo v Zilioli, ESZB-Satzung, Artikel 12, v: von der Groeben-Schwarze hrgb., Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union, 2003, peta izdaja, str. 427–428, in Zilioli, Selmayr, The Law of the ECB, Hart publishing 2001, str. 70–71.

Za euro velja režim prilagodljivega tečaja. To pomeni, da se zunanja vrednost eura – tako kot drugih pomembnih valut, na primer ameriškega dolarja – določa na trgu. Devizni tečaj torej ni instrument ekonomske politike. Dejansko ne bi imelo smisla uvesti eura, potem pa njegovo denarno politiko podrežati zunanjim namesto notranjim zahtevam. Stabilnost cen je cilj tako denarne kot tečajne politike, kar implicitno pomeni, da cilja deviznega tečaja ni. ECB pri vodenju svoje denarne politike upošteva devizni tečaj, če ta vpliva na gospodarsko situacijo in prihodnjo stabilnost cen.

NACIONALNA RAVEN

Fiskalna politika

Za nemoteno delovanje monetarne unije je potrebna proračunska disciplina. Nezdrave javnofinančne politike lahko namreč ustvarjajo pričakovanja ali politične pritiske na centralno banko, da dovoli višjo inflacijo, s čimer bi se zmanjšala zadolženost državnega sektorja, ali da ohranja nizke obrestne mere. Pogodba zato vsebuje več določb, ki preprečujejo takšna tveganja. Podrobnejši opis javnofinančnih politik in njihovih rezultatov je v 4. poglavju.

Pogodba v prvi vrsti izrecno prepoveduje, da bi centralne banke financirale javnofinančni primanjkljaj. Prav tako določa, da državni sektor ne sme imeti privilegiranega dostopa do finančnih institucij. Tu je še določba, znana kot „no bail-out“, ki jasno prepoveduje, da bi bile Skupnost ali posamezne države članice odgovorne za obveznosti katere druge države članice.

Pogodba državam članicam nalaga še obveznost izogibanja čezmernemu javnofinančnemu primanjkljaju. Države članice, ki ne spoštujejo najvišje dovoljenih meja javnofinančnega primanjkljaja in zadolženosti, kot so določene v Pogodbi priloženemu Protokolu o postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, se lahko tudi finančno kaznujejo.

Javnofinančni okvir se je bistveno okrepil leta 1997 z uvedbo Pakta za stabilnost in rast.⁵⁾ Preventivni del pakta je uvedel konkretniji postopek večstranskega nadzora, v okviru katerega morajo države euroobmočja predložiti program stabilnosti, ostale pa konvergenčni program. Ti letni programi predstavljajo gospodarska in javnofinančna gibanja v vsaki državi, njihove srednjeročne cilje javnofinančne politike ter ukrepe za dosego teh ciljev. Pakt predvideva tudi priporočilo Sveta v obliki zgodnjega opozorila. V korektivnem delu je pakt razjasnil in racionaliziral različne korake in časovni razpored postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

V „korektivnem delu“ je bila z reformo pakta leta 2005 uvedena večja prilagodljivost postopkov. Zlasti je bila razširjena uporaba diskrecijske pravice pri določanju čezmernega primanjkljaja in podaljšani so bili postopkovni roki. V „preventivnem delu“ je dopolnjeni pakt uvedel večjo samovoljo pri določanju srednjeročnega cilja javnofinančne politike in napredovanja k temu cilju. Mnogi opazovalci, vključno z ECB, so izrazili skrb, da bodo te spremembe spodkopale zaupanje v javnofinančni okvir in vzdržnost javnih financ v državah euroobmočja – ter na sploh povzročile večjo zapletenost in manjšo preglednost.

Strukturne politike

Pogodba od držav članic zahteva, da svoje ekonomske politike obravnavajo kot „zadevo skupnega pomena“. Širše smernice ekonomskih politik so temeljni kamen te ureditve. Pogodba določa tudi okvir večstranskega nadzora politik zaposlovanja, vključno s sprejetjem smernic politike

5) Pakt za stabilnost in rast, ki je bil sprejet junija 1997, sestavljajo Resolucija Evropskega sveta in uredbi št. 1466/97 in 1467/97. Glej tudi J. Stark, (2001), „The genesis of a pact“, v: Brunila, A., M. Buti in D. Franco (eds.), The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU. Basingstoke: Palgrave.

Režim prilagodljivega deviznega tečaja za euro

Potrebne so zdrave javnofinančne politike

Javnofinančne politike se usklajujejo na podlagi Pakta za stabilnost in rast

„Mehko“ usklajevanje strukturnih politik

zaposlovanja. Razen priporočil, ki jih lahko Svet da državam članicam, ki ne spoštujejo širših smernic ekonomskih politik, Pogodba ne predvideva nobenega mehanizma uveljavljanja ali sankcioniranja.

Strukturne politike so pomemben del splošnega usklajevanja ekonomskih politik. Takšno usklajevanje je „mehko“, kar pomeni, da se zlasti naslanja na pritisk in podporo skupine. Kot je obravnavano v 4. poglavju, so za nemoteno delovanje EMU potrebni zelo prilagodljivi in konkurenčni trgi, ker se države v poskusu ponovne vzpostavitve svoje konkurenčnosti sedaj ne morejo več zatekati k nekaterim mehanizmom prilagajanja iz obdobja pred EMU (npr. k devalvaciji svoje valute). Ekonomske politike na strani povpraševanja morajo upoštevati posebne pogoje v vsaki državi, zaradi česar je možno le „mehko“ usklajevanje takšnih politik, ki se od države do države razlikujejo.

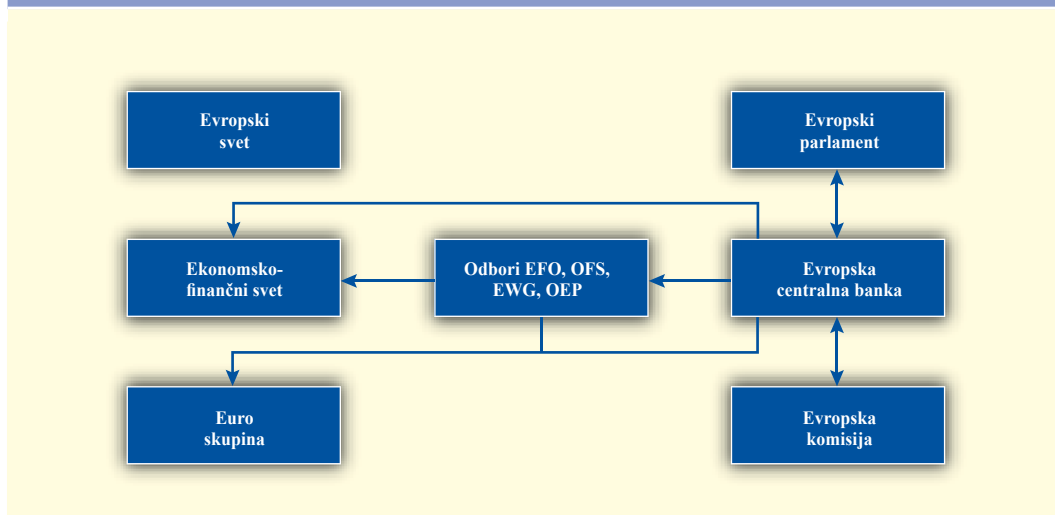
Marca 2000 je Evropski svet v Lizboni ta pristop izpopolnil s sprejetjem „lizbonske strategije“, s katero je zastavil ambiciozen program strukturnih reform, ki so namenjene krepitvi sposobnosti za rast v Evropski uniji. Strategija je uvedla dve institucionalni inovaciji: (i) „spomladanska zasedanja“, na katerih Evropski svet daje politično spodbudo in smernice na področju ekonomskih politik in strukturnih reform, ter (ii) nov, „odprt način usklajevanja“ (novo oblika upravljanja v EU) kot sredstvo krepitve sodelovanja na podlagi opredelitve „najboljših praks“.

Pet let po oblikovanju lizbonske strategije so bili njeni rezultati dokaj mešani. Po pregledu, ki ga je opravila skupina na visoki ravni pod predsedstvom Wima Koka, nekdanjega nizozemskega ministrskega predsednika, je Evropski svet na svojem spomladanskem zasedanju leta 2005 sklenil, da strategijo temeljito spremeni. Zlasti se je osredotočil na rast in zaposlovanje ter racionaliziral upravljanje, da bi okrepil nacionalno lastništvo strukturnih reform, s tem pa politično legitimnost celotnega procesa.

Evropski svet je na spomladanskem zasedanju leta 2005 tudi sklenil, da širše smernice ekonomskih politik in smernice politike zaposlovanja združi v en sam paket, integrirane smernice, ter tako poveča njihovo usklajenost. Integrirane smernice so bile nazadnje sprejete za triletno obdobje in se po potrebi letno dopolnjujejo. Poleg tega je veliko število poročil nadomestil nacionalni program reform, ki omogoča letno ocenjevanje doseženega napredka.

Glede na velikost euroobmočja razhajanja v ekonomski uspešnosti posameznih članic ne presenečajo (glej razdelek 4.3 o razlikah v makroekonomski uspešnosti med državami euroobmočja). Podobna opažanja veljajo za druga velika valutna območja, na primer za ZDA. Kljub temu vztrajnost, značilna za ekonomska razhajanja v euroobmočju, kaže na nezadostno prilagodljivost njegovih članic. Zaradi tega je nujno, da vlade ostanejo zavezane ciljem lizbonske strategije, če naj imajo koristi od EMU.

Slika I Odnosi ECB z drugimi institucijami/organi Skupnosti



2.2 POVEZANOST ECB Z DRUGIMI INSTITUCIJAMI IN ORGANI SKUPNOSTI

Zgoraj opisana institucionalna ureditev EMU zahteva intenzivnejše sodelovanje med institucijami Skupnosti in nadnacionalnimi institucijami. Ta razdelek dopolnjuje zgornja razmišljanja o splošnih načelih, na katerih sloni ureditev EMU. Še posebej se posveča sodelovanju med ECB in ključnimi institucijami Skupnosti.⁶⁾

ODNOSI Z EVROPSKIM PARLAMENTOM

Kot že omenjeno, je neodvisnost ECB uravnotežena s preglednostjo delovanja v razmerju do širše javnosti in z obširnimi zahtevami poročanja, zlasti Evropskemu parlamentu. Ob tem velja omeniti, da lahko predsednika ECB ali druge člane Izvršilnega odbora zaslišijo pristojni odbori Evropskega parlamenta, bodisi na zahtevo Evropskega parlamenta ali na njihovo lastno pobudo. V praksi predsednik ECB vsako četrtletje nastopi pred Odborom za ekonomske in monetarne zadeve. Letno poročilo ECB se predstavi tako Odboru za ekonomske in monetarne zadeve kot plenumu Evropskega parlamenta.

Med ECB in Evropskim parlamentom obstaja še mnogo več stikov, ki jih Pogodba ne zahteva, kot na primer neformalni obiski. ECB je tudi pristala, da bo odgovarjala na pisna vprašanja članov Evropskega parlamenta. Zaradi še večje preglednosti se vprašanja in odgovori objavijo v Uradnem listu EU.

Takšna ureditev omogoča, da je ECB dejansko odgovorna izvoljenim predstavnikom EU in javnosti.

6) Zgornja slika kaže le povezave med ECB in drugimi institucijami/forumi Skupnosti, ne pa tudi povezav med slednjimi. Bolj obsežna analiza je na voljo v članku „The ECB's relation with institutions and bodies of the European Community”, ECB Monthly Bulletin, oktober 2000.

ECB mora poročati
Evropskemu
parlamentu

Predsednik ECB lahko sodeluje na sejah Ekonomsko-finančnega sveta

ODNOSI Z EKONOMSKO-FINANČNIM SVETOM IN NJEGOVIMI PRIPRAVLJALNIMI ODBORI

Ekonomsko-finančni svet (ECOFIN), tj. svet v sestavi finančnih ministrov, se ukvarja z vprašanji ekonomske in finančne politike, ki se tičejo EU kot celote, ter lahko sprejema formalne odločitve (za razliko od Euroskupine, glej spodaj). Pogodba določa, da je predsednik ECB vabljen na sestanke Sveta, kadar ta razpravlja o zadevah v zvezi s cilji in nalogami ECB/Eurosistema. Pogodba tudi določa, da lahko predsednik Sveta (*de facto* predsednik Euroskupine) sodeluje na sejah Sveta ECB, vendar nima pravice glasovanja.

Sklepe Ekonomsko-finančnega sveta pripravlja Ekonomsko-finančni odbor (EFO), v katerem sedijo visoki predstavniki nacionalnih ministrstev za finance in centralnih bank ter Evropske komisije in ECB. Ta odbor ima ključno vlogo pri spremljanju gospodarskega in finančnega stanja držav članic in Skupnosti, ter usklajuje stališča EU v mednarodnih forumih. Odbor za finančne storitve (OFS) sodeluje pri pripravi sklepov Ekonomsko-finančnega sveta s področja finančnih storitev in nadzora. ECB je tudi članica Odbora za ekonomsko politiko (OEP), ki ima ključno vlogo pri pripravljanju razprav Ekonomsko-finančnega sveta s področja strukturnih reform.

ODNOSI Z EUROSUPINO

Dialog v Euroskupini...

Ekonomsko vladanje v euroobmočju se v veliki meri naslanja ne neformalne razprave v okviru Euroskupine. Ta neformalni organ, ustanovljen z resolucijo, ki jo je sprejel Evropski svet v Luxembourgju decembra 1997, se v sestavi finančnih ministrov euroobmočja sestaja enkrat mesečno. Poleg ministrov sta vabljeni še komisar za ekonomske in monetarne zadeve ter predsednik ECB.

Euroskupina je namenjena poštenu in odprti izmenjavi mnenj med ključnimi oblikovalci politik euroobmočja. V teh razpravah lahko ECB dobi informacije iz prve roke in razloži svoje sklepe o denarni politiki.

...postaja vse pomembnejši

Euroskupina je v zadnjih desetih letih postala vse pomembnejša, kar se kaže v njenem vse obsežnejšem programu. Medtem ko se je v preteklosti v glavnem osredotočala na javnofinančno politiko, se danes ukvarja še z drugimi politikami, na primer s strukturnimi reformami, gibanjem konkurenčnosti posameznih držav euroobmočja, finančno stabilnostjo in z gibanjem deviznega tečaja. Neformalna vloga Euroskupine je dobila priznanje v protokolu k Lizbonski pogodbi, ki določa njen cilj kot „razvoj vse tesnejšega usklajevanja ekonomskih politik v euroobmočju“.

ODNOSI Z EVROPSKO KOMISIJO

Tesni stiki s Komisijo

Evropska komisija ima pomembno vlogo v institucionalni ureditvi EMU. Zlasti ima pravico, da Evropskemu parlamentu in Svetu predlaga sprejetje zakonodaje Skupnosti. Igra tudi ključno vlogo pri spremljanju in izvajanju sklepov in dogovorov, doseženih na evropski ravni. Evropska centralna banka je v rednih stikih s Komisijo in si na evropskih sestankih izmenjuje mnenja z njenimi predstavniki. Poleg tega lahko komisar za ekonomske in monetarne zadeve sodeluje na sejah Sveta ECB, vendar nima pravice glasovanja. Poleg teh formalnih stikov je ECB vzpostavila številne neformalne delovne stike s službami Komisije.

2.3 PROCES ŠIRITVE

ŠIRITEV EVROPSKE UNIJE

Prvih deset let eura se je pokrilo s širitvijo Evropske unije, ki ji doslej ni bilo primera. Tako se je Evropski uniji 1. maja 2004 pridružilo deset novih članic, še dve pa sta jim sledili 1. januarja 2007. Ta širitev je bila v veliko pogledih največja in najobsežnejša v zgodovini Evropske unije. Skupno število držav članic EU se je s 15 povečalo na 27, skupno število prebivalstva pa se je povečalo za kakšnih 100 milijonov in doseglo skoraj pol milijarde. Hkrati pa je bil gospodarski vpliv takšne rasti na splošno gledano relativno zmeren. Skupni BDP se je povečal za manj kot 10%, ker je bil dohodek na prebivalca novih držav članic v času njihovega pristopa bistveno nižji od povprečja EU.

Širitev naj bi se v prihodnjih letih nadaljevala, vendar s počasnejšim tempom. Tri države so že dobile status kandidatke: Turčija leta 1999, Hrvaška leta 2004 in bivša jugoslovanska republika Makedonija leta 2005. Vse druge države zahodnega Balkana so možne kandidatke in se torej sčasoma lahko nadejajo članstva v EU.

Od vseh držav članic EU se pričakuje, da bodo nekoč uvedle euro, zato Eurosistem vedno pozorno spremlja širitev EU. Razširjeni svet ECB redno pregleduje gospodarska, finančna in denarna gibanja v državah kandidatkah in v možnih državah kandidatkah. Eurosistem je tudi vzpostavil tesen dialog s centralnimi bankami držav, ki se pripravljajo na vstop v EU. Pred prejšnjimi krogi širitve je skupaj z nacionalnimi centralnimi bankami zlasti organiziral serijo seminarjev na temo pristopnega procesa, ki so centralnim bankam držav pristopnic pomagali pri nemoteni vključitvi v ESCB. Evropska centralna banka ima intenzivne stike tudi s centralnimi bankami zdajšnjih držav kandidat, s katerimi si prav tako izmenjuje informacije, med drugim s političnim dialogom na visoki ravni.

ŠIRITEV EUROOBMOČJA

Euro je svojo pot začel kot enotna valuta 11 držav članic EU. Deset let kasneje je že valuta 15 držav članic EU. Euroobmočje se je širilo trikrat: leta 2001 se mu je pridružila Grčija, leta 2007 Slovenija ter leta 2008 še Ciper in Malta, pričakujejo pa se nadaljnji valovi širjenja.

Uvajanje eura v državah članicah EU poteka v skladu s podrobno določenim postopkom, ki obsega več faz.

Prva faza traja, dokler se država članica ne pridruži mehanizmu deviznih tečajev ERM II. V tej fazi sta njena denarna in tečajna politika predmet treh ključnih zahtev, določenih v Pogodbi. Prvič, država mora svojo tečajno politiko obravnavati kot zadevo skupnega interesa. Drugič, poglaviti cilj njene denarne politike mora biti stabilnost cen. Tretjič, izogibati se mora čezmernemu primanjkljaju (čeprav se finančne sankcije iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem lahko uporabijo proti njej šele, ko uvede euro).

Druga faza se začne, ko se država članica EU pridruži ERM II. V tem mehanizmu za njeno valuto velja fiksna, vendar prilagodljiv devizni tečaj okrog dvostranskega osrednjega tečaja do eura, pri čemer je dovoljeni razpon nihanja nad in pod osrednjim tečajem 15 odstotkov. Ta mehanizem je neposredno nasledil prvotni mehanizem deviznih tečajev, ki je obstajal od leta 1979 do uvedbe eura 1. januarja 1999. Mehanizem deviznih tečajev ima vlogo stabilizatorja, pomaga usmerjati makroekonomske politike k vzdržnosti in prispeva k sidranju inflacijskih pričakovanj. ERM II

Nedavno velika
širitev EU

Pot do uvedbe eura...

...vstop v ERM II...

...nihanja v dovoljenem
razponu...

predstavlja tržni test za države članice na njihovi poti do uvedbe eura, ker se od njih pričakuje, da bodo sledile stabilnostno usmerjenim politikam, ter tako spodbujale stabilnost deviznega tečaja in nominalno konvergenco. S tega vidika bi na sodelovanje v ERM II lahko gledali kot na neke vrste „pripravnništvo“, ki ga mora država uspešno prestati, preden sme uvesti euro.

Nenazadnje lahko do uvedbe eura pride šele, ko država trajnostno izpolnjuje kriterije, ki se imenujejo konvergenčni kriteriji (glej tudi razdelek 4.4). Ti so določeni v Maastrichtski pogodbi in so podrobneje opredeljeni v protokolu. Njihov namen je zagotoviti trajnostno izpolnjevanje nominalne konvergence na področju gibanja cen, dolgoročnih obrestnih mer ter javnofinančnega primanjkljaja in zadolženosti. Od držav članic se tudi pričakuje, da bodo v ERM II dve leti zdržale v okviru normalnega razpona nihanja, ne da bi med tem prišlo do kakšnih hudih napetosti. V tem obdobju mora zadevna država tudi povsem uskladiti svojo nacionalno zakonodajo (še posebno tisto, ki zadeva statut centralne banke) s Pogodbo in Statutom Evropskega sistema centralnih bank.

Odločitev, ali je država članica dosegla potrebno stopnjo trajnostne konvergence za uvedbo eura, sprejme Ekonomsko-finančni svet po posvetovanju z voditelji držav ali vlad. Odločitev Sveta temelji na konvergenčnem poročilu, ki ga pripravi ECB in Evropska komisija, na mnenju Evropskega parlamenta in na predlogu Evropske komisije. Poleg tega Ekonomsko-finančni svet sprejme potrebne predpise za uvedbo eura v novi državi članici, vključno s predpisom, s katerim se nepreklicno določi menjalno razmerje med valuto te države in eurom.

Na splošno je EU določila jasen postopek, ki predvideva uvedbo eura kot zadnjo etapo v strukturiranem konvergenčnem procesu znotraj večstranskega okvira. Zaradi tega enostranska uradna euroizacija ne bi bila skladna s Pogodbo.

Pridružitvev euroobmočju ima številne operative posledice in zahteva intenzivne tehnične priprave, zlasti na področju zamenjave gotovine, instrumentov za izvajanje denarne politike ter sodelovanja v infrastrukturah evrskega trga, prek katerih se obdelujejo plačila in izvajajo posli zavarovanja terjatev. Eurosystem je izvedel več informacijskih kampanj, katerih namen je bil seznaniti uporabnike gotovine in širšo javnost z izgledom in zaščitnimi elementi eurobankovcev in eurokovancev (kampanje so na primer potekale s pošiljanjem informacijskih letakov gospodinjstvom ali z organizacijo konferenc in seminarjev za poslovno skupnosti). Z uvedbo eura nacionalne centralne banke postanejo članice Eurosystema, njihovi guvernerji pa se pridružijo Svetu ECB.

2.4 ZAKLJUČKI

Institucionalna ureditev, ki jo je uvedla Maastrichtska pogodba, je edinstvena. Združuje centralizirano denarno politiko z decentraliziranimi javnofinančnimi in strukturnimi politikami. Poleg jasne razdelitve odgovornosti zagotavlja tudi primerne usklajevalne postopke, ki upoštevajo večjo medsebojno odvisnost držav euroobmočja zaradi uvedbe eura.

Izkušnje prvega desetletja EMU kažejo, da ta ureditev dobro deluje. To dejstvo je dobilo priznanje tudi v novi Lizbonski pogodbi, kjer ta ureditev v bistvu ostaja nespremenjena. Hkrati pa se nekateri nosilci politik niso vedno držali svojih zavez in dogovorov, doseženih na ravni Skupnosti. Ena od lekcij, ki bi lahko vodila EMU v drugem desetletju, je torej ta, da bi morali vsi

nosilci politik ravnati v skladu s svojimi odgovornostmi, ki jih imajo v okviru EMU. Če se bo to zgodilo, se bo zgodba o uspehu EMU nadaljevala.



3 DENARNA POLITIKA ECB: STRATEGIJA IN NJENO IZVAJANJE

Pri izvajanju svojega mandata – ohranjanje stabilnosti cen v euroobmočju – se Svet ECB že od vsega začetka monetarne unije opira na javno objavljeno strategijo denarne politike. O tem govori to poglavje, ki je urejeno takole: razdelek 3.1 razlaga strategijo denarne politike ECB. Pri tem predvsem pokaže, kako sta se v okviru dvostebnega sistema, s katerim Svet ECB ocenjuje tveganja za stabilnost cen, v zadnjem desetletju razvijali ekonomska in denarna analiza. Razdelek 3.2 prikazuje, kako je enotna denarna politika delovala v praksi in kako ji je inflacijska pričakovanja uspevalo usmerjati v razmerah spreminjajočih se gospodarskih in finančnih pogojev in izzivov. Še posebej podrobno obravnava izvajanje denarne politike, pri čemer loči pet glavnih obdobj: (1) prehod v monetarno unijo (od srede leta 1998 do srede leta 1999); (2) zaostrovanje denarne politike zaradi obrzdanja inflacijskih pritiskov (od srede leta 1999 do konca leta 2000); (3) navzdolnje prilagajanje ključnih obrestnih mer ECB (od začetka leta 2001 do srede leta 2003); (4) ohranjanje ključnih obrestnih mer ECB na nespremenjeni ravni (od srede leta 2003 do konca leta 2005); in (5) opuščanje akomodativne denarne politike (od konca leta 2005 dalje). Razdelek 3.3 opisuje operativne instrumente, ki jih ECB uporablja pri izvajanju sklepov o denarni politiki. Razdelek 3.4 zaključuje z nekaterimi spoznanji iz preteklosti in pogledom v prihodnost.

3.1 STRATEGIJA DENARNE POLITIKE ECB

ZAKAJ STABILNOST CEN? KAKŠNE KORISTI PRINAŠA?

Pogodba o Evropski uniji (tudi „Maastrichtska pogodba“) določa jasno hierarhijo ciljev Euro-sistema s tem, da največji pomen daje stabilnosti cen. Ta izbira temelji tako na nedvoumni zgodovinski izkušnji kot na ekonomski teoriji. Stabilnost cen podpira višji življenjski standard prek različnih kanalov.

Stabilnost cen varuje realno vrednost dohodkov in premoženja, medtem ko nepričakovana inflacija neogibno vodi k njihovem nenačrtovanemu in arbitrarnemu prerazdeljevanju. Stabilnost cen zlasti koristi najranljivejšim družbenim skupinam. Te skupine imajo relativno večji delež svojih prihrankov v gotovini ali na hranilnih računih, v oblikah torej, katerih vrednost inflacija zlahka načne. Običajno imajo tudi precej omejen dostop do finančnih trgov, tako da jim ostane le malo manevrskega prostora za izogibanje „inflacijskemu davku“¹⁾. V tem pogledu še posebej ranljivo skupino prebivalstva predstavljajo upokojnenci, ki živijo od svojih pokojnin in življenjskih prihrankov. Stabilnost cen torej prispeva tudi k socialni koheziji.

Še več, v okolju s stabilnimi cenami ljudje lažje ločijo spremembe relativnih cen (tj. spremembo cene katerega koli posamičnega izdelka ali storitve) od spremembe splošne ravni cen. To pomeni, da se lahko povsem zanesejo na opozorilno in informativno funkcijo cene katerega koli posamičnega izdelka ali storitve. V takšnem okolju ljudje vedo, da je vsaka sprememba cene posameznega izdelka ali storitve povezana s spremembo njegove „relativne redkosti“, ki je odraz spremembe v njegovi ponudbi in povpraševanju po njem. V tem smislu stabilnost cen ljudem omogoča, da cene lažje primerjajo ter tako bolj poučeno sprejemajo odločitve glede svojega trošenja in vlaganj. To po drugi strani prispeva k nemotenemu in učinkovitemu delovanju trgov.

Stabilnost cen prispeva tudi k nižji ravni nominalnih in realnih obrestnih mer. Inflacija namreč zmanjšuje realno vrednost nominalnih sredstev, zato posojilodajalci v inflacijskih razmerah običajno zahtevajo inflacijsko premijo kot nadomestilo za inflacijsko tveganje, povezano z

1) Za bolj podrobno razpravo glej W. Easterly in S. Fischer, „Inflation and the Poor“ World Bank Policy Research Working Paper št. 2335, 2000.

Stabilnost cen kot
poglaviti cilj

Prednosti stabilnosti cen

njihovimi terjatvami. V razmerah stabilnih cen takšne inflacijske premije ne zahtevajo. Stabilnost cen torej znižuje inflacijsko premijo in s tem raven realnih obrestnih mer, kar povečuje število dobičkonosnih naložbenih projektov. Nizke obrestne mere tako prispevajo k višji ravni zaposlenosti in gospodarske rasti.

Posledično je stabilnost cen najboljši – in navsezadnje tudi edini – prispevek, ki ga verodostojna denarna politika lahko doda h gospodarski rasti, ustvarjanju delovnih mest in socialni koheziji. Ta ugotovitev obenem odraža dejstvo, da oblikovalec politike, ki ima v rokah en sam instrument, ne more doseči več kot enega cilja in ne more biti odgovoren za izpolnitev več kot enega cilja. Zasedovanje dodatnih ciljev bi denarno politiko lahko tako preobremenilo, da bi se to sčasoma odrazilo v višji inflaciji in brezposelnosti. Na daljši rok lahko denarna politika vpliva samo na raven cen v gospodarstvu, ne more pa trajno vplivati na gospodarsko aktivnost. To splošno načelo je znano tudi kot „dolgoročna nevtralnost denarja“. Glede na vse to Pogodba določa jasno in učinkovito porazdelitev odgovornosti, pri čemer denarni politiki kot glavni cilj nalaga ohranjanje stabilnosti cen.

Nedavni podatki kažejo, da je odnos med inflacijo in rastjo dolgoročno lahko celo negativen, pri čemer trajna inflacija povzroča tudi zmanjšanje realnega dohodka.²⁾ To še potrjuje pravilnost odločitve, da se centralnim bankam določi jasna odgovornost za ohranjanje stabilnosti cen. Denarna politika s tem ne samo zmanjšuje stroške inflacije, temveč tudi zvišuje dolgoročni proizvodni potencial države.

ELEMENTI STRATEGIJE DENARNE POLITIKE

Ko je oktobra 1998, torej daleč pred začetkom EMU, Svet ECB sprejel in objavil strategijo denarne politike, je bilo eno ključnih vprašanj, ali se bo strategija sposobna prilagoditi vsem okoliščinam, s katerimi se bo novonastalo euroobmočje soočilo ob vzpostavitvi in kasneje. Zato je smiselno, da najprej na kratko predstavimo glavne elemente strategije in logiko, na kateri temelji.

Strategija denarne politike je bila sprejeta na osnovi obsežnih pripravljalnih del, ki jih je opravil Evropski monetarni inštitut (predhodnik ECB). Zagotavlja dosleden in sistematičen pristop k izvajanju denarne politike in ima dve glavni sestavini: prvič, številčno opredeljen poglavitni cilj ECB, ki je stabilnost cen, in, drugič, dvostebni okvir kot strukturno načelo analize, na podlagi katerih ECB ocenjuje obete za gibanje cen. Leta 2003 je Svet ECB v okviru celostne ocene svoje denarne strategije potrdil glavne elemente strategije.

ŠTEVILČNA OPREDELITEV CENOVNE STABILNOSTI

Pogodba sicer jasno določa, da je poglavitni cilj denarne politike ohranjanje stabilnosti cen, vendar ne daje podrobne oz. številčne opredelitve tega cilja. Svet ECB, ki je želel javnosti zagotoviti jasno merilo za presojanje uspešnosti banke in hkrati zasidrati dolgoročnejša inflacijska pričakovanja, je leta 1998 sprejel naslednjo številčno opredelitev stabilnosti cen: „Stabilnost cen je opredeljena kot medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) v euroobmočju, ki je manjše od dveh odstotkov. Stabilnost cen je treba ohranjati v srednjeročnem obdobju.“ Po temeljiti presoji strategije denarne politike v letu 2003 je Svet ECB

2) Glej članek z naslovom „Price stability and growth“ v ECB Monthly Bulletin, maj 2008.

dodatno pojasnil, da namerava v okviru te opredelitve srednjeročno ohranjati inflacijo po indeksu HICP „pod dvema odstotkoma, vendar blizu te meje“. Takšen pristop predstavlja zadostno varovalo pred tveganjem zelo nizke inflacije ali celo deflacije.

Svet ECB je leta 1998, ko je sprejemal številčno opredelitev stabilnosti cen, upošteval posebne lastnosti euroobmočja.

- Prvič, indeks cen življenjskih potrebščin za euroobmočje kot celoto – v našem primeru HICP (glej okvir 1 v 8. poglavju) – je bil za ECB naravna izbira za merilo stabilnosti cen, saj se osredotoča na denarne transakcije v euroobmočju.
- Drugič, opredelitev zajema euroobmočje kot celoto, kar kaže, da se denarna politika v monetarni uniji ne more ozirati na posebnosti posameznih držav.
- Tretjič, v opredelitvi je jasno izraženo stališče, da inflacija nad dvema odstotkoma ni skladna s stabilnostjo cen, ki je poglavitni cilj ECB. Hkrati je iz opredelitve razvidno, da zelo nizka inflacija, še zlasti pa deflacija, prav tako ni skladna s stabilnostjo cen.

Opredelitev stabilnosti cen poleg tega poudarja srednjeročno usmerjenost denarne politike ECB. Denarna politika lahko namreč vpliva na gibanje cen le z bistvenim in spremenljivim časovnim odlogom, pri čemer je tudi velikost samega vpliva negotova. Centralne banke zato ne morejo stalno ohranjati določene vnaprej opredeljene inflacijske stopnje ali jo zelo hitro ponovno spraviti na zeleno raven. Zato mora biti denarna politika usmerjena v prihodnost in se osredotočati na srednjeročno obdobje, kar pomaga preprečevati pretirano poseganje in vnašanje nepotrebne nestanovitnosti v realno gospodarstvo. Iz tega sledi, da je določena kratkoročna nihajnost stopnje inflacije neizogibna.

DVA STEBRA STRATEGIJE DENARNE POLITIKE ECB

Splošni pristop ECB k analizi in presoji informacij, ki so pomembne za daljnosežno usmerjeno oceno tveganj za stabilnost cen, temelji na dveh analitičnih pogledih, imenovanih tudi dva stebra. Po tej dvostebri strukturi se ravna ne samo organizacija notranjih analiz, na katerih temeljijo razprave in sklepi ECB o denarni politiki, temveč tudi komuniciranje banke s finančnimi trgi in širšo javnostjo.

Prva od omenjenih dveh analiz je ekonomska analiza, katere naloga je odkriti kratkoročna do srednjeročna tveganja za stabilnost cen. V ta namen skuša zaznati gospodarske šoke, ki so pomembni za razumevanje gibanja cen in proizvodnih trendov v kratkoročnem do srednjeročnem obdobju, še zlasti v kontekstu analize gospodarskih ciklov. Pod drobnogled zato vzame širok nabor kazalnikov gospodarske dejavnosti, cen in stroškov, in sicer predvsem na agregatni ravni za euroobmočje, vendar tudi na ravni sektorjev in držav. Vsi ti dejavniki pomagajo pri oceni dinamike dejavnosti realnega sektorja in verjetnih kratkoročnih gibanj cen glede na razmerje med ponudbo in povpraševanjem na trgih blaga, storitev in proizvodnih faktorjev. Ključni element ekonomske analize je redno pripravljane projekcije glavnih makroekonomskih spremenljivk v euroobmočju (glej okvir 1). Za sprejemanje ustreznih sklepov denarne politike mora imeti Svet ECB celovit pregled nad prevladujočimi gospodarskimi razmerami ter mora biti seznanjen s specifično naravo in obsegom vseh motenj v gospodarstvu, ki bi lahko ogrozile stabilnost cen.

...v srednjeročnem obdobju

Dvostebri okvir

Ekonomska analiza

MODELIRANJE GOSPODARSTVA EUROOBMOČJA

Modeli gospodarstva so pomembno orodje, ki ga v svoji ekonomski analizi uporablja veliko centralnih bank. Pogosto nastopajo s pridevnikom „strukturni”, ker skušajo zajeti ključne vzročne determinante ekonomskih odločitev glede trošenja, investiranja itd. Ti modeli se tudi empirično potrjujejo ali „ocenjujejo” tako, da se njihovi rezultati glede določenih makroekonomskih spremenljivk primerjajo z dejanskim dogajanjem. Ko se potrdijo, se ti modeli lahko uporabljajo kot laboratorijsko orodje pri iskanju odgovorov na različna vprašanja: lahko se uporabljajo za napovedovanje prihodnjih gospodarskih razmer, pomagajo pri številčnem razlaganju vpliva določenih gospodarskih dogodkov – npr. sprememb pri določanju plač ali javnofinančnih ukrepov – na gospodarstvo kot celoto, lahko pa se uporabljajo tudi pri ocenjevanju vpliva ukrepov politik na gospodarske rezultate.

Od začetka leta 1999 do danes so makroekonomski modeli ECB doživeli pomemben razvoj. Prvi model, ki je opisoval gospodarstvo euroobmočja na agregatni ravni, je bil model za celotno euroobmočje (area-wide model – AWM).¹⁾ Njegov razvoj je predstavljal poseben izziv zaradi novih razmer, ki so nastale z EMU. Tako na primer je bilo pri empiričnem potrjevanju modela nujno uporabiti podatke iz časa pred nastankom monetarne unije, čeprav je bilo upravičeno domnevati, da je ta prinesla spremembo v strukturi gospodarstva euroobmočja. Poleg tega tudi nacionalni statistični uradi niso mogli vedno zagotoviti podatkov za celotno območje. Treba jih je bilo ustvariti s postopkom agregiranja nacionalnih podatkov, za katerega so bile včasih potrebne posebej za to oblikovane predpostavke. Kljub tem težavam se je model za celotno euroobmočje dobro obnesel kot orodje za kvantitativno analizo makroekonomskih gibanj v euroobmočju. Njegov vseobmočni pristop so sprejeli skoraj vsi kasnejši modeli, ki jih je izdelala ECB.²⁾

Z leti je bila struktura modela AWM izboljšana v več smereh. Istočasno so spoznanja v strokovni literaturi privedla do bolj korenitega premisleka osnovnih zahtev, ki jih mora izpolniti ekonomski model. Prototip nove generacije ekonomskih modelov, ki se je kasneje v mnogih centralnih bankah izkazal za uporabnega, je razvila ECB: Smets in Woutersov model euroobmočja.³⁾ Ta model odlikuje vrsta inovativnih značilnosti. Tako na primer omogoča razlage na ravni podjetij ali gospodinjstev (oz. „mikrotemeljev”), ki naj pojasnijo zaznane agregatne rezultate, kot je npr. počasno odzivanje cen na eksogena gibanja. Odločitve podjetij in gospodinjstev se v modelu lahko odzivajo tudi na spremembe v pričakovanih gospodarskih razmerah v prihodnosti, ne le na pretekla gibanja. In končno, model je ocenjen ob upoštevanju vseh relevantnih informacij kot celote in zato na področju kratkoročnih napovedi lahko tekmuje s povsem statističnimi orodji.

Nedavno je bil Smets in Woutersov model strukturno nadgrajen v Christiano, Motto in Rostagnov model, ki posveča posebno pozornost vlogi denarnih in finančnih spremenljivk

- 1) Glej G. Fagan, J. Henry in R. Mestre, „An area-wide model (AWM) for the euro area”, *Economic Modelling* 22, 2005, str. 39–59.
- 2) Poleg modela AWM je ECB v sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami že zgodaj razvila tudi model več držav (multi-country model – MCM). Po strukturi je MCM zelo podoben AWM, vendar so gospodarski odnosi ocenjeni na nacionalni ravni in ne na ravni euroobmočja. MCM tako predstavlja pomemben preizkus zanesljivosti rezultatov modela AWM.
- 3) Glej F. Smets in R. Wouters, „An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area”, *Journal of the European Economic Association* 1, 2003, str. 1123–1175.

v strukturi gospodarstva.⁴⁾ Ta model vključuje ekspliciten bančni sektor, ki zagotavlja posredniške storitve med posojiljemalci in posojilodajalci, ter daje denarnim agregatom v gospodarstvu pomembnejšo vlogo.

Omogoča tudi endogeni prenos obrestnih mer denarne politike v obrestne mere za posojila podjetjem, ki vključujejo premijo bank za tveganje stečaja posojiljemalca. In končno je bil razvit tudi nov mikroravenski model na ravni euroobmočja, imenovan novi AWM oz. NAWM model, ki je nadomestil AWM kot glavno orodje za pripravo makroekonomskih projekcij.⁵⁾ V primerjavi z zgoraj opisanimi modeli NAWM vključuje značilnosti odprtega gospodarstva, s čimer je mogoče ugotoviti pogojenost projekcij od predpostavk o npr. zunanjih gibanjih. NAWM je posebej primeren za analizo scenarijev in oceno negotovosti napovedi. Različico modela NAWM, ki se uporablja pri projekcijah, dopolnjuje podrobnejša, a kalibrirana različica za obravnavo širšega spektra vprašanj o politiki.

Matematični modeli gospodarstva so imeli in še vedno imajo pomembno vlogo pri podpori kvantitativne ocene obstoječih gospodarskih in denarnih razmer v euroobmočju. Vseeno so vsi ti modeli v nekaterih pogledih močno stilizirani. Boljša obravnava javnofinančne politike in bogatejša struktura trga dela sta dve od smeri, v katerih se razvijajo obstoječi modeli. V vsakem primeru simulacije politike v strukturnih modelih lahko predstavljajo le enega od mnogih elementov, ki jih Svet ECB upošteva pri svoji oceni izgledov za cenovna gibanja v euroobmočju.

4) Glej L. Christiano, R. Motto in M. Rostagno, „The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis,” *Journal of Money, Credit and Banking* 35(6), december 2003, ter L. Christiano, R. Motto in M. Rostagno, „Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, v pripravi.

5) Glej K. Christoffel, G. Coenen in A. Warne, „The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties”, mimeo, junij 2007, ter G. Coenen, P. McAdam in R. Straub, „Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, v pripravi.

Druga od omenjenih dveh analiz je denarna analiza, ki skuša odkriti srednjeročna do dolgoročnejša tveganja za stabilnost cen. V tem kontekstu igrajo pomembno vlogo denarna in kreditna gibanja ter njihove determinante, saj sta denarna rast in inflacija na daljši rok tesno povezani (glej graf 1). Eno temeljnih ekonomskih načel namreč pravi, da je inflacija na daljši rok denarni fenomen. S priznanjem izjemno pomembne vloge denarja je še zlasti zaščiten srednjeročna usmerjenost denarne politike ECB. Graf kaže tesno povezanost nizkofrekvenčne komponente inflacije in denarne rasti, pri čemer denarna gibanja narekujejo (in zato lahko pomagajo predvideti) inflacijska gibanja.

Dejansko se denarna analiza naslanja na širok nabor denarnih, finančnih in ekonomskih informacij, ki jih obdeluje z nizom med seboj dopolnjujočih se orodij in tehnik, kar skupaj s poučeno presojo banki omogoča, da v realnem času odkriva osnovni trend denarnih gibanj in ocenjuje njegove posledice za stabilnost cen. Da bi izrazila svojo zavezanost denarni analizi v okviru svoje strategije in zagotovila merilo za ocenjevanje denarnih gibanj, je ECB decembra 1998 objavila referenčno vrednost 4,5% za letno stopnjo rasti širokega denarnega agregata M3.³⁾ Daljše obdobje denarne ekspanzije nad referenčno vrednostjo predstavlja navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Izbira M3 je temeljila na ugotovitvi, da ta denarni agregat kaže tesno povezanost z ravniyo cen.

3) Ta agregat vključuje gotovino v obtoku, vloge čez noč, vezane vloge do dveh let in vloge na odpoklic z odpovednim rokom do treh mesecev, plus repo pogodbe, delnice in točke skladov denarnega trga, kot tudi dolžniške vrednostne papirje z dospelostjo do dveh let.

Denarna analiza...

...se naslanja na širok nabor informacij...

...in se je v času razvijala

ECB je hkrati od samega začetka dala jasno vedeti, da se denarna politika ne bo avtomatično odzivala na odklone od te referenčne vrednosti.

Na tem mestu je treba opozoriti, da so se orodja za odkrivanje tveganj za stabilnost cen v času razvijala, v skladu z izzivi, ki jih za denarno analizo predstavljajo zlasti finančne inovacije. Svet ECB se je leta 2007 glede na vedno prisotno potrebo po izboljšanju orodij za odkrivanje tveganj za stabilnost cen odločil, da svojo denarno analizo še okrepi na naslednje štiri načine:

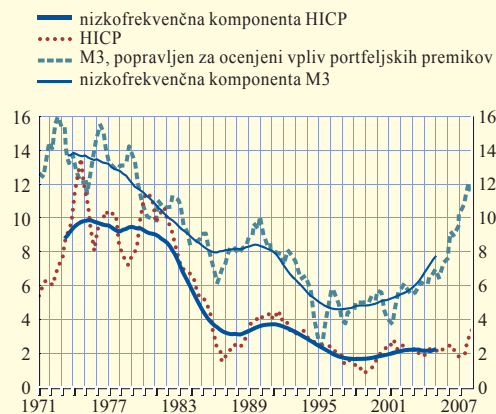
- prvič, modele povpraševanja po denarju je treba izpopolniti in razširiti, da bi lahko bolje razumeli obnašanje denarnih agregatov v času in po sektorjih;
- drugič, robustnost kazalnikov inflacijskih tveganj, ki so povezani z denarjem, je treba okrepiti, da bi bili še bolj koristni pri sprejemanju sklepov o denarni politiki, katerih cilj je stabilnost cen;
- tretjič, strukturne modele, ki predpostavljajo aktivno vlogo denarja in kreditov v inflacijskih gibanjih, je treba razvijati in izpopolnjevati, da bi bili še uporabnejši pri ocenjevanju denarnih gibanj;
- četrto, pomembno je še poglobiti analitični okvir, da bi bil še uporabnejši pri navzkrižnem preverjanju informacij ter analizi, ki izhaja iz denarne in ekonomske analize.

Na splošno dvostebni okvir krepi robustnost ocenjevanja v okviru denarne politike, ki ga uporablja Svet ECB, tako glede podatkov kot glede negotovosti modela. Zlasti izkorišča vse sinergije obeh stebrov. Dvostebni okvir zagotavlja, da ocena cenovnih obetov dejansko dosledno in učinkovito upošteva vse ustrezne informacije. Redno navzkrižno preverjanje rezultatov ekonomske analize z rezultati denarne analize zagotavlja doslednost celotne ocene, pri kateri se tako upoštevajo informacije, ki se nanašajo na kratki in daljši časovni horizont. To hkrati zmanjšuje tveganje napake zaradi prevelikega zanašanja na en sam kazalnik, napoved ali model. Graf 2 povzema ključne elemente dvostebnega pristopa in njegove vloge pri oblikovanju politike.

Po skoraj desetih letih praktičnih izkušenj lahko rečemo, da strategija ECB zagotavlja zanesljiv in robusten okvir pri ocenjevanju tveganj za stabilnost cen ter učinkovito komuniciranje s finančnimi trgi in javnostjo o usmerjenosti denarne politike. Jasen znak, da je strategija denarne politike Evropske centralne banke ustrezna, je dejstvo, da njenih ključnih elementov doslej še ni bilo treba spreminjati. Nasprotno, v zadnjih letih so druge centralne banke v svoje okvire denarne politike vključile številne elemente te strategije. Tudi srednjeročna usmerjenost je vse bolj priljubljena med tistimi centralnimi bankami, ki ciljajo inflacijo, ker se vse bolj zavedajo potrebe po bolj prilagodljivem horizontu svojih politik.

Graf 1 Razmerje med indeksom HICP in agregatom M3 v euroobmočju

(povprečna stopnja rasti, nizkofrekvenčna komponenta odraža periodičnost > 10 let)

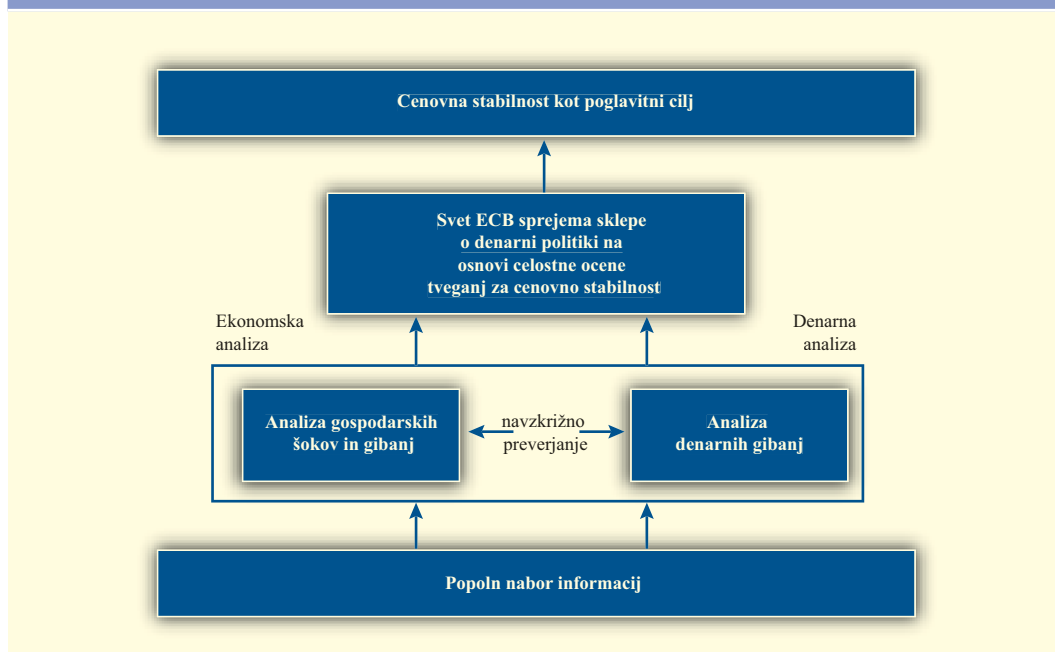


Opombi: Nizkofrekvenčne komponente so izpeljane iz simetričnega Christiano-Fitzgeraldovega pasovnoprepustnega filtra fiksne dolžine, uporabljenega na četrletnih stopnjah rasti, preračunanih na letno raven. Najvišja vrednost denarne rasti je osem do dvanajst četrletij pred inflacijo.

Navzkrižno primerjanje zagotavlja doslednost ocenjevanja

Inovativen in robusten pristop

Graf 2 Dva stebra strategije denarne politike ECB



Enako vse bolj priljubljena postaja celostna narava dvostebnega okvira, ker v enoten okvir vključuje vse ustrezne modelne, konjunkturne in subjektivne informacije. Poleg tega sam obstoj denarnega stebra zagotavlja, da je denarna politika ECB usmerjena na srednjeročno obdobje. Obenem ECB omogoča, da nadgrajuje svoje razumevanje denarnih in kreditnih gibanj. Tesna povezanost denarnih gibanj ter neravnovesij na kreditnih in nepremičninskih trgih kaže, da je z denarno analizo mogoče odkrivati takšna neravnovesja, ko so še v zgodnji fazi, kar je pomembno za pravočasno in daljnosežno ukrepanje proti implicitnim tveganjem za stabilnost cen. V tem pogledu se je denarna analiza v stresnih časih, ki jih preživljajo finančni trgi, izkazala za posebno dragoceno orodje.

3.2 IZVAJANJE DENARNE POLITIKE V EUROOBMOČJU IN NJENA USPEŠNOST PRI ZAGOTAVLJANJU CENOVNE STABILNOSTI⁴⁾

Ta razdelek podaja pregled uspešnosti enotne denarne politike od njenega začetka v januarju 1999. Za preglednejšo predstavitev naravnosti enotne denarne politike v okolju, za katerega je bilo značilno spreminjanje razmer in izzivov, bomo ta pregled razdelili na pet obdobj.

IZVAJANJE DENARNE POLITIKE

OBDOBJE I – PREHOD V MONETARNO UNIJO (OD SREDE LETA 1998 DO SREDE LETA 1999)

Eurosistemu je bila odgovornost za enotno denarno politiko zaupana v času, ko je bila inflacija v euroobmočju relativno nizka, obeti za cenovna gibanja pa ugodni (glej graf 4). Hkrati se je v razmerah zelo nizkih obrestnih mer gospodarska dejavnost še naprej krepila (glej grafa 5 in 6), saj so bile razmere za vztrajno rast še vedno ugodne. Vendar so tekom leta 1998 posledice finančne krize v Aziji leta 1997 in Rusiji avgusta 1998, skupaj s skorajšnjim kolapsom tvegane sklada LTCM septembra 1998, prinesle veliko nestanovitnost finančnih trgov in precejšnja nihanja v zaupanju vlagateljev. Te dolgotrajne napetosti na finančnih trgih so poslabšale obete za gospodarsko rast v euroobmočju, kar je ni privedlo samo do popravkov navzdol glede pričakovane rasti za leto 1998, temveč tudi do nižjih projekcij rasti za leto 1999.

Med letom 1998 se je pozornost denarne politike v euroobmočju postopoma pomikala z nacionalne ravni na raven euroobmočja kot celote. Glede na ugodne izgleda za stabilnost cen je postopek konvergence potekal s postopnim nižanjem uradnih obrestnih mer proti najnižji ravni,

4) Vsi sklici na podatke o rasti realnega BDP in inflacije po indeksu HICP se nanašajo na dopolnjene podatke, razpoložljive na presečni dan tega poročila (31. marec 2008). Uporaba posodobljenih podatkov in ne podatkov v realnem času, kot so bili na razpolago v trenutku sprejemanja sklepov o denarni politiki, ne spreminja ugotovitev, na katerih temeljijo razmišljanja in sklepi o denarni politiki, predstavljeni v tem razdelku.

Ugodni cenovni obeti in negotovi obeti glede gospodarske rasti...

...vodijo do denarnega popuščenja tik pred začetkom EMU

Graf 3 Ključne obrestne mere ECB od januarja 1999

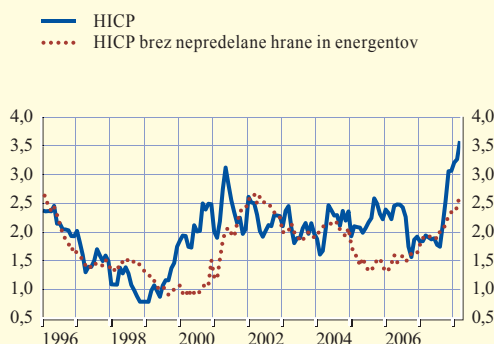
(odstotki na leto)



Vir: ECB.
Opomba: Za operacije, ki so bile poravnane do 28. junija 2000, obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja pomeni obrestno mero za avkcije s fiksno obrestno mero. Za operacije, ki so bile poravnane po tem datumu, obrestna mera pomeni izklicno obrestno mero za avkcije s spremenljivo obrestno mero.

Graf 4 HICP v euroobmočju

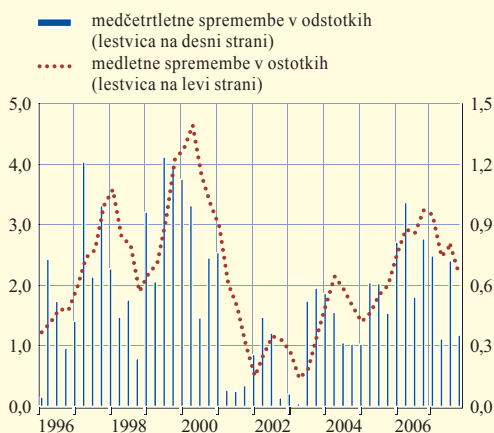
(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat.

Graf 5 Realni BDP euroobmočja

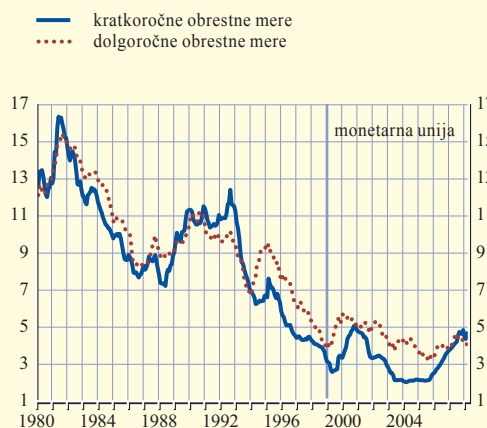
(spremembe v odstotkih)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Graf 6 Nominalne kratkoročne in dolgoročne obrestne mere v euroobmočju

(odstotki na leto)



Viri: Nacionalne centralne banke, Global Financial data, BIS, Reuters in ECB.

ki je prevladovala v nastajajočem euroobmočju. Postopek konvergence se je v zadnjih mesecih leta 1998 odvijal pospešeno. Višek je doživel 3. decembra 1998, ko so vse nacionalne centralne banke euroobmočja v usklajeni akciji svoje ključne obrestne mere znižale na 3% (z izjemo italijanske centralne banke Banca d'Italia, ki je svojo diskontno mero znižala na 3,5%). Ta usklajena akcija znižanja obrestnih mer je bila mišljena kot dejanska odločitev glede ravni obrestnih mer, s katero naj bi Eurosistem začel tretjo fazo EMU – kot taka je bila tudi dejanski začetek monetarne unije v Evropi.

Graf 7 Cene nafte Brent

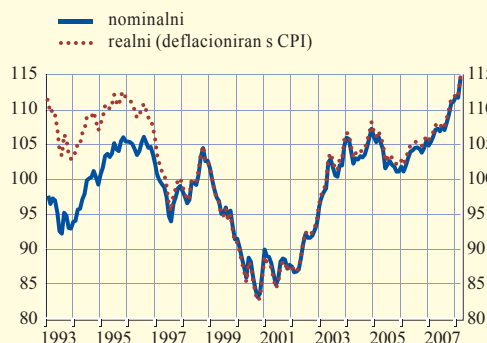
(USD za sod)



Vira: MDS in ECB.

Graf 8 Nominalni in realni efektivni devizni tečaj evra

(mesečni podatki, indeks izračunan v razmerju do valut 22 glavnih trgovinskih partneric; 1999 = 100)



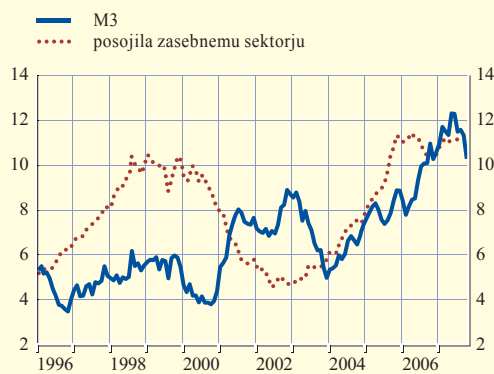
Vir: ECB.
Opomba: Uteži, ki so bile uporabljene za agregiranje „teoretičnega“ tečaja evra pred letom 1999, so sorazmerne deležu vsake od držav euroobmočja v skupni trgovinski menjavi predelovalnih dejavnosti euroobmočja do držav nečlanice euroobmočja (glej prilogo II.6 v občasnem zvezku ECB (Occasional Paper) št. 2, 2002).

Zaradi navzdol usmerjenih tveganj za stabilnost cen...

Na začetku leta 1999 je Svet ECB iz svoje ekonomske in denarne analize razbral nekaj nasprotujočih si sporočil. Po eni strani je bilo vse bolj jasno, da so tveganja za stabilnost cen srednjeročno predvsem na strani zniževanja inflacije. Inflacijske stopnje so bile na zgodovinsko nizkih ravneh in precej pod zgornjo mejo, ki jo je ECB določila v svoji opredelitvi stabilnosti cen, pri tem pa so se že kazali znaki močne upočasnitve gospodarske rasti. Po drugi strani so cene nafte od srede februarja 1999 dalje spet rasle (glej graf 7), po obdobju daljšega padanja na raven pod 10 USD za sod na prehodu iz leta 1998 v leto 1999. Tu je bila še učinkovita deprecijacija eura v prvih mesecih leta 1999 (glej graf 8). Oba dejavnika bi lahko povzročila pritiske na rast cen.

Graf 9 M3 in posojila zasebnemu sektorju

(medletne stopnje rasti)



Vir: ECB.

Stopnja rasti denarnega agregata M3 je z ravni blizu referenčne ušla na raven precej nad 5%, pri čemer so posojila zasebnemu sektorju še naprej rasla po stopnji okrog 10% (glej graf 9). Vseeno glede na razmeroma skromno odstopanje od referenčne vrednosti in negotovosti, ki so bile v tistem času prisotne v analizi denarnih gibanj (povezanih s statističnimi spremembami, ki so bile potrebne za prehod v monetarno unijo), višja skupna rast M3 ni bila nujno razumljena kot odraz osnovne stopnje denarne ekspanzije. Svet ECB zato sporočil iz denarne analize ni razumel kot znak, da obstajajo tveganja za rast cen v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju.

...ECB aprila 1999 zniža svoje ključne obrestne mere

Na osnovi celostne ocene je fiksno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Euro sistema 8. aprila 1999 tako znižal za 50 bazičnih točk. To znižanje ključnih obrestnih mer ECB je javnost razumela kot previdnostni ukrep, katerega namen je bil ohranjanje stabilnosti cen na srednji rok in s tem boljši izkoristek potenciala rasti gospodarstva euroobmočja.

OBDOBJE 2 - DVIG OBRESTNIH MER ZARADI BRZDANJA INFLACIJSKIH PRITISKOV (OD SREDE LETA 1999 DO KONCA LETA 2000)

Naraščajoči pritiski na cene...

V drugem obdobju je skokovita rast cen nafte in uvoznih cen na kratki rok še naprej pritiskala na gibanje cen. Do konca leta 2000 so se cene nafte in uvozne cene povzpele na raven, kakršne niso dosegle vse od začetka leta 1990. Rast je bila večja in je trajala dalj, kot je bilo sprva pričakovano, zato so se tveganja posrednih in sekundarnih učinkov na inflacijo cen življenjskih potrebščin prek prilagajanja plač bistveno povečala, zlasti ob upoštevanju trdne gospodarske rasti. Zaskrbljenost je bila še toliko bolj upravičena zaradi gibanja tečaja eura. Trend njegove deprecijacije se je nadaljeval tudi v tem obdobju in se še okrepil zlasti v drugi polovici leta 2000, ko se je še bolj oddaljil od zdravih temeljev euroobmočja. Končno so se tveganja za stabilnost cen na srednji rok prevesila in postala usmerjena navzgor.

...v okolju hitre gospodarske rasti...

Gospodarska dejavnost v euroobmočju se je na začetku leta 2000 zelo hitro krepila in glede na ugodne zunanje razmere je kazalo, da bo tako tudi ostalo. Močna dinamika svetovnega gospodarstva v prvi polovici leta 2000 je vnašala optimizem v razpoloženje vlagateljev, še zlasti v sektorjih „nove ekonomije“. Takšno pozitivno razpoloženje se je odražalo v hitri rasti borznih indeksov v vseh večjih gospodarstvih, vključno z euroobmočjem, ki je višek dosegla v prvi polovici leta 2000.

Kar se tiče denarne analize, je denarna ekspanzija, ki je tako dolgo vztrajala nad referenčno vrednostjo, tekom leta 1999 in na začetku leta 2000 vse bolj kazala na navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen na srednji do daljši rok. Ne glede na njeno postopno upočasnitev poleti leta 2000 so razpoložljivi podatki še naprej potrjevali prisotnost inflacijskih pritiskov v razmerah še vedno robustne gospodarske rasti. Na splošno se je to sporočilo, z izjemo prvih mesecev leta 1999, ujemalo s tistim, ki ga je Svet ECB razbral iz svoje ekonomske analize.

Glede na naraščajoče inflacijske pritiske je postalo jasno, da navzdol usmerjena tveganja za stabilnost cen, zaznana v času nižanja ključnih obrestnih mer ECB aprila 1999, ne obstajajo več. Tako ekonomska kot denarna analiza ECB sta kazali na navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, zato je Svet ECB med novembrom 1999 in oktobrom 2000 zvišal ključne obrestne mere ECB za skupaj 225 bazičnih točk, tako da je izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja oktobra 2000 znašala 4,75%.

OBDOBJE 3 – PRILAGAJANJE KLJUČNIH OBRESTNIH MER ECB NAVZDOL (OD ZAČETKA LETA 2001 DO SREDE LETA 2003)

V tretjem obdobju je Svet ECB v več korakih znižal ključne obrestne mere za skupaj 275 bazičnih točk, tako da je izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema junija 2003 dosegla najnižjo raven vseh časov (2%). Tako nizke ravni obrestnih mer ni bilo v Evropi vse od druge svetovne vojne. Odločitev za navzdolnje prilagajanje obrestnih mer je bila skladna s ciljem, da je treba inflacijo po indeksu HICP srednjeročno ohranjati pod dvema odstotkoma, vendar blizu te meje. Svet ECB se je s politiko nižanja obrestnih mer odzval na popuščanje inflacijskih pritiskov, ki so jih sprožili slabši izgledi za gospodarsko rast zaradi šokov, ki so prizadeli svetovno gospodarstvo in globalne finančne trge. Med slednjimi je še posebno izstopal teroristični napad na ZDA 11. septembra 2001, ki je povečal gospodarsko negotovost in spodkopal zaupanje. To bi lahko ne samo okrepilo že tako prevladujoče trende upadanja gospodarske dejavnosti, temveč tudi zmotilo delovanje finančnih trgov.⁵⁾

Kar se tiče gibanja cen, se je medletna inflacija po indeksu HICP v letu 2000 in v prvi polovici leta 2001 še povečala, kljub znatnemu padcu cen nafte in znatni apreciaciji eura glede na vse najpomembnejše valute. Do apreciacije eura je prišlo po usklajenih intervencijah centralnih bank na deviznih trgih septembra in novembra 2000. Medletna stopnja inflacije po indeksu HICP, ki je še januarja 2001 znašala 2,0%, se je do maja istega leta povzpela na 3,1%. To povečanje je bilo v glavnem posledica znatnih podražitev energentov in nepredelane hrane zaradi izbruha živalskih boleznih v številnih državah euroobmočja. Zvišanja teh cen so kazala na srednjeročna tveganja za stabilnost cen. To se je odrazilo tudi v znatnih popravkih navzgor v makroekonomskih projekcijah inflacije po indeksu HICP, ki so jih naredili strokovnjaki Eurosistema/Evropske centralne banke.

Kakorkoli, strah pred sekundarnimi učinki je postopoma izginil, ker so bili izgledi za gospodarstvo euroobmočja vse slabši, kar je kazalo na določeno umiritev inflacijskih pritiskov s strani domačega povpraševanja in manjše tveganje za stabilnost cen s strani plač. Dejansko so se proti koncu leta 2001 kratkoročni pritiski zmanjšali, enako kot medletna inflacija po indeksu HICP. V povprečju je slednja v letu 2001 znašala 2,3% in v letu 2002 2,2%, medtem ko je leta 2000 znašala 2,1%. Ta slika se tudi v prvi polovici leta 2003 ni bistveno spremenila in inflacija je ostala nad 2%.

5) Svet ECB je zato 17. septembra 2001 sklenil, da ključne obrestne mere zniža za 50 bazičnih točk. Ta odločitev je bila sprejeta istočasno kot enakovredna odločitev Zveznega odbora za odprti trg ameriške centralne banke. Obe sta pomenili takojšen odziv na izjemne razmere, ki so nastale po tem šoku.

...in dolgotrajna
denarna ekspanzija...

...pripeljejo do višjih
obrestnih mer ECB med
novembrom 1999 in
oktobrom 2000

Ključne obrestne mere
ECB se znajdejo na
zgodovinsko nizki ravni

Pritiski na cene
popustijo...

...zaradi vse počasnejše rasti...

...povpraševanje po likvidnem finančnem premoženju v razmerah velike negotovosti pa narašča

Vseeno je bilo pričakovati, da bosta počasnejša gospodarska rast in občutna apreciacija eura od pomladi 2002 blažila inflacijske pritiske. Dejansko so bila pričakovanja, da se bo medletna inflacija po indeksu HICP srednjeročno spustila na raven pod 2%, junija 2003 upravičena. Ta splošna slika se je odrazila tudi v makroekonomskih projekcijah, ki so jih junija 2003 pripravili strokovnjaki Eurosistema, in napovedih, ki so jih v drugem četrtletju leta 2003 pripravile druge mednarodne institucije.

Po prvih znamenjih, ki so se pojavila konec leta 2000, da bi učinki rasti cen nafte utegnili prispevati k upočasnitvi gospodarske dejavnosti v euroobmočju, se je to dejansko zgodilo tekom leta 2001. Po terorističnem napadu 11. septembra 2001 je bilo tudi vse bolj jasno, da bo obdobje počasnejše gospodarske rasti v euroobmočju trajalo dalj časa, kot je bilo sprva pričakovano. Pričakovano je bilo, da se bo zunanje povpraševanje še znižalo, visoka negotovost, ki so jo povzročili teroristični napadi, pa upočasnjevala okrevanje domačega povpraševanja. Gospodarstvo euroobmočja si je na začetku leta 2002 nekoliko opomoglo, vendar pa je okrevanje tekom leta izgubilo zagon. Glavni razlog za takšna gibanja so bili ponovni pretresi na finančni trgih poleti in okrepljene geopolitične napetosti v drugi polovici leta, ki so negativno vplivale na cene nafte in zaupanje.

Nasploh je bila gospodarska rast euroobmočja v letu 2002 dokaj slabotna. Medletna rast BDP je znašala le 0,9%, leto prej pa 1,9%, kar pomeni, da je tako v letu 2001 kot tudi v letu 2002 ostala pod potencialno stopnjo rasti. To se ni bistveno spremenilo niti leta 2003, ko je rast realnega BDP v prvi polovici leta stagnirala zaradi izbruha geopolitičnih napetosti v zvezi z Irakom in zaradi negotovosti na finančnih trgih. V takih razmerah so tveganja za gospodarske obete ostala usmerjena navzdol.

Če pogledamo še denarno analizo: medletna stopnja rasti M3 je po manjši upočasnitvi v letu 2000 in na začetku leta 2001 dobila močan pospešek sredi leta 2001. Vendar ta pospešek ni bil razumljen kot možno tveganje za stabilnost cen v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju, za kar je obstajalo več razlogov. Prvič, rast M3 je delno odražala večjo potrebo gospodarskih subjektov po likvidnih sredstvih, potrebnih zaradi prilagajanja predhodnim zvišanjem cen energije in hrane. Drugič, relativno položna krivulja donosnosti, ki je bila značilna za tisto obdobje, in z njo povezani nizki oportunitetni stroški denarnih imetij so povečali privlačnost kratkoročnih denarnih imetij v primerjavi z bolj tveganimi dolgoročnimi instrumenti. In končno, negotovosti v zvezi z razumevanjem denarnih gibanj so se še povečale zaradi velikega prilagajanja portfeljev zasebnih vlagateljev, ki so delnice in druga dolgoročnejša finančna sredstva zamenjevali z varnejšimi in likvidnejšimi denarnimi sredstvi, vključenimi v M3. Takšno prilagajanje portfeljev je bilo razumljeno kot odziv vlagateljev na vztrajanje negotovosti po globalnem popravku delniških trgov spomladi leta 2000 in po terorističnem napadu 11. septembra 2001, kar je govorilo v prid preventivnemu varčevanju. Ti portfeljski premiki so bili po velikosti in vzrokih brez primere v zgodovini, zato je bila pri njihovi razlagi prisotna nenavadno velika negotovost.

Svet ECB jih je na splošno razlagal kot začasen, čeprav morda dolgotrajnejši pojav, ki naj bi izginil z normalizacijo gospodarskih in geopolitičnih razmer. V prid tej oceni je govorilo dejstvo, da se je padanje medletne rasti posojil zasebnemu sektorju, zlasti nefinančnim družbam, nadaljevalo, pri čemer je bila gospodarska dejavnost še vedno dokaj slabotna. Sporočilo denarne analize oblikovalcem politike je bilo v tem obdobju torej polno različnih odtenkov. Po eni strani se tudi močna rast M3, glede na prilagajanje portfeljev, ni tolmačila kot možnost inflacijskih pritiskov na srednji do daljši rok. Po drugi strani je rast M3, popravljena za ocenjeni učinek prilagajanja portfeljev, ostala dokaj vztrajna, kar je kazalo na navzgor usmerjena tveganja pri razlagi denarnih gibanj in s tem na tveganja za cenovne obete v srednjeročnem do dolgo-

ročnejšem obdobju. To sporočilo je bilo še posebno pomembno v letih 2002 in 2003, ko se je javno razpravljalo o pojavu tveganja deflacije dolgov v euroobmočju.⁶⁾

OBDOBJE 4 – KLJUČNE OBRESTNE MERE ECB NESPREMENJENE (OD SREDE LETA 2003 DO KONCA LETA 2005)

Po juniju 2003 je Svet ECB dve in pol leti puščal obrestne mere nespremenjene, z izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja na zgodovinsko nizki ravni 2%.

Kar zadeva cenovna gibanja, inflacija po HICP v drugi polovici leta 2003 ni padla tako hitro niti tako močno, kot je bilo pričakovano, na kar so največ vplivala neugodna gibanja cen hrane in višje cene nafte od pričakovanih, čeprav je slednje nekoliko ublažila apreciacija eura. Poleg tega so na inflacijo negativno vplivala povečanja posrednih davkov in nadzorovanih cen ob koncu leta 2003 in v začetku leta 2004. Kljub velikim podražitvam primarnih surovin in energentov so v obdobju, ko je gospodarska rast sicer okrevala, a je bila še vedno dokaj skromna, domači inflacijski pritiski celo leto 2004 in večino leta 2005 ostali razmeroma omejeni. Predvsem so v tem obdobju zmerna ostala gibanja plač. Vseeno je skupna inflacija v letu 2005 ostala nekoliko povišana, predvsem zaradi strme rasti cen energentov in v manjši meri zaradi dviga nadzorovanih cen in posrednih davkov. Medletna inflacija po HICP je v letu 2005 tako znašala 2,2%, kar je rahlo nad povprečjem prejšnjih dveh let, ko je znašala 2,1%. Kasneje v letu 2005 je ekonomska analiza nakazovala, da se tveganja za rast inflacije povečujejo, k temu pa največ prispeva možnost sekundarnih učinkov na plače in cene, ki izvirajo iz višjih cen nafte.

Na področju gospodarske aktivnosti so se izgledi precej izboljšali v drugi polovici leta 2003, ko se je zaradi obnovljene dinamike v svetovnem gospodarstvu občutno povečal izvoz euroobmočja. Domače povpraševanje je v tem času sicer ostalo šibko, vendar so bili po ocenah izpolnjeni pogoji za njegovo okrevanje, nenazadnje tudi zaradi nizkih obrestnih mer in na splošno ugodnih pogojev financiranja. Poleg tega so prilagajanja za izboljšanje produktivnosti in dobičkonosnosti v podjetniškem sektorju podpirala pričakovanje, da bodo postopno okrevale tudi poslovne naložbe. Gledano v celoti so vse razpoložljive napovedi in projekcije iz druge polovice leta 2003, vključno z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema, nakazovale, da se bo realna gospodarska rast v letih 2004 in 2005 še naprej izboljševala.

Dejansko se je gospodarsko okrevanje euroobmočja, ki se je začelo v drugi polovici leta 2003, v letih 2004 in 2005 nadaljevalo. Realni BDP je v prvi polovici leta 2004 v povprečju naraščal po medčetrtletni stopnji 0,5%, kar je najhitreje od druge polovice leta 2000. V drugi polovici leta 2004 in v prvi polovici leta 2005 se je rast nekoliko umirila, k čemur je deloma prispevalo naraščanje cen nafte, pa tudi začasna upočasnitev svetovne gospodarske rasti in zakasneli učinki pretekle apreciacije eura. Kljub temu je bilo ocenjeno, da so kljub negativnim tveganjem, povezanim z nizkim zaupanjem potrošnikov, visokimi in nestanovitnimi cenami nafte in svetovnimi neravnovesji, pogoji za krepitev gospodarske aktivnosti ostali izpolnjeni. Na zunanji strani je svetovna gospodarska rast ostala visoka in je tako podpirala izvoz euroobmočja. V domačem okolju so zelo ugodni pogoji financiranja, visoki dobički podjetij in prestrukturiranje podjetij zagotavljali ugodno okolje za rast investicij. Pričakovano je bilo, da bo povečevanje realnega razpoložljivega dohodka ob hitrejši rasti zaposlovanja in nizki inflaciji spodbujalo naraščanje zasebne potrošnje. V drugi polovici leta 2005 je gospodarska ekspanzija v euroobmočju dejansko ponovno dobila zagon.

6) V tem kontekstu je treba opozoriti, da bi se prilagajanja portfeljev v tem obdobju lahko razlagala tudi kot znak zaupanja v zdravost evropskega bančnega sektorja, kar bi pregnalo skrbi v zvezi z možnim pojavom deflacije dolgov v euroobmočju.

**Ključne obrestne
mere ECB poltretje
leto nespremenjene**

**Domači pritiski na cene
ostajajo obrzdani**

**Gospodarsko okrevanje
v teku**

Denarna gibanja umirjena v letu 2003 in na začetku leta 2004...

Pri denarni analizi je finančna in gospodarska negotovost postopno izginjala in razporejanje portfeljev se je, predvsem kot odziv na razvoj dogodkov v Iraku do sredine leta 2003, začelo normalizirati. Posledično se je medletna rast agregata M3 od sredine leta 2003 do sredine 2004, ko so se pretekli portfeljski premiki v denarna sredstva postopno obračali, izrazito upočasnila. Vseeno pa v skladu s simetrično interpretacijo učinka, ki ga imajo portfeljski premiki na relevantne signale v denarnih gibanjih, ta upočasnitev skupne rasti M3 ni bila razumljena kot znak, da so se inflacijski pritiski na srednji in dolgi rok ublažili, pač pa prej kot dokaz z denarne strani v prid stališču, da se raven negotovosti in nenaklonjenosti tveganju postopno vrača na dolgoročno normalno raven. Dejansko je časovna vrsta M3, popravljena za ocenjeni vpliv portfeljskih premikov, v vsem tem obdobju še naprej vzdržno rasla z nezmanjšano oz. rahlo povečano hitrostjo ter tako potrjevala vtis, bistveno nižja raven skupne rasti agregata M3 ne izraža osnovne stopnje denarne ekspanzije. Poleg tega se je medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju v drugi polovici leta 2003 povečala.

...preden sredi leta 2004 dobijo zagon, ki vse do danes in pojenjal

Tekom leta 2004 je denarna analiza potrjevala, da se portfeljski premiki iztekajo, čeprav nekoliko počasneje, kot bi bilo mogoče sklepati iz zgodovinskih vzorcev pri odpravljanju akumuliranih imetij likvidnosti. Vseeno je skupna medletna rast M3 od sredine leta 2004 naprej naraščala. V letu 2005 je denarna dinamika dobila dodaten zagon in je bila ocenjena kot znak, da se navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost na srednji in dolgi rok povečujejo. Zlasti robustna rast kreditov in denarja je od sredine leta 2004 odražala stimulativne učinke takratnih nizkih obrestnih mer v euroobmočju in kasneje obnovljene dinamike v gospodarstvu euroobmočja, ne pa portfeljske premike med letoma 2001 in 2003. Zaradi hitre denarne rasti se je še povečala že sicer visoka raven likvidnosti v euroobmočju, ki je tako dodatno okrepila tveganja za rast inflacije v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju.

Opuščanje prilagodljive denarne politike

OBDOBJE 5 – OPUŠČANJE AKOMODATIVNE DENARNE POLITIKE (OD KONCA LETA 2005 DALJE)

Od konca leta 2005 je Svet ECB ključne obrestne mere zvišal za skupno 200 bazičnih točk, tako da je konec junija 2007 izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja dosegla 4%. Ta prilagoditev akomodativne denarne politike je bila upravičena zaradi tveganj za cenovno stabilnost, na katera sta opozorili tako ekonomska kot tudi denarna analiza. Vseeno je treba poudariti, da je decembra 2005, ko je Svet ECB začel postopno dvigati ključne obrestne mere ECB, pomembno vlogo igrala denarna analiza. Ta je očitno pokazala na navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost na srednji in dolgi rok, medtem ko so bili kazalniki in signali iz ekonomske analize bolj mešani. Na splošno je postopno zaostrovanje akomodativnosti denarne politike potekalo v razmerah trdne gospodarske rasti ter živahne rasti denarja in kreditov v euroobmočju.

Kar se tiče cen, je povprečna medletna inflacija po HICP leta 2006 znašala 2,2%, leta 2007 pa 2,1%. Inflacijo je v tem obdobju poganjalo predvsem domače povpraševanje. V obeh letih je skupna inflacija predvsem zaradi gibanja cen nafte močno nihala. V letu 2006 je do avgusta sledila naraščajočemu trendu, ki ga je spodbujala predvsem velika rast cen energentov. Od avgusta naprej je zlasti zaradi občutnega znižanja cen nafte in baznih učinkov medletna inflacija postopno padla pod 2%. Do tretjega četrtletja leta 2007 se je medletna stopnja inflacije gibala v skladu z opredelitvijo cenovne stabilnosti, ki jo uporablja ECB. K temu so deloma prispevali ugodni bazni učinki, ki so izhajali iz gibanj cen energentov v prejšnjem letu.

Inflacija pospešena...

Nasprotno se je proti koncu leta 2007 in v začetku leta 2008 medletna inflacija skokovito povečala. Predvsem velika rast mednarodnih cen nafte in hrane so jo v drugi polovici leta 2007 pognala daleč nad 2%. Posebej so se močni kratkoročni pritiski na rast inflacije okrepili od četrtega četrtletja 2007 dalje. Tem cenovnim šokom navkljub je rast plač ostala dokaj zmerna, srednjeročna

in dolgoročna inflacijska pričakovanja pa so v tem obdobju kljub ugodnemu gospodarskemu okolju in zaostrovanju razmer na trgu dela ostala zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Čeprav so ta gibanja pomagala blažiti inflacijske pritiske, so tveganja za cenovno stabilnost na srednji rok nedvoumno ostala usmerjena navzgor. Ta tveganja so vključevala naslednje dejavnike: možnost dodatne rasti cen nafte in kmetijskih izdelkov (zlasti ob koncu leta 2006 in v letu 2007), nadaljnja povečanja nadzorovanih cen in posrednih davkov poleg tistih, ki so bila do tedaj že pričakovana, ter možnost, da se poveča moč podjetij pri oblikovanju cen, predvsem v panogah, ki so bile zaščitene pred konkurenco. Na bolj temeljni ravni so velika tveganja za rast inflacije izhajala iz možnosti, da se razvije plačna dinamika, ki bi preseгла dotedanja pričakovanja, in predvsem sekundarni učinki na plače in cene kot posledica višjih cen primarnih surovin in povišane skupne inflacije.

Gospodarska rast je v prvi polovici leta 2006 dobila zagon in se postopno razširila na nove panoge ter postala vse manj odvisna od zunanjih dejavnikov, saj jo je poganjalo predvsem domače povpraševanje. Gledano v celoti je kljub pritiskom volatilnih cen nafte realni BDP v letu dosegel 2,8% rast. Za primerjavo je leta 2005 rast znašala 1,6%, leta 2004 pa 2,1%. Gospodarska aktivnost se je vzdržno krepila tudi v letu 2007. Realni BDP se je povečal za 2,7%, k čemur je največ prispevalo domače povpraševanje. Investicije so ob podpori ugodnih pogojev financiranja, visokih dobičkov podjetij in vztrajnega izboljševanja podjetniške učinkovitosti zaradi prestrukturiranja, ki so ga podjetja opravila v daljšem časovnem obdobju, ostale dinamične. Vseeno je v drugi polovici leta 2007 obete za gospodarsko aktivnost ogrozila neobičajno velika negotovost. Povzročila jo je izrazita težavnost pri ocenjevanju možnih posledic finančnih pretresov, ki so izbruhnili avgusta, na realno gospodarstvo. Vseeno so gospodarski temelji euroobmočja ostali trdni, dobičkonosnost podjetij se je ohranila, robustno je ostalo tudi zaposlovanje, stopnja brezposelnosti pa je padla na 7,4%, kar je najnižja raven v zadnjih 25 letih. Ravnotežje tveganj za gospodarsko rast se je prevesilo navzdol.

Navzkrižna primerjava z denarno analizo je potrdila, da srednjeročno prevladujejo tveganja, da bo inflacija naraščala. Denarna in kreditna ekspanzija je ob podpori vztrajne močne rasti bančnih posojil zasebnemu sektorju v tem obdobju ostala izjemno hitra. Gledano s srednjeročne perspektive je izrazita rast denarja in kreditov odražala nadaljevanje vztrajnega naraščajočega trenda osnovne stopnje denarne ekspanzije, ki se je začel sredi leta 2004. S tem je še dodatno prispevala k akumulaciji likvidnosti, ki je v okolju trajno visoke rasti denarja in kreditov opozarjala na tveganja za rast inflacije v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju. Svet ECB je zato še naprej s posebno pozornostjo spremljal denarna gibanja, med drugim tudi zato, da bi bolje razumel kratkoročne odzive finančnih institucij, gospodinjstev in podjetij na pretrese na finančnih trgih v drugi polovici leta 2007. Doslej ni veliko podatkov, ki bi kazali, da so pretresi močneje vplivali na splošno dinamiko rasti denarja in kreditov.

USPEŠNOST DENARNE POLITIKE ECB PRI VZDRŽEVANJU STABILNOSTI CEN

V zadnjih desetih letih se je euro uveljavil kot stabilna valuta, ki je ne ceni le zdajšnjih 320 milijonov državljanov euroobmočja, ampak tudi mednarodni finančni trgi, kjer je euro splošno sprejet in se intenzivno uporablja (glej 5. poglavje). S povprečno medletno stopnjo inflacije po HICP rahlo nad 2% od uvedbe eura so cene razmeroma stabilne, inflacija pa je bistveno nižja od povprečne stopnje, ki je prevladovala v večini sodelujočih držav v desetletjih pred začetkom monetarne unije (glej 4. poglavje). Inflacija obenem tudi občutno manj niha kot v prejšnjih obdobjih.

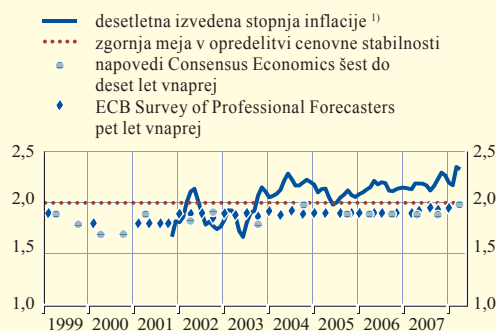
...gospodarska rast
vztrajna...

...denarna ekspanzija
zelo močna

Euro – stabilna valuta

Poleg tega je ECB uspela zasidrati dolgoročna inflacijska pričakovanja, kar je v skladu z njeno opredelitvijo cenovne stabilnosti (glej 10. poglavje). To sidranje se izraža v inflacijskih pričakovanjih, ki so izpeljana iz indeksiranih obveznic in anket (Consensus Economics Forecasts in ECB Survey of Professional Forecasters). Sidranje zasebnih inflacijskih pričakovanj na daljši rok ugodno vpliva na nemoteno delovanje denarne politike in izboljšuje njeno sposobnost, da na srednji rok zagotavlja cenovno stabilnost. Dejansko so bila inflacijska pričakovanja v obdobju od uvedbe eura izjemno stabilna. To je še posebej izjemno, saj je v tem obdobju prišlo do vrste izrazito negativnih cenovnih šokov, med katerimi najbolj izstopa več ali manj konstantna rast cen nafte (s približno 10 USD za sod v letu 1999 do rekordne vrednosti 100 USD za sod v letu 2007), velika rast mednarodnih cen hrane ter na domači strani skoraj redna povečanja posrednih davkov in pomembnih nadzorovanih cen v večini držav euroobmočja.

Graf 10 Pričakovanja dolgoročne inflacije



Vira: Consensus Economics in ECB.

1) Izvedena stopnja inflacije iz obveznic, vezanih na inflacijo, izraža predvsem tržna inflacijska pričakovanja in premije za tveganje.

Zato je mogoče trditi, da je Svet ECB – na osnovi svoje redne ekonomske in denarne analize, temelječe na srednjeročno usmerjeni strategiji denarne politike – opravil to, kar se od njega po mandatu iz Pogodbe pričakuje, torej zagotoviti stabilnost cen v srednjeročnem obdobju v euroobmočju kot celoti.

Ker ECB ni pogosto prilagajala naravnosti svoje denarne politike, je uspela preprečiti, da bi sama postala vir negotovosti v že sicer negotovem gospodarskem okolju. S tem je nedvomno pomagala stabilizirati srednje- do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen.

PREGLEDNOST, ODGOVORNOST IN KOMUNICIRANJE

Da bi ECB lahko učinkovito izvajala svojo denarno politiko, že od vsega začetka velik pomen pripisuje preglednemu in sprotnemu obveščanju udeležencev na finančnih trgih in splošne javnosti o svojih sklepih glede denarne politike in ekonomski logiki, na osnovi katere je te sklepe sprejela. Čeprav ta interakcija z javnostjo ni vedno potekala brez težav, kar še posebej velja za začetno obdobje enotne denarne politike, je očitno, da se je komunikacija med ECB na eni strani ter splošno javnostjo in udeleženci na finančnih trgih na drugi sčasoma precej izboljšala. S tem je prispevala k sidranju inflacijskih pričakovanj celo v tistih obdobjih, ko se pričakovanja običajno povečajo.

Skupaj sta komuniciranje in pregledno sprejemanje odločitev javnosti pomagala, da bolje razume sklepe ECB o denarni politiki v okviru njene javno objavljene strategije. Prav tako je finančnim trgom pomagala, da bolje razumejo sistematični vzorec odzivov denarne politike ECB na ekonomska dogajanja in gospodarske šoke, s tem pa jim je tudi omogočila, da lažje pričakujejo, kako se bo denarna politika razvijala na srednji rok. S tem so ukrepi denarne politike postali bolj predvidljivi.

Danes velja preglednost za enega pomembnih elementov sodobnega centralnega bančništva, saj na različne načine krepi kredibilnost in učinkovitost denarne politike. Prvič, preglednost na področju ciljev denarne politike in načinov, kako te cilje doseči, centralni banki pomaga k večji verodostojnosti. To po drugi strani povečuje njeno sposobnost, da usmerja dolgoročna inflacijska pričakovanja ter s tem vpliva na oblikovanje cen in plač na način, ki je skladen s cenovno stabilnostjo. Z drugimi besedami, verodostojna denarna politika lahko zagotovi, da neizogibni učinki prvega kroga podražitev, npr. povečanja cen nafte, ne povzročijo sekundarnih učinkov na plače in cene ter na koncu vodijo v splošno povečanje inflacije.

Nadalje preglednost na področju strategije denarne politike centralne banke in njene ocene gospodarskih razmer izboljšuje sposobnost udeležencev na finančnih trgih, da predvidijo, kako se bo denarna politika razvijala v prihodnje, to pa po drugi strani pomaga blažiti volatilitnost finančnih trgov in povečuje vzvod centralne banke pri dolgoročnejših obrestnih merah. In končno, dosledno spoštovanje načela preglednosti terja samodisciplino pri oblikovalcih politik, kar zagotavlja, da so njihove politične odločitve in njihove obrazložitve konsistentne in skladne z mandatom.

Sposobnost finančnih trgov, da predvidijo poteze denarne politike, se je v zadnjem desetletju na splošno povečala.⁷⁾ To potrjuje stališče, da je pregledni pristop k denarni politiki, ko so ga sprejele centralne banke po vsem svetu, trgov pomagal, da boljše razumejo denarno politiko. Dejstvo, da so se dolgoročna inflacijska pričakovanja v zadnjem desetletju v vrsti držav zelo močno stabilizirala, kaže, da je preglednost prispevala k sidranju inflacijskih pričakovanj.

Centralna banka mora nujno sprejeti kompromis med izčrpnostjo in jasnostjo svojega komuniciranja z javnostjo, saj ni mogoče hkrati izčrpno opisati vseh elementov in vidikov, ki so pomembni za oblikovanje politike, ter komunicirati jasno in razumljivo. Prav tako preglednost pomeni več kot zgolj objavljanje informacij, saj te same po sebi še ne pomenijo, da bodo ljudje boljše razumeli denarno politiko. Za učinkovito denarno politiko je zato informacije javnosti treba posredovati na primeren način. To pomeni, da centralne banke potrebujejo učinkovito komunikacijsko strategijo. Ta mora zagotoviti, da so informacije, potrebne za razumevanje denarne politike, javnosti na voljo pravočasno in brez omejitev, hkrati pa so jasne in nedvoumne ter prilagojene različnim okoljem in ciljnim skupinam, od splošne javnosti do udeležencev na finančnih trgih.

Strategija s svojimi glavnimi elementi hkrati povečuje preglednost in odgovornost denarne politike do splošne javnosti. Številčna opredelitev cenovne stabilnosti kot medletnega povečanja indeksa HICP predstavlja jasno merilo, s katerim lahko javnost ECB poziva k odgovornosti, hkrati pa pomaga sidrati tržna pričakovanja. Dvostebni pristop vzpostavlja jasen okvir za notranje odločanje in zunanje komuniciranje. In končno, ECB omogoča tudi javni dostop do informacij, ki se izmenjujejo v Svetu ECB, in javnosti podrobno razloži ekonomsko logiko, na osnovi katere so bile sprejete odločitve o denarni politiki.

Komunikacija z javnostjo mora odražati tudi dejstvo, da denarna politika deluje v kompleksnem, negotovem in stalno spreminjajočem se okolju. Strategija zunanjega komuniciranja temu vidiku denarne politike posveča posebno pozornost. Zaradi učinkov različnih nepričakovanih šokov, ki lahko prizadenejo gospodarstvo, in dolgega ter neenakega časovnega odloga pri prenosu ukrepov denarne politike na cene, je natančen čas, včasih pa celo smer sprememb obrestnih mer težko predvideti. Z javnim objavljanjem svoje strategije denarne politike ter rednimi in preglednimi

7) Za pregled empirične literature o predvidljivosti denarne politike glej T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch in J. Turunen, „The predictability of monetary policy“, ECB Occasional Paper No 83, 2008.

Z večjo preglednostjo je denarna politika bolj učinkovita...

...bolj predvidljiva in...

...krepi odgovornost

ocenami gospodarskih gibanj je ECB dosegla visoko raven predvidljivosti, ta pa povečuje učinkovitost njene denarne politike (glej okvir 2).

V času, ko svetovni trend od centralnih bank terja, da vse bolj podrobno in pregledno komunicirajo z javnostjo, so glavni elementi komunikacijske strategije ECB, predvsem uvodne izjave po mesečni tiskovni konferenci, ki sklepe o denarni politiki predstavljajo skoraj v realnem času, sprožili premik k vse hitrejšemu razkrivanju informacij.

Okvir 2

GLAVNA KOMUNIKACIJSKA ORODJA IN KANALI, KI JIH UPORABLJA ECB

Uvodna izjava je osrednji element mesečne tiskovne konference, ki jo takoj po prvi seji Sveta ECB v mesecu pripravita predsednik in podpredsednik ECB. Izjavo predstavi predsednik v imenu Sveta. Vsebuje celovit povzetek ocene gospodarskih in denarnih gibanj ter naravnosti denarne politike, strukturirana pa je v skladu s strategijo denarne politike ECB. Po predstavitvi uvodne izjave sledi čas za vprašanja, kjer novinarji z vsega euroobmočja, pa tudi od drugod, lahko dobijo sveža in uravnotežena pojasnila v zvezi s sklepi o denarni politiki. Tiskovna konferenca je tako priložnost, kjer javnost lahko zelo hitro dobi vpogled v razpravo v Svetu ECB ter s tem v proces odločanja o denarni politiki.

Drug pomemben komunikacijski kanal ECB je mesečni bilten. Namenjen je splošni javnosti in finančnim trgov, vsebuje pa podrobno in celovito oceno gospodarskega okolja in denarnih gibanj. Navadno je objavljen en teden po seji Sveta ECB in vsebuje informacije, ki so bile na voljo Svetu, ko je odločal o denarni politiki. V mesečnem biltenu je objavljenih tudi več člankov, ki obravnavajo dolgoročna gibanja, splošne teme ali analitična orodja, ki jih Eurosistem uporablja v okviru strategije denarne politike.

Poleg tega predsednik ECB štirikrat letno nastopi pred Odborom za ekonomske in monetarne zadeve Evropskega parlamenta. Na zaslišanjih predsednik pojasni odločitve o politiki ECB in odgovarja na vprašanja članov odbora. Zasedanja odbora so odprta za javnost, magnetogram predsednikovega nastopa pa je kasneje objavljen na spletni strani parlamenta in ECB. Pred odborom nastopijo tudi drugi člani Izvršilnega odbora ECB.

Da bi dosegli različne segmente javnosti, so člani Sveta ECB dejavni v različnih oblikah stikov z javnostjo. Tudi govori članov Sveta in Izvršilnega odbora ter pogovori za medije so pomembne oblike predstavljanja stališč ECB javnosti.

3.3 IZVAJANJE DENARNE POLITIKE

Obrestne mere na kratkoročnem denarnem trgu igrajo pomembno vlogo v transmisiji denarne politike. Z usmerjanjem teh obrestnih mer denarna politika občutno vpliva na tržne obrestne mere, prek različnih kanalov pa tudi na potrošne odločitve podjetij in gospodinjstev, na denarna gibanja in končno na splošno raven cen. Ta razdelek opisuje, kako ECB izvaja sklepe o denarni politiki s tem, da usmerja obrestne mere na zelo kratkoročnem segmentu denarnega trga. Predstavlja tudi glavne izzive, s katerimi se je Eurosistem soočal pri izvajanju denarne politike od uvedbe eura.

LOČITEV DENARNE POLITIKE IN UPRAVLJANJA LIKVIDNOSTI

Za razumevanje upravljanja likvidnosti v ECB je dobro razlikovati med določitvijo naravnosti denarne politike in samim izvajanjem te politike. Kot je pojasnjeno v razdelku 3.1, strategija denarne politike zagotavlja strukturo relevantnih informacij o gospodarstvu, na osnovi katerih se sprejemajo sklepi o denarni politiki. Svet ECB namreč na osnovi svoje redne ekonomske in denarne analize odloča o ravni ključnih obrestnih mer ECB, s katerim lahko najučinkoviteje dosega svoj cilj cenovne stabilnosti. Izvršilni odbor ECB je nato odgovoren, da te sklepe o denarni politiki izvede. To opravlja tako, da obrestne mere na kratkoročnem trgu denarja usmerja proti ravni obrestnih mer, ki jo je določil Svet ECB. Določanje ključnih obrestnih mer ECB in obveščanje javnosti o njih ima ključno vlogo pri usmerjanju tržnih udeležencev. Vendar pa to samo po sebi ne zadošča, da bi se kratkoročne tržne obrestne mere uskladile s ključnimi merami ECB. Usmerjanje kratkoročnih obrestnih mer se namreč dosega tudi z upravljanjem likvidnosti Eurosistema, ki mu je pri tem v pomoč operativni okvir.

Ta vsebuje nabor instrumentov in postopkov, s katerimi Eurosistem v praksi izvaja sklepe o denarni politiki, torej usmerja obrestne mere na kratkoročnem denarnem trgu. Drug pomemben dejavnik pri vplivanju na obrestne mere denarnega trga je v tem, da bančni sektor euroobmočja na splošno potrebuje likvidnost in je torej odvisen od financiranja s strani Eurosistema. V tem okolju Eurosistem namreč nastopa kot ponudnik likvidnosti bankam prek svojih operacij na odprtem trgu. Pri tem upravlja raven likvidnosti, ki je na voljo v bančnem sektorju euroobmočja, pri čemer si prizadeva, da bi dosegel uravnotežene likvidnostne razmere in obrestne mere kratkoročnega denarnega trga čim bolj približal ravni obrestnih mer, ki jo je določil Svet ECB.

Če povzamemo, Eurosistem jasno razlikuje med sklepi Sveta ECB o denarni politiki na eni strani ter izvajanjem teh sklepov z instrumenti denarne politike na drugi strani. Z jasno ločitvijo naravnosti denarne politike od njenega izvajanja se zmanjšuje tveganje, da bi gospodarski subjekti zmotno razumeli volatilnost kratkoročnih tržnih obrestnih mer, ki jih sprožajo začasna in nepredvidljiva nihanja v ponudbi in povpraševanju po likvidnosti, kot denarnopolitični signal Eurosistema. Ločitev je bila še posebej pomembna v času finančnih pretresov, ki so se začeli v začetku avgusta 2007, ko so bile kratkoročne tržne obrestne mere občasno zelo volatilne.

OPERATIVNI OKVIR ZA IZVAJANJE DENARNE POLITIKE

Operativni okvir Eurosistema za izvajanje denarne politike temeljni na načelih, ki so opredeljena v Pogodbi o ustanovitvi Evropske skupnosti. Člen 105 Pogodbe določa, da Eurosistem „(...) ravna po načelu odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, pri čemer daje prednost učinkovitemu razporejanju virov (...)”.

Določanje ključnih
obrestnih mer ECB

Upravljanje z
likvidnostjo

Ločitev naravnosti
denarne politike od
njenega izvajanja

Načela, ki usmerjajo
operativni okvir

Zasnovo operativnega okvira ureja tudi vrsta „vodilnih načel”. Najpomembnejše med njimi je načelo operativne učinkovitosti. To je mogoče opredeliti kot sposobnost okvira, da sklepe o denarni politiki čim hitreje in čim bolj natančno prenese v obrestne mere kratkoročnega denarnega trga. Drugi dve pomembni načeli sta enaka obravnava bank in uskladitev pravil in postopkov v vsem euroobmočju. Naslednje načelo je povezano z decentralizacijo izvajanja denarne politike. V skladu z njim operacije denarne politike navadno izvajajo nacionalne centralne banke. Končno mora operativni okvir upoštevati tudi načela preprostosti, preglednosti, varnosti in stroškovne učinkovitosti.

Trije instrumenti za usmerjanje obrestnih mer

Pri usmerjanju kratkoročnih tržnih obrestnih mer proti ravni obrestnih mer, ki jo je določil Svet ECB, uporabljata ECB in Eurosistem tri instrumente: (1) stopnja obveznih rezerv, (2) operacije odprtega trga in (3) odprte ponudbe. Ti instrumenti vplivajo na obseg likvidnosti, ki je na voljo v bančnem sektorju euroobmočja, ta pa po drugi strani vpliva na raven kratkoročnih obrestnih mer, ki prevladujejo na denarnem trgu.⁸⁾ V tem okviru Eurosistem deluje kot ponudnik likvidnih sredstev, ki prek operativnega okvira omogoča bankam, da nemoteno in organizirano zadovoljijo svoje potrebe po likvidnosti.

Likvidnostne potrebe bank in obvezne rezerve

(1) Banke določen obseg likvidnosti potrebujejo za zadovoljevanje svojih likvidnostnih potreb, ki izhajajo iz t. i. „avtonomnih likvidnostnih dejavnikov”. Ti obsegajo postavke v bilanci stanja Eurosistema, ki niso povezane z instrumenti denarne politike.⁹⁾ Največji avtonomni dejavnik so bankovci v obtoku. Poleg tega banke likvidnost potrebujejo tudi za svoje obvezne rezerve, ki jih morajo vzdrževati pri Eurosistemu. Obvezne rezerve predstavljajo strukturno potrebo po likvidnosti s strani bančnega sektorja euroobmočja. Za vsako ustanovo so obvezne rezerve določene glede na njeno bilanco stanja. Trenutno je približno 6000 bank predmet zahteve po vzdrževanju obveznih rezerv. Skupne likvidnostne potrebe bančnega sektorja euroobmočja znašajo približno 450 milijard EUR. Agregatne dnevne obvezne rezerve zdaj predstavljajo približno polovico te vsote.

Glavna naloga sistema obveznih rezerv je, da stabilizira obrestne mere denarnega trga. Banke morajo namreč obvezne rezerve v povprečju izpolniti v obdobju izpolnjevanja, ki pomeni obdobje, v katerem se izračunava, ali banke spoštujejo zahteve po obveznih rezervah. Obdobje izpolnjevanja se navadno začne v torek po seji Sveta ECB, za katero je na dnevnem redu ocena naravnosti denarne politike. Mehanizem povprečenja pomeni, da je imetje rezerv na kateri koli konkreten dan v obdobju izpolnjevanja v načelu dober nadomestek za imetje rezerv na kateri koli drugi dan v obdobju izpolnjevanja. To pomeni, da rezervna imetja lahko od dneva do dneva nihajo in da se dnevna likvidnostna nihanja tako izravnajo. Obvezne rezerve za bančni sektor ne predstavljajo stroška, saj jih Eurosistem obrestuje po stopnji, ki je enaka povprečni mejni obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja v obdobju izpolnjevanja.

Eurosistemova ponudba likvidnosti in operacije odprtega trga

(2) Operacije odprtega trga imajo najpomembnejšo vlogo pri upravljanju likvidnostnih razmer bančnega sektorja v euroobmočju in pri usmerjanju kratkoročnih tržnih obrestnih mer. Izvajajo se decentralizirano, pri čemer ECB operacije usklajuje, same transakcije pa izvajajo nacionalne centralne banke.

Eurosistem uporablja tri vrste operacij: (i) operacije glavnega refinanciranja (OGR), (ii) operacije dolgoročnejšega refinanciranja (ODR) in (iii) operacije finega uravnavanja (OFU) (glej tabelo 1).

8) Za celoten pregled okvira Eurosistema za denarno politiko glej ECB, „Izvajanje denarne politike v euroobmočju”, september 2007.

9) Glej tudi naslednja članka: „The liquidity management of the ECB” in „The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves” v ECB Monthly Bulletin, maj 2002 oz. januar 2008.

Tabela 1 Operacije Eurosistema na odprtem trgu in odprte ponudbe

Operacije denarne politike	Vrsta transakcije		Ročnost	Pogostost
	Povečevanje likvidnosti	Umikanje likvidnosti		
Operacije odprtega trga				
Operacije glavnega refinanciranja	Povratne transakcije	-	En teden	Tedensko
Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	Povratne transakcije	-	Tri mesece	Mesečno
Operacije finega uravnavanja	Povratne transakcije	Zbiranje vezanih vlog	Nestandardizirana	Občasno
Odprte ponudbe				
Mejno posojilo	Povratne transakcije	-	Čez noč	Dostop po prostem preudarku nasprotnih strank
Mejni depozit		Depoziti	Čez noč	Dostop po prostem preudarku nasprotnih strank

Z operacijami glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja Eurosistem bankam posoja sredstva. Ta so vedno izposojena za določeno in kratko časovno obdobje, nasproti zavarovanju in z namenom zavarovati Eurosistem pred finančnimi tveganji (glej okvir 3). Na dan Eurosistem bančnemu sektorju euroobmočja s svojimi operacijami odprtega trga posoja povprečno okrog 450 milijard EUR. Operacije Eurosistema so mnogo večje od operacij drugih večjih centralnih bank.

Operacije glavnega refinanciranja kot tudi operacije dolgoročnejšega refinanciranja so redne operacije. Prve se izvajajo enkrat tedensko v obliki avkcije s spremenljivo obrestno mero in minimalno mogočo mero protiponudbe (izklicna obrestna mera), njihova ročnost pa je en teden. Pri tovrstnih avkcijah lahko banke oddajo protiponudbe z različnimi obrestnimi merami, ki so višje ali enake vnaprej objavljeni izklicni obrestni meri. Sredstva so najprej dodeljena protiponudbam z najvišjo obrestno mero, sledijo protiponudbe z drugo najvišjo ponujeno obrestno mero in tako naprej, dokler ni izčrpan celoten znesek dodelitve. Obrestna mera, pri kateri je znesek izčrpan, je mejna obrestna mera in po tej so sredstva protiponudbam dodeljena proporcionalno. Operacije dolgoročnejšega refinanciranja se izvajajo mesečno v obliki avkcije s povsem spremenljivo obrestno mero in trimesečno ročnostjo. V nasprotju z operacijami glavnega refinanciranja je pri operacijah dolgoročnejšega refinanciranja obseg razpoložljive likvidnosti določen vnaprej. Pri teh operacijah Eurosistem nastopa kot sprejemalec, ne kot določevalec obrestnih mer. V obeh vrstah operacij lahko sodelujejo zelo različne banke, vsega skupaj okrog 1700 bank. To je precej velika številka, tudi v primerjavi z operativnim okvirom drugih večjih centralnih bank.

Operacije finega uravnavanja (OFU) niso redno sredstvo za povečevanje ali umikanje likvidnosti, ampak se izvajajo po potrebi. Za večjo hitrost in prožnost teh operacij njihova ročnost in pogostost nista standardizirani, ampak se lahko prilagajata konkretnim razmeram. Ker je te avkcije treba izvesti hitro (navadno v 90 minutah od objave operacije), lahko v njih sodeluje le omejeno število banko (zdaj okrog 130 bank). Operacije finega uravnavanja so uporabljajo za ublažitev učinkov, ki jih imajo nepričakovana nihanja likvidnosti v bančnem sektorju na obrestne mere.

(3) Eurosistem bankam ponuja tudi dve odprti ponudbi: odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita (glej tabelo 1). Ti dve odprti ponudbi tvorita koridor (navadno ± 100 bazičnih točk) okrog izklicne obrestne mere in s tem omejujeta nihajnost obrestne mere

Odprte ponudbe kot koridor za kratkoročne obrestne mere

čez noč (tj. obrestna mera na kratkoročnem denarnem trgu). Odprta ponudba mejnega posojila predstavlja zgornjo mejo koridorja. Banke jo lahko uporabijo, če želijo pridobiti likvidnost čez noč v zameno za primerno zavarovanje. Odprta ponudba mejnega depozita nasprotno tvori spodnjo mejo koridorja. Z njo banke likvidnost čez noč deponirajo pri Eurosistemu.

IZVAJANJE DENARNE POLITIKE OD UVEDBE EURA

Operativni okvir za izvajanje denarne politike Eurosistemu vse od uvedbe eura dobro služi. Glavni operativni cilj, namreč usmerjati zelo kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu blizu izključni obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja (ki jo določi Svet ECB) je bil dosežen. Izkazal se je celo za zelo robustnega in odpornega, celo v izjemno zahtevnih razmerah, kot so bili npr. začetek novega tisočletja, teroristični napadi 11. septembra 2001 in najnovejši pretresi na finančnih trgih v letih 2007/08. V nobenem od teh primerov se Eurosistemu ni bilo treba zateči k izrednim ukrepom, ki jih operativni okvir ne predvideva.

Okvir 3

SISTEM ZAVAROVANJ V EUROSISTEMU

V skladu s centralnobančno prakso po vsem svetu morajo biti vse operacije Eurosistema za povečevanje likvidnosti zavarovane s primernim zavarovanjem, ki Eurosistem ščiti pred morebitnimi izgubami. Poleg tega mora sistem zavarovanj tudi zagotoviti, da je velikemu številu različnih bank na voljo dovolj zavarovanja, proti kateremu lahko Eurosistem zagotovi obseg likvidnosti, ki je po njegovi oceni potrebna. Zato Eurosistem kot zavarovanje sprejema zelo različna finančna sredstva.¹⁾ Ta značilnost sistema je bila v zadnjem času deležna širokega priznanja, saj je bistveno prispevala k stabilnosti v času nedavnih finančnih pretresov. Zagotovila je namreč, da imajo banke na voljo dovolj zavarovanja, da lahko dostopajo do operacij Eurosistema na odprtem trgu. V tem okviru je zato na kratko predstavljen sistem zavarovanj v Eurosistemu in glavne posodobitve, ki jih je bil sistem deležen v zadnjih devet letih in pol.

Leta 1998 je bil za nemoten prehod v monetarno unijo uveden „sistem zavarovanj z dvema listama“. Izraz „dve listi“ je pomenil, da je bilo primerno finančno premoženje razdeljeno v dve skupini oziroma na dve listi ali seznama. Razlog za to delitev so bile razlike v finančni strukturi držav članic ob začetku ekonomske in monetarne unije. Na listo 1 so bili uvrščeni tržni dolžniški vrednostni papirji, ki so izpolnjevali merila primernosti za vse euroobmočje, lista 2 pa je obsegala tiste vrste finančnega premoženja, ki so bile pomembne za finančne trge in bančne sisteme v posameznih državah in so izpolnjevale samo nacionalna merila primernosti. V načelu je bilo vse finančno premoženje mogoče uporabiti čezmejno v vsem euroobmočju. Ta sistem je Eurosistemu dobro služil in brez večjih težav prebrodil tudi občasna zelo velika povečanja povpraševanja po zavarovanju v obdobjih tržnih napetosti (npr. ob prehodu v novo tisočletje).

Vseeno pa je imel sistem z dvema listama nekaj pomanjkljivosti. Na primer dejstvo, da so bile nekatere skupine finančnega premoženja primerne samo v nekaterih državah, ne pa v

1) Glej 6. poglavje publikacije ECB z naslovom „Izvajanje denarne politike v euroobmočju“, kot je bila spremenjena septembra 2007, ki podrobno obravnava merila primernosti zavarovanja in ukrepe za upravljanje s tveganji glede primerne zavarovanja v kreditnih operacijah Eurosistema.

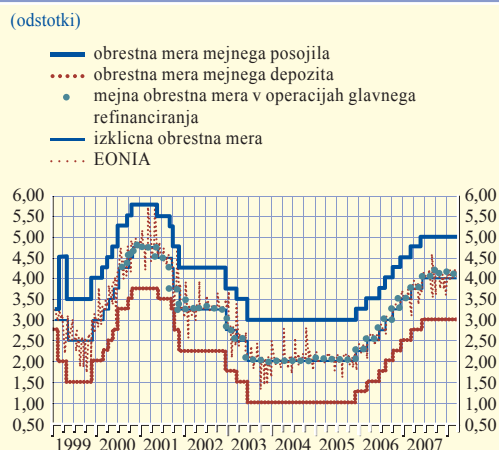
vseh, bi lahko ogrozilo enake pogoje sodelovanja v euroobmočju, ki je pomembno načelo v okviru denarne politike Eurosistema. Tako je po opravljenih dveh javnih razpravah (junija 2003 in maja 2004) Eurosistem sklenil, da uvede sistem z eno samo listo (imenovano „enotna lista“), ki se uporablja v vseh operacijah Eurosistema za povečevanje likvidnosti. Enotna lista, katere namen je bil dodatno izboljšati učinkovitost sistema zavarovanj, je bila uvedena v dveh korakih. V prvem koraku, ki se je končal maja 2005, so bile opravljene nekatere prilagoditve v zvezi s tržnimi instrumenti.²⁾ V drugem koraku, končanem januarja 2007, pa je netržno finančno premoženje, zlasti kreditne terjatve (tj. bančna posojila) postalo primerno za zavarovanje terjatev v vsem euroobmočju. Iz tehničnih razlogov bo povsem poenoten režim za bančna posojila na voljo šele januarja 2012.³⁾

Možnost uporabe zelo raznolikih kategorij premoženja kot zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema pomeni, da za vse kategorije premoženja ni mogoče uporabljati enakih meril primernosti. Zato se na splošno uporabljata dve skupini meril primernosti in ukrepov⁴⁾ za obvladovanje tveganj, ena za tržno premoženje in druga za netržno premoženje. Vseeno obe skupini Eurosistemu zagotavljata primerljivo raven zaščite pred tveganji. Kot zavarovanje je sprejeto le finančno premoženje z visoko bonitetno oceno. Merila primernosti za tržno premoženje so ostala dovolj splošna, da se je sistem zavarovanj lahko prilagajal tržnim inovacijam in se odzival na dogajanja na trgu. Ker se finančni trgi ves čas razvijajo, bodo tudi v prihodnjih letih potrebne nove prilagoditve meril primernosti.

V letu 2007 je povprečna vrednost primerne zavarovanja znašala 9,5 trilijona EUR, kar je za 73% več kot v letu 1999 (približno 5,5 bilijona (tj. milijon milijonov) EUR). Kar zadeva sestavo zavarovanja, je na javni dolg odpadlo 49% celotne vrednosti, ostanek tržnega zavarovanja pa je vključeval krite in nekrte obveznice kreditnih institucij (15% oz. 17%), podjetniške obveznice (9%), kolateralizirane vrednostne papirje (8%) in druge obveznice, na primer tiste, ki so jih izdale nadnacionalne organizacije (4%). Okrog 12% vsega primerne zavarovanja, torej okrog 1,1 bilijona (tj. milijon milijonov) EUR, je bilo v letu 2007 deponiranega pri Eurosistemu. Sestava deponiranega premoženja se razlikuje od sestave eurskih dolžniških trgov, saj banke v kreditnih operacijah Eurosistema navadno deponirajo manj likvidno zavarovanje. Povprečni obseg bančnih posojil je leta 2007 predstavljal 10% celotnega predloženega zavarovanja. Vseeno celoten potencial tega dodatnega vira zavarovanja še ni izkoriščen, saj se nabor bančnih posojil, katerih boniteto je mogoče oceniti, postopno povečuje. Čezmejna uporaba zavarovanja, pri kateri nasprotna stranka v eni državi euroobmočja uporabi zavarovanje, ki izvira iz druge države euroobmočja, je eden od znakov, da finančna integracija napreduje. V letu 2007 je bilo 51% vsega zavarovanja uporabljenega čezmejno, v primerjavi z 12% v letu 1999.

- 2) Opravljene so bile naslednje prilagoditve: (i) izključitev delnic s seznama primerne zavarovanja, (ii) določitev neorganiziranih trgov, ki so za Eurosistem sprejemljivi pri upravljanju zavarovanja, (iii) podrobnejša opredelitev merila glede dolžniških instrumentov, ki so jih izdale kreditne institucije, in (iv) uvedba dolžniških instrumentov, izraženih v eurih, ki so jih izdali subjekti v državah skupine G10, ki niso članice EGS.
- 3) Dolg rok za izvedbo te spremembe je nujen za razvoj operativnih sistemov in postopkov pri oceni, ovrednotenju in mobilizaciji kreditnih terjatev, saj se te v več pomembnih vidikih razlikujejo od tržnih instrumentov. Kreditne terjatve zaradi svoje raznolikosti niso standardizirane in nimajo enotne dokumentacije, navadno nimajo bonitetne ocene s strani bonitetnih agencij in zunanjih cenovnih virov, včasih obstaja pravna prepoved prodaje teh terjatev tretjim strankam, trajnosti obstoja posameznega posojila pa ni vedno mogoče preveriti. Eurosistem je leta 2006 oblikoval bonitetni okvir, ki omogoča sodelovanje tudi drugih virov bonitetne ocene poleg bonitetnih agencij pri oceni novejših vrst premoženja na enotni listi.
- 4) Ukrepi za obvladovanje tveganj se uporabljajo za finančno premoženje, na katerem temeljijo operacije denarne politike Eurosistema, da bi zavarovali Eurosistem pred tveganjem finančne izgube, če bi bilo treba finančno premoženje za zavarovanje unovčiti zaradi neporavnave obveznosti stranke. Eurosistem za vse izdajatelje in finančno premoženje uporablja zahtevo minimalne bonitetne ocene, ki je enakovredna oceni „single A“, kar je sprejeta referenčna vrednost Eurosistema za visoke bonitetne standarde. Ta merila so bila opisana v dokumentu „Izvajanje denarne politike v euroobmočju“, september 2007.

Graf 11 Ključne obrestne mere in EONIA od januarja 1999



Vir: ECB.
Opomba: Za operacije, ki so bile poravnane do 28. junija 2000, obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja pomeni obrestno mero v avkcijah s fiksno obrestno mero. Za operacije, ki so bile poravnane po tem datumu, obrestna mera pomeni obrestno mero v avkcijah s spremenljivo obrestno mero.

Graf 12 Gibanje stopnje dodelitve, januar 1999 – november 2006



Vir: ECB.

Graf 11 kaže, da je tržna obrestna mera čez noč (EONIA)¹⁰⁾ na splošno ostala blizu izklicni obrestni meri. Kaže tudi, da sta obrestni meri za odprti ponudbi oblikovali zgornjo in spodnjo mejo za obrestno mero EONIA. Nihanja, ki so vidna na grafu, odražajo predvsem začasna obdobja presežka ali pomanjkanja likvidnosti na denarnem trgu. Operativni okvir za denarno politiko mora na nek način dajati zgled in je s svojo učinkovitostjo spodbudil tudi druge centralne banke, da so vzpostavile sistem s koridorjem.

Spremembe, ki so bile uvedene po letu 1999, so nedvomno prispevale k dobremu delovanju operativnega okvira. V zadnjih devetih letih in pol so bile uvedene tri spremembe.

Prvič, junija 2000 so bile uvedene avkcije s spremenljivo obrestno mero. Te so nadomestile avkcije s fiksno obrestno mero, ki so se uporabljale od začetka monetarne unije. Ta prilagoditev sama po sebi sicer ne pomeni spremembe operativnega okvira, saj ta omogoča izvajanje tako avkcij s fiksno kot tudi s spremenljivo obrestno mero. S prehodom na avkcije s spremenljivo obrestno mero se je Eurosistem odzval na pretirano povpraševanje bank v operacijah Eurosistema (overbidding), ki je postalo posebej pereče v prvi polovici leta 2000. „Pretirano povpraševanje” pomeni, da banke v operacijah glavnega refinanciranja licitirajo za visoke in vedno večje zneske. V takšnih primerih se razmerje med dodelitvijo in licitiranimi zneski močno zmanjša (glej graf 12). Do pretiranega povpraševanja je prihajalo v času, ko so banke pričakovale, da bo ECB v danem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv dvignila obrestne mere. V pričakovanju dviga obrestnih mer se je obrestna mera čez noč dejansko povečala na pričakovano raven, torej nad fiksno obrestno mero, ki je veljala v operacijah glavnega refinanciranja. To je bila zelo močna spodbuda bankam, da sredstva pridobijo v operacijah glavnega refinanciranja, zato so se v njih potegovale za vedno večje zneske.

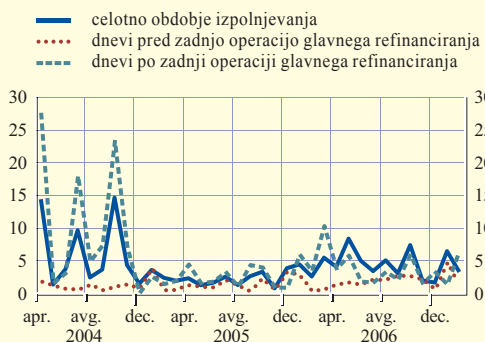
10) EONIA pomeni „euro overnight index average” oziroma uteženo povprečje obrestnih mer v eurih za medbančna posojila čez noč in predstavlja merilo učinkovite obrestne mere, ki prevladuje na medbančnem trgu v eurih čez noč.

Izboljšanje operativnega okvira

Prehod na avkcije s spremenljivo obrestno mero

Graf 13 Standardni odklon obrestne mere EONIA v obdobju izpolnjevanja (dnevno), april 2004 – januar 2007

(bazične točke)



Vir: ECB.

Svet ECB je zato 8. junija 2000 sklenil, da namesto avkcij s fiksno obrestno mero z 28. junijem začne uporabljati avkcije s spremenljivo obrestno mero.¹¹⁾ Svet je obenem tudi sklenil, da bo izključno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja uporabljal kot signal naravnosti svoje denarne politike. Izključna obrestna mera je tako prevzela vlogo, ki jo je dotlej imela obrestna mera v avkcijah s fiksno obrestno mero. Novi sistem je takoj rešil problem pretiranega povpraševanja.

Drugič, prehod na avkcije s spremenljivo obrestno mero Eurosistema ni zaščitil pred „nezadostnim povpraševanjem“ (underbidding) s strani bank. Nezadostno povpraševanje pomeni, da banke skupaj licitirajo za manj

sredstev kot je celoten načrtovani znesek dodelitve. V tem primeru banke tvegajo, da jim bo ob koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv zmanjkalo likvidnosti, zato se morajo zateči k odprti ponudbi mejnega posojila, kar povečuje obrestno mero čez noč. Od leta 2001 je v obdobjih, ko so banke pričakovale, da bo ECB znižala ključne obrestne mere, osemkrat prišlo do nezadostnega povpraševanja. V pričakovanju znižanja obrestnih mer se je obrestna mera čez noč dejansko znižala na pričakovano raven, torej pod izključno obrestno mero. S tem se je zmanjšala spodbuda bankam, da sredstva pridobijo v operacijah glavnega refinanciranja.

Da pričakovanja morebitnih sprememb ključnih obrestnih mer ECB na licitiranje bank ne bi vplivale že v obstoječem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, je Svet ECB januarja 2003 sklenil izvesti dve spremembi operativnega okvira, ki sta začeli veljati marca 2004. S prvo spremembo se je obdobje izpolnjevanja premaknilo tako, da se vedno začne po seji Sveta ECB, za katero je na dnevnem redu mesečna ocena naravnosti denarne politike. Spremembe v obrestnih merah za odprte ponudbe so bile usklajene z novim obdobjem izpolnjevanja obveznih rezerv. Z drugo spremembo se je dospelost operacij glavnega refinanciranja skrajšalo z dveh na en teden. To pomeni, da posamezna operacija ni več zajemala dveh obdobji izpolnjevanja. Izvedba sprememb je minila nemoteno in banke so hitro prilagodile svoj pristop na avkcijah.

In končno, zaradi uskladitve obdobji izpolnjevanja obveznih rezerv s sejami Sveta ECB pri izvedbi sprememb v marcu 2004, se je povprečni razmik med zadnjo operacijo glavnega refinanciranja v obdobju izpolnjevanja in zadnjim dnevom tega obdobja povečal na šest delovnih dni. Pred marcem 2004 je bil ta razmik spremenljivo dolg od enega do šestih dni. Stranski učinek te spremembe so bila občasna velika likvidnostna neravnovesja ob koncu obdobji izpolnjevanja, zaradi katerih se je nekoliko povečala nihajnost obrestne mere čez noč. V odgovor na občasna velika likvidnostna neravnovesja ob koncu obdobja izpolnjevanja je ECB od oktobra 2004 pogosteje ukrepala z operacijami finega uravnavanja, ki so potekale na zadnji dan obdobja izpolnjevanja. Z njimi je uspešno zmanjševala nihajnost obrestnih mer, ki se je včasih razvila v zadnjem tednu obdobja izpolnjevanja (glej graf 13).

11) Pri avkciji s fiksno mero ECB vnaprej določi obrestno mero in banke v protiponudbah navedejo denarni znesek posla, ki ga želijo skleniti po fiksni obrestni meri. Sredstva se nato dodelijo proporcionalno.

Strukturne spremembe
v marcu 2004

Pogostejše operacije
finega uravnavanja ob
koncu obdobja
izpolnjevanja obveznih
rezerv

Nedavno obdobje pretresov na finančnih trgih, ki se je začelo avgusta 2007, ko se je ameriška kriza z drugorazrednimi hipotekarnimi posojili prelila na denarni trg euroobmočja, predstavlja doslej največji izziv za operativni okvir Eurosistema. Tudi v tem turbulentnem obdobju je okvir dobro deloval in Eurosistemu omogočal, da usmerja obrestne mere čez noč.

Da bi ECB te obrestne mere lahko usmerjala na raven, ki je blizu izklicni obrestni meri, je zaradi finančnih pretresov sprejela štiri kategorije ukrepov.¹²⁾

Prvič, čas ponudbe likvidnosti v obdobju izpolnjevanja se je spremenil, saj so se uporabljale tako operacije glavnega refinanciranja kot tudi operacije finega uravnavanja. Pred začetkom pretresov je ECB likvidnost dobavljala enakomerno skozi obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv, od nedavnega pojava volatilnosti na finančnih trgih pa je povečala ponudbo likvidnosti v začetku obdobja izpolnjevanja in s tem bankam omogočila, da večino svojih obveznih rezerv izpolnijo razmeroma zgodaj v obdobju izpolnjevanja. Vseeno se celotna ponudba likvidnosti ni spremenila: cilj Eurosistema je še vedno ta, da zagotovi ravno toliko likvidnosti, kot je banke potrebujejo za izpolnitev obveznih rezerv.

Drugič, delež refinanciranja, ki ga Eurosistem zagotavlja z operacijami dolgoročnejšega refinanciranja (ODR), se je povečal. S tem se je ustrezno zmanjšal delež likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja (OGR). Na ta način se je podaljšala povprečna dospelost operacij denarne politike.

Tretjič, občasno je Eurosistem uporabljal tudi posebne avkcijske postopke s celotno dodelitvijo, predvsem za sprostitev tržnih napetosti ob koncu leta. Ti postopki so trgom omogočili, da natančno določijo znesek dodelitve v časih, ko je bilo težko oceniti povpraševanje po likvidnosti, in so bile za umikanje presežne likvidnosti zato potrebne operacije finega uravnavanja.

S temi tremi kategorijami ukrepov je ECB uspela obdržati nadzor nad kratkoročnimi obrestnimi merami na denarnem trgu. Zaradi nobenega od ukrepov niso bile potrebne strukturne spremembe operativnega okvira Eurosistema za izvajanje denarne politike. Spremembe prav tako niso bile potrebne v sistemu zavarovanj, ki je po splošni oceni odigral pomembno vlogo pri zagotavljanju normalnega delovanja denarnega trga.

In končno, ECB se je dogovorila za začasno povratno valutno zamenjavo (swap line) z ameriško centralno banko Federal Reserve System v povezavi z začasno avkcijo v ameriških dolarjih (Term Auction Facility). Izvedla je vrsto odprtih ponudb TAF, s katerimi je bankam euroobmočja zagotavljala likvidnost v ameriških dolarjih v imenu ameriške centralne banke.

Zaključimo torej lahko, da sta se prilagodljiva oblika in širok nabor instrumentov in postopkov, ki se v operativnem okviru Eurosistema uporabljajo za izvajanje denarne politike, izkazala za uspešna in odporna.

V zvezi z izvajanjem denarne politike je treba poudariti, da z usmerjanjem kratkoročnih obrestnih mer na denarnem trgu denarna politika močno vpliva na tržne obrestne mere in prek različnih kanalov tudi na odločitve o potrošnji in investiranju, na denarna gibanja in v končni fazi na gibanje splošne ravni cen. Proces, s katerim denarna politika s svojimi odločitvami vpliva na gospodarstvo kot celoto in še zlasti na raven cen, se imenuje transmisijski mehanizem denarne politike. Ta

12) Glej tudi članek z naslovom „The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility” v ECB, maj 2008.

mehanizem je zapleten, se s časom lahko spreminja in ne deluje v vseh gospodarstvih enako. V okviru 4 so predstavljene nekatere empirične ugotovitve za euroobmočje.

Okvir 4

TRANSMISIJSKI MEHANIZEM DENARNE POLITIKE

Empirični podatki za euroobmočje kažejo, da transmisijski mehanizem denarne politike deluje približno enako v vseh državah euroobmočja. Zaradi velike odvisnosti podjetij in gospodinjstev od bančnega financiranja in še vedno razmeroma omejene tržne kapitalizacije v euroobmočju imajo banke ključno vlogo pri prenosu sprememb v obrestnih merah denarne politike v bančne obrestne mere. Preostale razlike, značilne za posamezne države, so povezane v glavnem s pojavom novih finančnih produktov ali novih udeležencev na trgu, spremenljivo naravo konkurence med bankami in stopnjo povezanosti finančnega trga v posameznih državah euroobmočja.

Za euroobmočje kot celoto ima glavno vlogo pri prenosu impulzov denarne politike v gospodarstvo klasični kanal obrestne mere. Drugi pomembni kanali za euroobmočje so denarni in kreditni kanal ter kanal pričakovanj (glej graf A).¹⁾

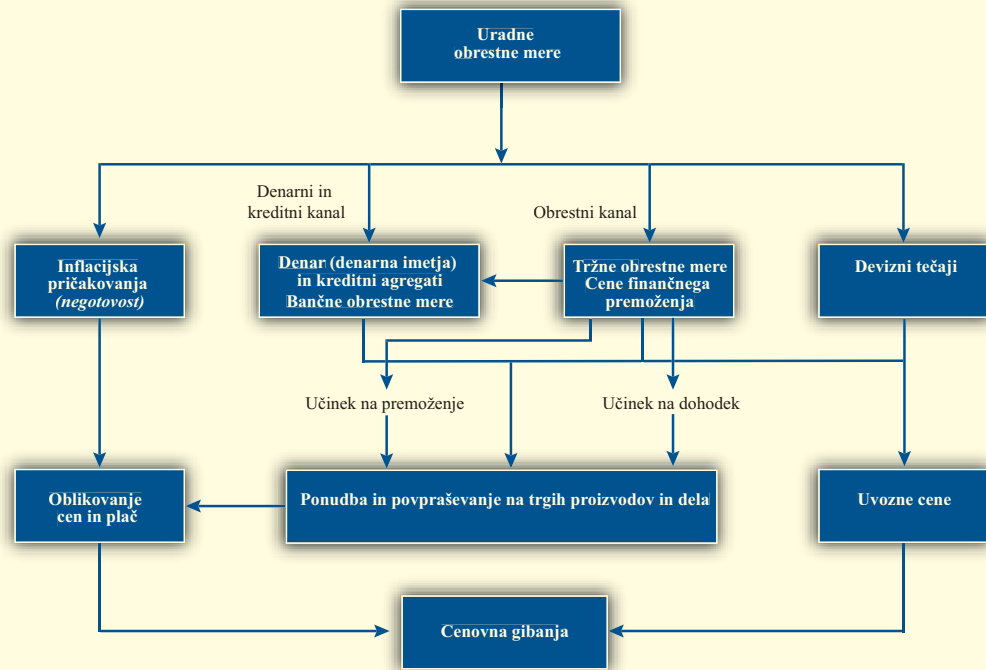
V zvezi z obrestnim kanalom ter denarnim in kreditnim kanalom so analize, ki sta jih opravila ECB in Eurosistem, pokazale, da je od leta 1999 naprej v euroobmočju prišlo do izjemno velikega poenotenja. Vseeno razlike v ravni in gibanju bančnih obrestnih mer med posameznimi državami še vedno ostajajo. Obstajajo tudi znaki, da določena stopnja heterogenosti obstaja pri prenosu tržnih obrestnih mer v bančne obrestne mere.²⁾

V grafih B in C je predstavljenih nekaj podatkov o obsegu razhajanj med posameznimi državami. Stolpci primerjajo spremembe v obrestni meri za posojila gospodinjstvom in podjetjem na ravni posamezne države s spremembami v trimesečni obrestni meri EURIBOR v obdobju med letoma 2003 in 2008 (glej stolpec 13 v grafih B in C), za katerega obstajajo usklajeni podatki o bančnih obrestnih merah. Kadar je prenos popoln, bi morale biti spremembe bančnih obrestnih mer enake spremembam tržnih obrestnih mer. Iz podatkov pa je razvidno, da se banke v različnih državah zelo različno odzivajo na spremembe tržnih obrestnih mer in da se le v redkih primerih te obrestne mere gibajo več ali manj sorazmerno. Sodeč po razpoložljivih podatkih o spremembah bančnih obrestnih mer je sčasoma prišlo do večjega poenotenja oziroma konvergence pri posojilih gospodinjstvom za nakup nepremičnin v primerjavi s kratkoročnimi posojili nefinančnim družbam (ali v drugih kategorijah finančnih produktov).

1) Podrobneje so mehanizmi transmisije denarne politike predstavljeni v članku z naslovom „Monetary policy transmission in the euro area“ v ECB Monthly Bulletin, julij 2000, in v brošuri ECB z naslovom „The monetary policy of the ECB“, 2003. Glej tudi A.K. Kashyap in J.C. Stein, „What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy“, The American Economic Review, Vol. 90, No. 3, 2000, str. 407–428.

2) To potrjujejo tudi ekonometrične študije. Glej med drugim H. Sander et al., „Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration“, Journal of International Money and Finance, 23, 2004, str. 461–492; G. de Bondt, „Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area“, German Economic Review, 6 (1), 2005, str. 37–78; in C. Kok Sørensen et al., „Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison“, ECB Working Paper No 580, 2006.

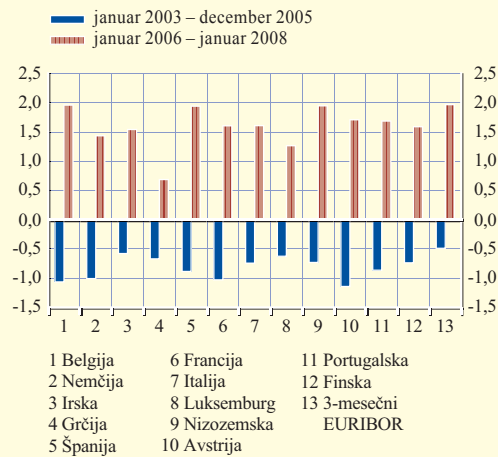
Graf A Shematični prikaz transmisijskega mehanizma denarne politike



Vir: ECB.

Graf B Spremembe obrestnih mer za stanovanjska posojila gospodinjstvom

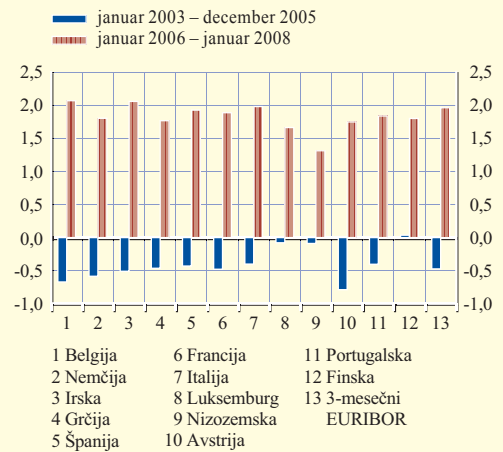
(odstotne točke)



Vir: ECB.
Opomba: Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom so spremenljive obrestne mere s fiksno začetno obrestno mero do enega leta.

Graf C Spremembe obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam

(odstotne točke)



Vir: ECB.
Opomba: Uporabljene obrestne mere so spremenljive obrestne mere za posojila nefinančnim družbam nad 1 milijonom EUR s fiksno začetno obrestno mero do enega leta.

Najpogostejši dejavniki, ki lahko vplivajo na učinkovitost ukrepov denarne politike prek vplivanja na obrestne mere za bančna posojila, so konkurenca v panogi finančnih storitev, odnosi bank z njihovimi komitenti, preference glede dospelosti kreditnih pogodb ali spremenljivosti obrestnih mer, premije za tveganja ter administrativni stroški učinkovitosti spreminjanja obrestnih mer.³⁾

Gledano v celoti se zdi, da je glede na pomembno vlogo, ki jo imajo banke pri posojanju gospodinjstvom in podjetjem, v euroobmočju pomemben kreditni kanal, čeprav ne v vseh državah enako.⁴⁾ Ta kanal navadno vključuje bilančni kanal in kanal bančnih posojil.⁵⁾

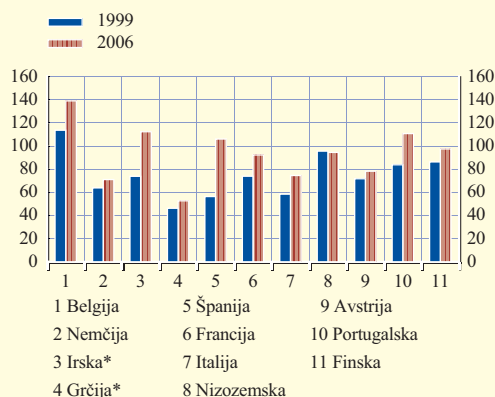
Pri bilančnem kanalu so analize pokazale, da so v nekaterih državah euroobmočja učinki likvidnosti in finančnega toka pomembni, v drugih pa očitno nimajo večjega pomena.⁶⁾ Pomen bilančnega kanala je mogoče neposredno izpeljati z analizo meddržavnih razlik v stopnji zadolženosti nefinančnih družb ali v naravi njihovih virov financiranja. Graf D prikazuje, da med državami euroobmočja obstajajo razlike v stopnji zadolženosti podjetij. V nekaterih državah so podjetja bolj občutljiva na spremembe obrestnih mer, saj je njihovo dolžniško breme s stališča euroobmočja razmeroma visoko.

Pri kanalu bančnih posojil rezultati analiz niso enotni, vendar kažejo, da ponudba posojil v več državah euroobmočja vpliva na transmisijo denarne politike. Zaključek analize, v katerih so bili uporabljeni mikropodatki bank, je bil, da imajo običajni kazalniki stopnje asimetričnih informacij (npr. velikost banke) razmeroma majhno vlogo pri določanju odziva bančnih posojil na denarno politiko euroobmočja. Nasprotno je v večini držav euroobmočja odziv bank na denarno politiko očitno odvisen od likvidnosti bank.

Na splošno med državami obstajajo določene razlike glede narave virov financiranja podjetij. V nekaterih državah imajo glavno vlogo banke, v drugih pa financiranje na kapitalnem trgu. Možen razlog za to razhajanje so razlike v značilnostih podjetij v posameznih državah (npr. obstoj majhnih in srednje velikih podjetij ali vprašanje, ali so podjetja v javni ali zasebni lasti). Vseeno k razhajanju lahko prispevajo tudi različne možnosti dostopa podjetij do alternativnih virov zunanjega financiranja. V tem pogledu je zato treba izpostaviti pomembne razlike, do katerih je prišlo v finančnem sektorju od začetka monetarne unije.

Graf D Delež dolga nefinančnih družb v razmerju do BDP

(1999 in 2006)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Podatki o dolgu za Belgijo vključujejo posojila med podjetji.

*) Za Grčijo in Irsko prvi stolpec predstavlja leto 2001.

3) Glej ECB, „Differences in MFI interest rates across euro area countries“, september 2006.

4) Glej J.B. Chatelain et al., „Firm investment and monetary transmission in the euro area“, I. Angeloni, A. Kashyap in B. Mojon, Monetary Policy Transmission in the Euro Area, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

5) Glej tudi B.S. Bernanke in M. Gertler, „Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission“, Journal of Economic Perspectives, 9 (4), 1995, str. 27–48.

6) Glej tabelo 24.6 v I. Angeloni, A. Kashyap in B. Mojon, op. cit., ter L. Gambacorta in P. E. Mistrulli, „Does Bank Capital Affect Lending Behavior?“, Journal of Financial Intermediation, Vol. 13, No 4, 2004, str. 436–457.

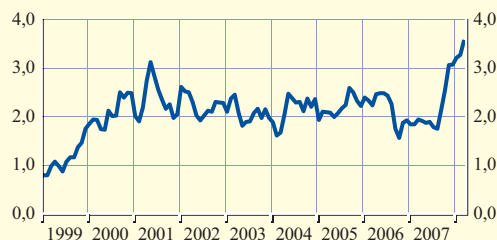
3.4 POT NAPREJ, IZZIVI OSTAJAJO

Od svojega začetka je ECB premagala vrsto ovir, ki so se pojavljale predvsem zaradi zaporednih velikih cenovnih šokov. Z odločnim in pravočasnim ukrepanjem je Svet ECB potrdil, da je sposoben in pripravljen prepričljivo opravljati nalogo, ki mu je z mandatom zaupana, torej skrbeti za cenovno stabilnost. To se kaže tudi v trdnem in zanesljivem sidranju dolgoronejših inflacijskih pričakovanj.

Časa za počivanje na lovorikah pa vseeno ni. ECB je v zadnjih devetih in pol letih sicer uspešno skrbela za visoko stopnjo cenovne stabilnosti v euroobmočju, kljub temu pa je medletna inflacija po indeksu HICP ostala povišana na ravni, ki od leta 2000 dosledno presega zgornjo mejo v številčni opredelitvi, ki jo je ECB sprejela za cenovno stabilnost. To je sicer mogoče pojasniti z zgoraj omenjenimi neugodnimi cenovnimi šoki, vseeno pa ni skladno s ciljem Sveta ECB, da bo inflacijo po HICP vzdrževal tik pod 2%.

Graf 14 Izmerjena inflacija po HICP in zaznana inflacija v euroobmočju

A) Medletna stopnja HICP (spremembe v odstotkih)



B) Zaznana inflacija¹⁾

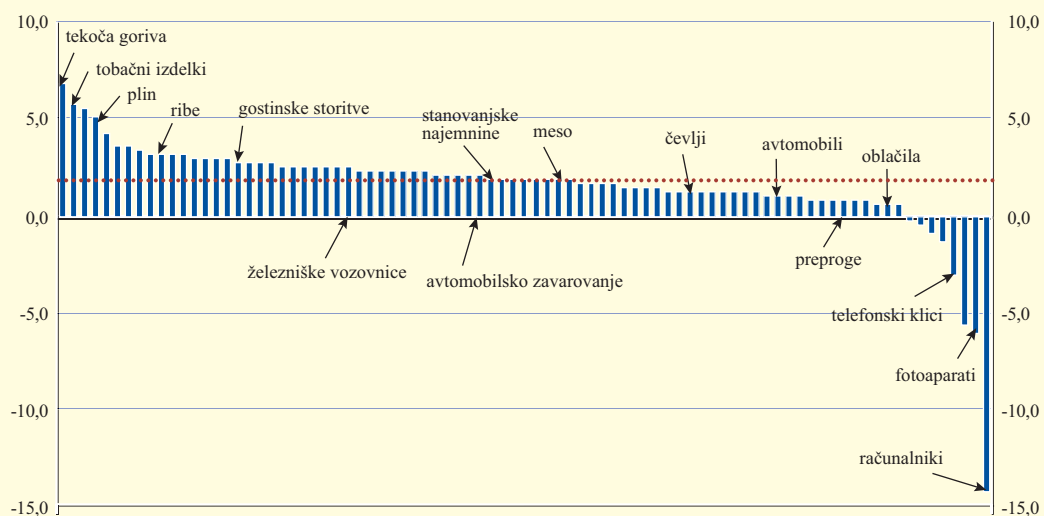


Viri: Eurostat ter ankete o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov Evropske komisije.

1) Zaznana inflacija se je med letoma 2002 in 2003 močno povečala. Delež potrošnikov, ki so ocenili, da so se cene „močno povečale“, je narasel s 14% v obdobju 1999–2001 na 38% v obdobju 2002–2003.

Graf 15 Povprečne medletne spremembe cen v podindeksih HICP v obdobju 1996–2007 (izbrani proizvodi so označeni)

(povprečno medletno povečanje indeksa HICP)



Vir: Izračuni ECB na osnovi Eurostatovih podatkov.

Opomba: Neprekinjena črta kaže povprečno medletno povečanje indeksa HICP, ki je bilo v obravnavanem obdobju 1,9%.

Podobno je ECB preživljala težavna obdobja, ko so se inflacijska pričakovanja, izpeljana iz instrumentov finančnega trga (donosnost obveznic), začasno povečala daleč nad raven, ki je skladna s stabilnostjo cen v srednjeročnem obdobju. Doslej je ECB še vedno uspela ublažiti inflacijska pričakovanja in jih ponovno znižati na razmeroma trdno zasidrano raven, ki je skladna s cenovno stabilnostjo. Vseeno se v zadnjem času pojavljajo znaki, da se inflacijska pričakovanja trendno povečujejo. Tako ni mogoče izključiti, da bodo v sedanjih časih trajno višja, kot so bila v prvih letih enotne denarne politike. Prav zato je trdno sidranje inflacijskih pričakovanj še vedno osrednjega pomena in ostaja glavna prednostna naloga Sveta ECB.

In končno, medtem ko se je dejanska povprečna inflacija po HICP na splošno gibala na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, ankete razkrivajo dolgotrajen razkorak med gibanjem uradne inflacije in inflacije, kot jo zaznavajo ljudje v euroobmočju (glej graf 13). K temu razhajanju lahko prispeva več različnih dejavnikov. En pomemben argument je, da potrošniki večji pomen pripisujejo gibanju cen tistih izdelkov in dobrin, ki jih kupujejo pogosteje. Po tej razlagi imajo te dobrine večji vpliv na občutek, ki ga imajo potrošniki o inflaciji, kot pa denar, ki ga zanje dejansko porabijo.

Medtem ko je inflacija po HICP od leta 1996 naprej v povprečju znašala 1,9%, so se v posameznih komponentah, ki sestavljajo osnovo stopnjo inflacijo, občasno razvila dokaj izrazita razhajanja. Graf 14 kaže povprečne medletne spremembe v odstotkih za najbolj podrobne podindekse indeksa HICP od leta 1996 naprej. Pogosto se je dogajalo, da so se cene izdelkov za trajno porabo, ki jih ljudje kupujemo manj pogosto (npr. računalniki in avtomobili) zvišale precej manj od cen izdelkov, ki jih kupujemo pogosto (npr. gorivo ali jedi in pijače v restavracijah). Tako razlaga razhajanj med zaznано in dejansko inflacijo ter vzdrževanja zaupanja javnosti v uradno statistiko inflacije ostaja največji izziv za ECB in Eurosistem in še zlasti za njuno politiko obveščanja javnosti.

**Razhajanja v gibanju
komponent indeksa
HICP**

TRI FAZE EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE

1 1. julij 1990 –
Odprava vseh omejitev
pretoka kapitala

2 1. januar 1994 – Ustanovitev
Evropskega monetarnega inštituta,
predhodnika ECB

3 1. januar 1999 – Nepreklicna
določitev menjalnih razmerij,
ECB postane pristojna za denarno politiko

1. januar 2002 –
Uvedba
eurobankovcev in eurokovanecv

© EVROPSKA CENTRALNA BANKA EL004 01/07

KONVERGENČNI KRITERIJI

Ekonomski in monetarna unija

Stabilnost cen

Konvergenca obrestnih mer %

Javnofinančna disciplina

Stabilnost tečaja

© EVROPSKA CENTRALNA BANKA EL005 01/07

4 IZZIVI EKONOMSKE POLITIKE IN ŠIRITEV



V 3. poglavju smo že obravnavali, da lahko denarna politika največ prispeva k realni gospodarski rasti z ohranjanjem stabilnih cen. Medtem ko je ta prispevek zelo pomemben, pa sta strukturna in fiskalna politika odgovorni zlasti za makroekonomska gibanja, ki so analizirana v tem poglavju.

V preteklem desetletju se je od uvedbe EMU število zaposlenih v euroobmočju povečalo za več kot 15 milijonov. V obdobju od leta 1990 do leta 1998 se je povečalo za samo okoli 5 milijonov. Takšno gibanje je spodbudno in je posledica preteklega prestrukturiranja podjetniškega sektorja, reform na trgu dela, priseljevanja in zmernejše rasti plač. Vendar pa je produktivnost na uro dela v euroobmočju že od sredine devetdesetih let sorazmerno nizka.

Splošna ocena fiskalne politike ima precej odtenkov. Po eni strani se je splošni fiskalni položaj euroobmočja v zadnjih letih precej izboljšal. Po drugi strani pa morajo nekatere države euroobmočja še doseči zdrav finančni položaj in ga vzdrževati ter zmanjšati stopnjo javnega dolga na vzdržnejšo raven. Glede na to je še posebno nezadovoljiv neuspeh pri hitrejši konsolidaciji javnih financ.

Razlike v realni gospodarski rasti in inflaciji med državami niso tako velike v primerjavi z razlikami med državami in regijami v ZDA. Tako kot v vsakem valutnem območju so v glavnem normalne, na primer takrat, ko so povezane z gospodarskim dohitevanjem. Razlike pa so lahko tudi posledica neprimernih nacionalnih ekonomskih politik in strukturnih togosti, ki bi jih morale obravnavati nacionalne politike.

To poglavje opisuje tudi rast euroobmočja s prvotnih 11 držav na sedanjih 15. Širitev euroobmočja je nepreklicen korak, zato morajo biti države nanj dobro pripravljene. Za morebitne prihodnje širitve je nujno doseči trajnostno konvergenco.

Na splošno je bil dosežen dober napredek. Dela je še veliko, znaki upočasnitve ali celo nazadovanja glede strukturnih reform in fiskalne konsolidacije pa so razlog za skrb, tudi z vidika denarne politike. Slabo zasnovane strukturne politike, gospodarske togosti in nedisciplinirana fiskalna politika lahko povzročijo večje inflacijske pritiske ali trajno visoko inflacijo, vse to pa bi morala upoštevati tudi denarna politika. Ekonomske politike in reforme, ki spodbujajo konkurenco in prožnost trga blaga, kapitala in dela, pa tudi vzpostavitev enotnega trga, krepijo rast in ustvarjanje delovnih mest, omejujejo cenovne pritiske in s tem ustvarjajo večjo blaginjo. Take politike omogočajo tudi nemoteno delovanje mehanizmov prilagajanja v EMU.

To poglavje obsega več razdelkov. Razdelek 4.1 obravnava gibanje realne rasti BDP, produktivnosti in trgov dela. Razdelek 4.2 obravnava fiskalne politike. V razdelku 4.3 so predstavljena nekatera splošna dejstva o razlikah v realni gospodarski rasti in inflaciji med državami. Razdelek 4.4 opisuje, kako se je širilo euroobmočje s prvotnih 11 držav na sedanjih 15. Razdelek 4.5 pa povzema prihodnje izzive politik.

**Konkurenčni trgi
povečujejo odpornost
proti šokom**

**Konkurenca spodbuja
rast in omejuje
inflacijske pritiske**

4.1 REALNA MAKROEKONOMSKA GIBANJA IN STRUKTURNE POLITIKE V EUROOBMOČJU

Razdelek 4.1 vsebuje pregled realnih makroekonomskih gibanj ter glavne izzive strukturnih ekonomskih politik v euroobmočju. Najprej je na kratko opisan pomen strukturnih reform v EMU. Sledi obravnava gospodarske rasti, zaposlovanja in produktivnosti. Dolgoročne strukturne in institucionalne značilnosti gospodarstva euroobmočja v glavnem določajo njegovo zmožnost doseči rast produktivnosti in zaposlenosti ter vzdrževati močno gospodarsko rast. Tretji del opisuje glavne vidike strukturne ekonomske politike ter izzive na trgu dela in na trgu proizvodov.

POMEN STRUKTURNIH REFORM V MONETARNI UNIJI

Cilj gospodarskih reform na trgu blaga, kapitala in dela ter tudi cilj vzpostavitve enotnega trga je odprava ovir, ki zavirajo konkurenco, povečanje prožnosti trga ter krepitev konkurence znotraj držav in med njimi. Na splošno so strukturne reforme za denarno politiko zelo pomembne, saj so pomemben dejavnik pri zmanjševanju inflacijskih pritiskov in vztrajnosti inflacije zaradi negativnih šokov. Togosti v mehanizmu določanja plač in cen ali trajno pretirano gibanje plač lahko upočasnijo potrebno prilagajanje relativnih cen ekonomskim šokom in s tem povzročijo vztrajnost inflacije. Prožni in konkurenčni trgi, ki se brez težav prilagajajo gospodarskim spremembam in absorbirajo ekonomske šoke¹⁾ – tudi prek državnih meja – so še posebno pomembni v monetarni uniji, kakršna je euroobmočje, kjer se na gospodarske spremembe ni več mogoče odzvati s prilagajanjem nacionalnih denarnih politik in deviznih tečajev.²⁾

Poleg tega gospodarske reforme, ki odpravljajo ovire pri vzpostavljanju konkurence, ne spodbujajo le odpornosti euroobmočja v času gospodarskih sprememb, ampak prispevajo tudi k zmernejšim cenovnim pritiskom, saj večja konkurenca ponavadi zmanjšuje pritiske na rast stroškov in cen.³⁾

Glede na slabše gospodarske rezultate zadnjega desetletja v Evropi je Evropski svet pripravil obsežno in ambiciozno strategijo gospodarskih reform – lizbonsko strategijo za rast in zaposlovanje (glej tudi 2. poglavje). Cilji lizbonske strategije so med drugim povečati gospodarsko rast, produktivnost in izkoriščenost delovne sile v evropskem gospodarstvu.⁴⁾ Lizbonska strategija je, kot je navedeno v 2. poglavju, temeljni in ambiciozen program, ki bo usmeril pozornost Evrope v nujnost strukturnih reform. To je izčrpen pristop k reformam, katerega namen je povečati konkurenčnost in prožnost trgov proizvodov in dela. Strategija izkorišča dodatne pozitivne učinke gospodarskih reform, da bi po eni strani dosegla dolgoročno gospodarsko rast v euroobmočju s pozitivnimi učinki na delovno aktivnost, po drugi strani pa rast produktivnosti dela s spodbujanjem inovacij in tehnoloških sprememb.

V naslednjem razdelku so obravnavana makroekonomska gibanja na področju gospodarske rasti, produktivnosti in zaposlenosti v zadnjih dveh desetletjih.

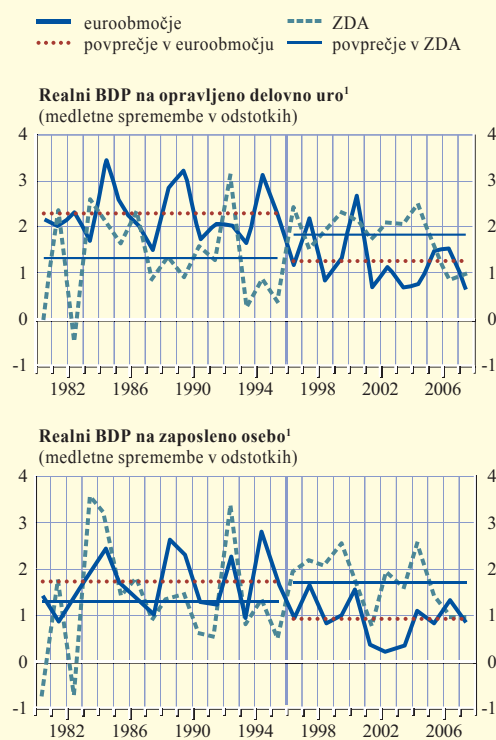
1) Nemoteno prilagajanje šokom v euroobmočju spodbuja tudi finančna integracija (glej 6. poglavje).

2) Glej N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert in G. Vitale, „Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy“, ECB Occasional Paper, št. 66, julij 2007.

3) Glej na primer P. Cavelaars, „Does competition enhancement have permanent inflation effects?“, *Kyklos*, Vol. 56, št. 1, 2003, str. 69–94, ter M. Przybyla in M. Roma, „Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors“, ECB Working Paper, št. 453, marec 2005.

4) Več informacij je na voljo na spletni strani Evropske komisije (http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm).

Graf 1 Euroobmočje v primerjavi z ZDA



Vir: Zbirka podatkov AMECO Evropske komisije.
Opomba: Podatki za Nemčijo pred letom 1991 veljajo samo za Zahodno Nemčijo.
Povprečja so izračunana za obdobja 1980–1995 in 1996–2006.

GIBANJE REALNE RASTI IN PRODUKTIVNOSTI V EUROOBMOČJU

Od leta 1996 je letna stopnja rasti BDP v euroobmočju v povprečju znašala 2,2%, torej skoraj enako kot v obdobju od leta 1980 do leta 1995. Tukaj se skrivata dva precej različna trenda: medtem ko se je rast zaposlenosti v zadnjem desetletju precej izboljšala, pa se je rast produktivnosti od srede devetdesetih let precej upočasnila.

Rast produktivnosti dela je na splošno eden od glavnih dejavnikov dolgoročneje gospodarske rasti. Za dolgoročnejša gibanja v euroobmočju je značilen prelom sredi devetdesetih let, ki je sledil daljšemu obdobju rasti. Med letoma 1980 in 1995 je povprečna rast BDP na opravljeno delovno uro v euroobmočju znašala 2,3%, rast BDP pa je bila 2,2%. Od srede devetdesetih let naprej pa se je rast produktivnosti izrazito upočasnila. V obdobju od leta 1996 do leta 2007 je povprečna rast produktivnosti v euroobmočju (merjena kot BDP na opravljeno delovno uro) padla na samo 1,3% (glej graf 1), povprečna rast BDP pa je v primerjavi s predhodnim obdobjem ostala skoraj nespremenjena. Upočasnitev produktivnosti je spremljal izrazit porast letne stopnje rasti skupnih opravljenih delovnih ur. V obdobju od leta 1980 do leta 1995 je skupno število

opravljenih delovnih ur na leto padlo v povprečju za 0,2%, v obdobju od leta 1996 do leta 2007 pa je naraslo za 0,9% na leto. V obdobju 1999–2007 je produktivnost na uro v euroobmočju zrasla za povprečno 1,2% na leto, v primerjavi z 1,9% v obdobju 1990–1998.

Takšno gibanje v euroobmočju je nasprotno gibanju v ZDA, kjer je stopnja rasti opravljenih delovnih ur nekoliko padla s povprečno 1,4% v obdobju od leta 1980 do leta 1995 na povprečno 1,3% v obdobju od leta 1996 do leta 2007, stopnja rasti produktivnost pa je precej narasla z 1,4% na 2,1%. Posledično je v euroobmočju višjo rast zaposlenosti in opravljenih delovnih ur odtehtala izguba rasti produktivnosti, tako da je stopnja rasti BDP ostala več ali manj nespremenjena. Rast produktivnosti v ZDA pa je več kot odtehtala zmanjšano količino dela in povzročila okrepljeno rast BDP.

Analiza po sektorjih kaže, da je rast produktivnosti upadla zlasti na področju tržnih storitev, ki se občutneje poslužujejo informacijskih in komunikacijskih tehnologij (IKT), kot so storitve v sektorju distribucije ter finančne in poslovne storitve⁵⁾. Hkrati se je produktivnost v teh sektorjih v ZDA precej okrepila, v euroobmočju pa je bila počasnejša. To kaže, da je rast produktivnosti v

Močna rast zaposlenosti, vendar šibka rast produktivnosti

Majhna rast produktivnosti na področju tržnih storitev

5) Glej članek z naslovom „Productivity developments and monetary policy“, ECB Monthly Bulletin, januar 2008, ki vsebuje natančno analizo gibanja produktivnosti v euroobmočju.

euroobmočju povezana z dejstvom, da podjetja še niso izkoristila prednosti novih informacijskih in komunikacijskih tehnologij. Te tehnologije najbolj vplivajo na rast produktivnosti zaradi spodbujanja rasti učinkovitosti poslovnih procesov, postopkov in organizacijskih struktur ter zaradi spodbujanja spremljajočih tehnoloških inovacij. Računalniki in internet na primer zmanjšujejo stroške komunikacije in omogočajo prožnejše in decentralizirane organizacijske strukture. Vse koristi, ki jih za pospeševanje produktivnosti prinaša IKT, pa je mogoče izkoristiti samo v primeru, ko organizacijske spremembe niso ovirane (npr. z zakonskimi omejitvami). V skladu s to hipotezo nekatere študije ugotavljajo, da so zakonsko zelo regulirana okolja lahko povezana z nižjo rastjo investicij in produktivnosti.⁶ Te študije kažejo, da so institucionalne togosti, ki zmanjšujejo zmožnost podjetij za nemoteno in hitro prilagajanje novemu okolju, pomembni dejavniki rasti produktivnosti v gospodarstvih euroobmočja.

TRGI DELA V EUROOBMOČJU

Izkoriščenost delovne sile (opredeljena kot skupno število letno opravljenih delovnih ur, deljeno s skupnim številom prebivalstva) se je v obdobju od leta 1999 do leta 2007 v euroobmočju povprečno povečala za 0,2% na leto.⁷ To kaže krepitev delovne aktivnosti in zaposlenosti. Stopnja aktivnosti je bila leta 1999 67,2%, do leta 2007 pa je narasla na skoraj 71%. Pomembno je, da se je od nastanka EMU leta 1999 v euroobmočju povečalo število zaposlenih za skoraj 15 milijonov, med letoma 1990 in 1998 pa se je to število povečalo za samo okoli 5 milijonov. V obdobju od leta 1999 do leta 2007 se je skupna stopnja zaposlenosti povečala s 60,3% na 65,5%. Rast zaposlenosti je najbolj opazna z vidika večje zaposlenosti med ženskami in starejšimi delavci, pa tudi med zaposlenimi za določen čas in s krajšim delovnim časom (glej tabelo 1). Omenjena gibanja so posledica vpliva preteklih gospodarskih reform, priseljevanja in zmernejše rasti plač. Stopnja zaposlenosti je v euroobmočju še vedno nizka v primerjavi s 73,3% v ZDA (2007) in je še daleč od lizbonskega cilja, tj. 70% leta 2010.

- 6) Glej na primer A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti in F. Schiantarelli (2005), „Regulation and investment”, Journal of the European Economic Association, Vol. 3, str. 791–825, v katerem avtorji ugotavljajo, da imajo regulativne reforme pomemben pozitiven učinek na akumulacijo kapitala v sektorju prometa, komunikacij in javnih gospodarskih služb, zlasti na dolgi rok. V G. Nicoletti in Scarpetta (2003), „Regulation, productivity and growth”, Economic Policy, april, avtorja ugotavljata, da različni protikonkurenčni predpisi na trgu proizvodov precej zmanjšujejo skupno rast faktorske produktivnosti na ravni panoge.
- 7) Pregled strukturnih gibanj na trgih dela v euroobmočju v zadnjih desetih letih je v članku z naslovom „Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade”, ECB Monthly Bulletin, januarj 2007.

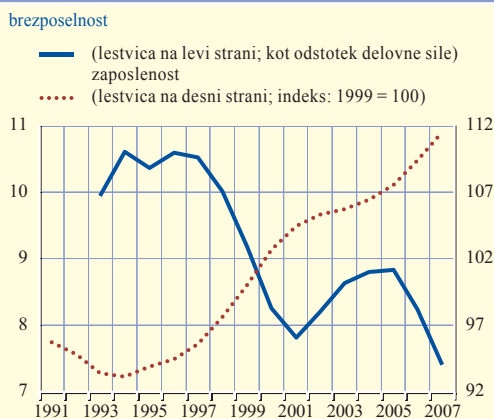
Tabela 1 Ključni statistični podatki: trga dela

	Povprečje 1998–2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rast zaposlenosti	1,70	-	2,2	2,2	1,6	0,9	1,0	0,6	2,5	2,0	2,7
Opravljenе delovne ure skupaj ¹⁾	0,90	-	0,0	1,9	2,5	1,2	-0,9	0,0	0,6	1,1	1,3
Stopnja zaposlenosti (15–64 let)	62,50	59,1	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,5
Ženske	53,40	48,6	50,1	51,5	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,8
Moški	71,60	69,6	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,2
15–24 let	36,49	34,1	35,6	37,0	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,3
25–54 let	76,30	73,2	74,4	75,5	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,1
55–64 let	37,30	33,3	33,6	34,0	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,4
Stopnja brezposelnosti (>15 let) ²⁾	8,60	10,0	9,1	8,20	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3	7,5
Delež aktivnega prebivalstva (15–64 let)	68,70	66,6	67,2	67,6	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,8
Delež zaposlenih za določen čas (15–64 let)	15,44	14,3	14,9	15,4	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8
Delež zaposlenih s krajšim delovnim časom (15–64 let)	17,10	15,4	15,9	16,2	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,3

Viri: Eurostat (anketa o delovni sili) in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na euroobmočje 12.

2) Povprečja mesečnih podatkov.

Graf 2 Zaposlenost in brezposelnost v euroobmočju v obdobju 1991–2007


Vira: EUROSTAT in izračuni ECB.

Hkrati je upadla brezposelnost med osebami, starimi med 15 in 64 let (z 9,1% leta 1999 na 7,5% leta 2007), kar je najnižja vrednost v zadnjih 25 letih (glej graf 2). Stopnje brezposelnosti so se zlasti zmanjšale med mladimi (s 23,9% na 16,6%), ženskami (z 12,7% na 9,4%) in glede na stopnjo izobrazbe med osebami z nižjo izobrazbo (s 13,3% na 9,9%).⁸⁾

Takšna gibanja so spodbudna in kažejo, da so pretekle reforme trga dela, priseljevanje in zmernejša rast plač pomagale premagati nekatere omejitve rasti, ki so bile posledica togih in preveč reguliranih trgov dela. Potrjujejo tudi, da je denarna politika, usmerjena v stabilnost cen, v celoti skladna z ustvarjanjem delovnih mest in nizko stopnjo brezposelnosti. Kljub temu napredku pa večina

**Kljub pomembnemu
izboljšanju...**

držav euroobmočja še zdaleč ni izkoristila vseh možnosti za nadaljnje povečanje deleža aktivnega prebivalstva in zaposlenosti. Strukturne omejitve, ki so posledica togega pravnega in normativnega okolja, visoko obdavčeno delo in izkrivljanje zaradi predpisov, kot na primer minimalne plače, še vedno preprečujejo ali odvrtačajo veliko ljudi od aktivne udeležbe na trgu dela in s tem ohranjajo nizko stopnjo zaposlenosti in visoko stopnjo brezposelnosti.

Empirične ugotovitve kažejo, da so pomembne ovire pri zaposlovanju zakonodaja o varnosti zaposlitve in davčne obremenitve plač.⁹⁾ V zadnjem desetletju so države euroobmočja na splošno precej napredovale pri povečevanju spodbud za delo, zlasti z zmanjševanjem ovir, ki preprečujejo daljšo delovno aktivnost, in z zniževanjem finančnih spodbud za zgodnje upokojevanje. V obdobju od leta 2001 do leta 2006 se je za več skupin zmanjšala davčna obremenitev plač, ki obsega

**...je še vedno veliko
ovir na poti do polne
zaposlenosti**

8) Vir: Eurostat (anketa o delovni sili).

9) Glej tudi članek z naslovom „Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade“, ECB Monthly Bulletin, januar 2007.

Tabela 2 Gibanje davčnih obremenitev plač in past brezposelnosti v euroobmočju v obdobju 2001–2006

(odstotne točke)

	Raven leta 2006	Sprememba od 2001 do 2006
Davčna obremenitev plač ¹⁾		
Samska zaposlena oseba	38,2	-0,6
Par, ena zaposlena oseba	32,1	-0,3
Dve zaposleni osebi	33,4	-0,7
Past brezposelnosti ²⁾	78,3	2,6
Past nizkih plač ³⁾	48,3	4,7

Viri: OECD (2007), „Taxing wages 2006–2007“. Zbirka podatkov strukturnih kazalnikov Eurostat 2008; netehtana povprečja. Podatki so na voljo samo za obdobje 2001–2006.

- 1) Davčna obremenitev plač obsega dohodnino ter prispevke delodajalca in delojemalca za socialno varnost, zmanjšane za denarne prejemke, kot odstotek stroškov dela. Podatki za samsko osebo brez otrok s 67% povprečne delavske plače, za par z dvema otrokoma, starima 4 in 6 let, kjer je zaposlen le eden od staršev, s 100% povprečne delavske plače, in zaposleni par z dvema otrokoma, kjer ima ena zaposlena oseba 100% povprečne delavske plače, druga pa 33%.
- 2) „Past brezposelnosti“ je odstotek bruto zaslužka, obdavčenega z višjimi davki in prispevki za socialno varnost ter z odvzgom nadomestil, ko se brezposelna oseba zaposli. Tukaj je merjena za samsko osebo brez otrok s 67% povprečne plače proizvodnega delavca, zaposlenega za polni delovni čas v predelovalnih dejavnostih.
- 3) „Past nizkih plač“ je odstotek bruto zaslužka, obdavčenega z višjimi davki in nižjimi nadomestili pri prehodu na višje plačano delovno mesto. Tukaj je merjena za samsko osebo brez otrok pri prehodu s 33% na 67% povprečne plače proizvodnega delavca.

dohodnino in prispevke delodajalca in delojemalca za socialno varnost (glej tabelo 2). Nasprotno pa so bile države euroobmočja na splošno manj uspešne pri povečevanju spodbud za brezposelne, da bi se zaposlili.

Manj obdavčeno delo podpira zaposlovanje

Glede tega so se neto nadomestitvene stopnje¹⁰⁾ med letoma 2001 in 2005 povečale. Hkrati se je kazalnik tako imenovane pasti brezposelnosti, ki meri znesek davkov in odvzetih državnih transferjev, ko se brezposelna oseba zaposli, prav tako precej povečal na raven 78,3% bruto dohodka v letu 2006 (podrobnejši podatki so v tabeli 2). Nadaljnje reforme dohodninskega sistema in sistema socialnih prejemkov bi pomagale povečati spodbude za delo. Zmanjševanje odračilnih dejavnikov, kot npr. visoke mejne davčne stopnje in visoka podpora za brezposelnost, ter spodbujanje ljudi, naj delajo dlje, lahko okrepijo ponudbo dela in zaposlenost za vse delavce, zlasti za tiste, ki nimajo trdne povezave s trgom dela, kot so ženske ter mlajši in starejši delavci.

Vendar je treba storiti še veliko

Na splošno je bil v zadnjem desetletju dosežen določen napredek, vendar pa je v številnih državah euroobmočja pot do izvajanja reform, ki bodo prinesle take stopnje zaposlenosti, kakršne imajo države, ki so na tem področju dosegle največ, še dolga. Euroobmočje še zdaleč ni izčrpalo potenciala za rast, ki ga ponuja intenzivnejša uporaba dela v proizvodnem procesu. V številnih državah je na trgu dela še vedno prisoten odnos *insider-outsider*, ki s strukturnimi ovirami, ki so posledica pravnega in normativnega okolja, visokih obdavčitev dela in togosti, povezane s predpisi o plačah, ustvarja ovire, ki nekaterim skupinam preprečujejo aktivno udeležbo na trgu dela.

Prožnost plač in preudarna konkurenca na trgu spodbujata odpiranje delovnih mest

Visoka stopnja prožnosti trga dela bi nacionalnim trgom dela pomagala pri prilagajanju ekonomskim šokom in bi olajšala učinkovito razporejanje dela in drugih virov. Zadostno razlikovanje plač bi izboljšalo zaposlitvene možnosti za manj izobražene delavce ter zaposlovanje v regijah ali sektorjih z visoko stopnjo brezposelnosti. Poleg tega empirične ugotovitve kažejo velike možnosti medsebojnega dopolnjevanja trga dela in trga proizvodov: deregulacija trga dela bi ustvarila višjo rast zaposlenosti, zlasti na konkurenčnejših trgih proizvodov in obratno.¹¹⁾ To odpira vprašanje učinkovitega in pravilno delujočega trga proizvodov, ki je drugi pogoj za višjo rast v euroobmočju.

KONKURENCA IN INOVACIJE NA TRGU PROIZVODOV

Vedno večja ekonomska integracija

V Evropski uniji je bil v zadnjih dveh desetletjih dosežen napredek na področju krepitve konkurence in povečevanja ekonomske integracije. Zlasti enotni trg je zelo pozitivno vplival na gospodarstvo EU. Po oceni Evropske komisije je enotni trg leta 2006 ustvaril 2,75 milijona delovnih mest in povečal blaginjo za okoli 500 EUR na osebo, kar ustreza povečanju BDP v EU za 2,15% v obdobju od leta 1992 do leta 2006.¹²⁾

Povečanje konkurence, deregulacija in liberalizacija

Povečanje konkurence na trgu proizvodov na ravni EU in na nacionalni ravni ustvarja učinkovitejše proizvodne strukture. Empirična literatura na splošno ugotavlja, da je konkurenca na trgih pomemben dejavnik pri razlagi produktivnosti dela in ustreznega gibanja cen. Deregulacija in liberalizacija prispevata k višjim vrednostim in stopnjam rasti produktivnosti dela.¹³⁾ V sektorju telekomunikacij je na primer mogoče videti koristi odpiranja omrežnih dejavnosti konkurenci.

10) Neto nadomestitvene stopnje merijo znesek prejemkov (nadomestilo za brezposelnost, socialna pomoč ter družinski in stanovanjski dodatki) brez davkov kot delež neto plače, ki jo je delavec ali gospodinjstvo prejelo pred nastopom brezposelnosti.

11) Glej na primer H. Berger in S. Danninger (2007), „The employment effects of labor and product market deregulation and their implications or structural reform”, International Monetary Fund Staff Paper, Vol. 54, št. 3.

12) Evropska komisija, „The single market: review of achievements”, november 2007.

13) Glej P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti in F. Steiner (2006) „Regulation, Competition and Productivity Convergence”, OECD Economics Department Working Paper, št. 509, in v članku citirano literaturo.

Produktivnost na uro dela v tem sektorju se je v obdobju od leta 1980 do leta 1995 in od leta 1995 do leta 2005 povečala s 4,5% na 7,3%, cene telefonskih pogovorov, ki so jih zaračunavala nekdanja monopolna podjetja za nacionalne in mednarodne klice, so se v Evropi v letih od 2000 do 2006 povprečno zmanjšale za več kot 40%. To je močno povečalo kupno moč potrošnikov, ki imajo zdaj na voljo večji del dohodka za drugo blago in storitve.

Treba pa je storiti še veliko, zlasti na nekaterih področjih tržnih storitev, ki predstavljajo okoli 70% skupne dodane vrednosti euroobmočja in skupne zaposlenosti.¹⁴⁾ Širši in poglobljen notranji trg EU očitno ostaja prednostna naloga pri prizadevanju za doseganje učinkovite konkurence na energetske trgu in pri izvajanju direktive o storitvah.¹⁵⁾ Rastoči gospodarski pomen storitev kaže, da je izboljšanje evropskega življenjskega standarda pretežno odvisno od visoke stopnje konkurence in večje produktivnosti v storitvenem sektorju.

Da bi lahko v celoti izkoristili potencial produktivnosti, morajo reforme na trgu proizvodov spremljati politike, ki podpirajo inovacije in tehnološke spremembe. Te vključujejo sprostitve poslovnega potenciala z oblikovanjem podjetništva prijaznega gospodarskega okolja, ukrepe za podporo inovacijam z večjimi vlaganji v raziskave in razvoj (RR) ter politike, katerih cilj je izboljšanje človeškega kapitala.

Podjetništvu prijazno gospodarsko okolje bi zahtevalo manjše število, vendar učinkovitejše zakone, ki bi pomagali zlasti majhnim in srednje velikim podjetjem, da se razvijajo doma in preko meja, ter pozitivne ukrepe, ki bi olajšali dostop do financiranja, ki ga ta podjetja potrebujejo. Evropa na tem področju še vedno zaostaja. Financiranje s tveganim kapitalom v Evropi predstavlja le majhen del financiranja v primerjavi z ZDA glede na obseg gospodarstva. Eno od pomembnejših poglavij je tudi spodbujanje vlaganj v RR. Leta 2005 so vlaganja v RR dosegla 1,9% BDP euroobmočja v primerjavi z 2,7% v ZDA.

Poleg strukturnih reform so predpogoj za nemoteno delovanje EMU tudi stabilnostno usmerjene fiskalne politike. Fiskalne politike so obravnavane v naslednjem razdelku.

4.2 FISKALNE POLITIKE

Razdelek 4.2 poudarja pomen zdravih javnih financ. Vsebuje tudi pregled fiskalnih gibanj pred in med tretjo fazo EMU, izvajanje Pakta za stabilnost in rast ter pregled srednjih in dolgoročnih fiskalnih izzivov (podrobni podatki o institucionalnem okviru fiskalne politike v EMU so navedeni v 2. poglavju).

Fiskalne politike močno vplivajo na gospodarsko rast in inflacijske pritiske prek ravni in strukture prihodkov in odhodkov države ter prek proračunskega primanjkljaja in javnega dolga.¹⁶⁾ Visok primanjkljaj lahko povzroča pritiske s strani povpraševanja in inflacijske pritiske, kar lahko denarne oblasti prisili v ohranjanje višjih kratkoročnih obrestnih mer, kakor bi bile sicer potrebne. Fiskalna politika lahko spodkopava tudi zaupanje v stabilnostno usmerjeno denarno politiko, če bi zasebni subjekti začeli verjeti, da se bo centralna banka nazadnje prilagodila pretiranemu zadolževanju države.

14) Natančna analiza stopnje konkurence v storitvenem sektorju euroobmočja in učinkov na produktivnost dela in cene je v članku z naslovom „Competition and economic performance of the euro area services sector“ ECB Monthly Bulletin, maj 2008.

15) Evropski parlament in Svet sta decembra 2006 sprejela Direktivo o storitvah na notranjem trgu, katere cilj je okrepiti svobodo podjetij v EU, da se registrirajo v drugih državah članicah, ter prost pretok storitev, zdaj pa jo morajo države članice do konca leta 2009 prenesti v nacionalno zakonodajo.

16) Glej članek z naslovom „Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices“ ECB Monthly Bulletin, april 2004

Povečanje konkurence v storitvenem sektorju je še naprej ključno

Stabilnostno usmerjene fiskalne politike so v EMU nujne

Zdrave in vzdržne fiskalne politike so torej predpogoj za vzdržno gospodarsko rast in tekoče delovanje monetarne unije ter za preprečevanje neravnotežij med državami (glej razdelek 4.3).

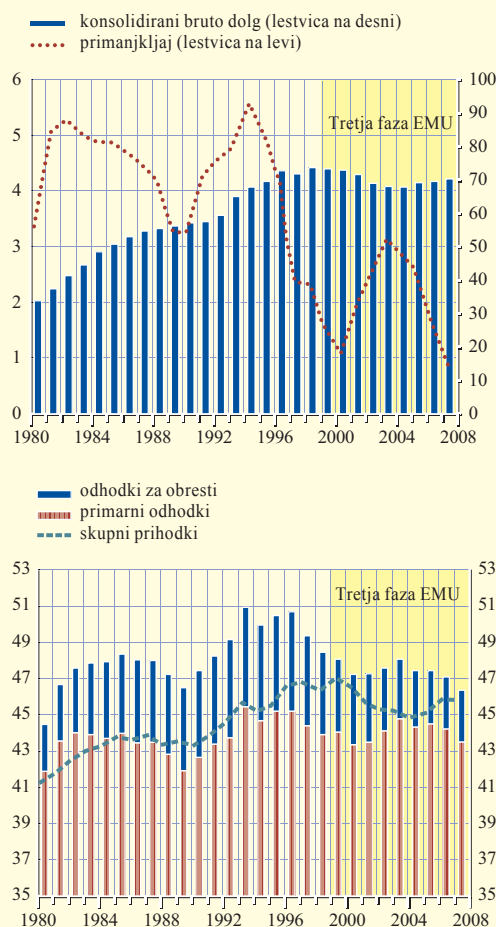
Na ravni EU so bili vzpostavljeni številni institucionalni mehanizmi, da bi zagotovili primerne srednjeročno usmerjene nacionalne fiskalne politike in vzdržne javne finance v EMU. Še posebej države članice, ki so prevzele euro, se morajo na podlagi Pogodbe o Evropski uniji izogibati previsokemu proračunskemu primanjkljaju. Ta se ocenjuje glede na referenčno vrednost 3% BDP pri proračunskem primanjkljaju in 60% BDP pri zadolženosti. Poleg tega Pakt za stabilnost in rast, ki je bil sprejet leta 1997 in spremenjen leta 2005, zavezuje države članice EU, da si morajo srednjeročno prizadevati doseči proračunske cilje „blizu ravnotežju ali v presežku”. Države, ki imajo tak proračunski položaj, bi lahko dopustile delovanje „avtomatičnih fiskalnih stabilizatorjev”, ne da bi kršile 3% prag primanjkljaja, s čimer bi ublažile vpliv ekonomskega cikla in prispevale k tekočemu delovanju EMU.¹⁷⁾

FISKALNA GIBANJA V EUROOBMOČJU PRED IN MED TRETJO FAZO EMU

V desetletjih pred EMU so bile za fiskalne politike v številnih evropskih državah značilne nevzdržne stopnje rasti trošenja, naraščajoče davčne obremenitve in vztrajno naraščanje javnega dolga. V osemdesetih in zgodnjih devetdesetih letih je bil delež javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju povprečno okoli 4%–5% BDP, javni dolg v razmerju do BDP pa je narasel z manj kakor 40% na okoli 70% (glej graf 3 in tabelo 3). Od tedaj se je agregatni fiskalni položaj držav euroobmočja izrazito izboljšal. Na prehodu v tretjo fazo EMU se je zlasti zadolževanje države bistveno zmanjšalo in do leta 2000 je delež primanjkljaja (brez prihodkov od prodaje licenc UMTS) padel na 1% BDP. Delež javnofinančnega primanjkljaja euroobmočja se je znova povečal leta 2003 in dosegel 3,1% BDP, nato pa se je zmanjšal na 0,6% BDP leta 2007, kar je najmanj od začetka sedemdesetih let naprej.

Graf 3 Javnofinančna gibanja v euroobmočju v obdobju 1980–2007

(kot odstotek BDP)



Viri: Evropska komisija, nacionalne centralne banke in izračuni ECB Opomba: V podatkih ni vključena kupnina od prodaje licenc UMTS.

Izboljšal se je fiskalni položaj...

17) Glej članek z naslovom „EMU and the conduct of fiscal policies” ECB Monthly Bulletin, januar 2004.

Tabela 3 Proračunski saldo širše države v državah euroobmočja v obdobju 1990–2007

(kot odstotek BDP)

	1990–1998	1999–2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgija	-5,0	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2
Nemčija	-	-2,4	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0
Irska	-	1,6	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Grčija	-	-4,5	-3,4	-3,7	-4,9	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
Španija	-	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
Francija	-	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7
Italija	-	-2,9	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9
Ciper	-	-2,7	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3
Luksemburg	-	2,3	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9
Malta	-	-5,3	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8
Nizozemska	-3,0	-0,5	0,4	1,3	-0,2	-2,0	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4
Avstrija	-	-1,5	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5
Portugalska	-	-3,6	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6
Slovenija	-	-2,4	-3,1	-3,8	-4,5	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Finska	-	3,9	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Euroobmočje	-	-1,9	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6

Viri: Evropska komisija, nacionalne centralne banke in izračuni ECB.

Opombe: podatki za obdobji 1990–98 in 1999–2007 so letna povprečja. Podatki za Nemčijo za leto 1990 se nanašajo na Zahodno Nemčijo. V podatkih ni vključena kupnina od prodaje licenc UMTS.

Nižje stopnje javnofinančnega primanjkljaja v zadnjih letih bi lahko v glavnem pripisali precejšnjemu znižanju obrestnih mer in s tem manjši obremenitvi plačevanja obresti, ki so padle z okoli 5,5% BDP v zgodnjih devetdesetih letih na nekaj manj kot 3% BDP od leta 2005. Oceno vpliva, ki ga imajo javnofinančni prihodki in primarni odhodki na fiskalno konsolidacijo, otežuje odzivnost teh spremenljivk na ciklične dogodke. Dolgoročneje gledano je delež primarne porabe države glede na BDP v euroobmočju ostal razmeroma konstanten od srede osemdesetih let naprej, medtem ko je razmerje med prihodki in BDP zaznamovalo strukturno povečanje pred tretjo fazo EMU. Od leta 1999 naprej sta delež javnofinančnih prihodkov ter delež primarnih odhodkov v BDP nihala na visokih, vendar sorazmerno stabilnih ravneh, kar je kazalo, da se je trend naraščanja državne potrošnje in deleža prihodkov iz prejšnjih desetletij ustavil.

Izboljšanje agregatnega fiskalnega položaja euroobmočja v zadnjih dveh desetletjih kaže visoko stopnjo konvergence k vzdržnim javnim financam med sodelujočimi državami. Odpravljeni so bili zlasti zelo veliki proračunski primanjkljaji, ki so bili v nekaterih državah zabeleženi sredi osemdesetih in na začetku devetdesetih let. Zlasti v zelo zadolženih državah se je precej zmanjšalo breme obresti zaradi veliko nižjih obrestnih mer, ki se zdaj plačujejo na preostale državne dolgove. To je v glavnem korist, ki jo je prinesla odprava tečajnega tveganja in prehod na bolj stabilnostno usmerjene makroekonomske politike v EMU.¹⁸⁾ Pomeni pa tudi, da se primarni ukrepi proti primanjkljaju niso dovolj izboljšali. Poleg tega je napredek v razmerju med javnim dolgom in BDP omejen in dejstvo, da v nekaterih državah članicah euroobmočja stopnje zadolženosti leta 2007 še vedno presegajo referenčno vrednost 60% BDP (glej tabelo 4), je razlog za skrb.

18) Glej članek z naslovom „Fiscal policies and financial markets“ ECB Monthly Bulletin, februar 2006.

 ... zlasti zaradi nižjih
 plačil obresti

 Potrebno je nadaljnje
 izboljšanje razmerja
 dolga do BDP v
 nekaterih državah

Tabela 4 Fiskalni položaj širše države v euroobmočju v obdobju 1990–2007

(kot odstotek BDP)

	Dolg				Primarni odhodki				Odhodki za obresti			
	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007
Belgija	127,0	98,8	117,1	84,6	42,9	44,4	43,0	44,9	9,6	5,4	7,4	3,9
Nemčija	n. p.	63,3	60,3	65,0	n. p.	44,1	44,7	41,1	n. p.	2,9	3,4	2,8
Irska	n. p.	32,4	54,0	25,5	n. p.	32,4	31,1	35,4	5,8	1,4	3,3	0,9
Grčija	n. p.	100,5	105,8	94,5	n. p.	39,6	41,0	39,4	n. p.	5,5	8,5	3,9
Španija	n. p.	49,3	64,1	36,2	n. p.	36,4	36,9	37,2	4,5	2,4	4,2	1,6
Francija	48,7	61,5	59,4	64,2	49,8	49,8	49,4	50,0	3,2	2,8	3,3	2,6
Italija	n. p.	106,9	114,9	104,0	n. p.	42,7	41,3	43,8	n. p.	5,4	7,9	4,7
Ciper	n. p.	64,0	58,4	59,8	n. p.	37,9	33,7	40,0	3,1	3,3	3,1	3,1
Luksemburg	n. p.	6,4	7,4	6,8	n. p.	39,6	40,6	37,3	n. p.	0,2	0,4	0,2
Malta	n. p.	63,8	53,4	62,6	n. p.	40,4	39,8	39,3	2,6	3,5	3,2	3,3
Nizozemska	74,6	51,8	65,7	45,4	46,7	43,0	42,0	43,8	5,6	2,8	4,7	2,2
Avstrija	n. p.	64,1	64,3	59,1	n. p.	47,7	50,0	45,6	n. p.	3,0	3,5	2,6
Portugalska	56,5	57,5	52,1	63,6	n. p.	42,4	39,5	42,9	n. p.	2,8	3,3	2,9
Slovenija	n. p.	26,8	23,1	24,1	n. p.	44,6	44,1	41,9	2,3	1,9	2,3	1,4
Finska	n. p.	41,9	48,2	35,4	n. p.	47,2	49,0	46,1	n. p.	2,0	3,5	1,4
Euroobmočje	n. p.	69,0	72,8	66,4	n. p.	44,0	44,0	43,3	n. p.	3,4	4,6	3,0

Viri: Evropska komisija, nacionalne centralne banke in izračuni ECB

Opombe: v podatkih ni vključena kupnina od prodaje licenc UMTS. Podatki za Nemčijo za leto 1990 se nanašajo na Zahodno Nemčijo.

IZVAJANJE PAKTA ZA STABILNOST IN RAST

Izvajanje okvira fiskalnega nadzora v EMU se od leta 1999 srečuje s številnimi izzivi, povezanimi s fiskalnimi gibanji v državah euroobmočja. Medtem ko je številnim državam članicam uspelo doseči oziroma vzdrževati fiskalni položaj blizu ravnovesja ali v presežku, kakor je določeno v preventivnem delu Pakta za stabilnost in rast (postopki, katerih cilj je preprečiti nastajanje previsokih primanjkljajev), pa drugim to še ni uspelo. Nekatere države redno niso dosegale srednjeročnih proračunskih ciljev, določenih v letnih programih stabilnosti, predvsem zaradi preveč optimističnih makroekonomskih in fiskalnih predpostavk, premajhnega prizadevanja za konsolidacijo in pretiranih izdatkov, ki so deloma izkazovali tudi pomanjkanje politične volje za izpolnjevanje sprejete obveze.

Zato je v obdobju upada gospodarske rasti od leta 2001 do leta 2003 primanjkljaj v številnih državah (Nemčija, Grčija, Francija, Italija, Nizozemska in Portugalska) dosegel ali presegel referenčno vrednost 3% BDP (glej tabelo 3). V tem okviru so bila stališča glede ustreznega izvajanja korektivnih ukrepov pakta (postopkov, katerih cilj je zagotoviti hitro popraviljanje čezmernih primanjkljajev) deljena. Stanje je doseglo višek z odločitvijo Ekonomsko-finančnega sveta novembra 2003, da bo umaknil postopke v primeru čezmernega primanjkljaja proti Nemčiji in Franciji. Sledile so razprave, ki so privedle do reforme pakta, ki je bila sklenjena spomladi leta 2005 (glej 2. poglavje).

Od leta 2005 naprej je bilo izvajanje reformiranega Pakta za stabilnost in rast lažje zaradi nastopa ugodnejših gospodarskih razmer in posebno živahne rasti prihodkov države. S tem so prišli javnofinančni primanjkljaji v vseh državah euroobmočja znova na 3% BDP ali manj. Še vedno pa obstajajo precejšnje razlike v tem, kako so se „dobri časi“ izkoristili za pospešitev fiskalne konsolidacije. Medtem ko so na primer višji prihodki od davkov Nemčiji omogočili, da je dosegla uravnotežen proračun leta 2007, so bili dodatni prihodki v Franciji in Italiji pretežno porabljeni za povečanje potrošnje ali zmanjšanje davkov. Zato sta ostala primanjkljaja v teh državah

Fiskalna pravila EMU so bila pred velikimi preizkušnjami

Skupno izvajanje bi bilo lahko boljše

sorazmerno blizu 3% BDP in ne dopuščata veliko prostora za ukrepanje v primeru recesije. Na splošno bi lahko torej uspeh izvajanja pakta tudi po njegovi reformi opisali kot mešan, prava preizkušnja zanj pa še ni prišla.

SREDNJE- DO DOLGOROČNI FISKALNI IZZIVI

Neuspeh številnih držav euroobmočja, da bi hitreje dosegle ali vzdrževale zdravo fiskalno stanje in zmanjšale zadolženost države, je posebno zaskrbljujoč glede na prihodnje fiskalne izzive, ki jih prinaša staranje prebivalstva. Po zadnjih ocenah Evropske komisije in Odbora EU za ekonomsko politiko je predvideno, da bodo med letoma 2004 in 2050 izdatki države za pokojnine, zdravstvo in dolgoročno oskrbo narasli za 4,7% BDP v euroobmočju kot celoti, ocene za nekatere države pa so še bistveno višje.¹⁹⁾ Pričakuje se, da bo samo sorazmerno majhen delež te dodatne potrošnje izravnal z manjšo potrošnjo za brezposelnost in izobraževanje. Novejše ocene OECD kažejo, da bi bilo lahko s staranjem povezano fiskalno breme tudi večje, kot se je prej predvidevalo, zlasti na področju zdravstva in dolgoročne oskrbe (glej tabelo 5).²⁰⁾ V večini primerov samo fiskalna konsolidacija ne zadostuje za spopadanje s takimi izzivi, ampak so potrebne tudi nadaljnje sistemske oziroma parametrske reforme, zlasti pokojninskih sistemov.²¹⁾

Poleg tega ostaja za države euroobmočja eden ključnih izzivov tudi izboljšanje kakovosti javnih financ s ciljem spodbujanja gospodarske rasti. Reforme davčnega sistema in sistema socialnih

**Staranje prebivalstva
je velik izziv**

19) Glej Evropska komisija (2006), „The long-term sustainability of public finances in the European Union“, European Economy, št. 4.

20) Glej OECD Economic Outlook, junij 2007.

21) Glej članek z naslovom „Demographic change in the euro area: projections and consequences“ ECB Monthly Bulletin, oktober 2006. Glej tudi A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger in T. Westermann, „Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area“, ECB Occasional Paper, št. 51.

Tabela 5 Predvidene spremembe v razmerju med izdatki, povezanimi s staranjem prebivalstva, in BDP med leti 2004 in 2050¹⁾

	Pokojnine (1)		Zdravstveno varstvo (2)		Dolgoročna oskrba (3)		Skupaj (1+2+3)	
	Evropska komisija/ Odbor za ekonomsko politiko	OECD	Evropska komisija/ Odbor za ekonomsko politiko	OECD	Evropska komisija/ Odbor za ekonomsko politiko	OECD	Evropska komisija/ Odbor za ekonomsko politiko	OECD
Belgija	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
Nemčija	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Irska	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Grčija	-	3,9	1,7	3,9	-	2,7	1,7	10,5
Španija	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
Francija	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Italija	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Ciper	12,9	n. p.	1,1	n. p.	n. p.	n. p.	14,0	n. p.
Luksemburg	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Malta	-0,4	n. p.	1,8	n. p.	0,2	n. p.	1,6	n. p.
Nizozemska	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Avstrija	-1,2	-1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugalska	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Slovenija	7,3	n. p.	1,6	n. p.	1,2	n. p.	10,1	n. p.
Finska	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
Euroobmočje²⁾	2,6	3,0	1,5	3,7	0,6	2,2	4,7	8,9

Viri: Odbor za ekonomsko politiko, Delovna skupina za staranje prebivalstva, januar 2006 in OECD (2007) Economic Outlook.

Opomba: n. p. = ni podatka

1) Zaradi nižjih izdatkov za izobraževanje in brezposelnost je mogoče pričakovati manjša znižanja izdatkov.

2) Razen Grčije, Cipra, Malte in Slovenije.

prejemkov lahko podpirajo višjo rast zaposlenosti in produktivnosti. Če bi poleg tega javna poraba postala prednostna naloga in če bi postala učinkovitejša, bi to omogočilo lajšanje še vedno visokih davčnih bremen v številnih državah članicah.²²⁾

Stabilnostno usmerjene fiskalne politike so temeljni pogoj za trajnostno gospodarsko rast in tekoče delovanje monetarne unije ter za preprečevanje nepotrebnih razlik med državami. Naslednji razdelek opisuje nekatera splošna dejstva o razlikah v realni rasti BDP in inflaciji med državami.

4.3 RAZLIKE MED DRŽAVAMI

V skupnem pregledu makroekonomskih gibanj euroobmočja, opisanih tudi v razdelku 4.1, so predstavljene nekatere razlike med državami euroobmočja. V tem razdelku so te razlike obravnavane najprej z vidika razlik v realnem BDP, nato pa z vidika razlik med gibanjem cen in stroškov v različnih državah euroobmočja.²³⁾

Nekatere razlike v realni rasti BDP in inflaciji v euroobmočju so naravne, kakor v vsaki valutni uniji, na primer razlike zaradi učinka dohitevanja, ki nastanejo takrat, ko raven dohodka države dohaja raven v razvitejših državah monetarne unije. Druge razlike pa lahko predstavljajo izzive, če so dolgotrajnejše. Take razlike so lahko na primer posledica neprimernih nacionalnih ekonomskih politik, strukturnih togosti ali slabega delovanja mehanizmov prilagajanja v posameznih državah, s katerimi bi se morale spopasti nacionalne politike. Razlike, ki so posledica pomanjkanja čezmejne trgovine in integracije, je treba odpraviti s polnim izvajanjem enotnega trga. Da bi v eni državi ali regiji euroobmočja, potem ko utrpi poseben šok, preprečili nastop dolgotrajnejše nizke rasti in visoke brezposelnosti ali dolgo obdobje pregrevanja, je treba vzpostaviti učinkovite mehanizme prilagajanja. Enotna denarna politika ECB ne more neposredno odpravljati razlik v rasti in inflaciji, lahko le prispeva k tekočemu delovanju EMU tako, da vzdržuje stabilnost cen v euroobmočju kot celoti.

GIBANJA REALNE RASTI BDP PO DRŽAVAH EUROOBMOČJA

Sedanje razlike v gospodarski rasti med državami euroobmočja niso velike niti glede na pretekle razlike niti v primerjavi z drugimi velikimi območji skupne valute.

Iz grafa 4 je razvidno, da je razpršenost realne rasti BDP po skupini 12 držav, ki so sestavljale euroobmočje leta 2001, merjena z neponderiranim standardnim odklonom, nihala okoli dveh odstotnih točk in ni kazala vidnega trenda naraščanja ali padanja v zadnjih 35 letih.

Sedanja stopnja razpršenosti rasti BDP v euroobmočju ne kaže večjih razlik od razpršenosti med regijami ali državami v ZDA (glej graf 4).²⁴⁾

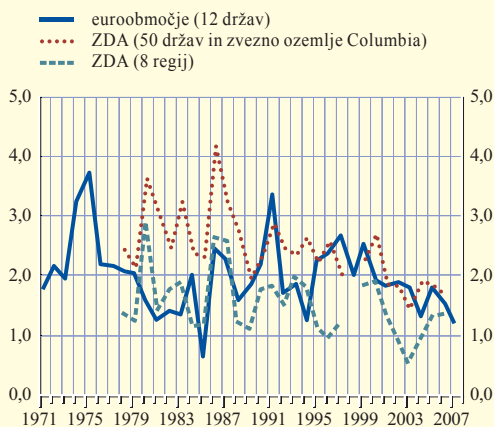
22) Glej članek z naslovom „The importance of public expenditure reform for economic growth and stability” ECB Monthly Bulletin, april 2006.

23) Glej članek z naslovom „Output growth differentials in the euro area: sources and implications” ECB Monthly Bulletin, april 2007.

24) Izčrpen pregled ugotovitev o razlikah v rasti BDP je v članku N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi in N. Vidalis, „Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts”, ECB Occasional Paper, št. 45, 2006.

Graf 4 Razpršeno st rasti BDP v državah euroobmočja ter regijah in državah ZDA

(netehtan standardni odklon, odstotne točke)



Viri: Evropska komisija in US Bureau of Economic Analysis. Opomba: v časovnih vrstah ZDA je prelom v obdobju 1997–1999. (za leto 1998 ni podatkov).

Tabela 6 Stopnja rasti BDP v državah euroobmočja

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)

	1980–1989	1990–1998	1999–2007
Euroobmočje	2,3	2,0	2,2
Belgija	2,2	3,4	2,3
Nemčija	2,0	2,3	1,5
Irsko	3,1	6,7	6,4
Španija	2,7	2,5	3,8
Grčija	0,8	1,7	4,1
Francija	2,5	1,7	2,1
Italija	2,6	1,4	1,4
Ciper	-	4,5	3,7
Luksemburg	4,6	4,4	5,2
Malta	-	4,8	2,4
Nizozemska	1,7	3,0	2,3
Avstrija	2,0	2,5	2,3
Portugalska	3,4	2,8	1,7
Slovenija	-	1,4	4,4
Finska	3,6	1,3	3,4

Vira: Eurostat in Evropska komisija. Opomba: podatki za leto 2007 so ocene Evropske komisije (napovedi jeseni 2007).

Iz gibanj v posameznih državah (glej tabelo 6) je videti, da so bile stopnje rasti v nekaterih državah vztrajno nad povprečjem euroobmočja že od začetka devetdesetih let. Na splošno so razlike v realni rasti BDP med državami euroobmočja večinoma kazale dolgotrajnejše razlike v trendni rasti in deloma tudi ciklične razlike. Nasprotno pa je videti, da se od začetka devetdesetih let stopnja sinhronizacije poslovnega cikla med državami euroobmočja povečuje.

Razlogi za dolgotrajne razlike v rasti BDP v euroobmočju bi bili lahko povezani na primer s strukturnimi politikami (vključno z obliko institucij), različnim gibanjem dejavnikov ponudbe in konvergenčnimi procesi, pa tudi s kombinacijo posebnih šokov v posameznih državah in delovanjem mehanizmov prilagajanja.

Razlike v rasti BDP lahko deloma kažejo dolgotrajen proces dohitevanja v državah z nižjim dohodkom. Med državami euroobmočja z nizkim dohodkom v osemdesetih letih sta Grčija in Španija pozneje bistveno napredovali, medtem ko se je BDP na prebivalca v primerjavi z euroobmočjem po prevzemu eura zmanjšal na Portugalskem. Irsko je v poznih devetdesetih letih že dosegla povprečje euroobmočja in ga je v zadnjih letih že preseгла.

Vztrajne razlike v rasti BDP bi bile lahko delno tudi posledica dolgotrajnega vpliva ekonomskih šokov in strukturnih politik. Ni veliko dokazov za to, da bi kateri izmed večjih skupnih šokov v zadnjih letih sam predstavljal pomemben dejavnik za vztrajne razlike v realni rasti BDP. Nasprotno pa razpoložljiva empirična literatura kaže, da so v zadnjih letih šoki in politike v posameznih državah, na primer fiskalna politika in strukturne reforme, igrali večjo vlogo pri ustvarjanju razlik v rasti proizvoda kakor šoki, ki so bili skupni za vse države, učinki navedenih dejavnikov pa so lahko zelo vztrajni.²⁵⁾

25) Zadnje analize s tega področja so v delu D. Giannone in L. Reichlin, „Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?“, ECB Working Paper, št. 595, 2006, ter v A. Buisán in F. Restoy, „Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU“, Banco de España Occasional Paper, št. 0504, 2005.

Razlike v rasti so vztrajne...

...deloma zaradi procesa dohitevanja in togosti prilagajanja...

...deloma pa tudi zaradi fiskalnih in strukturnih politik

Počasno delovanje mehanizmov prilagajanja lahko še bolj okrepi razlike v rasti BDP, ki so posledica šokov v posameznih državah. V monetarni uniji, kot je euroobmočje, z eno valuto in eno denarno politiko, je v odsotnosti visoke stopnje mobilnosti delovne sile in fiskalnih transferjev med državami glavni mehanizem prilagajanja čezmejna trgovinska menjava ali konkurenčnost.²⁶⁾ Še ena nekoliko drugačna možnost je „delitev tveganja“.²⁷⁾ Razpoložljivi podatki kažejo, da konkurenčnost zaradi strukturnih togosti in pomanjkanja popolnega izvajanja enotnega trga zahteva razmeroma dolgo časa, da lahko učinkuje v euroobmočju. To pomeni, da je kot odgovor na asimetrične šoke mogoče opaziti večje razlike v cenah in inflaciji ter višjo regionalno brezposelnost kakor v primeru višje stopnje čezmejne konkurence in ekonomske integracije.

RAZLIKE V RASTI INFLACIJE IN STROŠKOV DELA MED DRŽAVAMI EUROOBMOČJA

Proces realne konvergence spremlja vedno manjša razpršenost rasti inflacije in stroškov dela v euroobmočju. Razlike v inflaciji se med državami euroobmočja zmanjšujejo in so trenutno na ravni, ki je podobna tisti v ZDA. Razpršenost inflacije bi bila lahko posledica ravnovesnih prilagoditev in zblíževanja ravni cen. Lahko pa je tudi posledica strukturnih togosti in čezmerne rasti plač, kar bi lahko, če bi trajala dalj časa, povzročilo izgubo konkurenčnosti in škodljivo vplivalo na BDP in zaposlenost.

26) Kanal konkurenčnosti deluje na naslednji način: po plačnem šoku ali šoku, ki požene rast BDP države preko potencialne ravni, bodo domači inflacijski pritiski na plače in druge domače stroške povzročili poslabšanje zunanje konkurenčnosti. To bo sčasoma povzročilo zmanjšanje tujega povpraševanja po izvozu države, tako da se bo zaradi manjšega zunanega povpraševanja obseg proizvoda vrnil v okvir svojih zmožnosti in ublažil pretekle inflacijske pritiske.

27) Ta mehanizem v bistvu pomeni, da ni nujno, da potrošnja sledi gibanju BDP, ker si lahko potrošniki sposojajo v tujini.

Graf 5 Razpršenost medletnih stopenj inflacije v državah euroobmočja in 14 mestnih statističnih območjih ZDA od leta 1990

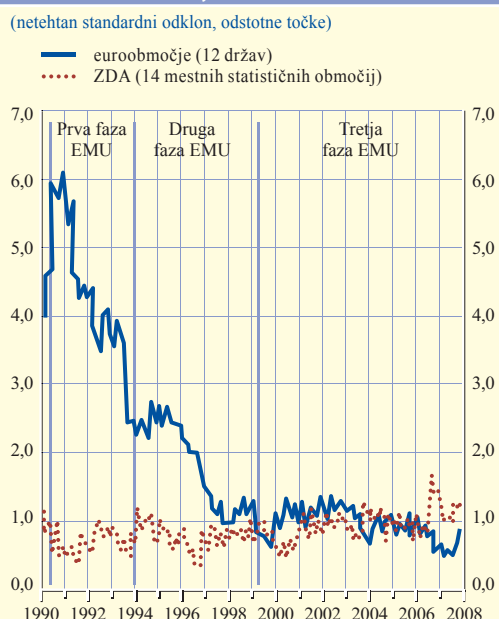


Tabela 7 Stopnja inflacije po CPI/HICP v državah euroobmočja

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)

	1980–1989	1990–1998	1999–2007
Euroobmočje	7,6	3,0	2,1
Belgija	4,9	2,1	2,0
Nemčija	2,9	2,2	1,6
Irska	9,3	2,5	3,4
Grčija	19,5	11,8	3,2
Španija	10,2	4,4	3,1
Francija	7,4	2,1	1,8
Italija	11,2	4,4	2,3
Ciper	-	-	2,6
Luksemburg	4,8	2,4	2,7
Malta	-	-	2,3
Nizozemska	2,9	2,2	2,4
Avstrija	3,8	2,4	1,7
Portugalska	17,7	6,1	2,9
Slovenija	-	-	5,5
Finska	7,3	2,5	1,6

Vir: ECB.
 Opombe: podatki se nanašajo na inflacijo po HICP, tako daleč nazaj, kot obstajajo, pred njimi pa na inflacijo po CPI. Podatki za Slovenijo so na voljo od leta 1996, za Ciper in Malto pa od leta 1997 naprej. Izraz „euroobmočje“ označuje različne sestave euroobmočja.

Tabela 8 Izračun prispevkov k inflaciji v obdobju 1999–2007

(povprečne medletne odstotne točke; glede na euroobmočje)

	Deflator končnega povpraševanja			Stroški dela na enoto proizvoda		
	Skupna sprememba	Prispevek k skupni spremembi		Skupna sprememba	Prispevek k skupni spremembi	
Domači stroški		Stroški uvoza	Sredstva za zaposlene		Obratna produktivnost dela	
Belgija	0,3	-0,2	0,5	-0,1	0,4	-0,5
Nemčija	-1,2	-1,2	0,0	-1,4	-1,2	-0,2
Irski	0,8	1,0	-0,1	1,5	3,7	-2,1
Grčija	1,5	1,7	-0,2	1,3	4,1	-2,7
Španija	1,5	1,4	0,1	1,2	0,4	0,8
Francija	-0,5	-0,1	-0,4	0,3	0,5	-0,3
Italija	1,7	0,6	1,1	1,0	0,0	0,9
Ciper	-1,9	-0,8	-1,1	1,6	1,8	-0,2
Luksemburg	1,6	0,1	1,6	1,0	3,5	-2,5
Malta	0,4	0,1	0,3	0,6	1,0	-0,5
Nizozemska	0,1	0,0	0,1	0,7	1,1	-0,4
Avstrija	-0,5	-0,5	0,0	-1,2	-0,5	-0,7
Portugalska	0,9	1,1	-0,3	1,6	1,7	-0,1
Slovenija	3,2	1,7	1,5	3,4	6,1	-2,6
Finska	-0,8	-0,7	-0,1	-0,4	0,9	-1,2

Vir: izračuni ECB na podlagi podatkov Evropske komisije in Eurostata.

Opombe: v tabeli so prikazana odstopanja povprečne stopnje rasti vsake spremenljivke od povprečja euroobmočja. Podatki v tabeli se razlagajo kot sledi: na primeru Belgije je v obdobju 1999–2007 skupna sprememba deflatorja končnega povpraševanja na leto za 0,3 odstotne točke višja kakor v euroobmočju kot celoti. Prispevek povprečnih stroškov uvoza v Belgiji glede na euroobmočje je 0,5 odstotnih točk na leto, medtem ko je prispevek domačih relativnih stroškov k spremembi deflatorja končnega povpraševanja -0,2 odstotne točke.

Od devetdesetih let naprej je bil za stopnjo razpršenosti inflacije v skupini dvanajstih držav, ki so sestavljale euroobmočje leta 2001, značilen močan trend padanja, ki se je stabiliziral leta 1998 (glej graf 5).

Primerjava z ZDA, ki so dolgoletna monetarna unija, v grafu 5 kaže, da v 14 mestnih statističnih območjih ZDA razpršenost inflacijskih stopenj niha okoli ravni, ki je bila opažena v državah euroobmočja od leta 2004 naprej.²⁸⁾

Skupna inflacija v državah euroobmočja je v obdobju od leta 1999 do leta 2007 padla v primerjavi z obdobjem od leta 1990 do leta 1998, razen na Irskem, v Luksemburgu in na Nizozemskem, kjer je narasla (glej tabelo 7). Razčlenitev cenovnih gibanj kaže, da so v večini držav euroobmočja domači stroški najpomembnejši dejavnik, ki je bil v obdobju od leta 1999 do leta 2006 povezan z razlikami v inflaciji glede na povprečje euroobmočja (glej tabelo 8). Videti je, da je med domačimi dejavniki igrala pomembno vlogo razlika v rasti stroškov dela na enoto proizvoda, ki so po drugi strani tesneje povezani z različnim gibanjem plač kakor z razlikami v rasti produktivnosti dela. Poleg tega se zdi, da so k razlikam v inflaciji prispevale tudi spremembe uvoznih cen.

Nekatere razlike v inflaciji in stroških so v monetarni uniji normalne. Proces ravnovesnih prilagoditev cen in stroškov v valutni uniji je ponavadi povezan s prilagoditvami relativnih cen po regijah in sektorjih. Tak mehanizem, ki je običajno značilen za proces dohitevanja ali splošneje za razlike v trendni produktivnosti, lahko povzroči razlike v inflaciji po regijah in sektorjih monetarne unije.²⁹⁾

28) Obravnavanih je naslednjih 14 mestnih statističnih območij: New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco in Seattle.

29) Glej med drugim I. Angeloni in M. Ehrmann (2004), „Euro area inflation differentials“, ECB Working Paper št. 388, ter F. Altissimo, P. Benigno in D. Rodríguez-Palenzuela (2004), „Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies“, predstavljen v delavnici ECB „Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area“, v Frankfurtu, 13. in 14. decembra 2004, ki je na voljo na spletni strani ECB (www.ecb.europa.eu).

Inflacija se je v euroobmočju na splošno zmanjšala

Razlike v inflaciji so zmerne

V monetarni uniji so razlike normalne

Nekatere razlike so posledica zблиževanja ravni cen

Razlike v inflaciji v euroobmočju so dokaj obstojne, saj so številne države dalj časa sistematično vzdrževale pozitivno ali negativno inflacijsko vrzel v primerjavi s povprečjem euroobmočja (glej okvir 1).

Dolgotrajnejše razlike v inflaciji in rasti stroškov dela v euroobmočju je mogoče razložiti s številnimi dejavniki, ki so sami po sebi medsebojno povezani.³⁰⁾ Razlikovati je mogoče zlasti med dejavniki, povezanimi s procesi konvergence in ekonomske integracije, dejavniki, povezanimi z dolgotrajnimi ali stalnimi razlikami v nacionalni gospodarski strukturi, in dejavniki, povezanimi z vodenjem in delovanjem nacionalnih fiskalnih, strukturnih in plačnih politik ali z različnimi regionalnimi odzivi na politike celotnega euroobmočja.

Če najprej pogledamo dejavnike, povezane s konvergenco in ekonomsko integracijo, sta izvajanje evropskega enotnega trga v prvi polovici devetdesetih let in poznejša uvedba enotne valute leta 1999 prispevala k zmanjšanju razlik v ravni cen na trgu, zlasti za tržno blago. Cenovna konvergenca tržnega blaga k skupni dolgoročni ravni bi bila lahko razlog za nekatere inflacijske razlike v prvih letih eura.

Razlike v inflaciji med državami euroobmočja bi bile lahko tudi posledica konvergence ravni cen netržnega blaga in storitev.³¹⁾ Ta učinek dohitevanja je pogosto povezan z razlikami v rasti med produktivnostjo menjalnega in nemenjalnega sektorja ali bolj na splošno s procesom konvergence življenjskega standarda v BDP na prebivalca po različnih gospodarstvih. Po Balassa-Samuelsonovem učinku se na primer v državah, kjer obstajajo izrazite sektorske razlike v gibanju produktivnosti glede na druge države (s sorazmerno visoko rastjo produktivnosti v menjalnem sektorju), pogosto dogaja, da imajo sorazmerno višjo rast plač in inflacije v nemenjalnem sektorju. V valutni uniji, kjer nominalna apreciacija tečaja ni mogoča, bi imela taka država na splošno višjo inflacijo. Empirični dokazi tega učinka pa so mešani.

Različne stopnje inflacije in cen so lahko tudi posledica nominalnih strukturnih razlik, kot so raznovrstnost preferenc potrošnikov in različne nacionalne izpostavljenosti spremembam tečajev eura in cen surovin. Inflacijske razlike bi lahko razlagali zlasti z različnimi stopnjami odprtosti in sestave mednarodne trgovine.

Nekatere razlike so posledica neustreznih politik

Tudi politike za celotno območje in regionalne politike bi lahko same po sebi oblikovale določene razlike v valutni uniji. Fiskalna politika lahko na primer z neprimerno rabo fiskalnih instrumentov okrepi razlike v inflaciji (glej razdelek 4.2). Strukturne togosti in pomanjkanje

30) Glej članek z naslovom „Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area“ ECB Monthly Bulletin, maj 2005.

31) Netržno blago in storitve so pretežno tisti, ki se tržijo lokalno.

Okvir 5

RAZUMEVANJE VZTRAJNOSTI INFLACIJE IN DEJAVNIKOV, KI DOLOČAJO DINAMIKO PLAČ

Poleg šokov v posameznih državah so pomemben vir razlik v inflaciji in rasti tudi potencialne razlike v prožnosti cen in plač med državami. Vsekakor je poglobljeno razumevanje determinant, ki določajo dinamiko cen in plač v državah euroobmočja, ključnega pomena za

izvajanje denarne politike. Glede na pomen tega vprašanja sta bili ustanovljeni dve mreži ESCB: mreža za vztrajnost inflacije (Inflation Persistence Network) in mreža za dinamiko plač (Wage Dynamics Network). V tem okvirju so predstavljene glavne ugotovitve obeh mrež.

Mreža za vztrajnost inflacije je začela delovati leta 2003 in je o rezultatih svojih raziskav poročala na konferenci decembra 2004.¹⁾ Za obravnavo tega vprašanja je uporabila tri pristope: analizo makroekonomskih podatkov, natančno analizo mikropodatkov o posameznih spremembah cen v okviru cen življenjskih potrebščin in cen pri proizvajalcih ter ankete v podjetjih, katerih namen je ugotoviti glavne dejavnike, ki vplivajo na njihovo določanje cen.

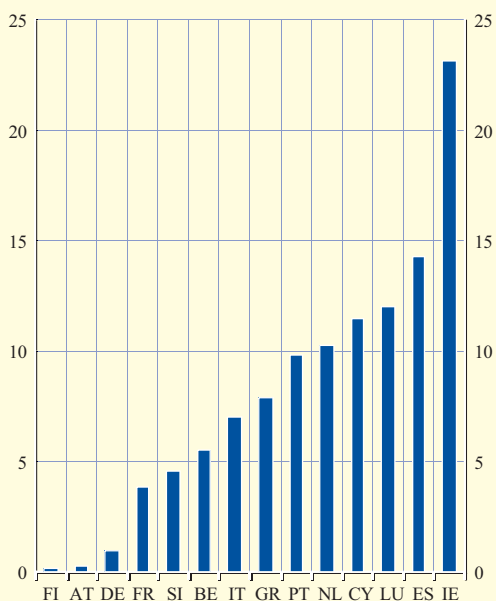
Glavni sklepi teh analiz so bili naslednji. Prvič, v sedanji monetarni ureditvi je stopnja vztrajnosti inflacije zmerna. To je v nasprotju z izkušnjami iz prejšnjega obdobja visoke inflacije, ko so bila pričakovanja manj zasidrana, inflacijski šoki pa so pogosto povzročali dolgotrajnejše spremembe inflacije. Drugič, na podlagi mikropodatkov o spremembah cen je videti, da so cene življenjskih potrebščin v euroobmočju stabilnejše kakor v ZDA. Posamezne cene v euroobmočju se na primer navadno spreminjajo vsakih 12 do 15 mesecev, v ZDA pa vsakih šest mesecev. Tretjič, pri določanju cen obstaja občutna heterogenost med sektorji, pri pogostosti določanja cen pa ni videti pomembnih razlik med državami. Cene hrane in energije se na primer spreminjajo veliko pogosteje kakor cene storitev. Četrto, znižanja cen so dokaj pogosta (okoli 40% sprememb v cenah življenjskih potrebščin je znižanje cen), kar kaže, da cene niso tako podvržene nominalni togosti navzdol, kot je bilo predpostavljeno. Petič, anketni podatki so pokazali, da proces prilagajanja cen običajno poteka v dveh korakih: podjetja najprej revidirajo cene, nato se cena spremeni. Pravzaprav je bilo ugotovljeno, da so revizije cen veliko pogostejše od dejanskih sprememb cen. Kar zadeva determinante spreminjanja cen, je raziskava pokazala, da ima okoli ena tretjina podjetij v euroobmočju reden urnik določanja cen („časovno pogojeno oblikovanje cen“), ena petina pa svoje cene spreminja, kadar posebni dogodki povzročijo dovolj velika odstopanja med dejansko ceno in želeno ceno („z razmerami pogojeno oblikovanje cen“). Drugi imajo mešane strategije. Anketni podatki in analiza posameznih sprememb cen so pokazali, da je pomembna determinanta pogostosti spreminjanja cen volatilitnost stroškov podjetja. Cena se na primer ponavadi spreminjajo precej manj pogosto v sektorjih, v katerih plače, ki so že same dokaj stabilne, predstavljajo velik delež skupnih stroškov podjetja.

Ugotovitve mreže za vztrajnost inflacije so osvetlile potrebo po boljšem razumevanju determinant plačne dinamike. Leta 2006 je bila zato oblikovana mreža za dinamiko plač. Poleg raziskovalcev iz euroobmočja ta mreža vključuje tudi raziskovalce iz nesodelujočih centralnih bank. Izvajajo se štiri linije raziskav. Prva je osredotočena na analize skupnih in sektorskih plač in stroškov dela ter njihov vpliv na dinamiko plač. Druga je osredotočena na analizo mikropodatkov o plačah, njen cilj pa je med drugim določiti naravo in obseg togosti plač in trga dela. V tretji liniji je mreža za dinamiko plač začela opravljati anketo v podjetjih, da bi ugotovila glavne mehanizme, ki so podlaga za določanje plač. V četrti pa se opravlja meta analiza ugotovitev, katere namen je izpostaviti glavne ugotovitve iz raziskave in ugotoviti posledice za usmeritve politik. Rezultati mreže za dinamiko plač bodo predstavljeni na konferenci junija 2008.

1) Glej F. Altissimo, M. Ehrmann in F. Smets (2005), „Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence“, ECB Occasional Paper, št. 46.

Graf 6 Harmonizirani kazalniki konkurenčnosti držav euroobmočja v obdobju 1999–2007

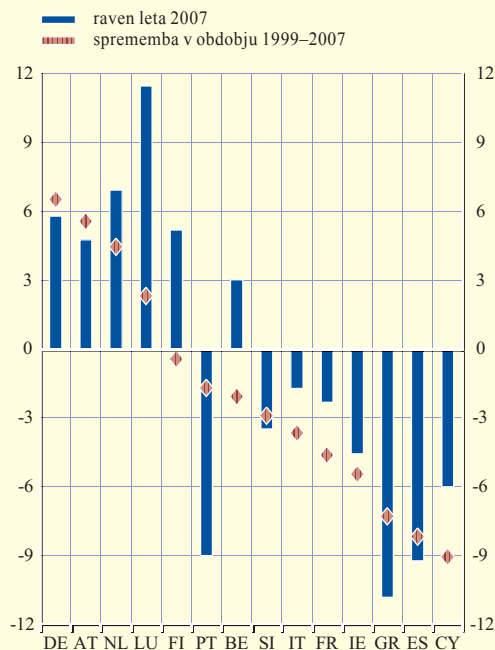
(skupne spremembe v odstotkih)



Vir: izračuni ECB na podlagi podatkov Eurostata.
Opombe: tehtana povprečja relativnih stopenj inflacije, deflacioniranih s CPI v primerjavi s skupino 44 trgovinskih partneric in državami euroobmočja. Povečanje pomeni realno efektivno apreciacijo, tj. zmanjšanje kazalnika nacionalne konkurenčnosti. Države so razporejene naraščajoče po rasti kazalnika.

Graf 7 Stanje tekočega računa v letu 2007 in skupne spremembe v državah euroobmočja v obdobju 1999–2007

(raven kot odstotek BDP in skupne spremembe v odstotnih točkah kot odstotek BDP)



Vir: izračuni ECB na podlagi podatkov Evropske komisije.

celovitega izvajanja enotnega trga lahko pomenijo, da bodo cenovne razlike verjetno večje kakor pri visoki stopnji čezmejne konkurence in ekonomske integracije. Strukturne in plačne politike na nacionalni ali regionalni ravni so lahko prav tako vzrok za različno stopnjo inflacije. Dejstvo, da imajo nekaterih državah euroobmočja v kolektivnih pogodbah o plači klavzulo o indeksaciji, lahko na primer odloži potrebno prilagoditev in prispeva k vztrajnosti inflacijskih razlik z večanjem inflacijske inercije v navedenih državah.

Razlike lahko povzročijo manjšo konkurenčnost in manjšo rast BDP

Zaradi vztrajnih razlik v inflaciji imajo države euroobmočja izrazito različni razvoj kazalnikov nacionalne cenovne konkurenčnosti. Harmonizirani indikatorji konkurenčnosti (HCI), ki temeljijo na tehtanih povprečjih relativnih cen, deflacioniranih s HICP, so primerljivo merilo cenovne konkurenčnosti posameznih držav euroobmočja.³²⁾ Graf 6 kaže, da so Nemčija, Avstrija in Finska v obdobju od leta 1999 do leta 2007 občutile zelo skromno rast svojih HCI, ki kažejo samo rahle izgube v merilu cenovne konkurenčnosti, medtem ko je bila rast HCI posebno močna na Irskem in v Španiji. Gibanja stroškov dela na enoto proizvoda dajejo podobno heterogeno sliko gibanja konkurenčnosti po državah

32) Glej okvir z naslovom „The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries“ ECB Monthly Bulletin, februar 2007. V prihodnjih razširitvah tega sklopa HCI bo koristno primerjati sedanji sklop HCI na podlagi gibanj cen življenjskih potrebščin s kazalniki na podlagi deflatorjev, ki vključujejo manj netržnih izdelkov in storitev, kar bi bilo lahko bolj povezano s konkurenčnostjo zunanjih sektorjev države.

euroobmočja. Spremembe relativnih cen ali stroškov so eden od ključnih načinov prilagajanja v euroobmočju. Zmanjševanje stroškov dela na enoto proizvoda ne pomeni pridobivanja na račun nečesa drugega. Prav nasprotno, zmanjševanje stroškov dela zmanjšuje inflacijske pritiske, kar ponavadi prispeva k nižjim obrestnim meram za celotno euroobmočje. Vzdržno umirjanje stroškov poleg pozitivnega učinka zaradi večje konkurenčnosti in uspešnejše trgovinske menjave ugodno vpliva tudi na strukturno zaposlenost. Dolgotrajne izgube cenovne in stroškovne konkurenčnosti, ki niso povezane z ravnovesno prilagoditvijo cen in stroškov, lahko škodljivo vplivajo na BDP in zaposlenost ter na trgovinsko bilanco in tekoči račun (glej graf 7).³³⁾

Dolgotrajne razlike v inflaciji in rasti so lahko torej v številnih primerih posledica ravnovesnega prilagajanja, ki ga opredeljuje proces dohitevanja oziroma trendne razlike v potencialni rasti. Če pa jih povzročajo strukturna neučinkovitost ali neuskklajene nacionalne politike (vključno s politiko določanja plač), so lahko take razlike zaskrbljujoče. Ker nacionalne denarne in tečajne politike v euroobmočju niso več na voljo, je pomembno zagotoviti pravilno delovanje preostalih mehanizmov prilagajanja šokom. Togosti v mehanizmu določanja plač in cen ali trajna čezmerna gibanja plač lahko odlagajo potrebne prilagoditve relativnih cen ekonomskim šokom in s tem povzročajo dolgotrajno inflacijo. To lahko prispeva h kopičenju notranjih neravnotežij in zmanjšanju cenovne in stroškovne konkurenčnosti v euroobmočju, kar bi lahko zaviralo gospodarsko rast in zaposlenost. Za učinkovito in nemoteno gospodarsko prilagajanje v euroobmočju je potrebna odprava institucionalnih ovir, ki onemogočajo prožne mehanizme določanja plač in cen, dokončanje enotnega trga, kar bo prineslo večjo domačo in čezmejno konkurenco (glej razdelek 4.1), ter preudarna fiskalna politika.

Zdrave politike so zelo pomembne za tiste države, katerih cilj je prevzem eura v prihodnosti. Širitev euroobmočja pa je obravnavana v naslednjem razdelku.

4.4 ŠIRITEV EUROOBMOČJA

Ta razdelek obravnava širitev euroobmočja od leta 1999 naprej, opisuje sedanje stanje glede prihodnjih širitvev euroobmočja in poudarja potrebo po trajnostni konvergenci, ki je prvi pogoj za priključitev euroobmočju (glej tudi 2. poglavje).

TRIJE KROGI ŠIRITVE EUROOBMOČJA

Kot je navedeno v 2. poglavju, so v euroobmočju od uvedbe eura v enajstih državah članicah EU leta 1999 potekali trije krogi širitve, po katerih se je število držav euroobmočja povečalo na 15.

PRIHODNJE ŠIRITVE EUROOBMOČJA

Trenutno eura še ni prevzelo 12 držav članic EU, ki se precej razlikujejo glede na pravni status in stopnjo konvergence. Zlasti Danska in Združeno kraljestvo imata poseben status na podlagi „zavrnilne klavzule“, pri čemer se bo dosežena stopnja konvergence za vstop v euroobmočje preverjala le, če bosta to zahtevali.

**Z dolgotrajnimi
razlikami se je treba
spopasti**

**Dvanajst držav EU še ni
prevzelo eura**

33) Glej okvir z naslovom „Current account balances across the euro area countries from a savings and investment perspective“ ECB Monthly Bulletin, julij 2007.

Tabela 9 Načrti držav članic EU zunaj euroobmočja glede denarne integracije

Država	Nameni glede ERM II	Nameni glede uvedbe eura
Bolgarija	Čim prej.	Cilj je čimprejšnja uvedba eura.
Češka	Sodelovanje v ERM II samo v minimalnem obdobju dveh let pred vstopom v EMU. Inflacijsko ciljanje bo država obdržala do dokončanja denarne integracije. Pripravljenost za vstop v ERM II in euroobmočje letno ocenjujeta vlada in nacionalna centralna banka.	Zadnja dopolnitev „Strategije Češke republike za vstop v euroobmočje“, ki so jo češke oblasti sprejele avgusta 2007, pravi, da nekateri predpogoji, ki bi omogočili izkoristiti prednosti prevzema eura, še niso dosegli zadovoljivih parametrov. Glavne ovire so povezane s potrebnim povečanjem prožnosti gospodarstva in konsolidacijo javnofinančne politike.
Danska	Sodeluje.	Nima načrtov. Rezultat referendumu o prevzemu eura septembra 2000 je bil 53% glasov „proti“.
Estonija	Sodeluje.	Cilj je čimprejšnja uvedba eura.
Latvija	Sodeluje.	Cilj je čimprejšnja uvedba eura.
Litva	Sodeluje.	Cilj je čimprejšnja uvedba eura.
Madžarska	Dopolnitev konvergenčnega programa ne vsebuje zelenega datuma za vstop v ERM II. Navaja samo, da naj bi bil vstop v ERM II odvisen od ponovne vzpostavitve fiskalne kredibilnosti.	Konvergenčni program ne vsebuje zelenega datuma za vstop v euroobmočje.
Poljska	Sodelovanje v ERM II samo v minimalnem obdobju dveh let. Ni izrecnega ciljnega datuma za vstop v ERM II.	Konvergenčni program ne navaja ciljnega datuma za uvedbo eura.
Romunija	Po konvergenčnem programu za leto 2007 Romunija nima namena vstopiti v ERM II pred letom 2012. Cilj je ostati v ERM II minimalno zahtevano obdobje pred prevzemom eura.	Ne pred letom 2014.
Slovaška	Sodeluje.	Cilj je referenčno fiskalno vrednost doseči leta 2007 in leta 2009 vstopiti v euroobmočje.
Švedska	Nima načrtov.	Nima načrtov. Rezultat referendumu o uvedbi eura septembra 2003 je bil 56% glasov „proti“.
Združeno kraljestvo	Nima načrtov.	Takoj ko bo izpolnjenih pet vladnih preizkusov.
Vir: ESCB.		

Preostalih deset držav (Bolgarija, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Poljska, Romunija, Slovaška in Švedska) so države članice EU z odstopanjem. To pomeni, da so se zavezale k prevzemu eura v prihodnosti, pri čemer se bosta dejanski čas in optimalna konvergenca za prevzem eura ugotavljali za vsako državo posebej.

Za prevzem eura mora biti valuta države, ki želi prevzeti euro, vsaj dve leti v ERM II in v tem času ne sme imeti resnih napetosti pred presojo konvergence, izpolnjevati pa mora tudi druge maastrichtske kriterije.

Pet držav v ERM II

Pet držav članic EU, ki so trenutno zunaj euroobmočja, sodeluje v ERM II. Dve državi sta se mehanizmu pridružili ob različnih datumih, nekatere izmed njih pa so se pridružile z enostranskimi tečajnimi zavezami. Danska je v ERM II vstopila 1. januarja 1999 z razponom nihanja +/-2,25% okoli osrednjega tečaja njene valute. Estonija, Litva (in tudi Slovenija) so se pridružile 28. junija 2004. Estonija in Litva sta se pridružili z nihanjem +/-15%. Te države so se poleg tega odločile, da bodo še naprej vzdrževale valutni odbor kot enostransko zavezanost. Latvija je v ERM II vstopila 2. maja 2005 (skupaj s Ciprom in Malto). Tudi Latvija je sklenila vstopiti z razponom nihanja +/-15%, vendar je še naprej ohranila nihanje +/-1% kot enostransko zavezo. Nazadnje se je 25. novembra 2005 ERM II pridružila še Slovaška z razponom nihanja +/-15%.

Trenutno so Bolgarija, Češka, Madžarska, Poljska, Romunija in Švedska edine države članice EU z odstopanjem, ki še niso vstopile v ERM II (glej tabelo 9).

POTREBA PO TRAJNOSTNI KONVERGENCI

Za pridružitvev euroobmočju mora država članica izpolnjevati številne pravne in ekonomske konvergenčne kriterije. Izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev na trajnosten način zagotavlja, da se lahko država gladko vključi v monetarno unijo. Ta pristop temelji na ekonomskih argumentih. Ko država vstopi v monetarno unijo, izgubi možnost uporabe politike obrestnih mer. Ker se sklepi o denarni politiki v EMU sprejemajo glede na gospodarske pogoje, ki prevladujejo v euroobmočju v celoti, je potrebna ekonomska konvergenca, ki zagotovi, da je gospodarstvo države dovolj pripravljeno za monetarno unijo.

Koristi trajnostne konvergence

Uvedba eura lahko precej koristi državi, ki je dosegla trajnostno konvergenco. Take koristi obsegajo odpravo tečajnih tveganj v razmerju do glavnih trgovskih partneric, zmanjševanje stroškov transakcij in informacij, večja zaščita pred nekaterimi finančnimi motnjami in zmanjšanje premij za tveganja ter nižje dolgoročne obrestne mere zaradi verodostojnega okvira fiskalne in denarne politike. Za euroobmočje v celoti in za EU je glavna korist širitve euroobmočja dokončanje notranjega trga blaga, storitev in kapitala. Vendar pa teh koristi ne bi bilo mogoče izkoristiti pri prezgodnjem prevzemu eura, ki bi državi lahko škodoval na več načinov. Različni poslovni cikli bi lahko povzročili „podoptimalne“ obrestne mere v nacionalnem okviru (z vidika ekonomske stabilizacije in razporejanja virov) in nastanek lokalnih „mehurčkov“ ali „kriz“. Če konvergenca ni trajnostna, bi lahko v državi nastopile težave s konkurenčnostjo, ki jih ne bi bilo več mogoče reševati s prilagoditvami deviznega tečaja. Premajhna prožnost plač in cen pri prilagajanju spremembam konkurenčnosti oziroma šokom bi prav tako predstavljala tveganje dolgotrajnejših ekonomskih izgub. Za euroobmočje v celoti bi lahko prezgodnji prevzem eura povzročil izgubo kredibilnosti projekta EMU.

Potrebna je trajnostna konvergenca

Konvergenčna poročila ECB³⁴⁾ poudarjajo, da je treba doseči trajno in ne le trenutno konvergenco. Zato pregledi po državah podrobno opisujejo trajnost konvergence. V skladu s tem se gospodarska gibanja v zadevnih državah pregledujejo s preteklega vidika, in sicer načeloma za preteklih deset let. Tako je mogoče lažje ugotoviti, koliko so trenutni rezultati posledica pristnih strukturnih prilagoditev, kar posledično omogoči boljšo oceno vzdržnosti ekonomske konvergence. Poleg tega so ustrezno zajeta tudi predvidevanja za prihodnost. V tem kontekstu je posebna pozornost posvečena dejstvu, da je vzdržnost ugodnih ekonomskih gibanj močno odvisna od ustreznih in trajnih odzivov politike na obstoječe in prihodnje izzive. Na splošno je poudarjeno, da je zagotavljanje vzdržne ekonomske konvergence odvisno od doseganja zdravega začetnega stanja in od politik, ki se bodo izvajale po prevzemu eura.

Pravni konvergenčni kriteriji zavezujejo prihodnje države članice euroobmočja, da vzpostavijo pravne temelje za sodelovanje v monetarni uniji, med katerimi je temeljnega pomena neodvisnost centralnih bank.

Kriteriji ekonomske konvergence zagotavljajo, da so države prosilke vzpostavile gospodarske pogoje, ki omogočajo vzdrževanje stabilnosti cen in koherenco euroobmočja. Okvir analize obsega

34) Glej Konvergenčno poročilo ECB, maj 2008.

gibanja cen, proračunski saldo in zadolženost, devizne tečaje in dolgoročne obrestne mere, pa tudi druge dejavnike. Pri uporabi teh kriterijev se uporabljajo številna splošna pravila.

1. Posamezni kriteriji se razlagajo in uporabljajo dosledno.
2. Kriteriji predstavljajo dosleden in integriran pristop. Treba je izpolnjevati vse. Pogodba našteva kriterije enakovredno in ne predvideva hierarhije.
3. Kriteriji morajo biti izpolnjeni na podlagi preverjenih podatkov.
4. Uporaba kriterijev mora biti dosledna, transparentna in preprosta.
5. Treba je doseči trajnostno konvergenco in ne le trenutne.

Ko država izpolni te pravne in ekonomske kriterije na vzdržen način, vstopi v euroobmočje. Prevzem eura pa ni zadnja postaja. Samo vstop v euroobmočje še ne pomeni uspeha. Po prevzemu eura morajo države še naprej voditi prave politike, da so lahko v euroobmočju uspešne (glej razdelke 4.1, 4.2 in 4.3).

4.5 IZZIVI IN POT NAPREJ

Mehanizmi prilagajanja morajo biti učinkovitejši...

...za nemoteno delovanje euroobmočja

Doslej pozitivni dosežki, potrebne pa so nadaljnje reforme

Razlikovanje plač podpira zaposlovanje

Predhodni razdelki opisujejo, da sta gospodarska prožnost in integracija nedvoumen predpogoj za nemoteno delovanje euroobmočja, saj lahko na posamezna gospodarstva ali regije euroobmočja vplivajo posebni dogodki. Poleg tega se euroobmočje nenehno spopada s šoki in izzivi, na primer na področju globalne konkurence ali gibanja cen energije. Hkrati nacionalne denarne in tečajne politike v monetarni uniji niso več na razpolago. Da bi v eni od držav ali regij euroobmočja, potem ko utrpi poseben ali asimetričen šok, preprečili nastop dolgotrajnejše nizke rasti in visoke brezposelnosti ali dolgo obdobje pregrevanja, je treba vzpostaviti učinkovite mehanizme prilagajanja.

Nedavno povečanje stopnje aktivnosti in zaposlenosti je spodbudno in kaže, da so pretekle reforme trga dela, priseljevanje in zmernejša rast plač pomagali premagati nekatere omejitve rasti, ki so bile posledica togih in preveč reguliranih trgov dela. Potrjuje tudi, da denarna politika, usmerjena v stabilnost cen, nikakor ni neskladna z ustvarjanjem delovnih mest in nizko stopnjo brezposelnosti, temveč prav nasprotno. Kljub temu napredku večina držav euroobmočja še zdaleč ni izkoristila vseh možnosti za nadaljnje povečanje deleža aktivnega prebivalstva in zaposlovanja. Strukturne omejitve, ki so posledica togega pravnega in zakonskega okolja, visoko obdavčeno delo in togosti, povezane s predpisi o plačah, še vedno preprečujejo ali odvrtaajo veliko ljudi od aktivne udeležbe na trgu dela in s tem vzdržujejo nizko stopnjo zaposlenosti in visoko stopnjo brezposelnosti.

Za spodbujanje zaposlenosti, produktivnosti in odpornosti proti ekonomskim šokom v državah euroobmočja je zato še posebno pomemben nadaljnji razvoj ekonomskih politik v naslednjih smereh. Kar zadeva politike trga dela, si morajo vlade in socialni partnerji deliti odgovornost, da zagotovijo, da bo določanje plač dovolj upoštevalo pogoje na trgu dela in ne bo ogrozilo konkurenčnosti in zaposlovanja. To pomeni, da morajo socialni partnerji upoštevati različne pogoje na ravni podjetij in sektorjev in ublažiti vpliv določanja plač na konkurenčnost ter s tem na zaposlenost v podjetjih, industriji, sektorju ali regiji. Zadostno razlikovanje plač bi izboljšalo zaposlitvene možnosti za manj izobražene delavce in zaposlitvene možnosti v regijah ali sektorjih z visoko stopnjo brezposelnosti. Na tem področju pretirana regulacija, kot so npr. minimalne plače, ogroža odpiranje delovnih mest zlasti za mlade in manj kvalificirane delavce ter za tiste, ki imajo težave pri vstopanju na trg dela.

Drugič, pravilno delovanje prilagajanja prek trga dela mora spremljati dokončanje enotnega trga, zlasti v storitvenih in omrežnih dejavnostih. Večja integracija trgov bi s spodbujanjem konkurence in odprtih trgov proizvodov spodbudila prožnost cen. Večja čezmejna konkurenca in povezanost trgov med državami euroobmočja bi prispevala k zniževanju cen. To bi spodbudilo tudi proces prilagajanja v posameznih državah, če bi prišlo do šokov v določeni regiji ali državi oziroma do različnih cikličnih gibanj, s tem pa preprečilo previsoke stopnje regionalne brezposelnosti.

Dokončati je treba enotni trg

Tretjič, nacionalni organi lahko veliko prispevajo k zagotavljanju pravilnega delovanja mehanizmov prilagajanja v euroobmočju, če vodijo dobro zastavljeno vzdržno fiskalno politiko, skladno s smernicami, določenimi v Paktu za stabilnost in rast. Poleg tega lahko fiskalna politika podpira oziroma bi morala podpirati tudi dolgoročno rast z izboljševanjem kakovosti potrošnje in zmanjševanjem gospodarsko zaviralnih učinkov v davčni politiki. V tem okviru je posebno pomembno, da se fiskalni organi pripravijo na izzive, ki jih prinaša demografsko staranje. Visoka in neučinkovita javna poraba lahko zavira gospodarsko aktivnost z visokimi davčnimi obremenitvami gospodarstva in z usmerjanjem virov v neučinkovito porabo. Podobno lahko višje nadzorovane cene, posredni davki in minimalne plače prispevajo k inflacijskim pritiskom in otežujejo vodenje denarne politike.

Pomembne so zdrave fiskalne politike in nizki davki

Četrto, v okviru lizbonske strategije je treba izvajati potrebne reforme, katerih cilj je izboljšati dolgoročno rast v euroobmočju ter povečati zaposlenost in produktivnost. To bi izboljšalo mehanizme prilagajanja v posameznih državah, regijah ali sektorjih, zato gre za pomemben dejavnik pri izboljševanju splošne odpornosti proti ekonomskim šokom v gospodarstvu euroobmočja.

Lizbonska strategija je še vedno v središču

Petič, treba je natančno spremljati gibanje cenovne konkurenčnosti in konkurenčnosti stroškov dela na enoto proizvoda v gospodarstvih euroobmočja. Dolgotrajne izgube stroškovne učinkovitosti so lahko povezane tudi s številnimi strukturnimi togostmi, ki povzročajo inercijo cen in plač ter čezmerno rast stroškov dela. Ob odkritju takih pojavov je pomembno, da so vse udeležene strani, zasebni sektor, socialni partnerji in nacionalni organi oblasti pri sprejemanju odločitev čim prodornejši, da bi preprečili izgube konkurenčnosti, ki ne bi bile ekonomsko upravičene in bi spodbokovale rast in odpiranje delovnih mest v prihodnosti.

Treba je spremljati spremembe konkurenčnosti

In končno, tiste države, ki v prihodnje želijo vstopiti v euroobmočje, se morajo v svojem procesu konvergence resno spopasti z zgoraj navedenimi izzivi, da bodo ob vstopu dobro pripravljene.

5 VPLIV EURA NA TRGOVINSKO MENJAVO IN KAPITALSKE TOKOVE TER NJEGOVA MEDNARODNA VLOGA



Euroobmočje je po letu 1998 postalo še bolj odprto do tujine, kot kažejo trgovinska menjava ter imetja in obveznosti v stanju mednarodnih naložb. Hkrati so se povečali tudi trgovinski in kapitalski tokovi med državami euroobmočja. Blagovna in storitvena menjava znotraj euroobmočja se je v primerjavi z BDP povečala za približno 10 odstotnih točk, kar lahko deloma pripišemo uvedbi eura. Enotna valuta je spodbudila tudi večjo stopnjo konkurence in zблиževanje zunanjetrговinskih cen znotraj euroobmočja, kar se bo v prihodnje predvidoma še nadaljevalo. Kar zadeva kapitalске tokove, je euro spodbudil neposredne tuje naložbe, zlasti čezmejne združitve in prevzeme v predelovalnih dejavnostih in potrošniške tokove med državami euroobmočja. Višje kapitalске tokove med državami euroobmočja so spodbujali številni dejavniki, povezani z eurom, kot so odprava tečajnega tveganja, zmanjšanje stroškov kapitala, uporaba skupnih trgovalnih platform in čezmejna združitev borz (npr. Euronext). Drug vidik eura se nanaša na njegovo uporabo preko meja euroobmočja. V zadnjih desetih letih se je vloga eura na mednarodnih trgih nekoliko povečala, vendar so bile spremembe postopne in so se na nekaterih segmentih trga ustalile. Poleg tega je mednarodna vloga valute geografsko omejena na regije, ki so blizu euroobmočja. Zaradi mednarodnega pomena eura je potreben tesen dialog med Eurosistemom in centralnimi bankami drugje po svetu. Takšen dialog poteka prek različnih dvostranskih in večstranskih kanalov. To poglavje je strukturirano na naslednji način: v razdelku 5.1 je predstavljeno, kako je euro vplival na trgovinsko menjavo in konkurenčnost, razdelek 5.2 se osredotoča na učinek, ki ga je imel euro na mednarodne kapitalске tokove. V razdelku 5.3 je pregled mednarodne vloge eura, razdelek 5.4 pa obravnava mednarodno sodelovanje euroobmočja s poudarkom na vlogi ECB.

5.1 BLAGOVNA IN STORITVENA MENJAVA EUROOBMOČJA

Gospodarstvo euroobmočja je razmeroma odprto, zlasti če ga primerjamo z ZDA in Japonsko, ki sta druga dva vodilna svetovna gospodarska prostora. V letu 2006 je skupna vrednost uvoza in izvoza blaga in storitev znašala približno 42% BDP, v primerjavi s približno 32% na Japonskem in 28% v ZDA. Euroobmočje je predstavljalo 18% vrednosti svetovnega izvoza, v primerjavi z 12% ZDA, 6% Japonske in 10% desetih največjih izvoznih naft. Poleg tega se je trgovinska odprtost euroobmočja po letu 1998 opazno povečala (za 11 odstotnih točk), predvsem zaradi hitro rastoče trgovinske menjave z novimi članicami EU in Kitajsko.

Po letu 1998 se je trgovinska menjava med državami euroobmočja močno povečala. Vrednost izvoza in uvoza blaga znotraj euroobmočja je porasla s približno 26% BDP v letu 1998 (leto pred uvedbo eura) na 33% BDP v letu 2007. Medtem se je povečala tudi menjava storitev znotraj euroobmočja, in sicer s 5% na 7% BDP. V letu 2007 je trgovinska menjava znotraj držav euroobmočja predstavljala približno polovico skupne trgovinske menjave euroobmočja.

Gibanja v trgovinski menjavi euroobmočja z Dansko, Švedsko in Združenim kraljestvom kažejo, da je euro še dodatno spodbudil menjavo med državami euroobmočja, ki presega pozitivne učinke integracije EU v okviru enotnega trga. Po letu 1998 je bila namreč medletna rast izvoza blaga euroobmočja v tri države EU-15, ki niso sprejele eura, v povprečju 3% nižja od medletne rasti izvoza znotraj euroobmočja. Hkrati je bila rast uvoza iz teh držav v povprečju 2% nižja od uvoza znotraj euroobmočja. V storitveni menjavi pa je bila medletna rast tokov znotraj euroobmočja manjša od rasti tokov s tremi državami zunaj euroobmočja, kar bi bilo lahko posledica večje specializacije Združenega kraljestva v storitvah in še vedno zelo razdrobljenega notranjega trga EU na področju storitev (glej graf 1). V nadaljevanju s pomočjo različnih empiričnih študij podrobneje analiziramo vpliv ekonomske in monetarne unije (EMU), da bi razložili učinek, ki ga

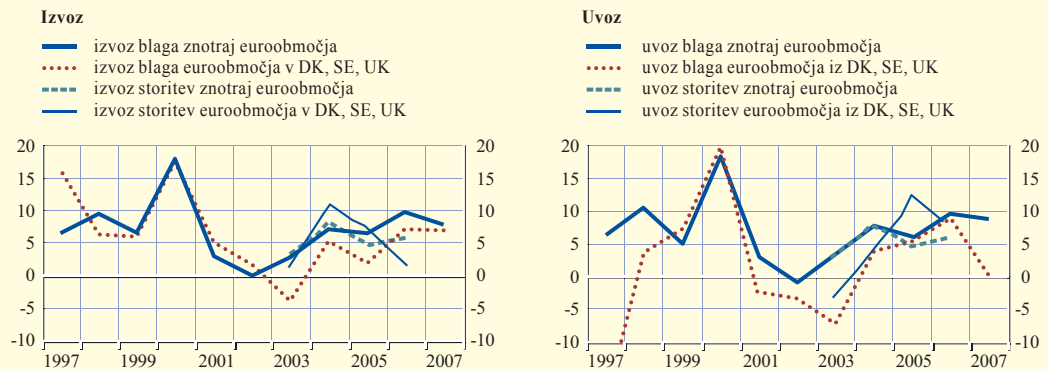
Gospodarstvo euroobmočja je v primerjavi z ZDA in Japonsko razmeroma odprto

Trgovinska menjava med državami euroobmočja se je po letu 1998 strmo povečala

Trgovinska menjava med državami euroobmočja je zaradi eura v povprečju večja za 2% do 3%

Graf 1 Trgovinska menjava znotraj euroobmočja v primerjavi s trgovinsko menjavo euroobmočja z Dansko, Švedsko in Združenim kraljestvom, 1996–2007

(vrednosti; medletna rast)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Ocene za leto 2007 temeljijo na podatkih za prvo polovico leta. Podatki o storitveni menjavi so na voljo samo od leta 2002 dalje.

ima euro na spodbujanje trgovinske menjave, v primerjavi z drugimi pomembnejšimi gibanji v zadnjem desetletju (npr. nadaljnje povezovanje EU in sedanji hiter tempo globalizacije).

EURO KOT SPODBUJEVALEC BLAGOVNE IN STORITVENE MENJAVE

Ob predpostavki, da vse drugo ostane nespremenjeno, naj bi oblikovanje monetarne unije z odpravo nihanja deviznih tečajev spodbujalo trgovinsko menjavo med njenimi članicami in tako odpravilo negotovost v zvezi z donosi in dobički, ki je posledica tečajnih sprememb. Poleg vpliva, ki ga ima nihanje deviznih tečajev, bi lahko oblikovanje monetarne in valutne unije dodatno spodbujalo menjavo znotraj euroobmočja tudi prek tako imenovanega učinka Rose.¹⁾

V zadnjih nekaj letih je veliko empiričnih raziskav proučevalo vpliv eura na blagovno menjavo, medtem ko vpliv na storitve še ni bil številčno opredeljen, ker ni dovolj potrebnih podatkov. Obstaja široko soglasje, da je euro pozitivno vplival na trgovinsko menjavo euroobmočja. Kljub temu so ocene o velikosti tega učinka zelo raznolike, predvsem zaradi različnih metodologij v analizi. Kot kaže, so ekonomisti dosegli soglasje, da je enotna valuta spodbudila rast trgovinske menjave v državah euroobmočja v povprečju za 2 do 3 odstotne točke.²⁾ Takšna ocena je skladna s predhodnimi ugotovitvami iz grafa 1. V primerjavi s tem bi bile lahko prejšnje ocene, ki so kazale večji vpliv, nekoliko pozitivno pristranske. Zaradi doslej majhnega števila razpoložljivih meritev, ki se nanašajo na obdobje EMU, je bilo do nedavnega težko razlikovati med trgovinskimi učinki eura, enotnim trgovom EU in splošnim povečanjem menjave med euroobmočjem in tujino.

Kar zadeva posamezne sektorje, je odprava negotovosti zaradi sprememb deviznega tečaja v državah euroobmočja pozitivno vplivala na vse gospodarske dejavnosti. Nasprotno pa se je učinek Rose, tj. dodatna spodbuda zaradi uvedbe enotne valute, pojavil samo na področju strojev in

1) „Učinek Rose“ se imenuje po ekonomistu z imenom Andrew Rose, ki je prvi nakazal, da bi lahko monetarna unija poleg pozitivnega učinka, ki ga ima odprava nihanja deviznega tečaja, dodatno povečala trgovinsko menjavo. Rose, Andrew K., 2000, „One money, one market: the effect of currency unions on trade,” *Economic Policy* 30, 7–46.

2) Glej na primer Bun M. in Klassen F. (2007) „The euro effect on trade is not as large as commonly thought”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 69, 4.

visoko diferenciranih proizvodov za široko porabo, kot so hrana in s tem povezani izdelki.³⁾ V večini teh sektorjev obstajajo visoki stroški vstopa na trg, ki so povezani z odločitvijo o začetku izvažanja, kar kaže, da je zmanjšanje teh stroškov kanal, prek katerega bi lahko euro prispeval k trgovinskemu tokovom euroobmočja.

Sedanje analize o izvozu podjetij podpirajo takšno razlago, kar pomeni, da je euro predvsem omogočil povečati število izdelkov in izbor izdelkov, ki se izvažajo znotraj euroobmočja, ne pa povečati obseg izdelkov, ki so se že izvažali pred letom 1999. Poleg tega bi lahko enotna valuta vplivala na trgovinsko menjavo tudi s tem, da se je spremenil način oblikovanja cen pri izvoznikih v euroobmočju. Razpoložljivi podatki kažejo, da podjetja po uvedbi eura nimajo več razloga, da bi z določanjem različnih cen za posamezne države razlikovala med trgi znotraj euroobmočja.⁴⁾ Obenem je euro prispeval tudi k zblizovanju cen med članicami euroobmočja.⁵⁾ Na splošno kaže, da je euro znižal transakcijske in fiksne stroške podjetij v euroobmočju, prihranki pa so se prek nižjih zunanjetrgovinskih cen deloma prenesli na potrošnike.

EURO IN KONKURENČNOST EUROOBMOČJA

Kar zadeva vpliv EMU na konkurenčnost podjetij euroobmočja in njihovo sposobnost, da imajo vodilno vlogo na svetovnih trgih, novejša raziskave kažejo, da je euro z lajšanjem trgovinske menjave držav euroobmočja in s prispevanjem k povezovanju enotnega trga omogočil povečati konkurenčnost podjetij. Države euroobmočja veljajo kot dobra izvozna baza, zato privabljajo večje število podjetij iz sosednjih držav. Večje in bolj povezano euroobmočje omogoča podjetjem, da izkoristijo prednosti vse večjega obsega poslovanja po čedalje nižjih mejnih stroških, vendar prinaša tudi ostrejšo konkurenco in s tem večji izbor izdelkov, višjo produktivnost in nižje cene.⁶⁾

Tako je euro ob nespremenjenih drugih dejavnikih spodbujal učinkovitost v euroobmočju in povečal njegovo sposobnost, da konkurira na svetovnih trgih. Toda ta učinek se lahko med državami euroobmočja razlikuje predvsem zaradi razlik v kakovosti institucij in dostopu do tehnologij, raziskav in razvoja.

Ob večji konkurenci znotraj euroobmočja so stopnjo konkurence, s katero se srečujejo države euroobmočja, povečale tudi nove stroškovno konkurenčne države po svetu, ki so postale pomembne izvoznice.⁷⁾ V zadnjem desetletju je na primer Kitajska povečevala svoj svetovni delež izvoznih trgov v povprečju za skoraj 13% na leto (glej graf 2). To naj bi ustrezalo upadu v deležu izvoznih trgov euroobmočja (1,7% na leto) in drugih pomembnejših trgovinskih držav v istem obdobju (letno zmanjšanje se giblje od 1,2% do 1,7%), vendar izgube euroobmočja niso bile enakomerno razporejene. Med posameznimi gospodarstvi euroobmočja obstajajo razlike, pri čemer sta Irska in Nemčija opazni izjemi, saj se je njun tržni delež v zadnjem desetletju povečal. Razlike so opazne tudi med posameznimi leti, pri čemer so bile največje izgube koncentrirane v

Zaradi eura naj bi se zmanjšali stroški v podjetjih euroobmočja in znižale cene zunanjetrgovinskega blaga

Zaradi eura so podjetja bolj konkurenčna

Države euroobmočja se srečujejo z večjo svetovno cenovno konkurenco

3) Ugotovitve študij po sektorjih so na primer na voljo v: Baldwin R., Skudelny F. in Taglioni D. (2005) „The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies” ECB Working Paper No 446; De Nardis S., De Santis R. in Vicarelli C. (2007) „The single currency’s effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?” ISAE.

4) Glej na primer Berthou A. in Fontagné L. (2008) „The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data”, CEPII; Méjean I. in Schweltnus C. (2007) „Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?” CEPII.

5) Glej na primer Allington N., Kattuman P. in Waldman F. (2005) „One market, one money, one price?” *Journal of Central Banking*, str. 73–115.

6) Ottaviano G., Taglioni D. in di Mauro F. (2007) „Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union”, ECB Working Paper No 847.

7) Glej na primer ECB Monthly Bulletin, januar (2008) „Globalisation, trade and the euro area macroeconomy” ter F. di Mauro in R. Anderton (2007) „The external dimension of the euro area: assessing the linkages”, Cambridge University Press.

Euroobmočje ima večji tržni delež v segmentu višjecenovnega in tradicionalnega blaga

obdobju 2002–04, kar ustreza pristopu Kitajske k Svetovni trgovinski organizaciji.

Izgube v deležu izvoznih trgov euroobmočja so deloma posledica samodejne prilagoditve ob pojavu novih konkurenčnih držav z nižjim dohodkom, vendar so lahko tudi deloma odraz izvozne specializacije euroobmočja. Zlasti so nekatere države euroobmočja nekoliko preveč prisotne v delovno intenzivnih sektorjih, kjer imajo nastajajoča gospodarstva relativno konkurenčno prednost. Bolj pozitivno pa je dejstvo, da so v skladu z novejšimi analizami euroobmočje in druge države članice EU v zadnjem desetletju pridobile tržni delež v višjecenovnih in višjekakovostnih segmentih uveljavljenih dejavnosti in proizvodov, kar je odtehtalo njihovo razmeroma slabšo uspešnost pri drugih vrstah izvoza.⁸⁾

5.2 MEDNARODNI KAPITALSKI TOKOVI

Euroobmočje je razmeroma odprto tudi s finančnega vidika, saj so mednarodna imetja in obveznosti v letu 2006 presežala 150% BDP, v primerjavi s približno 115% v ZDA in 90% na Japonskem. Poleg tega se je zunanja finančna odprtost euroobmočja v zadnjih letih precej povečala, saj so zunanja imetja in obveznosti v obdobju 1999–2006 porasla za približno 60%.

Posamezne države euroobmočja so bistveno bolj odprte kot celotno euroobmočje, če upoštevamo, da velike neposredne tuje in portfeljske naložbe potekajo tudi med državami euroobmočja. Države euroobmočja so bodisi kot prejemnice bodisi kot vir naložb med letoma 2000 in 2005 predstavljale kar 57% svetovnih tokov neposrednih tujih naložb. Hkrati so imeli rezidenti euroobmočja od leta 2001 do leta 2006 34% svetovnega mednarodnega portfelja lastniških vrednostnih papirjev in 44% portfelja obveznic. Ker BDP euroobmočja predstavlja samo približno četrtino svetovnega BDP, ta splošna dejstva kažejo, da bi euro lahko imel pomembno vlogo pri pretoku kapitala, zlasti med državami euroobmočja.

V naslednjih dveh razdelkih je predstavljen učinek, ki naj bi ga imel euro na neposredne tuje naložbe, združitve in prevzeme ter portfeljske naložbe.

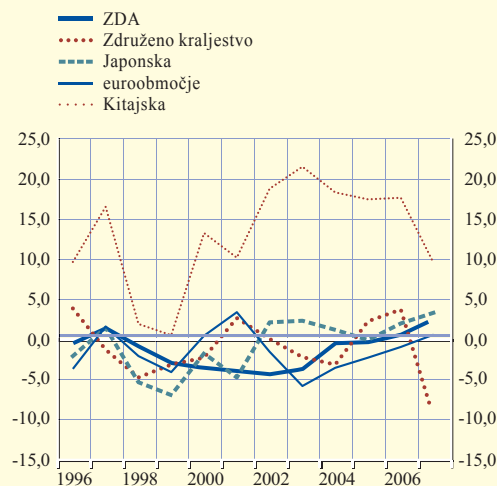
VPLIV EMU NA NEPOSREDNE TUJE NALOŽBE TER ZDRUŽITVE IN PREVZEME

Podjetja se lahko širijo v tujino prek fizičnih naložb v drugi državi ali prek združitvev z obstoječim tujim podjetjem oziroma njegovim prevzemom. Neposredne tuje naložbe tako podjetjem zagotavljajo nove trge in nove trženjske kanale ter dostop do novih tehnologij, izdelkov in znanj. Državi gostiteljici ali tujemu podjetju, ki je prejemnik naložb, pa zagotavljajo nove tehnologije, kapital, postopke, izdelke, organizacijske tehnologije in upravljaljske sposobnosti ter tako dajejo

8) L. Fontagné, G. Gaulier in S. Zignago (2008) „Specialization Across Varieties and North-south Competition”, *Economic Policy*, Vol. 23, št. 53, str. 51–91.

Graf 2 Letne spremembe v deležu izvoznih trgov: euroobmočje, Združeno kraljestvo, ZDA, Japonska in Kitajska

(obseg: odstotne točke)



Vir: Izračuni ECB.

Opomba: Spremembe v deležu izvoznih trgov so izračunane kot razlika med letno stopnjo rasti izvoza in tujega povpraševanja (tuje povpraševanje je opredeljeno kot vsota obsega tujega uvoza blaga in storitev, utežena z izvozom v posamezni državi). Zadnja meritev se nanaša na leto 2007.

Euroobmočje je finančno „odprto”, zlasti po uvedbi eura

Tokovi neposrednih tujih naložb med državami euroobmočja so se po letu 1999 močno povečali...

pomemben zagon gospodarskemu razvoju. Na splošno lahko neposredne tuje naložbe izboljšajo učinkovitost tako v domači državi kot v državi gostiteljici.

Kaže, da evropska gospodarska in finančna integracija privlači neposredne tuje naložbe, zlasti v predelovalnih dejavnostih, hkrati pa vse večji delež tokov neposrednih tujih naložb poteka med državami euroobmočja. Delež tokov neposrednih tujih naložb znotraj euroobmočja v skupnih neposrednih tujih naložbah euroobmočja se je na primer povečal s 35% v letu 1999 na 45% v letu 2006 (glej graf 3). Pozitiven trend je mogoče opaziti tudi pri stanju neposrednih tujih naložb, saj se je stanje neposrednih tujih naložb znotraj euroobmočja v primerjavi s skupnim stanjem teh naložb euroobmočja povečal s slabih 43% v letu 1999 na 45% v letu 2006.

Ker večina neposrednih tujih naložb poteka v obliki združitve in prevzemov, pri čemer so države EU-15 in ZDA največji igralci, dajejo čezmejne združitve in prevzemi dodatne informacije o vplivu eura na neposredne tuje naložbe.

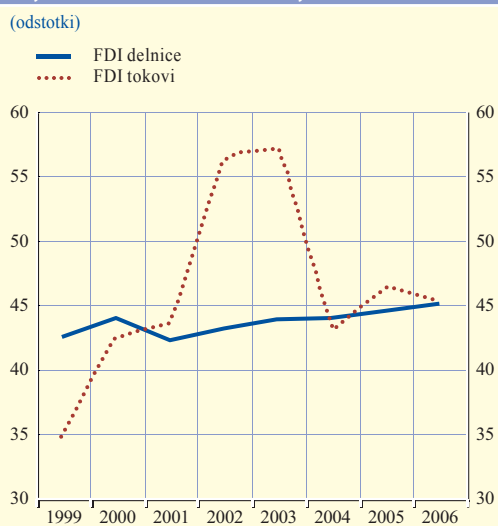
Delež čezmejnih združitve in prevzemov v predelovalnih dejavnostih znotraj euroobmočja glede na skupne čezmejne združitve in prevzeme euroobmočja v istem sektorju se je povečal z 20%, kolikor je znašal v šestletnem obdobju pred EMU (1993–98), na 35% v šestletnem obdobju po EMU (1999–2004). Tudi predelovalna podjetja iz Kanade, Japonske, Norveške in ZDA so povečala svoj delež združitve s podjetji v euroobmočju. Nasprotno se je na področju storitev delež združitve in prevzemov znotraj euroobmočja v istem obdobju zmanjšal s 37% na 27%, medtem ko so druge države povečale svoj delež združitve in prevzemov v euroobmočju (glej graf 4).

Ključno vprašanje je, ali je EMU imela kakšno vlogo pri takšnih gibanjih. Poleg odprave tečajnega tveganja naj bi tudi nekateri drugi dejavniki, ki so posledica uvedbe eura, spodbujali neposredne tuje naložbe: (i) zmanjšanje transakcijskih in fiksnih stroškov, (ii) zmanjšanje stroškov lastniškega kapitala ter obvezniškega in bančnega financiranja, (iii) vpliv trgovinske menjave na neposredne tuje naložbe, kadar so tokovi neposrednih tujih naložb zunaj in znotraj euroobmočja medsebojno povezani z menjavo. Vsi ti dejavniki so najbrž omogočili lažje prerazporejanje kapitala med državami euroobmočja.

Več empiričnih študij je proučevalo vpliv eura na neposredne tuje naložbe.⁹⁾ Rezultati kažejo, da je euro dodatno povečal neposredne tuje naložbe med državami euroobmočja, kar presega

9) Glej na primer Petroulas, P., 2007, „The effect of the euro on foreign direct investment”, *European Economic Review*, 51: 1468–1491; Schiavo S., 2007, „Common currencies and FDI flows”, *Oxford Economic Papers*, 59: 536–560; De Sousa, J. in J. Lochard, 2006, „Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach”, University of Paris 1, mimeo; Flam, H. in H. Nordström, 2007, „The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI,” 2007, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, mimeo.

Graf 3 Delež neposrednih tujih naložb znotraj euroobmočja v skupnih neposrednih tujih naložbah euroobmočja, 1999–2006

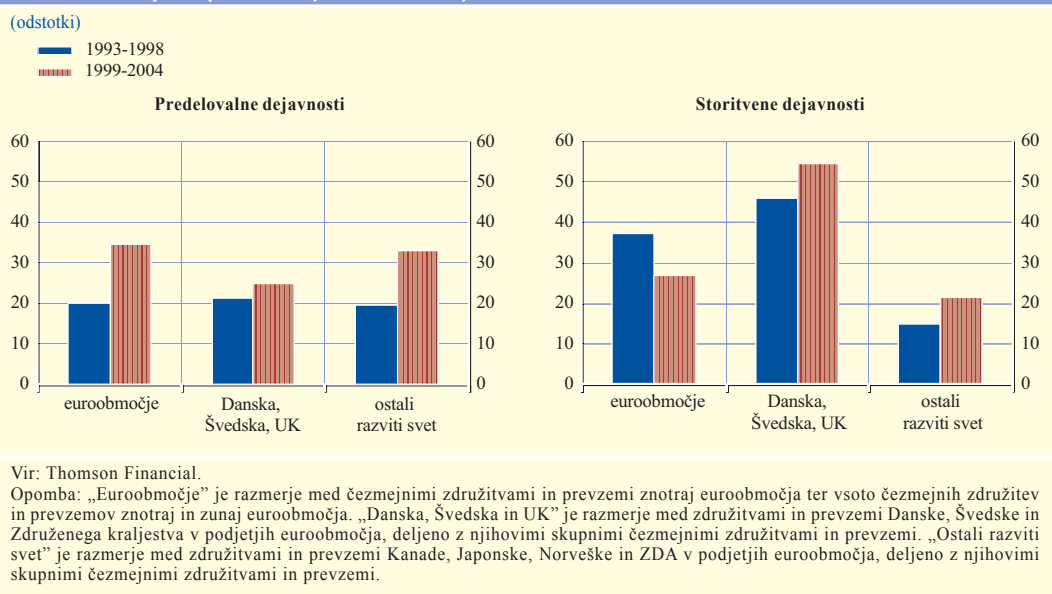


Vir: ECB.
Opomba: Prilivi neposrednih tujih naložb znotraj območja (stanja) plus odlivi neposrednih tujih naložb znotraj območja (stanja) kot odstotek dvakratnika skupnih tokov neposrednih tujih naložb euroobmočja (stanja).

...zlasti z združitvami in prevzemi v predelovalnih dejavnostih

Tokovi neposrednih tujih naložb znotraj euroobmočja so zaradi eura po ocenah večji za 15%

Graf 4 Čezmejne združitve in prevzemi v predelovalnih in storitvenih dejavnostih z nakupom premoženja euroobmočja



pozitivne učinke enotnega trga EU. V celoti gledano je povprečen pozitiven učinek eura na skupne tokove neposrednih tujih naložb znotraj euroobmočja znašal približno 15%, medtem ko je vpliv eura na tokove neposrednih tujih naložb iz držav zunaj euroobmočja v euroobmočje približno 7%. Ti rezultati so skladni s tistimi v grafu 3.

Euro naj bi imel največji učinek v predelovalnih dejavnostih. Po ocenah je euro v povprečju povečal čezmejne združitve in prevzeme v predelovalnih dejavnostih znotraj euroobmočja za približno 160%.¹⁰⁾ Združitve in prevzeme iz držav zunaj euroobmočja v euroobmočje pa je euro po ocenah povečal za približno 80%. Dejavnosti, ki so se v državah euroobmočja najbolj razširile v primerjavi z zunanjimi neposrednimi tujimi naložbami v euroobmočju, so proizvodnja kemičnih izdelkov, naftnih derivatov, izdelkov iz gume in plastičnih mas ter proizvodnja vozil in plovil. Nasprotno pa se je delež združitvev med državami euroobmočja na področju strojev in naprav dejansko zmanjšal.

Kar zadeva storitve, je ocenjeni vpliv eura na čezmejne združitve in prevzeme zanemarljiv, kar kaže, da bi lahko na te dejavnosti negativno vplivale ovire pri čezmejni storitveni menjavi ter predpisi, ki urejajo trg proizvodov v ciljni državi.¹¹⁾ Ti rezultati so skladni z grafom 4 in z umirjeno rastjo v storitveni menjavi znotraj euroobmočja v primerjavi z menjavo zunaj euroobmočja.

10) Glej Coeurdacier, N., De Santis, R.A. in A. Aviat, 2008, „Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces“ (referat na 47. srečanju Economic Policy Panel v Ljubljani, april 2008). Te ocene so skladne z drugimi študijami, ki obravnavajo skupne neposredne tuje naložbe, saj čezmejne združitve in prevzemi v predelovalnih dejavnostih med razvitimi državami predstavljajo le približno 30% skupne čezmejne aktivnosti in ne vključujejo nekaterih kategorij neposrednih tujih naložb, kot so naložbe v izgradnjo novih zmogljivosti (greenfield investment), reinvestirani dobički in posojila med podjetji.

11) Ker predpisi o storitvah še vedno sodijo v pristojnost posamezne države članice EU, je notranji trg storitev v EU še vedno zelo razdrobljen. Omejitve na področju storitev bi zato lahko zavirale naložbene odločitve podjetnikov, kar vpliva na učinkovito razporeditev kapitala v mednarodnem okolju in v euroobmočju.

VPLIV EMU NA ČEZMEJNE PORTFELJSKE NALOŽBE

Premoženje posameznika je ponavadi v obliki portfeljskih naložb v delnice (naložbe v posamezna podjetja), v obveznice (dolžniške naložbe, ki prinašajo obresti) in v vzajemne sklade (združene naložbe denarja, ki jih v imenu investitorjev upravljajo profesionalci). Če take instrumente izda država, ki ni rezidenčna država investitorja, potem gre za čezmejne naložbe, ki so med drugim izpostavljene valutnemu tveganju.

Euro je z odpravo tečajnega tveganja in s podporo pri vzpostavljanju skupnih trgovanih platform (npr. Euronext s čezmejno združitvijo amsterdamske, bruseljske, lizbonske in pariške borze) spodbudil čezmejne portfeljske naložbe med državami euroobmočja in integracijo tržne infrastrukture za storitve po opravljenem trgovanju, kar vse je dodatno zmanjšalo ovire pri portfeljskih naložbah.

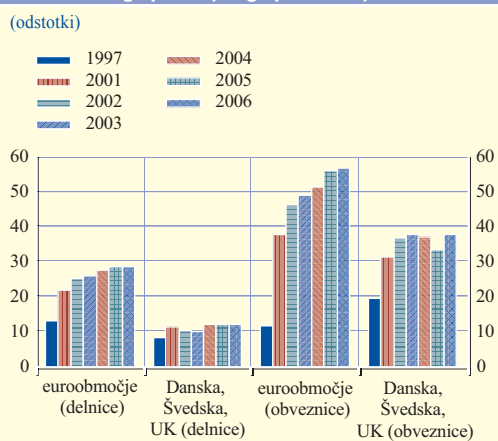
V večini držav za portfeljska sredstva ponavadi veljajo določene omejitve, ki določajo raven nedomačih naložb. Pravila o usklajevanju valut, ki veljajo za portfeljska sredstva, na primer zagotavljajo zmanjšanje valutnega tveganja. Po uvedbi eura januarja 1999 so se pravila o usklajevanju valut znotraj euroobmočja preusmerila od nacionalnih valut k euru. Zaradi nastale večje fleksibilnosti so si lahko portfelji v posameznih državah euroobmočja zagotovili boljše razpršenost naložbenega tveganja, s tem da so kupovali več nedomačega finančnega premoženja v euroobmočju.

Dejansko se je delež portfeljskega finančnega premoženja euroobmočja v primerjavi s skupnimi mednarodnimi imetji rezidentov euroobmočja v obdobju 1997–2006 izrazito povečal, in sicer za 16 odstotnih točk pri lastniških vrednostnih papirjih in za 46 odstotnih točk pri vrednostnih papirjih s fiksno donosnostjo (glej graf 5). Poleg tega so vse pomembnejše regije na svetu ter Danska, Švedska in Združeno kraljestvo v istem obdobju povečale svoja imetja finančnega premoženja euroobmočja (izraženo kot delež njihovega mednarodnega portfelja), vendar je bilo to povečanje manjše. To kaže, da je euro precej spodbudil portfeljske transakcije med državami euroobmočja.

Preusmeritev portfeljskih imetij v euroobmočje je po uvedbi eura potekalo iz več razlogov, kot so na primer odprava tečajnega tveganja med državami euroobmočja, odprava tehničnih trgovanih ovir, prednosti, ki jih prinaša razpršenost imetja raznolikega tujega finančnega premoženja, ter dejstvo, da so bila mednarodna imetja finančnega premoženja euroobmočja že v letu 1998 pod optimalno ravniyo, ki jo narekujejo ekonomska načela.¹²⁾ Empirične ocene podpirajo predpostavko, da je imela uvedba eura ključno vlogo pri prerazporejanju portfeljev v državah po svetu in tudi v

12) Drugi dejavniki, ki bi lahko ravno tako vplivali na prerazporeditev portfeljev po svetu so: pričakovani donosi in nestabilnost finančnega premoženja v posameznih gospodarstvih, težnja po investiranju v domače finančno premoženje (pristranskost v korist domače države), pričakovana gospodarska rast, institucionalni okvir, struktura staranja prebivalstva v državi, dvostranska intenzivnost trgovinske menjave, kulturne povezave itd.

Graf 5 Imetja portfeljskega premoženja euroobmočja v primerjavi s skupnimi imetji mednarodnega portfeljskega premoženja, 1997–2006



Viri: BIS, MDS, Thomson DataStream in izračuni ECB.
Opomba: „Euroobmočje“ je čezmejno finančno premoženje (delnice ali obveznice) znotraj euroobmočja, deljeno z vsoto čezmejnega finančnega premoženja (delnice ali obveznice) znotraj in zunaj euroobmočja. „Danska, Švedska in UK“ je finančno premoženje euroobmočja (delnice ali obveznice), ki ga imajo Danska, Švedska in Združeno kraljestvo, deljeno z njihovimi skupnimi čezmejnimi imetji (delnice ali obveznice).

Čezmejne portfeljske naložbe so se po letu 1999 močno povečale...

...tudi zaradi odprave ovir pri nedomačih naložbah

Zaradi eura so se povečali portfeljski tokovi med posameznimi državami euroobmočja

Euro se veliko uporablja zunaj euroobmočja

Uporaba eura s strani nerezidentov ni cilj Eurosistema

ECB natančno spremlja mednarodno vlogo eura

članicah euroobmočja. Potem ko smo kontrolirali vpliv zgoraj omenjenih spremenljivk, so se dvostranske transakcije med posameznimi državami euroobmočja zaradi uvedbe eura po ocenah skupno povečale za 3,5% pri lastniških vrednostnih papirjih in za 4,2% pri obveznicah in zadolžnicah v primerjavi z njihovimi skupnimi mednarodnimi imetji.¹³⁾ Poleg tega so države zunaj euroobmočja v povprečju relativno povečale svoje naložbe v obveznice in zadolžnice euroobmočja. Ti rezultati so skladni z gibanji v grafu 5.

Euro je na splošno spodbujal pretok kapitala med članicami euroobmočja in tako omogočil večjo razpršenost tveganj pri naložbah in potrošnji.

5.3 MEDNARODNA VLOGA EURA

Tretji mednarodni vidik eura se nanaša na njegovo uporabo zunaj euroobmočja. Medtem ko je bil euro uveden v korist prebivalcev euroobmočja, ima nedvomno posledice tudi za ljudi in podjetja zunaj euroobmočja. Gospodinjstva, podjetja in vlade zunaj euroobmočja se lahko odločijo za uporabo eura v številnih dnevnikih ekonomskih in finančnih transakcijah. Imajo lahko eurobankovce in eurokovance. Odprejo lahko bančni račun v eurih ali najamejo bančno posojilo v eurih. Izdajo lahko finančne instrumente, kot so obveznice in zadolžnice, ki so izraženi v eurih. V mednarodnem okolju lahko izdajajo in plačujejo račune v eurih. Oblasti v tretjih državah lahko izberejo euro tudi kot sidro v svojem tečajnem režimu ali pa se odločijo, da del svojih deviznih rezerv naložijo v eure.

Z vidika usmeritve politik je Eurosistem o mednarodni uporabi svoje valute zavzel nevtralno stališče. Internacionalizacija eura ni cilj politik in Eurosistem ne spodbuja niti ne odvrča uporabo eura pri nerezidentih euroobmočja. Uporaba valute zunaj meja euroobmočja je in bi morala ostati rezultat gospodarskih in finančnih gibanj, ki temeljijo na prosti zasebni (in včasih javni) odločitvi. V globaliziranem svetu s tesno povezanimi in tržnimi finančnimi sistemi so nosilci politik že tako omejeni pri vplivanju na internacionalizacijo valute, tudi če bi to hoteli. Politike, ki lahko posredno spodbujajo uporabo valute v tujini, so na primer poglobljanje finančnih trgov, spodbujanje integracije finančnih trgov in uveljavljanje stabilnosti cen. S takšnimi politikami je na primer povezana uporaba valute kot rezervne valute,¹⁴⁾ vendar je hkrati jasno, da imajo takšne politike domače in ne mednarodne cilje.

Nevtralna politika glede mednarodne vloge eura pa ne pomeni, da Eurosistema to ne zanima. ECB od leta 2001 dalje spremlja in analizira mednarodno vlogo eura ter glavne ugotovitve objavlja v letnih poročilih. Zakaj ves čas takšno zanimanje? Eden od razlogov je to, da lahko enotna valuta zunaj euroobmočja vpliva na transmisijo denarne politike ter na informacije, ki jih je mogoče izluščiti iz kazalnikov, ki se uporabljajo v strategiji denarne politike. Drug razlog je dejstvo, da bi lahko mednarodna vloga eura vplivala na prenos svetovnih finančnih in tečajnih šokov v euroobmočje. Nenazadnje je ECB s spremljanjem mednarodne vloge eura širši javnosti in akademskim raziskovalcem, ki jih zanimajo mednarodne valute, zagotovila tudi enkrat in vse večji niz podatkov o uporabi eura s strani nerezidentov.

13) De Santis, R. in B. Gerard (2006), „Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union“, *ECB Working Paper*, No 626. De Santis, R. (2006), „The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks“, *ECB Working Paper*, No 678.

14) Glej Chinn, M. in J. Frankel (2006), „Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?“, v *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Richard Clarida (ur.), The University of Chicago Press, Chicago, ter Chinn, M. in J. Frankel (2008), „The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency“, NBER Working Paper No 13909, april 2008.

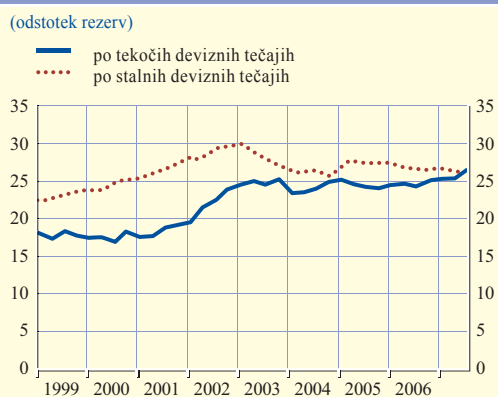
Letne preglede o mednarodni vlogi eura zaznamujejo tri širše teme. Prvič, v zadnjih letih se je vloga eura na mednarodnih trgih nekoliko povečala, vendar so bile spremembe postopne in so se na nekaterih segmentih trga ustalile. Drugič, mednarodni pomen eura deloma spodbuja tudi euroobmočje samo. In tretjič, ta vloga je geografsko omejena na regije, ki so blizu euroobmočja.

Od samega začetka v letu 1999 je bil euro „mednaroden” preprosto zato, ker je zamenjal 11 obstoječih valut. Kot naslednik nemške marke in francoskega franka se je euro takoj uporabljal kot rezervna valuta v centralnih bankah in kot sidro v tečajni politiki nekaterih držav. Mednarodna vloga eura pa je medtem preseгла to podedovano vlogo. Sedanji delež eura v svetovnih uradnih rezervah je na primer večji od skupnega deleža, ki so ga ob koncu leta 1998 imele bivše nacionalne valute (zlasti nemška marka), ki je znašal približno 18%. Po podatkih MDS se je delež eura v svetovnih deviznih rezervah, katerih valutna sestava je znana, v prvih desetih letih EMU povečal na približno 25%. Od takrat je delež eura ostal razmeroma nespremenjen (glej graf 6). Eurosistem se je odzval na uporabo eura kot mednarodne rezervne valute in je januarja 2005 uvedel okvir za zagotavljanje storitev upravljanja rezerv, ki so namenjene centralnim bankam in denarnim oblastem zunaj euroobmočja ter mednarodnim organizacijam.

Za mednarodno vlogo eura je značilno tudi dejstvo, da jo deloma spodbuja euroobmočje samo. Z drugimi besedami to pomeni, da domači uporabniki eura (tj. državljani euroobmočja) ravno tako vplivajo na status svoje valute v mednarodnem okolju. Posojilojemalci zunaj euroobmočja na primer izdajajo vse več obveznic v eurih. Tako se je delež eura v „ožjem merilu” mednarodnih dolžniških vrednostnih papirjev (tj. brez domače izdaje valute) junija 2007 povečal na približno 31% (glej graf 7). Teh obveznic pa niso kupovali predvsem vlagatelji zunaj euroobmočja, ampak je bilo več kot polovico vrednostnih papirjev v eurih, ki so jih izdali nerezidenti, namenja vlagateljem v euroobmočju, ki so jih tudi kupili.

Zadnja in mogoče najbolj značilna lastnost mednarodne vloge eura je njen regionalni značaj. Na mednarodnih finančnih trgih je na

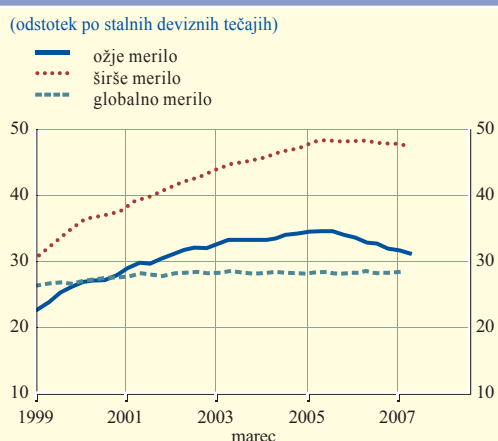
Graf 6 Delež eura v svetovnih deviznih rezervah



Vira: Podatkovna baza MDS/COFER in izračuni ECB.
Opomba: Deleži po stalnih deviznih tečajih temeljijo na tečajih iz tretjega četrtletja 2007.

Vloga eura v tujini se je povečala, vendar spremembe potekajo postopno

Graf 7 Delež eura v stanju mednarodnih dolžniških vrednostnih papirjev



Vira: BIS in izračuni ECB.
Opomba: Deleži po stalnih deviznih tečajih temeljijo na tečajih iz tretjega četrtletja 2007. Ožje merilo mednarodnih dolžniških vrednostnih papirjev je opredeljeno kot izdajanje obveznic in zadolžnic ter instrumentov denarnega trga v valuti, ki ni domača valuta izdajatelja. Pri širšem merilu se ožjemu merilu prišteje izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev v domači valuti izdajatelja pod pogojem, da je cilj takšnega izdajanja mednarodni finančni trg. Pri globalnem merilu dolžniških vrednostnih papirjev se širšemu merilu prištejejo vse domače izdaje, namenjene domačemu trgu. Podrobnejša predstavitev teh meril je na voljo v publikaciji ECB *Review of the International Role of the Euro*, junij 2007.

Rezidenti euroobmočja tudi vplivajo na mednarodno vlogo eura

Mednarodna vloga eura je geografsko osredotočena na bližino euroobmočja

Stanje obsega mednarodnih obveznic in zadolžnic po regijah

(odstotki; II 2007)

	euroobmočje	Danska, Švedska, Združeno kraljestvo	nove države članice	Evropa zunaj EU	Severna Amerika	Azija in Pacifik	Latinska Amerika	eksteritorialni centri	mednarodne organizacije	drugo
EUR		44,7	3,1	3,8	23,6	5,5	2,0	10,0	6,3	1,0
US\$	23,7	19,0	0,3	2,4	4,9	10,8	6,6	23,1	5,0	4,2
JPY	30,0	12,7	1,2	2,9	18,6	4,9	0,6	21,1	7,6	0,5

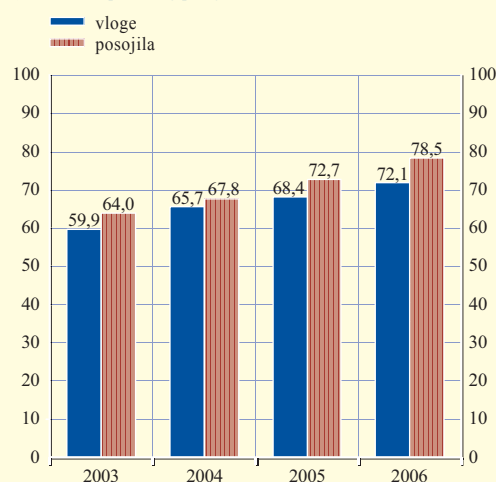
Vira: BIS in izračuni ECB.

primer običajno, da države, ki so blizu euroobmočja, izberejo euro kot valuto financiranja. Izdajatelji, ki so rezidenti Danske, Švedske in Združenega kraljestva, predstavljajo precejšen del dolga v eurih, ki so ga izdali nerezidenti (glej tabelo), v Londonu kot pomembnem mednarodnem finančnem središču pa so vzporedno s trgovanjem v ameriških dolarjih razvili tudi trgovanje v eurih.¹⁵⁾ Podobno so vse države, katerih tečajna politika je vezana na euro, blizu euroobmočja. Nadomeščanje domače valute je največje v novih državah članicah EU zunaj euroobmočja ter v državah kandidatkah in potencialnih kandidatkah v jugovzhodni Evropi (glej graf 8). Ob tem je Eurosistem poudaril, da bi vsakršen enostranski prevzem enotne valute z „euroizacijo“ izven okvira Pogodbe nasprotoval gospodarskim načelom, na katerih temelji ekonomska in monetarna unija, ki prevzem eura predvideva kot končni cilj strukturnega konvergenčnega procesa v večstranskem okviru.¹⁶⁾ ECB je skrbno proučila tudi dejavnike, ki določajo porast deviznega zadolževanja v srednji, vzhodni in jugovzhodni Evropi, Eurosistem pa stalno spremlja, kako bi lahko takšno zadolževanje vplivalo na finančno stabilnost v teh državah.¹⁷⁾

Regionalni značaj mednarodne uporabe eura je posledica zgodovinskih, institucionalnih in gospodarskih dejavnikov. Zgodovinsko se je euro naslonil na dolgo tradicijo bivših nacionalnih valut, zlasti nemške marke, ki se je veliko uporabljala v nekaterih delih Evrope in okolice. Institucionalno se številne države okrog euroobmočja približujejo uvedbi eura. To velja za države zunaj euroobmočja, ki ne morejo uporabiti zavrnilne klavzule in naj bi se v določenem trenutku pridružile euroobmočju. Enako velja tudi za države kandidatke, ki se

Graf 8 Vloge/posojila v eurih v srednji, vzhodni in jugovzhodni Evropi

(odstotek skupnih vlog/posojil)



Viri: nacionalne centralne banke in izračuni ECB.
Opomba: Neuteženo povprečje za Albanijo, Bosno in Hercegovino, Hrvaško, Češko, Estonijo, Madžarsko, Latvijo, bivšo jugoslovansko republiko Makedonijo, Srbijo, Slovaško in Turčijo. Pri Bosni in Hercegovini podatki do konca leta 2004 ne vključujejo posojil, indeksiranih na euro.

15) Vloga eura v londonskem finančnem središču je analizirana v publikaciji ECB z naslovom *Review of the International Role of the Euro, december 2003*.

16) Glej ECB (2003), *Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries*, december.

17) Podrobnejša analiza o nadomeščanju domače valute v srednji, vzhodni in jugovzhodni Evropi je na voljo v dokumentu ECB z naslovom *Review of the International Role of the Euro*, junij 2007.

nameravajo srednjeročno ali dolgoročno pridružiti EU in nazadnje sprejeti euro. Ekonomsko je euroobmočje pomemben trgovinski in finančni partner teh držav. Hkrati pa je zelo odvisno od specifičnih razmer v posamezni državi, ali je v zgodnjih fazah konvergenčnega procesa koristno slediti politiki ciljanja fiksne tečaja na euro. Ker konvergenčni proces nakazuje trend k realni apreciaciji tečaja v daljšem časovnem obdobju, se je več držav odločilo, da bo svojo denarno politiko usmerilo k domači stabilnosti cen, pri čemer dopuščajo, da nominalni tečaj do eura aprecira.

5.4 MEDNARODNO SODELOVANJE

ECB je vzpostavila tesne odnose s centralnimi bankami in organizacijami zunaj euroobmočja. Takšno mednarodno sodelovanje poteka prek večstranskih institucij in dvostranskih stikov. Prek mednarodnega sodelovanja lahko ECB lažje spremlja gospodarska in finančna gibanja zunaj euroobmočja. Mednarodna zasedanja dajejo podlago za izmenjavo informacij o novejših gibanjih, prihodnjih gospodarskih možnostih ter o izzivih ekonomske politike zunaj euroobmočja.

Eurosistem je razvil vrsto orodij, da bi okrepil medsebojno sodelovanje z večjimi centralnimi bankami po svetu. Organiziral je vrsto seminarjev na visoki ravni s centralnimi bankami posameznih regij, med drugim s centralno banko Rusije, z mediteranskimi centralnimi bankami, ki sodelujejo v barcelonskem procesu EU, s centralnimi bankami in denarnimi oblastmi v Svetu za sodelovanje arabskih zalivskih držav (Gulf Cooperation Council) ter s centralnimi bankami Latinske Amerike in vzhodnoazijsko-pacifiške regije. ECB zagotavlja tudi tehnično pomoč in nasvete o usmeritvah politike, če je za to zaprosena, in je pripravljena deliti strokovno znanje na številnih področjih izvajanja politike, vključno z denarno politiko, bančnim nadzorom in nadzorom bančnega poslovanja. V tem okviru je evropska pot do ekonomske in monetarne unije, zlasti vzpostavitev nadnacionalnega centralnobančnega sistema, pogosto vzor in vir navdiha za druge regije.

ECB ima ključno vlogo v številnih večstranskih organizacijah in forumih. V Mednarodnem denarnem skladu (MDS), ki je institucija s sedežem v eni državi, je bil ECB podeljen status opazovalke, kar pomeni, da lahko sodeluje na sejah odbora MDS, kadar ta razpravlja o temah, ki so pomembne za Eurosistem. Poleg tega je predsednik ECB je vabljen, da kot opazovalec sodeluje na polletnih zasedanjih Mednarodnega denarnega in finančnega odbora, ki daje politične smernice za delo MDS. Predsednik ECB poleg predsednika Euroskupine sodeluje tudi na zasedanjih ministrov in guvernerjev G7. ECB se udeležuje tudi zasedanj dveh forumov, ki jih je leta 1999 ustanovila skupina G7: skupina dvajsetih finančnih ministrov in guvernerjev centralnih bank (G20), kjer se srečujejo predstavniki ključnih razvitih in nastajajočih gospodarstev in razpravljajo o vprašanih ekonomske in finančne politike, ter Forum za finančno stabilnost (FFS), ki ocenjuje potencialne točke ranljivosti v mednarodnem finančnem sistemu. ECB se kot del delegacije EU udeležuje tudi zasedanj Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD), ki je ravno tako institucija s sedežem v eni državi.

Posebno pomembna je Banka za mednarodne poravnave (BIS), „centralna banka centralnih bank“, ki deluje kot sekretariat in gostitelj za različne sestanke centralnih bank, vključno s sestanki guvernerjev skupine desetih držav. ECB je novembra 1999 postala članica ustreznih odborov BIS in je od leta 2005 njena delničarka. Predsednik ECB sodeluje na zasedanjih guvernerjev G10, od konca leta 2003 dalje pa osebno vodi ta zasedanja. G10 ima po drugi strani večje število stalnih odborov in ad hoc delovnih skupin, katerih članica je tudi ECB.¹⁸⁾

18) Štirje najpomembnejši so Baselski odbor za bančni nadzor, Odbor za plačilne in poravnalne sisteme, Odbor za globalni finančni sistem ter Odbor za trge.

Večstransko in
dvostransko
sodelovanje

MDS, G7, G20, FFS, in
BIS

5.5 PRETEKLE IZKUŠNJE IN DELO V PRIHODNOSTI

Po letu 1998 se je stopnja odprtosti euroobmočja zunanjim svetovnim trgovinskim tokovom in finančnim trgovinam stalno povečevala, obenem pa so se precej povečale tudi trgovinska menjava in naložbe znotraj euroobmočja. Euro je pozitivno vplival na trgovinsko menjavo euroobmočja, saj je spodbudil izvoz novih izdelkov in nekoliko zmanjšal stroške izvažanja. Ti rezultati so skladni z ugotovitvami o spremembah v oblikovanju zunanjetrговinskih cen, ki jih je sprožil euro, kar naj bi pospešilo zблиževanje cen znotraj euroobmočja, to pa je po drugi strani vplivalo na zmanjšanje izvoznih cen znotraj euroobmočja. Euro je povečal tudi domačo konkurenco v državah, ki so uvedle enotno valuto, s čimer se je na splošno izboljšala konkurenčnost podjetij in kaže, da je ostrejša konkurenca pospešila tudi zблиževanje zunanjetrговinskih cen.

Na področju kapitalskih tokov je bila ustanovitev EMU korenita institucionalna sprememba, s katero je mogoče razložiti obsežno prerazporejanje kapitala v euroobmočju. Kar zadeva neposredne naložbe, empirični rezultati kažejo, da je euro spodbujal tokove neposrednih tujih naložb med državami euroobmočja in je deloval kot katalizator pri čezmejnih združitvah in prevzemih v predelovalnih dejavnostih. Države euroobmočja so zabeležile neverjetno povečanje združitve in prevzemov v predelovalnih dejavnostih znotraj območja, medtem ko storitvene dejavnosti še niso v celoti izkoristile prednosti evropske finančne integracije. To pomeni, da bodo nadaljnje združitve in prevzemi najverjetneje potekali tudi v prihodnje, če bodo čezmejne ovire v storitvenih dejavnostih odpravljene. Pri portfeljskih naložbah je uvedba eura poleg odprave tečajnega tveganja omogočila tudi lažjo čezmejno razporejanje portfeljev med članicami euroobmočja tako na delniškem kot na obvezniškem trgu, k čemur so med drugim prispevali naslednji dejavniki: zmanjšanje stroškov pri lastniškem kapitalu ter obvezniškem in bančnem financiranju, uporaba skupnih trgovalnih platform ter čezmejna združitve amsterdamske, bruseljske in pariške borze (Euronext).

Uvedba eura je vplivala tudi na mednarodni finančni sistem, saj je nastala nova valuta, ki se lahko uporablja na mednarodnih trgih. Od uvedbe leta 1999 je euro takoj dobil mednarodni status, saj je prevzel mednarodno vlogo, ki so jo imele bivše nacionalne valute. Od takrat se je njegova vloga na mednarodnih trgih nekoliko povečala, vendar so bile spremembe dokaj postopne. To je v skladu z ugotovitvami v ekonomski literaturi, po katerih se mednarodna vloga valute ponavadi spreminja počasi, je posledica zgodovinskih in institucionalnih dejavnikov ter je opredeljena z mrežnimi učinki.

Zaradi mednarodnega pomena euroobmočja je potrebno mednarodno sodelovanje s centralnimi bankami po svetu. Zato je Eurosistem v zadnjih desetih letih vzpostavil tesen dialog s centralnimi bankami v več regijah, pri čemer je na primer organiziral seminarje na visoki ravni ter razvil tesne dvostranske odnose z večjimi centralnimi bankami, kot so Federal Reserve System in Bank of Japan. ECB se ravno tako udeležuje zasedanj več mednarodnih organizacij in forumov, med drugim MDS, G7, G20 in BIS.



6 FINANČNA INTEGRACIJA

Eurosistem je iz več razlogov, ki so povezani z njegovimi ključnimi nalogami, močno zainteresiran za finančno integracijo. Prvič, dobro integriran finančni sistem prispeva k nemotenemu in učinkovitemu prenosu denarne politike po vsem euroobmočju. Drugič, finančna integracija je za nalogo Eurosistema, da prispeva k finančni stabilnosti, zelo pomembna, saj omogoča večjo delitev in razpršitev tveganja in povečuje likvidnost finančnih trgov. Hkrati pa je z bolj integriranim finančnim sistemom večja možnost širjenja škodljivih vplivov preko meja. Tretjič, cilj finančne integracije je tesno povezan z nalogo Eurosistema, da zagotavlja nemoteno delovanje plačilnih sistemov, kar velja tudi za sisteme kliringa in poravnave vrednostnih papirjev. Bolj integrirani plačilni in poravnalni sistemi bodo delovali uspešneje in učinkoviteje, hkrati pa bodo zaradi osrednje funkcije plačilnih sistemov v prenosu finančnih tokov ključnega pomena za proces finančne integracije. Končno, finančna integracija igra pomembno vlogo pri zagotavljanju, da finančni sistem v času in prostoru učinkovito razporeja vire od udeležencev na trgu, ki imajo presežek sredstev, k udeležencem na trgu, ki imajo pomanjkanje, kar končno spodbuja višjo in vzdržno gospodarsko rast.

Eurosistem zato močno podpira nadaljnjo finančno integracijo v Evropi in zlasti v euroobmočju. Natančneje, Eurosistem želi doseči napredek – v skladu z opredelitvijo finančne integracije ECB – v smeri enotnega finančnega trga v euroobmočju, na katerem za vse potencialne udeležence na trgu (i) pri nakupu ali prodaji finančnih instrumentov ali storitev veljajo enaka pravila, (ii) imajo enakopraven dostop do enakih finančnih instrumentov ali storitev in (iii) so pri delovanju na trgu obravnavani enakopravno.

To poglavje posreduje pregled napredka pri finančni integraciji v euroobmočju in prispevek Eurosistema k temu napredku. Strukturirano je na naslednji način. Razdelek 6.1 opisuje dejavnosti Eurosistema za spodbujanje finančne integracije. Razdelek 6.2 posreduje pregled finančne integracije v Evropi deset let po uvedbi eura. Razdelek 6.3 ocenjuje glavne gonilne sile in ovire v procesu integracije, pri čemer se osredotoča na vlogo Eurosistema. Razdelek 6.4 pa povzema ugotovitve.

6.1 DEJAVNOSTI EUROSISTEMA PRI FINANČNI INTEGRACIJI

Po mnenju Eurosistema je finančna integracija predvsem tržno pogojen proces. V skladu s splošno določbo iz člena 105(1) Pogodbe o Evropski uniji mora Eurosistem delovati „po načelu odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, pri čemer daje prednost učinkovitemu razporejanju virov“. Eurosistem lahko glede na svoje centralnobačne naloge in glede na vlogo aktivnega udeleženca na trgu s številnimi odnosi z drugimi udeleženci na trgu prispeva k spodbujanju finančne integracije.

V skladu s stališčem, da mora biti proces finančne integracije tržno spodbujen, Eurosistem meni, da mora biti javna politika pri pospeševanju finančne integracije omejena. Ukrepi politike ne bi smeli spodbujati posamezne ravni ali vrste čezmejne dejavnosti, ker lahko le sami udeleženci na trgu razvijejo temeljne poslovne strategije, sprejmejo ustrezne naložbene odločitve in prevzamejo odgovornost za gospodarske posledice. Poleg tega na proces finančne integracije vplivajo številni drugi dejavniki, ki presegajo domet javne politike, kot so geografska oddaljenost (in s tem povezane informacijske ovire), kulturne in jezikovne razlike ter želje potrošnikov. Kljub temu pa ima javni sektor s tem, da odpravlja s politikami pogojene ovire, pomembno vlogo pri finančni integraciji. Javni sektor mora zagotoviti pravni, regulativni, nadzorni in fiskalni okvir, ki spodbuja enakopravno obravnavo in enakopraven dostop za vse udeležence na trgu po vsej EU.

Finančna integracija je tržno pogojen proces...

...vendar lahko javna politika spodbuja napredek

**Eurosistem spodbuja
finančno integracijo...**

Eurosistem spodbuja proces finančne integracije na štiri glavne načine, in sicer (i) s povečevanjem znanja, krepitvijo ozaveščenosti in spremljanjem napredka pri finančni integraciji v euro-območju, (ii) s svetovanjem na področju zakonodajnega in regulativnega okvira za finančni sistem, (iii) z delovanjem v vlogi pobudnika pri dejavnostih zasebnega sektorja prek spodbujanja skupnega delovanja ter (iv) z zagotavljanjem centralnobančnih storitev, ki prav tako spodbujajo finančno integracijo.

**...s povečevanjem
znanja, krepitvijo
ozaveščenosti in
spremljanjem
napredka...**

Prvi pogoj za usmerjeno delovanje pri spodbujanju finančne integracije so natančne analize stanja evropske finančne integracije in pozorno spremljanje napredovanja tega procesa. ECB je zato sklenila, da stanje finančne integracije v euroobmočju meri s cenovnimi in količinskimi kazalniki. Cenovni kazalniki merijo odstopanja cen finančnega premoženja na podlagi njihovega geografskega porekla. Na popolnoma integriranem trgu bi morali na cene podobnega finančnega premoženja vplivati predvsem skupni dejavniki. Količinski dejavniki se uporabljajo za ugotavljanje, koliko so vlagatelji internacionalizirali svoje portfelje, da bi s tem polno izkoristili možnosti razpršitve, ki jih prinaša večja finančna integracija.¹⁾

ECB je septembra 2005 objavila začetno skupino dvajsetih kazalnikov, ki je bila nato razširjena. Marca 2007 so bili predstavljeni v prvi izdaji letnega poročila ECB o finančni integraciji v Evropi (*Financial integration in Europe*)²⁾; kazalniki so dvakrat na leto dopolnjeni na spletni strani ECB. Potekajo prizadevanja za nadaljnje podaljšanje seznama na podlagi napredka raziskav in ekonomskih analiz in na podlagi boljšega dostopa do statističnih podatkov, zlasti kar zadeva investicijske sklade, nosilce pri listinjenju, zavarovalniške družbe in pokojninske sklade.

Poleg letnega poročila ECB o finančni integraciji so informacije o dogajanju na tem področju na voljo tudi v številnih drugih rednih in posebnih publikacijah. Tako na primer letno poročilo ECB o strukturi bančništva v EU (*EU banking structures*), ki ga pripravlja odbor ESCB za bančni nadzor, ponuja poglobljeno analizo strukturnih gibanj v čezmejnem bančništvu. ECB na podlagi svojih izkušenj in znanja kot dejavna udeleženka na trgu sponzorira tudi usklajene raziskave z drugimi članicami Eurosistema in akademskimi krogi. Pomemben primer je skupna raziskovalna mreža o kapitalskih trgih in finančni integraciji v Evropi, ki jo sponzorirata ECB in Center za finančne študije iz Frankfurta.³⁾

**...s svetovanjem o
zakonodajnem in
regulativnem okviru...**

Da bi se z zakonodajnim in regulativnim okvirom finančnih storitev odpravile ovire pri čezmejnih financah in zaščitila enakopravnost udeležencev na trgu, Eurosistem dejavno sodeluje pri oblikovanju okvira EU za finančne storitve s svetovanjem glede glavnih vprašanj in pri pobudah politike. Ta prizadevanja so usmerjena predvsem na vprašanja, povezana z zakonsko določenimi nalogami Eurosistema iz člena 105 Pogodbe o Evropski uniji, to je, da Eurosistem brez poseganja v cilj stabilnosti cen podpira splošne ekonomske politike v Skupnosti, nemoteno delovanje plačilnih sistemov in da prispeva k nemotenemu vodenju politik, ki zadevajo bonitetni nadzor kreditnih institucij ter stabilnost finančnega sistema.

**...z delovanjem v vlogi
spodbujevalca
dejavnosti zasebnega
sektorja...**

Medtem ko ima javni okvir pri finančni integraciji vodilno vlogo, je napredek pri integraciji končno odvisen od tega, kako zasebni sektor izkoristi obstoječe čezmejne poslovne priložnosti. Konkurenca med udeleženci na trgu je pri tem glavno gonilo. Hkrati je lahko pomembno tudi

1) Glej L. Baele et al., „Measuring financial integration in the euro area“, ECB Occasional Paper, št. 14, maj 2004.

2) ECB je svojo dejavnost na področju finančne integracije že pojasnila v dveh člankih mesečnih biltenov pod naslovom „The integration of Europe's financial markets“ (oktober 2003) in „The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration“ (maj 2006).

3) Glej <http://www.eu-financial-system.org>.

učinkovito skupno delovanje, zlasti tam, kjer različni tržni standardi in prakse ovirajo proces finančne integracije. Eurosistem lahko udeležencem na trgu pomaga premagati težave pri usklajevanju na tem področju.

Naslednji način, s katerim poskuša Eurosistem pospešiti finančno integracijo, je zagotavljanje centralnobančnih storitev. Čeprav je glavni namen teh storitev omogočiti, da Eurosistem izvaja svoje temeljne centralnobančne naloge, želi Eurosistem prav tako zagotoviti, da te storitve, če je le mogoče, spodbujajo finančno integracijo.

Tabela 1 prikazuje pregled nekaterih ključnih dejavnosti Eurosistema pri finančni integraciji.⁴⁾

4) Bolj izčrpne informacije so na voljo v letnem poročilu ECB z naslovom „Financial integration in Europe“.

Tabela 1 Ključne dejavnosti Eurosistema pri finančni integraciji	
Vsebina	Glavni cilji in trenutno stanje
Povečevanje znanja, krepitev ozaveščenosti in spremljanje napredka	
Letno poročilo ECB z naslovom „Financial integration in Europe“	Prvič izdano leta 2007 za informiranje o stanju finančne integracije v Evropi, za spodbujanje napredka in za krepitev ozaveščenosti javnosti glede vloge Eurosistema pri podpiranju procesa integracije.
Razvoj kazalnikov finančne integracije v euroobmočju	Prva skupina kazalnikov je bila objavljena leta 2005 za ocenjevanje in spremljanje stanja finančne integracije v euroobmočju. Odtlej dvakrat letno dopolnitev in širitev skupine kazalnikov. Potekajo nadaljnje okrepitev.
Svetovanje na področju zakonodajnega in regulativnega okvira	
Splošna strategija politike finančnih storitev EU	Oblikovanje in izvajanje (i) Akcijskega načrta o finančnih storitvah iz leta 1999 za dopolnitev in okrepitev regulativnega okvira EU in (ii) ustrezna nadaljevalna strategija za obdobje 2005–10. Izvajanje slednje še poteka.
Institucionalna ureditev EU za finančno regulacijo in nadzor	Zagotavljanje nemotenega delovanja Lamfalussyjevega okvira. Prvi celoviti pregled Lamfalussyjevega okvira je bil končan leta 2007; oblikovanje nadaljevalnih ukrepov poteka.
Infrastruktura EU za poravnavo in kliring vrednostnih papirjev	Uresničitev integrirane, varne in učinkovite tržne infrastrukture po opravljenem trgovanju in odpravljanje čezmejnih ovir. Različne stalne pobude, ki so npr. namenjene oblikovanju skupnega okvira za regulacijo, nadzor in pregled nad delovanjem sistemov poravnave in kliringa vrednostnih papirjev (ESCB-CESR).
Delovanje v vlogi pobudnika pri dejavnostih zasebnega sektorja	
Enotno območje plačil v eurih (SEPA)	Pobuda za uresničitev polno integriranega trga za plačilne storitve majhnih vrednosti v euroobmočju brez razlik med čezmejnimi in nacionalnimi plačili do leta 2010. Uradni začetek SEPA je bil januarja 2008.
Pobuda evropski kratkoročni vrednostni papirji (STEP)	Namenjena oblikovanju vseevropskega trga kratkoročnih vrednostnih papirjev prek prostovoljnega izpolnjevanja osrednjih skupnih standardov, ki ga izvajajo udeleženci. STEP je zaživel junija 2006.
EONIA	Vzpostavitev referenčne obrestne mere za medbančna posojila čez noč v eurih. Redno se izračunava od leta 1999.
Izvajanje centralnobančnih storitev, ki tudi spodbujajo finančno integracijo	
TARGET in TARGET2	Uvedba infrastrukture Eurosistema za bruto poravnavo plačil velikih vrednosti v realnem času v euroobmočju s sistemom TARGET leta 1999; pozneje usmeritev na skupno tehnično platformo z uvedbo TARGET2 leta 2007.
TARGET2-Securities	Pobuda Eurosistema, sprožena leta 2006, za zagotavljanje skupne platforme za poravnavo vrednostnih papirjev v centralnobančnem denarju v Evropi. Končna odločitev o projektu bo sprejeta sredi leta 2008.
Korespondenčni centralnobančni model (CCBM)	Sistem za čezmejni prenos finančnega premoženja za zavarovanje v Eurosistemu, uveden leta 1999, pri katerem NCB delujejo kot „korespondenti“ druga za drugo in za ECB. Pobuda za enotno skupno platformo (CCBM2) poteka od leta 2007.

...in z izvajanjem
centralnobančnih
storitev za spodbujanje
finančne integracije

Tabela 2 Stanje finančne integracije v euroobmočju: pregled glavnih finančnih segmentov

Trg	Integracija	Infrastrukture
Denarni trgi		
Nezavarovan denarni trg	„Skoraj popolna“	Nezavarovan denarni trg: polno integriran
Zavarovan denarni trg	Razvita	Zavarovan denarni trg: denarni del polno integriran; zavarovalni del ovira razdrobljenost (glej obvezniške trge)
Obvezniški trgi		
Trgi državnih obveznic	Zelo dobro razvita	Razdrobljene
Trgi podjetniških obveznic	Dobra	Razdrobljene
Delniški trgi		
	Slaba	Zelo razdrobljene
Bančni trgi		
Poslovno bančništvo	Dobro razvita	Polno integrirane
Dejavnosti, povezane s kapitalskim trgovom	Razvita	Razdrobljene
Bančni posli majhnih vrednosti	Zelo slaba	Zelo razdrobljene

6.2 FINANČNA INTEGRACIJA DESET LET PO UVEDBI EURA

KRATEK PREGLED

Občuten napredek pri finančni integraciji

Kazalniki finančne integracije ECB kažejo, da se napredek, ki je bil dosežen v euroobmočju, v različnih segmentih trga zelo razlikuje. Integracija je še posebno izrazita na področjih, ki so blizu enotni denarni politiki. Poleg tega je odvisna tudi od stopnje integracije posamezne tržne infrastrukture. Tabela 2 prikazuje pregled stanja finančne integracije v euroobmočju v glavnih segmentih trga.

V naslednjih razdelkih je predstavljena bolj poglobljena ocena napredka pri finančni integraciji na denarnih trgih, na obvezniških in delniških trgih ter na bančnih trgih, predstavljene pa so tudi glavne pomanjkljivosti.

Okvir 6

PREDHODNE UGOTOVITVE O DELU ECB PRI FINANČNEM RAZVOJU

Dopolnilna ocena stanja finančnega razvoja

Kljub popolni finančni integraciji lahko nekatera trenja na finančnih trgih vztrajajo. Ta trenja je mogoče premagati s finančnim razvojem. Razumemo ga lahko kot proces finančne inovacije ter institucionalne in organizacijske izboljšave v finančnem sistemu, ki odpravlja asimetrične informacije, povečuje dovršenost trgov, znižuje stroške transakcij in krepi konkurenčnost.

Čeprav sta finančni razvoj in finančna integracija povezana in ugodno vplivata na finančno učinkovitost, se tudi razlikujeta, saj sta odraz različnih ekonomskih procesov. Tako lahko na primer težave vlagateljev pri izbiri, ki ovirajo razporejanje kapitala, vztrajajo tudi na popolnoma integriranem trgu. Finančni razvoj torej dopolnjuje finančno integracijo prek spodbujanja učinkovitosti finančnega trga.

ECB se je zato lotila analitičnega dela, da bi določila koncept finančnega razvoja in postavila kvantitativne kazalnike za merjenje stanja finančnega razvoja v finančnem sistemu. Prva

skupina teh kazalnikov je bila predstavljena leta 2008 v izdaji poročila ECB Financial integration in Europe.¹⁾

Finančni razvoj je področje, ki je predmet stalnih raziskav, zato vseh vidikov finančnega sistema ni mogoče v celoti zajeti s kvantitativnimi kazalniki. Medtem ko je formalne zakone in pravila lažje izmeriti, so lahko neformalna pravila in prakse prav tako pomembni. Poleg tega so podatki pogosto na razpolago za tržno zastavljene transakcije velikih vrednosti, ne pa za dejavnosti majhnih vrednosti, ki temeljijo na odnosih.

Kljub tem pomislekom pa razpoložljivi kazalniki kažejo precejšnjo stopnjo heterogenosti na trgih in v državah v euroobmočju. Glavne razlike so povezane s stopnjo pravne učinkovitosti, vrsto in obsegom listinjenja, ravnijo trgovinskih dejavnosti delniškega trga in številom brezgotovinskih transakcij na prebivalca.

V primerjavi s skupino referenčnih držav so rezultati finančnega sistema euroobmočja v povprečju dobri, razen morda v primerjavi z Veliko Britanijo in ZDA, ki dosegata dobre rezultate pri večini kazalnikov. Ti rezultati kažejo, da je še prostor za strukturne reforme finančnih sektorjev v euroobmočju in da je dobro spremljati finančno integracijo in finančni razvoj.

1) Glej poseben članek z naslovom „Financial development: concepts and measures“ v izdaji tega poročila iz leta 2008, ki temelji na prejšnjih publikacijah s tega področja, avtorjev P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou in M. Lo Duca, „The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe“, ECB Occasional Paper, št. 72, september 2007, ter članek z naslovom „Assessing the performance of financial systems“, ECB Monthly Bulletin, oktober 2005.

DENARNI TRGI

Denarni trg euroobmočja – segment trga, ki je najbližji enotni denarni politiki – je dosegel fazo „skoraj popolne“ integracije takoj po uvedbi eura. Presečni standardni odklon posojilnih obrestnih mer EONIA se je v državah euroobmočja po uvedbi eura strmo znižal na skoraj nič in je od takrat ostal stabilen (glej graf 1).

Pomembno izjemo glede na splošno visoko stopnjo integracije denarnih trgov euroobmočja predstavlja segment kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev (tj. komercialni zapisi in potrdila o vlogi), ki je ostal precej bolj razdrobljen.

Likvidnostne težave na kratkoročnih denarnih trgih, ki so se v drugi polovici leta 2007 pojavile v okviru pretresov na svetovnih finančnih trgih, so vplivale na volatilnost zelo kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga, zlasti čez noč. Verjetno gre pri tem večinoma za posledico večje spremenljivosti kreditnega tveganja med bankami kot pa večje razdrobljenosti ali manjše integracije na trgu.

OBVEZNIŠKI IN DELNIŠKI TRGI

Pred uvedbo eura je več dejavnikov zaviralo čezmejne finančne dejavnosti, med njimi so bili zlasti tečajno tveganje, razlike v stopnjah inflacije in v obrestnih merah med državami, veliki stroški poslovanja v različnih valutah in valutne omejitve za vlagatelje in posrednike. S sprejemom eura so bile te ovire odstranjene, kar je pospešilo integracijo trga vrednostnih papirjev, čeprav je bila ta odvisno od segmenta trga različno intenzivna.

Denarni trgi skoraj popolnoma integrirani...

...razen segmenta kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev

Jasni znaki integracije...

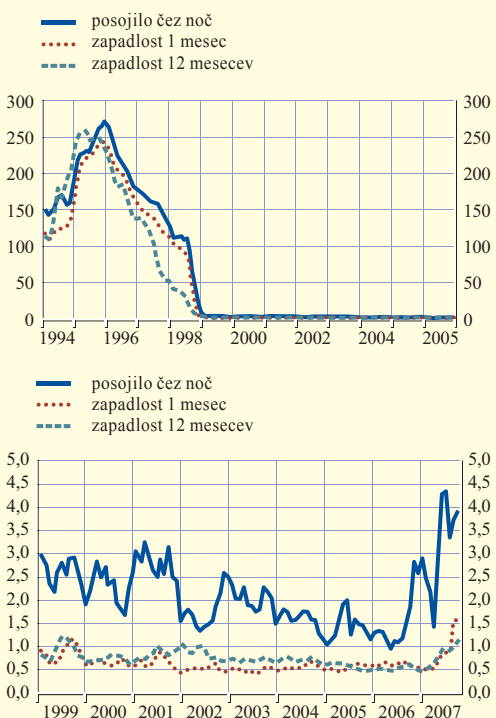
...zlasti na trgih državnih obveznic

Napredek tudi na trgih podjetniških obveznic...

...in manj na delniških trgih

Graf 1 Standardni odklon povprečnih medbančnih obrestnih mer med državami euroobmočja za nezavarovana posojila

(61-dnevno drseče povprečje; bazične točke)



Viri: EBF in izračuni ECB.

Najhitreje je finančna integracija napredovala na trgu državnih obveznic, kjer so se donosnosti približale in nanje vse bolj vplivajo skupni dejavniki, čeprav so lokalni dejavniki – kot so razlike v likvidnosti in razpoložljivosti razvitih trgov izvedenih finančnih instrumentov, vezanih na različne posamezne obvezniške trge – še naprej pomembni. Druga razhajanja so lahko tudi posledica (zaznanih) razlik v kreditnem tveganju, vendar pa tega ne smemo razumeti kot znamenje pomanjkanja integracije.⁵⁾

Podobno je vzpostavitev denarne unije povzročila napredek pri integraciji trga podjetniških obveznic, saj so se različni trgi, ki so bili prej segmentirani po valutah, združili v en sam razpršen eurotrg. Dejavniki, značilni za posamezne države, so zato pri določanju cen in donosnosti podjetniških obveznic postali manj pomembni.

Tudi delež čezmejnih imetij potrjuje ugotovitev, da sta trga državnih in podjetniških obveznic dokaj dobro integrirana. Čezmejna imetja dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev so se v zadnjih desetih letih na primer občutno povečala. V primeru denarnih finančnih institucij⁶⁾ so se takšna imetja povečala s 15% leta 1999 na skoraj 40% leta 2007 (glej graf 2). Poleg tega so imetja dolžniških vrednostnih papirjev nefinančnih družb, ki so bila zelo nizka, izrazito zrasla, kar kaže, da vlagatelji vse bolj razpršujejo svoje portfelje po euroobmočju.

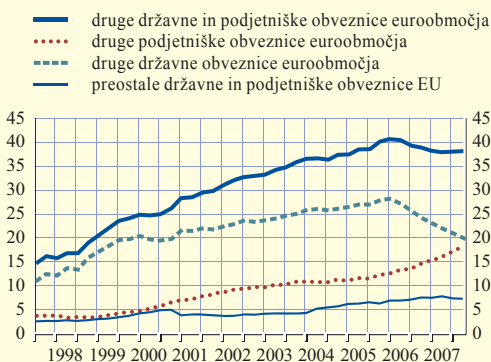
Integracija delniških trgov je napredovala manj, vendar kaže znamenja izboljšanja. Integracija delniških trgov je od začetka devetdesetih let napredovala hitreje v euroobmočju kot drugje po svetu, čeprav so lokalni šoki še vedno razlog za velike razlike v donosnosti delnic (glej graf 3). Med letoma 1997 in 2005 so vlagatelji euroobmočja podvojili svoja imetja delnic, ki so jih izdale druge države euroobmočja (na 29% svojega celotnega portfelja finančnega premoženja v delnicah euroobmočja), medtem ko je ostal delež delniškega finančnega premoženja zunaj euroobmočja na precej nižji ravni in se je le nekoliko povečal.

5) Občutno povečanje razponov državnih obveznic euroobmočja do nemške referenčne vrednosti od julija 2007 je bilo, kot kaže, predvsem posledica likvidnostnih težav zaradi pretresov na finančnih trgih in ne zaradi razlik v deželnem kreditnem tveganju.

6) Denarne finančne institucije, ki skupaj tvorijo denarni sektor v euroobmočju, vključujejo Eurosistem, kreditne institucije s sedežem v euroobmočju in vse druge finančne institucije s sedežem v euroobmočju, ki se ukvarjajo s sprejemanjem vlog oziroma bližnjih substitutov za vloge od subjektov, ki niso denarne finančne institucije, in ki za svoj račun (vsaj v ekonomskem smislu) odobravajo kredite oziroma vlagajo v vrednostne papirje. V slednji skupini so pretežno skladi denarnega trga.

Graf 2 Delež čezmejnih imetij dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale nenedarne institucije euroobmočja in EU, v denarnih finančnih institucijah: stanje po sedežu izdajatelja

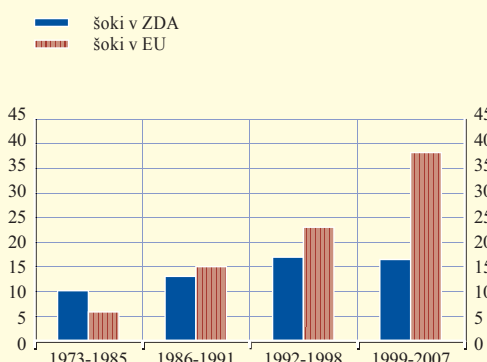
(kot delež skupnih imetij, brez Eurosistema, v odstotkih)



Vir: ECB.

Graf 3 Delež variance v donosnosti delnic kot posledica šokov v euroobmočju in v ZDA

(v odstotkih)



Viri: Thomson Financial Datastream in izračuni ECB.

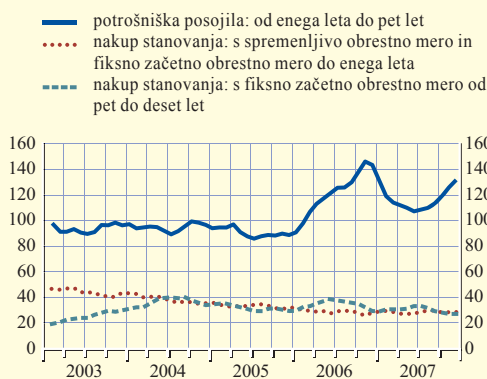
BANČNI TRGI

Medtem ko bančni trgi euroobmočja kažejo jasna znamenja večje integracije na področju poslovnega bančništva in dejavnosti, povezanih s kapitalskimi trgi, je bančni segment malih vrednosti ostal bolj razdrobljen. Še posebno je ostala razmeroma visoka razpršenost bančnih obrestnih mer med državami, zlasti obrestnih mer za potrošniška posojila (glej graf 4).

Razlike v bančnih obrestnih merah so lahko posledica različnih dejavnikov, kot so različni pogoji nacionalnih gospodarstev (npr. kreditno in obrestno tveganje, velikost podjetij, panožna struktura in stopnja razvitosti kapitalskega trga), institucionalni dejavniki (npr. obdavčenje, zakonska ureditev, nadzor in varstvo potrošnikov) in finančne strukture (npr. stopnja bančnega financiranja in financiranja na kapitalskem trgu in konkurenčnost).⁷⁾ Kljub velikim razlikam pa obstajajo znamenja postopnega procesa zblizevanja.

Graf 4 Standardni odklon obrestnih mer denarnih finančnih institucij za posojila gospodinjstvom med državami

(bazične točke)



Vir: ECB.

Na splošno napredek, vendar integracija poslovnih majhnih vrednosti zaostaja

7) Glej poročilo ECB z naslovom „Differences in MFI interest rates across euro area countries“, september 2006.

6.3 GONILNE SILE IN OVIRE PRI FINANČNI INTEGRACIJI

6.3.1 DENARNI TRGI

INTEGRACIJA TRŽNE INFRASTRUKTURE KOT SPODBUDA PRI NAPREDKU

Ključni dejavnik pri doseganju in vzdrževanju integracije denarnega trga je visoka stopnja integracije plačilnih sistemov velikih vrednosti v eurih, ki je omogočila varno in učinkovito izvajanje medbančnih plačilnih transakcij v euroobmočju.

Pred uvedbo eura je imela vsaka država v današnjem euroobmočju svojo lastno valuto, denarno politiko, nacionalne denarne trge in infrastrukturo za plačila in poravnave. Čeprav so nacionalni trgi in infrastrukture tem državam mnoga desetletja dobro služili, pa z vidika novega euroobmočja ne zadostujejo več. Razdrobljenost in pomanjkanje skupnih infrastruktur sta ovirala čezmejne dejavnosti. Očitno je bilo, da tako razdrobljena tržna infrastruktura ne bo zadovoljivo podpirala denarne politike ECB in eurskega denarnega trga. Zato je bila sprejeta odločitev, da se vzpostavijo nove tehnične zmogljivosti za poravnavo plačil v eurih v centralnobančnem denarju in za čezmejno dostavo finančnega premoženja, ki se uporablja kot zavarovanje v kreditnih operacijah Eurosistema. Te zmogljivosti se imenujejo sistem TARGET⁸⁾ in korespondenčni centralnobančni model (CCBM).

Centralna banka je „banka bank“. Kadar banke med seboj izvajajo velika plačila, te transakcije raje poravnajo v knjigah centralne banke, da se izognejo izpostavljenosti medbančnemu kreditnemu tveganju. V sistemu bruto poravnave v realnem času so plačila prejeta v centralnobančnem denarju z dokončnostjo istega dne, taka sredstva pa so takoj na razpolago za ponovno uporabo. S sistemom TARGET, ki ga je Eurosistem uvedel januarja 1999, je ta storitev postala dostopna za euro.

Sistem je od uvedbe postal merilo za obdelavo plačil v eurih, kar zadeva hitrost, zanesljivost, odpiralni čas in raven storitev. Plačila, ki so neposredno povezana z operacijami, v katere je vključen Eurosistem, se poravnava preko sistema TARGET. S tem poravnava operacij denarne politike vpliva na račune nasprotnih strank, ki sodelujejo v zadevni operaciji. Pri operacijah z Eurosistemom ne sodelujejo vse kreditne institucije, zato se likvidnostni učinek takih operacij pozneje prek denarnega trga prerazporedi znotraj bančnega sistema. Transakcijam denarnega trga sledijo plačila, ki se spet večinoma poravnajo preko sistema TARGET. Odprti dostop do sistema zagotavlja, da imajo vse kreditne institucije neposreden dostop do skupnih sredstev za poravnavo v centralnobančnem denarju in se jim ni treba zatekati k poslovnim konkurentom. Tako lahko nasprotni stranke po vsem euroobmočju med seboj prenašajo centralnobančna sredstva neposredno, s takojšnjo dnevno dokončnostjo. Ta storitev je na razpolago tudi v nekaterih državah EU zunaj euroobmočja, katerih centralne banke so se prostovoljno priključile sistemu.

Sistem TARGET ima kot hrbtenica infrastrukture za nujna medbančna plačila velikih vrednosti in zato, da bi zadostil potrebam strank in finančnih trgov na splošno, dolg odpiralni čas in je odprt vsak dan razen sobot in nedelj in še šest drugih dni v letu. Dnevi poslovanja so dejansko dnevi poravnave za eurske finančne trge in za devizne transakcije, v katere je vključen euro.

Začetna zasnova sistema TARGET je temeljila na načelu minimalnega usklajevanja in na decentralizirani arhitekturi, ki je povezovala različne sisteme na nacionalni ravni. Zaradi vse večjega povpraševanja finančnih institucij po bolj razvitih in usklajenih storitvah pa je

8) Transevropski sistem bruto poravnave v realnem času.

Storitve Eurosistema v okviru TARGET in CCBM podpirajo euro in denarni trg

TARGET omogoča varno in učinkovito poravnavo...

...in izvajanje denarne politike

Prehod na enotno platformo je končan

Eurosistem oktobra 2002 začel razvijati izpopolnjeno aplikacijo, ki bi omogočala spremembo s „sistema sistemov” na enotno skupno platformo. Sistem druge generacije, TARGET2, je bil uveden 19. novembra 2007, 19. maja 2008 pa je popolnoma nadomestil prejšnji sistem TARGET.

Novi sistem naj bi dodatno okrepil integracijo medbančnih plačil, ker bo svojim udeležencem zagotavljal usklajeno raven storitev, enotno strukturo cen za domače in čezmejne transakcije ter usklajene storitve gotovinske poravnave v centralnobančnem denarju pri končni poravnavi velike večine plačilnih sistemov in sistemov prenosa vrednostnih papirjev, ki poslujejo v eurih. Nova infrastruktura poleg tega bankam omogoča nadaljnjo optimizacijo upravljanja plačil in likvidnosti. Medtem ko so uporabniki, ki poslujejo v več državah, s prejšnjim sistemom morali vzdrževati veliko tehničnih komunikacijskih vmesnikov, lahko zdaj spremljajo račune svojih podružnic v različnih državah z enega centralnega mesta. Poleg tega lahko uporabniki centralizirajo tudi svoje plačilne operacije, kar naj bi jim omogočalo dodatne koristi, ki izhajajo iz ekonomije obsega, morebitne pridobitve učinkovitosti pri hitrosti in kakovosti ter večjo sposobnost obvladovanja hitro razvijajočega se okolja plačilnega trga.

Hitro integracijo denarnih trgov euroobmočja januarja 1999 so v glavnem pospešile storitve poravnave, ki jih je omogočal sistem TARGET, in njegovo nemoteno delovanje. Poleg tega je leta 1999 obstajalo 21 sistemov za plačila velikih vrednosti v eurih, leta 2008 pa le trije. Vzpostavitev, nemoteno delovanje in stalno izpopolnjevanje sistema predstavlja primer, kako storitve Eurosistema uspešno spodbujajo integracijo tržnih infrastruktur in posledično ustreznih segmentov finančnega trga. Med obstoječimi sistemi TARGET2 dosega najvišji tržni delež glede vrednosti in obsega plačil.⁹⁾ Dnevni promet trenutno znaša okrog 2.400 milijard EUR. To pomeni, da promet, dosežen v treh delovnih dneh in pol, predstavlja skupni letni BDP euroobmočja! Najvišji promet, dosežen v enem dnevu, je znašal 3.387 milijard EUR.

Naslednja pomembna storitev Eurosistema, ki prispeva k integraciji denarnega trga, je model CCBM za čezmejni prenos zavarovanja v euroobmočju. V skladu s statutom morajo vse kreditne operacije Eurosistema temeljiti na primernem zavarovanju. Poleg tega operativni okvir Eurosistema določa, da lahko vse nasprotne stranke Eurosistema za zavarovanje uporabijo vsako finančno premoženje, ki je primerno za kreditne operacije Eurosistema, ne glede na lokacijo finančnega premoženja ali nasprotne stranke.

V času uvedbe eura so bile infrastrukture trgov evropskih vrednostnih papirjev zelo segmentirane, posebno nepopolna pa je bila mreža povezav med sistemi za poravnavo vrednostnih papirjev. Ker ni bilo ustrezne tržne ureditve za čezmejno mobilizacijo zavarovanja, je Eurosistem leta 1999 kot začasno rešitev uvedel model CCBM ob pričakovanju, da se bodo sčasoma razvile tržne rešitve. S to ureditvijo nasprotne stranke pridobijo posojilo od svoje „domače” centralne banke na osnovi zavarovanja, ki se prenese na drugo centralno banko Eurosistema („korespondenčna centralna banka”). V tem času je ta storitev postala glavni kanal za čezmejno uporabo zavarovanja v kreditnih operacijah Eurosistema.

Storitev CCBM je zagotovila neprecenljiv prispevek k delovanju sistema zavarovanj Eurosistema in je močno podpirala vse večjo čezmejno uporabo zavarovanja. Nasprotne stranke Eurosistema so s povečanjem deleža svojih naložb v finančno premoženje iz drugih držav euroobmočja dejansko razpršile svoje zavarovalne portfelje. Poleg tega so bančne skupine, ki poslujejo v več

9) TARGET2 predstavlja 89% vrednosti in 60% obsega prometa, ki teče prek sistemov plačil velikih vrednostih v eurih. Dnevno v povprečju obdela več kot 360.000 plačil in je skupaj s Fedwire iz ZDA in Continuous Linked Settlement (mednarodnim poravnalnim sistemom za poravnavo valutnih poslov) eden največjih sistemov za plačila velikih vrednosti na svetu.

TARGET2 naj bi prispeval k še bolj integriranim in učinkovitim plačilom velikih vrednosti

Dnevna vrednost 2.400 milijard EUR

Model CCBM je pospešil čezmejni prenos zavarovanja...

...in s tem spodbudil vedno večjo čezmejno uporabo zavarovanja

Potekajo prizadevanja za nadaljnjo okrepitev storitev dostave zavarovanja

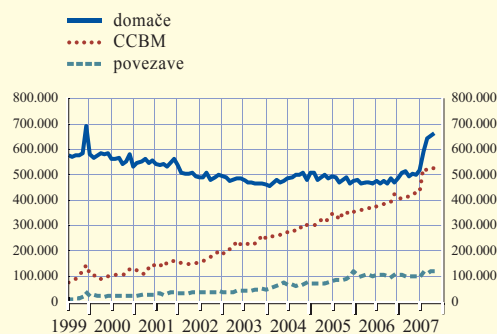
Pobuda STEP za oblikovanje enotnih tržnih standardov...

...je zaživela junija 2006

državah, likvidnost in upravljanje finančnega premoženja za zavarovanje vse bolj centralizirale na ravni skupine. Zavarovanja, ki so bila prenesena s to storitvijo, so se povečala s 162,7 milijarde EUR leta 1999 na 557,9 milijarde EUR decembra 2007, pri čemer zadnja vrednost predstavlja 39,6% vseh zavarovanj, ki so bila v tem času prenesena na Eurosistem (glej graf 5). Leta 2006 je čezmejna uporaba zavarovanj predstavljala 50,2% vseh zavarovanj, posredovanih Eurosistemu, in je prvič presegla domačo uporabo. Leta 2007 je bilo 81,5% čezmejnih zavarovanj posredovanih prek modela CCBM, medtem ko je delež zavarovanj, ki so se prenesla prek povezav, znašal 18,5%.

Graf 5 Vrednost zavarovanja, ki so ga nasprotni stranke prenesle za kreditne operacije Eurosistema

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Trenutno potekajo prizadevanja za dodatno okrepitev storitve Eurosistema z vzpostavitvijo enotne tehnične platforme (CCBM2), s čimer bi zagotovili enotno storitev za domače in čezmejne zavarovalne operacije. Ta platforma bo Eurosistemu prvenstveno zagotovila okrepljeno infrastrukturo za upravljanje zavarovanj, odprla pa bo tudi velike možnosti za nasprotni stranke Eurosistema, da še bolj zmanjšajo kompleksnost in stroške zalednih dejavnosti in da optimizirajo upravljanje zavarovanj in likvidnosti. Novi sistem bo poleg tega omogočil tudi sinergijo s storitvami TARGET2 in TARGET2-Securities (glej razdelek o obvezniških in delniških trgih v nadaljevanju). Da bi v celoti upoštevali potrebe nasprotnih strank, Eurosistem razvija novi sistem v tesnem sodelovanju z udeleženci na trgu.

UKREPI ZA PREMAGOVANJE RAZDROBLJENOSTI TRGA KRATKOROČNIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV

Kot smo že omenili, je trg euroobmočja za kratkoročne vrednostne papirje ostal razmeroma razdrobljen. Razlike v tržnih standardih so igrale pomembno vlogo pri oviranju nastanka vseevropskega trga. Zato je Euribor ACI¹⁰⁾ leta 2001 sprožil pobudo „evropski kratkoročni vrednostni papirji“ (STEP), da bi se (i) določila vrsta skupnih tržnih standardov in praks, ki so primerne za integracijo trga, in (ii) spodbudilo prostovoljno izpolnjevanje teh standardov pri udeležencih na trgu z dodeljevanjem skupne oznake skladnim programom izdaje.

Junija 2006 sta Euribor ACI in Evropsko združenje bank Euribor¹¹⁾ podpisala tržni dogovor o STEP, ki določa merila in postopke za dodelitev in umik oznake STEP pri izdanih kratkoročnih vrednostnih papirjih. Novi trg je bil hitro sprejet. Septembra 2007 so vrednostni papirji v eurih z oznako STEP predstavljali že okrog 30% vseh kratkoročnih vrednostnih papirjev v eurih, ki so jih izdali nedržavni izdajatelji po vsem svetu. Podobno je obseg zadevnih programov decembra 2007 dosegel 320 milijard EUR v primerjavi s 60 milijardami EUR julija 2006, en mesec po podpisu tržnega dogovora.

10) Euribor ACI je eno od združenj finančnega trga za upravljanje indeksov EURIBOR in EONIA.

11) Evropsko združenje bank Euribor je od maja 2005 pomagalo združenju ACI pri pripravi projekta.

Čeprav je bil projekt STEP tržno pogojena pobuda za spodbujanje integracije segmenta kratkoročnih vrednostnih papirjev, je imel Eurosistem ključno vlogo pri njegovem uspehu. Tudi ECB, ki je dala začetno spodbudo za uvedbo projekta, je prispevala k njegovemu razvoju in izvajanju. ECB je v pripravljalni fazi pospešila usklajevanje med sodelujočimi tržnimi udeleženci, prispevala k oblikovanju tržnega dogovora in zagotovila pravno pomoč. ECB je tudi poskrbela za boljše seznanjanje trga in javnosti s projektom. Od uradne uvedbe novega trga so ECB in devet nacionalnih centralnih bank Eurosistema zagotavljale tehnično pomoč sekretariatu STEP. ECB je poleg tega redno pripravljala statistične podatke o donosnosti in obsegu na trgu STEP in te informacije objavljala na svoji spletni strani. Ti statistični podatki, ki so se s časom stalno dopolnjevali, so temeljnega pomena za izboljšanje preglednosti trga, saj bo to pomembno pri spodbujanju nadaljnjega napredka integracije evropskega trga kratkoročnih vrednostnih papirjev v prihodnjih letih.

6.3.2 OBVEZNIŠKI IN DELNIŠKI TRGI

NAPREDEK OKVIRA EU ZA FINANČNO REGULACIJO IN NADZOR

Napredek pri integraciji obvezniških in delniških trgov euroobmočja predstavlja primer, kako lahko javni sektor premaga s politiko povezane ovire pri čezmejnih finančnih. Uvedba eura je pokazala, da je polni potencial enotne valute pri spodbujanju finančne integracije mogoče izkoristiti le, če se dopolni z okrepljenim okvirom EU, ki odpravlja ovire za čezmejne dejavnosti in zaščiti stabilnost enotnega trga. Na tem področju sta v zadnjih letih potekali dve ključni pobudi: akcijski načrt za finančne storitve in vzpostavitev „Lamfalussyjevega okvira“ za finančno regulacijo in nadzor.

Aksijski načrt za finančne storitve, ki je bil uveden leta 1999, je predstavljal pomembno prenovno zakonodaje EU o finančnih storitvah. Vseboval je 42 ključnih zakonodajnih pobud, ki jih je predlagala Evropska komisija, katerih cilj je bil dopolniti obstoječa pravila EU v luči tržnih gibanj in razširiti regulativno usklajevanje v EU v skladu s ciljem enotnega trga. Čeprav je bil akcijski načrt usmerjen na celoten finančni sektor, je večina pobud zadevala trge vrednostnih papirjev. Med pomembnimi ukrepi na tem področju so bile direktiva o trgih finančnih instrumentov, direktiva o preglednosti, direktiva o zlorabi trga in direktiva o prospektu.¹²⁾

Na podlagi dosežkov v okviru akcijskega načrta je Komisija decembra 2005 sprejela Belo knjigo o politiki finančnih storitev EU za obdobje 2005–2010. V Beli knjigi je navedeno, da bo prednostna naloga politike finančnih storitev EU v naslednjih letih, zlasti na področju trgov vrednostnih papirjev, zagotoviti učinkovito in dosledno izvajanje ukrepov akcijskega načrta ter konsolidacija in poenostavitev obstoječe zakonodaje EU. Morebitne nadaljnje pobude politike so predvidene le na omejenem številu skrbno izbranih področij, predvsem glede kliringa in poravnave ter finančnih storitev za prebivalstvo.

Lamfalussyjev okvir za finančno regulacijo in nadzor je bil na področju vrednostnih papirjev uveden leta 2001 in je občutno pospešil hitrost in prožnost regulativnega procesa EU. Spodbudil je tudi dosledno izvajanje pravil EU na nacionalni ravni, zlasti kar zadeva direktive o trgih vrednostnih papirjev, ki so bile sprejete v okviru akcijskega načrta za finančne storitve. Okvir temelji na inovativnem štiristopenjskem pristopu k finančni zakonodaji: osnovna načela zakonodaje se še naprej določajo z normalnim zakonodajnim procesom, sprejmeta jih Evropski

Vloga Eurosistema kot spodbujevalca je bistvena za ta uspeh

Napredek pospešujejo učinkoviti ukrepi javnega sektorja...

...vključno z akcijskim načrtom za finančne storitve...

...nadaljevalno strategijo politike za obdobje 2005–2010...

...in uvedbo Lamfalussyjevega okvira

12) Članek z naslovom „Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability“, ECB Monthly Bulletin, november 2004, predstavlja pregled glavnih ukrepov akcijskega načrta za finančne storitve.



parlament in Svet (stopnja 1). Vendar pa lahko tehnične podrobnosti zakonodaje, ki morajo biti v skladu s tržnimi in regulativnimi gibanji, sprejme Komisija s poenostavljenim in hitrim postopkom (stopnja 2), pri čemer sodelujejo sektorski regulativni odbori, ki vključujejo ustrezne nacionalne in evropske organe. Stopnja 3 obsegajo prizadevanja sektorskih odborov nacionalnih nadzornikov za zagotavljanje doslednega in pravočasnega izvajanja ukrepov stopnje 1 in stopnje 2 na nacionalni ravni. Končno, stopnja 4 je povezana z ukrepi Komisije za okrepitev uveljavljanja prava EU ob podpori okrepljenega sodelovanja med državami članicami, regulativnimi organi in zasebnim sektorjem.¹³⁾

Delovanje Lamfalussyjevega okvira – ki se od leta 2003 izvaja tudi v bančnem in zavarovalniškem sektorju – se v praksi pozorno spremlja in številne izboljšave so že bile uvedene ali pa so v fazi priprave. Glavni cilj teh ukrepov je polno izkoristiti prednosti okvira, kar zadeva spodbujanje tesnejšega nadzornega približevanja in sodelovanja pri izvajanju pravil EU.

**Eurosistem je sodeloval
v vlogi svetovalca**

ECB in Eurosistem sta dejavno prispevala k vzpostavitvi in izvajanju akcijskega načrta za finančne storitve in Lamfalussyjevega okvira ter ustreznih nadaljnjih pobud, kot je opisano v 7. poglavju.

POTREBNA JE VEČJA INTEGRACIJA INFRASTRUKTUR NA TRGU VREDNOSTNIH PAPIRJEV

**Omejena integracija
infrastrukture trga
vrednostnih papirjev...**

Integracija obvezniških in delniških trgov temelji na integraciji osnovne infrastrukture, zlasti sistemov za poravnavo vrednostnih papirjev in centralnih nasprotnih strank. Vendar pa napredek pri integraciji infrastruktur za vrednostne papirje ni sledil napredku pri infrastrukturah za plačila velikih vrednosti. To je predvsem posledica precej večje temeljne kompleksnosti vrednostnih papirjev, kar je privedlo do razlik v praksah na nacionalnih trgih ter v pravnih, regulativnih in fiskalnih režimih. Od uvedbe sistema TARGET leta 1999 so plačila prek nacionalnih meja predstavljala približno 20%–25% skupnega obsega in 35% skupne vrednosti. Medtem ko so se sistemi za poravnavo vrednostnih papirjev posebej potrudili, da so vzpostavili medsebojne povezave, pa je bila njihova uporaba skromna (manj kot 1% skupnega obsega/vrednosti).

Infrastruktura za izvajanje storitev po opravljenem trgovanju na področju obveznic je razdrobljena, še bolj pa je razdrobljena pri delnicah. Čezmejna poravnava pri obveznicah je koncentrirana v dveh mednarodnih centralnih depotnih družbah, medtem ko čezmejna poravnava delnic še vedno temelji predvsem na nacionalnih centralnih depotnih družbah.

**...povzroča visoke
pristojbine za
transakcije**

Velika stopnja razdrobljenosti povzroča velike stroške po opravljenem trgovanju pri čezmejnih transakcijah z vrednostnimi papirji v EU, zmanjšuje možnosti ekonomije obsega in ovira vzpostavljanje enakih konkurenčnih pogojev v Evropi. Čeprav je Evropa po svoji gospodarski velikosti primerljiva z ZDA, pa zaostaja po obsegu in stroških transakcij z vrednostnimi papirji. Razlika v stroških je posebno velika pri čezmejni poravnavi.

**Več pobud za
izboljšanje razmer**

Za izboljšanje razmer so bile predstavljene številne pomembne in dopolnilne pobude javnega in zasebnega sektorja. Prvič, ugotovljene so bile ovire pri integraciji, ki izhajajo iz tržnih praks ter pravnih, regulativnih in fiskalnih določb, in potekajo prizadevanja za njihovo odpravo. Drugič, da bi pospešili integracijo in konkurenčnost, so skupine deležnikov iz sektorja novembra 2006 podpisale kodeks ravnanja za kliring in poravnavo, njegovo izvajanje pa se pozorno spremlja. Tretjič, da bi spodbudili približevanje nacionalnih sistemov za kliring in poravnavo najvišjim

¹³⁾ Podrobnejši opis Lamfalussyjevega okvira je naveden v prej omenjenem članku.

standardom varnosti in učinkovitosti, ESCB in Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje pripravljata skupna priporočila za varnost in zanesljivost infrastruktur EU za izvajanje storitev po opravljenem trgovanju.

V trenutni strategiji za integrirano infrastrukturo vrednostnih papirjev na enotnem trgu manjka predlog o vzpostavitvi skupne nevtralne poravnalne platforme, ki bi spodbujala učinkovito interoperabilnost in konkurenčnost med izvajalci storitev. Eurosistem lahko z zagotavljanjem centralnobančnih storitev spodbuja finančno integracijo, zato je pred kratkim predlagal pobudo TARGET2-Securities (T2S), da bi zapolnil to vrzel.

Ta pobuda temelji na dejstvu, da so storitve centralnih depotnih družb in centralnih bank na področju vrednostnih papirjev tesno povezane. Trgovanje z vrednostnimi papirji se navadno konča z dostavo vrednostnih papirjev (del posla z vrednostnimi papirji) in prenosom denarnih sredstev (denarni del posla). Če se denarni del posla poravna v poravnalni infrastrukturi centralne banke, se to imenuje poravnava v centralnobančnem denarju. Da bi se izognili kreditnemu tveganju, je izvršitev enega dela posla pogoj za izvršitev drugega (znano kot „dostava proti plačilu“). Čeprav je ta storitev v posameznih državah zelo učinkovita, pa za zdaj v Evropi skoraj ni na razpolago na čezmejni ravni.

Vzdrževanje računov vrednostnih papirjev in računov centralnobančnega denarja na isti platformi za namene poravnave je najučinkovitejši način poravnave obeh delov posla (vrednostni papirji in denarni del) z vrednostnimi papirji. Z uvedbo sistema TARGET2 Eurosistem zdaj ponuja enotno platformo za poravnavo plačil (denarni del posla) v centralnobančnem denarju. Vendar pa se vrednostni papirji še vedno hranijo na več platformah (centralne depotne družbe). Prenos računov centralnobančnega denarja na več platform vrednostnih papirjev bi v glavnem izničilo koristi, ki so bile dosežene s preходом na enotno platformo za plačila.

Eurosistem zato s pobudo T2S predlaga, da platforme vrednostnih papirjev prenesejo svoje račune vrednostnih papirjev na nevtralno enotno platformo (enotna plačilna platforma), ki bi jo tudi upravljal. Vsaka platforma vrednostnih papirjev bo povabljena, da svoja plačila prenese na T2S in s tem popolnoma integrira vse dejavnosti poravnave, s čimer bi čezmejna poravnava postala tako poceni in učinkovita, kot je danes domača poravnava.

S T2S bi bilo mogoče izkoristiti prednosti obsega in konkurenčnosti. Učinki obsega bi nastali zaradi uporabe enotne platforme za poravnavo vrednostnih papirjev in centralnobančnega denarja. To ne bi le znižalo pristojbin, zlasti za čezmejno poravnavo, temveč bi udeležencem na trgu tudi omogočilo združevati svojo likvidnost in zavarovanje, s čimer bi se znižali oportunitetni stroški. Kar zadeva konkurenčnost, bi platforme vrednostnih papirjev še naprej zagotavljale tudi druge storitve poleg poravnave. Vendar pa bi uporaba skupne poravnalne infrastrukture udeležencem in vlagateljem olajšala izbiro, kje želijo imeti določen vrednostni papir. T2S bo spodbujala platforme vrednostnih papirjev, da svojim udeležencem ponudijo možnost centralizirati svoja imetja vrednostnih papirjev na enem mestu. Tako bo izvajalca storitev mogoče izbrati na podlagi stroškov in ravni storitve, ne pa na podlagi lokacije vrednostnega papirja. Povečana konkurenčnost naj bi po pričakovanjih znižala pristojbine.

Z nadaljevanjem pobude želi Eurosistem zagotoviti, da pri njej sodelujejo vsi zainteresirani deležniki in da izrazijo svoja stališča. Dosedanji rezultati projekta so plod mesecev intenzivnega sodelovanja več sto strokovnjakov iz depotnih hiš, bank in centralnih bank. Tak način dela je v sektorju visoko cenjen in se bo nadaljeval v naslednji fazi projekta. Svet ECB naj bi poleti 2008

Poravnalna platforma Eurosistema (T2S) dopolnjuje prizadevanja

S T2S naj bi čezmejne poravnave postale tako poceni in učinkovite kot domače poravnave

T2S naj bi omogočal učinkovitejšo uporabo likvidnosti in zavarovanja...

... in spodbujal konkurenco

Končna odločitev o projektu sredi leta 2008

Čezmejno bančništvo naj bi se razvijalo kot tržno pogojen proces

Več ukrepov EU za odpravo ovir, ki so posledica politik...

...kar dejavno podpira tudi Eurosistem

odločal o tem, ali naj preide na naslednjo fazo projekta. Pričakovani datum uvedbe T2S je leto 2013.

6.3.3 BANČNI TRGI

IZBOLJŠAVE REGULATIVNEGA IN NADZORNEGA OKVIRA ZA ČEZMEJNE BANKE

Čezmejne bančne skupine so ključne za proces integracije, saj s širjenjem prek posameznih jurisdikcij krepijo konkurenčnost ter širijo inovacije in finančne proizvode in storitve. Odprava ovir pri čezmejnem bančništvu, ki so povezane s politikami, je zato v zadnjih letih postalo pomembno vprašanje. Glavne prednostne naloge v zvezi s tem so odprava ovir pri čezmejnih združitvah in prevzemih ter stalna podpora učinkovitemu poslovanju čezmejnih bančnih skupin.

Sprejete so bile številne pobude za okrepitev okvira EU na področju čezmejnih bank, ki obsegajo bančno regulativo in nadzor, nadzor ravnanja na trgu, obdavčenje in pravo družb.¹⁴⁾ Pomembne dejavnosti so bile povezane z racionalizacijo nadzora čezmejnih bank in pospeševanjem približevanja nacionalnih zahtev. Okrepljen okvir sodelovanja med matično in gostujočo državo, sprejet leta 2006 na podlagi direktive o kapitalski ustreznosti (CRD),¹⁵⁾ in prej omenjena razširitev Lamfalussyjevega okvira na bančni sektor predstavljata dva mejnika na tem področju. Medtem pa že potekajo pobude za nadaljnjo okrepitev nadzorne ureditve EU (glej 7. poglavje).

Poleg tega strategija Komisije o finančnih storitvah 2005–2010 vsebuje številne skrbno usmerjene ukrepe za pospeševanje čezmejnih dejavnosti v segmentu bančnega poslovanja s prebivalstvom, na primer hipotekarna posojila, mobilnost strank v zvezi z bančnimi računi in čezmejni dostop do kreditnih podatkov.

ECB in Eurosistem poleg dejavnega sodelovanja pri krepitvi okvira EU na področju čezmejnih bank zbirata tudi informacije o gibanjih v bančnih skupinah z obsežnimi čezmejnimi dejavnostmi v EU. Odbor za bančni nadzor je od leta 2002 vsaki dve leti izvedel anketo v teh skupinah. Tri ankete so pokazale večanje internacionalizacije v zadnjih letih, v glavnem zaradi čezmejnih združitvev in prevzemov. Čeprav se je število skupin, ki so bile vključene v analizo, le nekoliko zvišalo – z 41 na 46 med letoma 2001 in 2006 – se je konsolidirano finančno premoženje vzorca v tem obdobju povečalo za 54%, njegov delež v konsolidiranem bančnem finančnem premoženju EU pa se je povečal na 68%. Banke z obsežnimi čezmejnimi dejavnostmi imajo torej precejšen delež skupnega bančnega finančnega premoženja EU, ki se veča.¹⁶⁾

14) Poseben članek z naslovom „Strengthening the EU framework for cross-border banks”, Financial Integration in Europe, ECB 2007, predstavlja pregled posameznih pobud politike.

15) Direktiva o kapitalski ustreznosti je implementirala mednarodni sporazum Basel II o celovitejših in za tveganje občutljivejših zahtevah glede kapitalske ustreznosti bank na ravni EU. V tem okviru je uvedla številne dodatne elemente, pri čemer je upoštevala posebnosti ureditve EU. Glede na napredek finančne integracije v EU in temu ustrezne visoke stopnje sistemskih povezav in medsebojne odvisnosti med organi je direktiva o kapitalski ustreznosti okrepila zahteve po sodelovanju med domačimi in gostujočimi nadzorniki.

16) Dodatne informacije o področju uporabe in rezultatih primerjav, ki so bile izvedene leta 2001 in 2003, so navedene v članku z naslovom „International activities of large EU banking groups” v poročilu ECB iz leta 2005 o strukturi bančništva v EU. Izdaja poročila iz leta 2006 navaja glavne rezultate primerjave iz leta 2005. Rezultati iz leta 2005 so ocenjeni tudi v publikaciji „Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution”, ki je na voljo na spletni strani ECB <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

K INTEGRIRANI INFRASTRUKTURI EUROOBMOČJA ZA PLAČILA MAJHNH VREDNOSTI

Čezmejno bančništvo je ovirala razmeroma visoka stopnja razdrobljenosti infrastrukture za plačila majhnih vrednosti. Vsaka država ima svoje nacionalne plačilne instrumente in različne standarde za kreditna plačila, direktne obremenitve in kartična plačila. Eurosistem si zelo želi vzpostaviti integrirani trg plačil majhnih vrednosti s skupnimi plačilnimi instrumenti za euroobmočje, saj je to logična posledica uvedbe eura.

V zadnjih desetih letih je Eurosistem spodbujal reforme in pripravil več poročil o vzrokih in morebitnih rešitvah za razdrobljenost ter določil cilje, ki jih je treba doseči. Eurosistem je že leta 1999 poudaril, da so cene, zlasti za čezmejna kreditna plačila, občutno višje, čas izvedbe pa občutno daljši kot za domača plačila.¹⁷⁾ Ta neučinkovitost je bila delno povezana s prevladujočo uporabo korespondenčnega bančništva in s pomanjkanjem ustrezne medbančne infrastrukture v celotnem euroobmočju. Leta 2000¹⁸⁾ je Eurosistem opozoril, da se cene za čezmejna plačila za stranke kljub določenemu napredku bančnega sektorja niso znižale. Da bi zagotovila boljša navodila, je ECB objavila konkreten načrt za razvoj sodobne infrastrukture za plačila majhnih vrednosti za kreditna plačila v eurih.¹⁹⁾

Decembra 2001 sta Evropski parlament in Svet sprejela uredbo, ki je vsebovala obveznost, da so cene za čezmejna in nacionalna plačila v eurih za stranke enake. Čeprav je uredba strankam prinesla določene izboljšave, pa je bančni sektor čakalo še veliko dela z izgradnjo vseevropske infrastrukture za zagotavljanje storitev. Na začetku leta 2002 je bančni sektor ustanovil Evropski svet za plačila, ki je pripravil strategijo za oblikovanje enotnega območja plačil v eurih (SEPA).²⁰⁾

Od leta 2002 je Eurosistem močno podpiral sektor in zagotavljal smernice in roke za izvedbo sodobne plačilne infrastrukture, ki ustreza potrebam strank euroobmočja.²¹⁾ Evropski bančni sektor si je zelo prizadeval povečati učinkovitost čezmejnih plačil majhnih vrednosti. Ta prizadevanja so privedla do treh glavnih rezultatov: enotna pravila za kreditna plačila, direktne obremenitve in kartična plačila za vse udeležence na trgu plačil v eurih; enak dostop za izvajalce storitev in uporabnike po vsej Evropi; enaka obravnava udeležencev na trgu. V celoti se je izrazilo povečala preglednost pravil in pogojev.

Direktiva o plačilnih storitvah, ki je bila sprejeta ob koncu leta 2007, predstavlja pravni okvir za plačila SEPA in jo morajo do 1. novembra 2009 implementirati vse države članice EU. Namen direktive je ustvariti večjo konkurenčnost na plačilnih trgih z odpravljanjem ovir pri vstopu na trg. Zagotavlja tudi poenostavljen in popolnoma usklajen pravni okvir glede zahtev o informacijah ter pravic in obveznosti, ki so povezane z izvajanjem in uporabo plačilnih storitev.

Območje SEPA je bilo uvedeno 28. januarja 2008 z uvedbo skupnega kreditnega plačila za vsa plačila v eurih v Evropi. Razvite so bile tudi kartice za uporabo v celotnem območju SEPA.

17) Glej publikacijo ECB z dne 13. septembra 1999 z naslovom „Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem’s view“.

18) Glej publikacijo ECB z dne 14. septembra 2000 z naslovom „Improving cross-border retail payment services – Progress report“.

19) Glej publikacijo ECB iz novembra 2001 z naslovom „Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro“.

20) Glej Belo knjigo Evropskega sveta za plačila „Euroland: Our Single Payment Area!“ (maj 2002).

21) Eurosistem je za usmerjanje sektorja izdal več poročil o napredku: „Towards a Single Euro Payments Area – progress report“, 26. junij 2003; „Towards a Single Euro Payments Area – third progress report“, 2. december 2004; „Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and deadlines“ (četrt poročilo o napredku), 17. februar 2006; „Single Euro Payments Area (SEPA) – From concept to reality“ (peto poročilo o napredku), 20. julij 2007. Več informacij o vplivu SEPA na finančno integracijo je navedenih v izdaji ECB „Financial integration in Europe“, 2007.

Trg plačil majhnih vrednosti ostaja razdrobljen

Eurosistem je deloval kot spodbujevalec reform

Sektor se je strinjal z oblikovanjem območja SEPA

Opredeljeni so bili zeleni rezultati in pravni okvir

Območje SEPA uvedeno januarja 2008

**Finančna integracija
pomaga Eurosistemu
uresničiti svoje cilje**

**Ukrepi Eurosistema so
pospešili proces
integracije**

**Prihodnje prednostne
naloge**

Direktne obremenitve SEPA bodo uvedene leta 2009. Tako je deset let po uvedbi eura infrastruktura za plačila majhnih vrednosti v eurih končno pripravljena. Nacionalni plačilni instrumenti bodo v naslednjih letih postopno odpravljeni in uvedene bodo inovativnejše rešitve. Območje SEPA naj bi v naslednjih letih prispevalo k nadaljnji integraciji in učinkovitosti trga majhnih bančnih poslov.

6.4 DOSEDANJE IZKUŠNJE IN POT NAPREJ

V zadnjih desetih letih je bil v euroobmočju dosežen precejšen napredek pri finančni integraciji. Bolj integrirani finančni trgi pomagajo Eurosistemu učinkovito izpolnjevati svoje naloge in dosežati svoje cilje, predvsem z ohranjanjem cenovne stabilnosti, finančne stabilnosti, nemotenega delovanja plačilnih sistemov in gospodarske rasti. Že uvedba eura je delovala kot glavna gonilna sila pri finančni integraciji. Poleg tega je Eurosistem v zadnjem desetletju pomembno prispeval k finančni integraciji na štiri glavne načine.

Prvič, ECB je oblikovala konceptualni okvir za ocenjevanje in spremljanje stanja finančne integracije v euroobmočju in redno pregleduje finančno integracijo v svojem letnem poročilu o finančni integraciji v Evropi. ECB tako zagotavlja trdno empirično osnovo za usmerjeno delovanje pri spodbujanju finančne integracije, prispeva k razpravam v okviru politik in krepi ozaveščenost javnosti o finančni integraciji in vlogi Eurosistema.

Drugič, Eurosistem je na številnih pomembnih področjih uspešno deloval kot spodbujevalec pri tržnih pobudah finančne integracije s tem, da je spodbujal tesnejšo integracijo trgov kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev (prek projekta STEP) in integracijo trgov bančnih poslov majhnih vrednosti (prek projekta SEPA).

Tretjič, Eurosistem je prispeval k oblikovanju različnih ukrepov EU, katerih cilj je zmanjšati ovire pri finančni integraciji, ki so povezane s politikami. Ti ukrepi so bili na primer namenjeni spodbujanju integracije trga vrednostnih papirjev in bančnega trga z uvedbo izčrpnjše in skladnejše zakonodaje EU, regulativnega in nadzornega okvira za finančne storitve ter za kliring in poravnavo vrednostnih papirjev.

Četrtič, Eurosistem je izvajanje centralnobančnih storitev, ki so namenjene predvsem podpori pri izvajanju centralnobančnih nalog, učinkovito uporabljal tudi kot kanal za spodbujanje finančne integracije. Ključna primera teh dejavnosti sta bila integracija tržne infrastrukture za plačila velikih vrednosti (TARGET in TARGET2) in vzpostavitev skupnega sistema za čezmejni prenos zavarovanja (CCBM), pri čemer sta bila oba bistvenega pomena za doseganje in vzdrževanje skoraj popolne integracije denarnih trgov.

Eurosistem bo še naprej uporabljal ta orodja, predvsem na področjih, ki pri finančni integraciji še vedno zaostajajo, to so trgi podjetniških obveznic, delniški trgi in trgi bančnih poslov majhnih vrednosti. Med prednostnimi nalogami na tem področju so (i) svetovanje pri nadaljnji krepitvi okvira EU za finančne storitve, predvsem kar zadeva finančni nadzor, bančne posle majhnih vrednosti in odpravo ovir pri čezmejnem kliringu in poravnavi vrednostnih papirjev; (ii) predvidena vzpostavitev storitve Eurosistema (TARGET2-Securities) za poravnavo transakcij z vrednostnimi papirji; (iii) podpora za polno izvedbo območja SEPA. ECB si bo prizadevala tudi za nadaljnji razvoj svojega konceptualnega okvira finančne integracije in za njegovo razširitev, tako da bo sčasoma vključeval oceno napredka pri finančnem razvoju.

7 FINANČNA STABILNOST IN PREGLED NAD DELOVANJEM



Iz več razlogov je ena od ključnih nalog Eurosistema, da prispeva k finančni stabilnosti. Centralne banke morajo zaradi svoje vloge izdajateljic denarja spremljati kakovost finančnih institucij, ki so njene nasprotne stranke denarne politike. Naslednji razlog je, da je stabilen finančni sistem potreben za učinkovit prenos denarne politike. Poleg tega so centralne banke tiste, ki v končni fazi zagotavljajo varno okolje za poravnavo finančnih transakcij in likvidnost v finančnem sistemu. Končno, finančna stabilnost pripomore tudi h gospodarski uspešnosti. V zadnjih desetletjih je postala povezava med gospodarsko rastjo in finančno stabilnostjo vse pomembnejša zaradi občutne širitve finančnega sektorja glede na realno ekonomijo. S tem se je predvsem povečala verjetnost, da bi resne motnje v procesu finančnega posredovanja imele makroekonomske posledice.¹⁾

V zadnjih desetih letih je Eurosistem s svojimi prizadevanji za uresničitev poglobitvenega cilja ohranjanja cenovne stabilnosti pomembno prispeval k varovanju finančne stabilnosti v euroobmočju. S srednjeročno usmeritvijo svoje strategije denarne politike je ECB zagotovila, da s skrbjo za cenovno stabilnost ne vnaša nepotrebne volatilnosti v gospodarsko aktivnost in na finančne trge. Poleg tega je Eurosistem prispeval k finančni stabilnosti na dva glavna načina: prvič, Eurosistem je opravil številne naloge za spodbujanje stabilnosti finančnega sistema euroobmočja. Drugič, Eurosistem pristojne nacionalne organe in organe EU podpira pri njihovih nalogah v zvezi s finančno stabilnostjo. Nadalje je Eurosistem prevzel neposredno odgovornost za nadzor tržnih infrastruktur, posebej plačilnih sistemov, kar je naloga, ki prav tako prispeva k stabilnosti finančnega sistema.

V tem poglavju predstavljamo pregled glavnih dosežkov Eurosistema na teh področjih. Oddelek 7.1 opisuje splošno ozadje posameznih dejavnosti s kratkim pregledom koncepta finančne stabilnosti in vloge Eurosistema pri tem. Oddelek 7.2 ocenjuje prispevek Eurosistema k finančni stabilnosti, Oddelek 7.3 pa obravnava vlogo Eurosistema pri pregledu nad delovanjem.

7.1 FINANČNA STABILNOST IN VLOGA EUROSISTEMA

Za zdaj nimamo skupne opredelitve finančne stabilnosti. Posebno težko je razmeroma natančno določiti primer finančne nestabilnosti, razen v primeru očitne finančne krize. V skladu z opredelitvijo, ki jo uporablja ECB, finančna stabilnost pomeni razmere, v katerih je finančni sistem – ki ga sestavljajo finančni posredniki, trgi in tržne infrastrukture – sposoben prenašati šoke in izravnati finančna neravnotežja.²⁾

Za doseganje in vzdrževanje finančne stabilnosti so predvsem odgovorni udeleženci na trgu, od katerih se pričakuje, da bodo učinkovito ocenili in obvladovali svoja tveganja in nosili finančne posledice svojih transakcij. Vendar pa udeleženci na trgu ne upoštevajo morebitnih sistemskih tveganj, ki so lahko posledica njihovih dejavnosti. Zato obstaja tudi javni okvir za preprečevanje in upravljanje morebitnih finančnih kriz, ki naj bi preprečeval, da bi finančne težave ogrozile splošno stabilnost finančnega in ekonomskega sistema, pri tem pa čim bolj zmanjšal morebitne odklone v tržnem mehanizmu. Ta okvir vsebuje redno spremljanje in ocenjevanje finančne stabilnosti, finančno regulacijo in nadzor, pregled nad delovanjem tržnih infrastruktur in številne možne ukrepe za obvladovanje kriz.

- 1) Padoa-Schioppa, Tommaso (2002), "Central banks and financial stability: exploring a land in between". Uvodni referat foruma o politiki na drugi centralnobančni konferenci ECB, ki je potekala 24. in 25. oktobra 2002 pod naslovom "Spreminjanje evropskega finančnega sistema".
- 2) Glej posebni članek z naslovom "Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges", ECB Financial Stability Review, junij 2005.

Finančna stabilnost je kompleksen koncept...

...za katerega je v prvi vrsti odgovoren zasebni sektor.

Vloga Eurosistema.

Eurosistem na teh področjih izvaja dve glavni nalogi. Prvič, izvaja nekatere naloge finančne stabilnosti na ravni euroobmočja, kot sta spremljanje in ocenjevanje finančne stabilnosti v euroobmočju in tržnih operacij, ki so namenjene za reševanje splošnih finančnih šokov in za odpravljanje napetosti na denarnem trgu euroobmočja. Drugič, Eurosistem sodeluje pri opredelitvi politik pristojnih nacionalnih organov in organov EU glede finančne stabilnosti, ki se nanašajo na spremljanje in ocenjevanje finančne stabilnosti, finančno regulacijo in nadzor ter obvladovanje kriz. Poleg tega Eurosistem v okviru svoje temeljne naloge, da spodbuja nemoteno delovanje plačilnih sistemov, izvaja pregled nad delovanjem tržnih infrastruktur. V naslednjih oddelkih predstavljamo podrobno oceno prispevka Eurosistema k finančni stabilnosti in njegove vloge pri pregledu nad delovanjem tržnih infrastruktur.

7.2 PRISPEVEK K FINANČNI STABILNOSTI

INSTITUCIONALNI OKVIR

Nacionalna pristojnost za finančno stabilnost ...

Z ustanovitvijo gospodarske in denarne unije (EMU) so bile uvedene različne institucionalne ureditve za denarno politiko in finančno stabilnost v euroobmočju. Medtem ko je bila odgovornost za prvo prenesena z nacionalne na nadnacionalno raven (glej poglavje 2), je odgovornost za ureditev, ki varuje finančno stabilnost, ostala na nacionalni ravni. Poleg tega so bile v nasprotju z razmerami v več državah Eurosistema, v katerih so centralne banke odgovorne ali tesno sodelujejo pri bonitetnem nadzoru,³⁾ centralnobančne in nadzorne funkcije v EMU ločene, ker ECB in Eurosistem nista dobila neposrednih nadzornih pristojnosti.

... povečuje potrebo po čezmejnem sodelovanju.

Zaradi tega posebnega institucionalnega okvira, ki je kompleksnejši od ureditve denarne politike, je postalo zelo pomembno tesno sodelovanje (i) v okviru Eurosistema, med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami, da bi lahko učinkovito spremljali in reševali morebitna tveganja po vsem območju, in (ii) med Eurosistemom in nacionalnimi nadzorniki, da bi zagotovili tesno usklajevanje centralnobančnih in nadzornih funkcij pri varovanju finančne stabilnosti.

Mehanizmi sodelovanja, določeni v Pogodbi ...

Pogodba o Evropski uniji (Maastrichtska pogodba) predvideva posebne sodelovalne mehanizme na tem področju. Prvič, Eurosistem mora „prispevati k nemotenemu izvajanju politik, ki jih izvajajo pristojni organi in ki zadevajo bonitetni nadzor kreditnih institucij ter stabilnost finančnega sistema”.⁴⁾ Drugič, o vseh predlaganih aktih Skupnosti ali osnutkih zakonskih določb nacionalnih organov, ki se nanašajo na njeno področje pristojnosti, se je treba posvetovati z ECB. Podobno ECB lahko svetuje o uporabi in izvajanju zakonodaje Skupnosti, ki se nanaša na bonitetni nadzor kreditnih institucij in na stabilnost finančnega sistema, Svetu, Komisiji in pristojnim nacionalnim organom, ti pa jo prav tako lahko zaprosijo za mnenje.⁵⁾ Končno, ta pogodba predvideva možnost prenosa posameznih nadzornih nalog na ECB s poenostavljenim postopkom, ne da bi bilo treba pogodbo spremeniti.⁶⁾ Ta določba, ki doslej še ni bila uveljavljena, bi lahko prišla v poštev, če institucionalnemu mehanizmu za sodelovanje ne bi uspelo doseči nemotene in učinkovitega sodelovanja med organi.

3) Nadzorne strukture v državah članicah EU se glede udeležnosti centralnih bank in dodelitve nadzornih pristojnosti po finančnih sektorjih zelo razlikujejo. Medtem ko so nadzorne pristojnosti v nekaterih državah na primer razdeljene po sektorjih, so druge države finančni nadzor za bančni in zavarovalni sektor in za sektor vrednostnih papirjev centralizirale v enem organu. Nedavni pregled (2006) ureditve v državah EU je predstavljen v publikaciji ECB z naslovom „Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries”, ki je na voljo na spletni strani ECB (http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf).

4) Člen 105 (5) Pogodbe o Evropski uniji.

5) Člen 25.1 Statuta ESCB.

6) Člen 105 (6) Pogodbe in člen 25.2 Statuta ESCB.

Eurosistem izvaja svoj mandat na področju finančne stabilnosti s pomočjo Odbora za bančni nadzor (BSC), ki ga je Svet ECB ustanovil leta 1998. BSC sestavljajo visoki predstavniki ECB in nacionalnih centralnih bank Eurosistema ter predstavniki nacionalnih organov za bančni nadzor iz držav Eurosistema, v katerih NCB niso pristojne za bančni nadzor. BSC poleg tega vključuje predstavnike centralnih bank in nadzornih organov držav EU, ki niso sprejele enotne valute. Ta široki obseg članstva je posledica dejstva, da so nacionalne odgovornosti za finančno stabilnost in nadzor izpolnjene v skladu z usklajenim regulativnim okvirom enotnega trga Evropske unije.⁷⁾

TRŽNO OKOLJE

Vloga in naloge ECB in Eurosistema na področju finančne stabilnosti so se razvijale na osnovi splošnega napredka čezmejne integracije (o čemer govori poglavje 6) in vedno bolj dinamičnega značaja in kompleksnosti finančnega sistema.

Finančna integracija krepi možnosti za delitev tveganj in razpršitev ter povečuje likvidnost in globino finančnih trgov, s čimer prispeva k odpornosti finančnega sistema. Vendar pa to hkrati prinaša tudi večjo izpostavljenost finančnega sistema motnjam, ki so lahko čezmejne po izvoru ali po naravi. To zahteva stalno krepitev čezmejne izmenjave informacij in sodelovanje med centralnimi bankami in nadzornimi organi, zlasti kar zadeva vedno večje število velikih multinacionalnih bančnih skupin EU.

Poleg tega je hiter razvoj finančnih inovacij skupaj s poglobljanjem finančne integracije zabrisal meje med finančnimi posredniki, trgi in tržnimi infrastrukturami in tudi med različnimi segmenti finančnega trga. Med pomembnimi dogajanjimi na tem področju so večja udeležba bank na kapitalstskih trgih (npr. prek listinjenja bančnih posojil, instrumentov prenosa kreditnega tveganja in kompleksno strukturiranih finančnih proizvodov), vedno večja vloga finančnih konglomeratov, večja vloga poslovnih bank pri zagotavljanju infrastrukturnih storitev in vse večja prisotnost nereguliranih subjektov na finančnih trgih in v infrastrukturah.

Zato je treba ves čas razvijati in dopoljevati okvir za spremljanje in analizo morebitnih tveganj v finančnem sistemu ter odzivanje nanje, pri čemer se upoštevajo različne medsebojne povezave med njegovimi sestavnimi deli in ustreznimi spremembami. Ta naloga postaja vse zahtevnejša.

GLAVNI DOSEŽKI EUROSISTEMA

SPREMLJANJE IN OCENJEVANJE FINANČNE STABILNOSTI

Po mnenju ECB ima varovanje finančne stabilnosti pomembno dolgoročno razsežnost: potencialne vires finančnih tveganj ali ranljivosti – kot so neučinkovite dodelitve finančnih virov in napačna cenitev ali napačno upravljanje finančnih tveganj – je treba, kolikor je to mogoče, odkriti, preden povzročijo nevzdržna in potencialno škodljiva neravnotežja v finančnem sistemu. Hkrati je koristno, če se poskuša oceniti razsežnost takih finančnih slabosti in njihove potencialne učinke na splošno stabilnost finančnega sistema. To zlasti pomaga usmeriti ukrepe zasebnega in javnega sektorja na tveganja, ki bodo najverjetneje ovirala finančno stabilnost.

7) Za več informacij o odboru BSC glej Papademos, Lucas (2007), „The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU“, v: Kreditwesens, zvezek 8, str. 28–31.

... se izvajajo s podporo odbora BSC.

Finančna integracija zahteva tesnejše čezmejno sodelovanje.

Dinamični in kompleksni finančni sistem ...

... povečuje zahtevnost varovanja finančne stabilnosti.

V prihodnost usmerjen pogled na finančno stabilnost.

Upoštewane so vse
komponente finančnega
sistema.

Kombinirajo se makro
in mikro bonitetni
vpogledi.

Dejavnosti Eurosistema
imajo tri stebre:

Polletni pregled
finančne stabilnosti v
euroobmočju ...

...letna makro
bonitetna in strukturna
analiza bančnega
sektorja EU ...

... prispevek k
spremljanju finančne
stabilnosti v EU in po
svetu.

Zato Eurosistem redno spremlja in ocenjuje morebitne vire tveganj in ranljivosti v finančnem sistemu, da zgodaj ugotovi pojavljanje neravnotežij in da zagotovi izhodišče za konkretne popravne ukrepe, kot je poostren finančni nadzor ali nadzor trga.

V tem okviru je Eurosistem zelo pozorno spremlja, kako odporen je bančni sektor, saj ima ta ključno vlogo pri izvajanju in prenosu denarne politike, v plačilnem sistemu in pri usmerjanju sredstev od varčevalcev k vlagateljem. To analizo hkrati dopolnjuje širša ocena, pri kateri se upoštevajo druge komponente finančnega sistema, kot so trgi, nebančni finančni posredniki in infrastrukture, saj imajo te komponente vedno pomembnejšo vlogo v sistemu in zaradi njihovih tesnih povezav z bankami. Poleg tega je po mnenju Eurosistema pri spremljanju finančne stabilnosti zelo pomembno tesno sodelovanje z nadzornimi organi, da se kombinira bonitetni vpogled na makro- in mikroravni. V tem pogledu ima ključno vlogo Odbor za bančni nadzor (BSC), ki zagotavlja forum za izmenjavo centralnobančnega in nadzornega strokovnega znanja.

Dejavnosti Eurosistema pri spremljanju in ocenjevanju finančne stabilnosti temeljijo na treh stebrih.

Prvič, ECB je leta 2000 začela razvijati celovit okvir za ocenjevanje potencialnih tveganj in ranljivosti v celotnem finančnem sistemu euroobmočja. Ta ocena je namenjena ugotavljanju individualne in kolektivne trdnosti institucij euroobmočja, trgov in infrastruktur; ugotavljanju glavnih virov tveganja in ranljivosti, ki bi lahko povzročili težave za prihodnjo stabilnost finančnega sistema; in oceniti sposobnost finančnega sistema, da ta tveganja, če se pojavijo, obvlada. Od decembra 2004 so rezultati te sistematične ocene dvakrat na leto predstavljeni v letni publikaciji „Pregled finančne stabilnosti“ (*Financial Stability Review – FSR*), ki uporablja podatke odbora BSC. Tako kot podobne publikacije, ki jih izdajajo druge centralne banke po svetu, je glavni namen FSR okrepiti zavest finančnega sektorja in javnosti glede gibanj, ki so pomembna za stabilnost finančnega sistema euroobmočja. Poleg tega je namen tega poročila, da s predstavljanjem pregleda virov tveganja in ranljivosti, ki bi lahko vplivali na finančno stabilnost, sodeluje pri odpravljanju finančnih napetosti ali pri njihovem preprečevanju.

Drugič, odbor BSC od leta 1999 opravlja redno bonitetno analizo bančnega sektorja EU na makroravni, izsledke pa od leta 2003 objavlja v letnem poročilu z naslovom „Stabilnost bančnega sektorja EU“ (*EU banking sector stability*). BSC poleg tega redno spremlja strukturna gibanja v bančnem sektorju EU, ki zadevajo centralne banke in nadzorne organe. Rezultat tega dela je letno poročilo z naslovom „Bančne strukture EU“ (*EU banking structures*), ki je bilo prvič objavljeno leta 2002. Bonitetne analize na makroravni in strukturne analize odbora BSC temeljijo na kombinaciji zbirnih statističnih podatkov, pridobljenih od centralnih bank in nadzornih organov v EU, dopoljenih s kvalitativnimi in, kolikor je mogoče, predvidevanji članov BSC glede podatkov v prihodnosti.

Tretjič, ECB in Eurosistem skupaj z drugimi centralnimi bankami EU tesno sodelujeta in prispevata k delu drugih institucij in teles, ki spremljajo finančno stabilnost v Evropi in po svetu. Na ravni EU je to povezano zlasti s podporo Ekonomsko-finančnemu odboru (EFC), ki od leta 2003 dvakrat na leto obravnava vprašanja finančne stabilnosti v svoji sestavi omizja za finančno stabilnost (*Financial Stability Table – FST*), in je odgovoren za pripravo razprav Ekonomsko-finančnega sveta o teh zadevah.⁸⁾ Na svetovni ravni ECB in nacionalne centralne banke Eurosistema skupaj z drugimi centralnimi bankami EU dejavno sodelujejo pri dejavnosti spremljanja, ki jo

8) Ekonomsko finančni odbor v navadni sestavi sestavljajo predstavniki finančnih ministrstev EU, nacionalnih centralnih bank, ECB in Komisije, v sestavi omizja za finančno stabilnost pa je odbor razširjen, tako da v njem sodelujejo predsedniki odbora BSC in nadzornih odborov EU, pri čemer so slednji ustanovljeni na podlagi lamfalussyjevega pristopa (glej naslednji oddelek o finančni regulaciji in nadzoru).

izvajajo Mednarodni denarni sklad, Forum za finančno stabilnost, Odbor za globalni finančni sistem in Banka za mednarodne poravnave.

Kljub tem pomembnim dosežkom je treba okvir Eurosistema za spremljanje in ocenjevanje finančne stabilnosti dodatno izboljšati. Pomemben izziv v zvezi s tem – ne le za Eurosistem, temveč tudi za centralne banke in nadzorne organe po vsem svetu – je povezan z oblikovanjem okrepljenih kvantitativnih pristopov za ugotavljanje tveganj za finančno stabilnost in za ocenjevanje morebitnih posledic uresničenja teh tveganj. To je težka naloga, ker kvantitativna opredelitev cilja finančne stabilnosti ni preprosta, primeren analitični okvir, ki zajema ustrezne kazalnike, modele in metodologije, pa je sam po sebi zelo zapleten. Poleg tega neprestano in hitro spreminjanje finančnega sistema skupaj s finančnimi inovacijami predstavlja dodatne izzive za oblikovanje ustreznega analitičnega okvira. Zaradi kompleksnosti nekaterih novih finančnih instrumentov, prerazdelitve tveganj po sektorjih in nepreglednosti transakcij vedno večjega števila nebančnih finančnih institucij je postalo modeliranje finančnega sistema ter spremljanje in ocenjevanje tveganj precej bolj zahtevno.⁹⁾ Čeprav so ti izzivi za ocenjevanje zelo veliki, pa je treba priznati, da je bil v zadnjih letih dosežen pomemben napredek.

Polletno poročilo FSR je postopno postalo analitično bolj poglobljeno, zlasti kar zadeva analizo finančnih trgov in institucij. Med primeri so metode za številčno opredelitev izpostavljenosti velikih in kompleksnih bančnih skupin kreditnemu tveganju podjetniškega sektorja, oblikovanje različnih kazalnikov drugih tveganj, s katerimi se spoprijemajo banke, hedge skladi in zavarovalnice, in kazalnikov dejavnosti finančnega trga, ki opisujejo potencialna finančna neravnotežja. Naslednji pomemben element teh prizadevanj je oblikovanje metod za izvajanje makro stres testov finančnega sistema euroobmočja. Glavni cilj teh testov je oceniti učinke izjemnih dogodkov ali občutnih šokov na ekonomske stroške finančnega sistema. Tak okvir za izvajanje stres testov bi pomagal količinsko opredeliti in razvrstiti tveganja po njihovi pomembnosti in bi omogočil bolj usmerjeno spremljanje in ocenjevanje finančne stabilnosti. Poleg tega bi makro stres testi potem, ko bi se v celoti izvajali, Eurosistemu lahko pomagali izboljšati notranjo usklajenost in s tem v prihodnost usmerjeno razsežnost njegovega spremljanja finančne stabilnosti. ECB je v zadnjih nekaj letih tesno sodelovala z odborom BSC pri ugotavljanju metod za krepitev zlasti čezmejne razsežnosti izvajanja stres testov, ki postaja vedno bolj pomemben vidik, ker postaja euroobmočje vedno bolj finančno povezano, čezmejne dejavnosti finančnih institucij pa vse pomembnejše.¹⁰⁾

Naslednji pomemben izziv predstavlja oblikovanje ustrezne informacijske infrastrukture za podporo spremljanju in ocenjevanju finančne stabilnosti in še posebej krepitvi izmenjave informacij prek odbora BSC in Odbora za statistiko, vključno z letnim zbiranjem konsolidiranih bančnih podatkov za celoten bančni sistem EU. Ugotovljeno je bilo, da sta omejena razpoložljivost in kakovost podatkov glavni oviri za nadaljnji razvoj kvantitativnih okvirov za ocenjevanje finančne stabilnosti. Zato je zelo pomembno, da se obseg razpoložljivih kakovostnih podatkov razširi.

Kvantitativni izzivi ocenjevanja finančne stabilnosti ...

... zahtevajo stalne izboljšave pristopov Eurosistema.

Cilj je zagotoviti splošno varnost in trdnost finančnih institucij.

9) Glej posebni članek z naslovom „Measurement challenges in assessing financial stability“, ECB Financial Stability Review, december 2005.

10) Glej Fell, John (2007), „Challenges for EU-wide macro stress-testing“, predstavitev na konferenci ECB o izvajanju stres testov in simulacij finančnih kriz, ki je potekala od 12. do 13. julija 2007 in je na voljo na spletni strani ECB: <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>

FINANČNA REGULACIJA IN NADZOR

Potreba po večji
razpoložljivosti in
kakovosti informacij

Ob predpostavki, da zasebnemu sektorju morda ne bi uspelo preprečiti nastanka finančnih neravnotežij, je regulativni in nadzorni okvir EU namenjen krepitvi splošne varnosti in trdnosti finančnih institucij. Glavna orodja na tem področju so zahteve za varno in skrbno poslovanje, ki se nanašajo na kapitalske varnostne zaloge, najboljše prakse upravljanja tveganj in javno razkritje.

Svetovanje in prispevki
ECB/Eurosistema ...

Eurosistem v teh dejavnostih zelo tesno sodeluje, saj se njegova makro bonitetna in strukturna analiza finančnega sistema in makro bonitetna ocena nadzornikov medsebojno krepi. V skladu s tem ECB in Eurosistem ponujata svetovanje in prispevata k oblikovanju regulativnega in nadzornega okvira EU. ECB ima tudi svetovalno vlogo pri predlaganih spremembah zakonodaje na področju finančne regulacije in nadzora na nacionalni ravni.

... o regulativnem
okviru EU za finančne
storitve

ECB in Eurosistem sta v zadnjih letih pomembno prispevala k okrepitvi regulativnega okvira EU za finančne storitve. Eden od teh prispevkov je bil povezan z akcijskim načrtom za finančne storitve (*Financial Services Action Plan – FSAP*) iz leta 1999, ki je vzpostavil posodobljen in bolj celovit regulativni okvir EU za finančne storitve (glej poglavje 6). ECB je prispevala k oblikovanju akcijskega načrta FSAP s formalnimi mnenji o različnih zakonodajnih predlogih Komisije in s sodelovanjem v tehničnih odborih. V nadaljevanju je Eurosistem sodeloval pri oblikovanju strategije politike EU glede finančnih storitev za obdobje 2005–10, ki je bila decembra 2005 objavljena v Beli knjigi Komisije.¹¹⁾ ECB in Eurosistem med izvajanjem Bele knjige še naprej sodelujeta s svojimi mnenji in strokovnim znanjem.¹²⁾

... in o institucionalni
ureditvi EU za finančno
regulacijo in nadzor.

Eurosistem dejavno sodeluje tudi pri stalnem razvoju institucionalnega okvira EU za finančno regulativo in nadzor. Posebno močno podpira „lamfalussyjev okvir“ za finančno regulacijo in nadzor, ki si prizadeva za bolj učinkovit in prožen proces sprejemanja zakonodaje in za vzpostavitev bolj doslednega regulativnega in nadzornega okvira v vseh državah članicah (glej poglavje 6). ECB ima dejavno vlogo tudi kot opazovalka v odborih na ravni 2 v bančnem sektorju in sektorju vrednostnih papirjev in kot članica odbora na ravni 3 v bančnem sektorju. Končno, Eurosistem je prispeval k stalnemu spremljanju delovanja lamfalussyjevega okvira.¹³⁾

Prvi celovit pregled lamfalussyjevega pristopa po finančnih sektorjih je decembra 2007 izvedel Ekonomsko-finančni svet. Pri tej oceni so sodelovali različni odbori in forumi EU in Eurosistem. Pregled je poudaril, da je lamfalussyjev okvir spodbudil občuten napredek na področju učinkovitosti in preglednosti zakonodajnega procesa EU in pri uresničevanju bolj doslednega regulativnega in nadzornega okvira. Vendar pa je še vedno treba doseči večjo skladnost rezultatov nadzora po državah članicah. Zato prevladuje mnenje, da je treba delovanje lamfalussyjevega okvira okrepiti

11) Glej publikacijo „European Commission’s Green Paper on Financial Services Policy (2005–2010). Eurosystem contribution to the public consultation“, 1. avgust 2005, ki je na voljo na spletni strani ECB: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>

12) Na primer, Eurosistem se je odzval na posvetovanja Komisije o morebitnih ukrepih glede investicijskih skladov in hipotekarnih kreditov.

13) Pomemben element tega prispevka je bil povezan s pregledom delovanja lamfalussyjevega okvira glede zakonodaje o trgih vrednostnih papirjev, ki ga je Komisija izvedla leta 2005, glej dokument „Review of the application of the lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission’s Public Consultation“, 17. februar 2005, ki je na voljo na spletni strani ECB: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. Eurosistem je sodeloval tudi pri pripravi poročila o Finančnem nadzoru Odbora za finančne storitve, ki je bilo dokončno oblikovano februarja 2006, in ga je ECOFIN potrdil maja 2006. Pred kratkim je Eurosistem sodeloval pri prvem celovitem pregledu lamfalussyjevega okvira po finančnih sektorjih. Glej dokument „Review of the lamfalussy framework. Eurosystem contribution“, 30. november 2007, ki je na voljo na spletni strani ECB: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

(i) z evropskimi pooblastili za nacionalne nadzornike; (ii) z zmanjšanjem nacionalnih opcij in diskrecijskih pravic pri pravilih EU in doseganjem večjega zblizevanja zahtev o finančnem poročanju; (iii) z okrepitevijo vloge odborov na ravni 3 v lamfalussyjevi strukturi pri prizadevanjih za zblizevanje in sodelovanje na področju nadzora ter z okrepitevijo vloge nadzornih kolegijev pri nadzoru čezmejnih skupin.¹⁴⁾ Ekonomsko-finančni svet bo na svojem zasedanju junija 2008 sklepal o praktičnih ukrepih za izvedbo teh prednostnih nalog.

UPRAVLJANJE FINANČNIH KRIZ

Kljub velikim izboljšavam pri preprečevanju čezmejnih finančnih kriz ni mogoče izključiti pojava finančnih motenj s čezmejnimi posledicami za finančno stabilnost. Tudi v tem primeru je glavna strategija dopuščanje, da zasebni sektor poišče rešitev za nastale finančne težave. Če se izkaže, da ukrepi zasebnega sektorja ne zadostujejo za obvladovanje krize, lahko pridejo v poštev tudi dopolnilni javni ukrepi. Vendar pa o takem morebitnem posegu presoja javni sektor, in sicer na podlagi koncepta „konstruktivne dvoumnosti“, da se prepreči tveganje moralne spornosti.

Porazdelitev odgovornosti za krizno upravljanje med Eurosistemom, nacionalnimi centralnimi bankami, nadzornimi organi in finančnimi ministrstvi je odvisno od tega, ali gre za krizo likvidnosti ali krizo solventnosti.

V primeru splošne likvidnostne krize lahko ECB s svojimi likvidnostnimi operacijami (glej poglavje 3) prispeva k urejenemu delovanju denarnega trga na podlagi operativnih postopkov, določenih na ravni Eurosistema. Poleg tega lahko nacionalne centralne banke – začasno in na podlagi ustreznega zavarovanja – zagotovijo nujno likvidnostno pomoč nelikvidnim vendar solventnim kreditnim institucijam. O morebitni zagotovitvi nujne likvidnostne pomoči odloča pristojna nacionalna centralna banka po lastni presoji na podlagi pogojev, ki so določeni v Pogodbi in se nanašajo na prepoved denarnega financiranja, in to le v izjemnih okoliščinah. Nacionalne centralne banke lahko menijo, da je taka pomoč upravičena predvsem za preprečevanje ali ublažitev potencialnih sistemskih učinkov zaradi škodljivih vplivov drugih finančnih institucij ali tržnih infrastruktur. Leta 1999 je Eurosistem sprejel posebne postopke za izmenjavo informacij, kadar nacionalna centralna banka Eurosistema dodeli nujno likvidnostno pomoč. Ti postopki so namenjeni zagotavljanju, da se učinek takega posega nacionalne centralne banke – ki prinaša povezane stroške in tveganja – lahko obvladuje na način, ki je skladen z ohranjanjem ustrezne naravnosti enotne denarne politike.

V obdobju krize s solventnostjo so za krizno upravljanje in reševanje odgovorna predvsem finančna ministrstva, ki odločajo o morebitni finančni pomoči, in nadzorni organi, ki lahko sprejmejo izredne nadzorne ukrepe za stabilizacijo institucije v težavah ali se odločijo za njeno likvidacijo.

Ne glede na to, ali je finančna kriza likvidnostna ali solventnostna, Eurosistem h kriznemu upravljanju prispeva s svojim analitičnim znanjem, pridobljenem pri spremljanju finančne stabilnosti in ocenjevanju potencialnih kanalov za širjenje finančnih motenj v finančnem sistemu in potencialnih posledic za njegovo stabilnost. Poleg tega lahko Eurosistem, če likvidnostna kriza ali kriza solventnosti vpliva na delovanje tržnih infrastruktur, sprejme ukrepe, da zagotovi nemoteno delovanje teh infrastruktur.

14) Te prednostne naloge so bile poudarjene v prej omenjenem prispevku Eurosistema k pregledu lamfalussyjevega okvira. Za več informacij glej članek „Developments in the EU arrangements for financial stability“, Mesečni bilten ECB, april 2008.

Zasebni sektor kot prva obrambna vrsta.

Vloga Eurosistema...

... v obdobju likvidnostne krize...

... in krize solventnosti.

Učinkovito sodelovanje med organi je bistvenega pomena.

Ker so v obdobju finančne krize potrebni hitri in ustrezni ukrepi, je nemoteno in učinkovito sodelovanje vseh pristojnih organov – centralnih bank, nadzornih organov in finančnih ministrstev – ključno. To predstavlja v okviru EU velik izziv zaradi velikega števila udeleženih organov. Poleg tega, čeprav je potrebna jasna opredelitev odgovornosti in struktura za pospeševanje izmenjave informacij, pa univerzalnega načrta za krizno upravljanje ni mogoče začrtati, saj je vsaka finančna kriza drugačna. Za zaščito pred tveganjem moralne spornosti sta bistvena tudi prožnost in preudarnost.

Krizno upravljanje EU se je okrepilo

Vendar pa je bilo v zadnjem desetletju na področju krepitve ureditve EU za krizno upravljanje storjenega veliko. Eurosistem je dejavno sodeloval na treh glavnih področjih delovanja, ki se nanašajo na: (i) pojasnitev zakonskega okvira za krizno upravljanje, to je Direktive o kapitalski ustreznosti iz leta 2006 in Direktive o finančnih konglomeratih iz leta 2002; (ii) oblikovanje in stalno krepitev ureditve za prostovoljno sodelovanje med organi v obliki memorandumov o soglasju na ravni EU; in (iii) simulacije kriz na ravni EU in Eurosistema za utrditev obstoječe zakonske in neformalne ureditve in za krepitev splošne pripravljenosti za obvladovanje kriz.¹⁵⁾

... in potekajo nadaljnje pobude.

Pomemben korak pri nadaljnji krepitvi ureditve EU za krizno upravljanje je bil dosežen oktobra 2007, ko je ECOFIN določil strateški načrt za ukrepe za finančno stabilnost EU.¹⁶⁾ Glavni elementi tega načrta so (i) potrditev skupnih načel za upravljanje čezmejnih kriz in skupnega analitičnega okvira za ocenjevanje finančnih kriz, ki sta ga oblikovala odbor BSC in Odbor evropskih bančnih nadzornikov (CEBS); formalno je bilo to doseženo aprila 2008, ko so finančni ministri EU, guvernerji centralnih bank in bančni nadzorniki podpisali novi memorandum o soglasju; (ii) dodatna okrepitev tega okvira s posebnimi ukrepi za sodelovanje med pristojnimi organi, kar zadeva čezmejne institucije; (iii) povabilo Komisiji, da v tesnem sodelovanju z državami članicami oceni morebitna dodatna pojasnila glede ureditve domačega in gostujočega nadzora pri kriznem upravljanju v okviru Direktive o kapitalski ustreznosti in o tem do konca leta 2008 predloži svoje predloge; in (iv) zahteva Komisiji, da oceni morebitne okrepitve regulative za prenos finančnega premoženja znotraj bančnih skupin, Direktivo EU o likvidaciji in vlogo sistemov zajamčenih vlog in pomoč javnega sektorja v krizah.

DOSEDANJE IZKUŠNJE IN POT NAPREJ

Veliki dosežki Eurosistema.

V preteklih desetih letih so bili sprejeti številni ukrepi za okrepitev finančne stabilnosti v euroobmočju in v EU. Eurosistem je pri tem imel pomembno vlogo. Prvič, Eurosistem je sprejel različne ukrepe na ravni euroobmočja za spodbujanje in varovanje stabilnosti finančnega sistema euroobmočja, predvsem v zvezi s spremljanjem in ocenjevanjem finančne stabilnosti in s tržnimi operacijami za obravnavanje splošnih finančnih šokov in reševanje napetosti na denarnem trgu euroobmočja. Drugič, Eurosistem je podpiral politike nacionalnih organov in organov EU na področju spremljanja in ocenjevanja finančne stabilnosti, finančne regulacije in nadzora ter kriznega upravljanja. Kljub velikim dosežkom pa se okvir EU za finančno stabilnost še vedno razvija, zato so potrebne nadaljnje izboljšave, da bi okvir lahko sledil finančnemu povezovanju in inovacijam.

15) Pregled teh treh dejavnosti je predstavljen v članku „The EU arrangements for financial crisis management“, Mesečni bilten ECB, februar 2007.

16) Ta načrt je temeljil na priporočilih ad hoc delovne skupine ekonomsko finančnega odbora o ukrepih EU za finančno stabilnost – ki so jo sestavljali visoki predstavniki finančnih ministrstev, NCB, nadzornih organov, ECB in Komisije – ki je bila ustanovljena septembra 2006, da bi pretehtala možnosti za pojasnitev in okrepitev obstoječih ukrepov za reševanje čezmejnih finančnih kriz v EU, pri čemer naj bi še posebej upoštevala izkušnje, pridobljene s simulacijami krize, ki bi zajela celotno EU, ki so bile organizirane aprila 2006. Za podrobnejše informacije o načrtu odbora ECOFIN in ustreznih nadaljevalnih ukrepih glej članek „Developments in the EU arrangements for financial stability“, Mesečni bilten ECB, april 2008.

Tabela 1 Glavni prispevki Eurosistema na področju finančne stabilnosti

Področje	Raven	Glavne dejavnosti Eurosistema
Spremljanje in ocenjevanje finančne stabilnosti		
Ocenjevanje finančnega sistema euroobmočja	Euroobmočje	Polletno poročilo ECB „Pregled finančne stabilnosti“
Makro bonitetna analiza bančnega sektorja EU	EU	Letno poročilo ECB z naslovom „Stabilnost bančnega sektorja EU“
Strukturna analiza bančnega sektorja EU	EU	Letno poročilo ECB z naslovom “Bančni sektor EU”
Spremljanje finančne stabilnosti EU	EU	Sodelovanje v razpravah Ekonomsko-finančnega odbora-FST in omizja za finančno stabilnost ter Ekonomsko-finančnega sveta
Izvajanje makro stres testov	EU/euroobmočje	Prispevek k razvijanju makro stres testov po vsem euroobmočju
Finančna regulacija in nadzor		
Celovita strategija EU za finančne storitve	EU	Sodelovanje v javni razpravi o politiki (npr. o strategiji politike finančnih storitev EU v obdobju 2005–2010)
Posamezne zakonodajne pobude	EU	Formalna mnenja ECB in tehnični prispevki (prek odborov na ravni 2 v lamfalussyjevi strukturi v sektorju vrednostnih papirjev in v bančnem sektorju)
Dosledno izvajanje pravil EU	EU	Prispevek k oblikovanju skupnih nadzornih standardov in praks v bančnem sektorju (prek odborov na ravni 3 v lamfalussyjevi strukturi, odbora CEBS)
Okrepitev nadzornega okvira EU	EU	Sodelovanje v javni razpravi o politiki (npr. pregled lamfalussyjevega okvira leta 2007)
Upravljanje finančnih kriz		
Okrepitev zakonodajnega okvira EU	EU	Formalna mnenja ECB in tehnični prispevki (prek odborov na ravni 2 v lamfalussyjevi strukturi)
Nujna likvidnostna pomoč (ELA)	Euroobmočje	Ocena Eurosistema glede združljivosti zadevnih operacij nujne likvidnostne pomoči, ki naj bi jo izdale NCB, s prevladujočim stanjem denarne politike
Sistemsko ocenjevanje finančne krize	EU	Skupni analitični okvir odborov BSC-CEBS
Sodelovanje med centralnimi bankami, finančnimi ministrstvi in nadzornimi organi EU	EU	Prispevek k oblikovanju memorandumov o soglasju, sklenjenih leta 2003, 2005 in 2008 Dejavno sodelovanje pri oblikovanju celovite strategije za krepitev ukrepov za finančno stabilnost EU (npr. v zvezi z načrtoma Ekonomsko-finančnega sveta iz leta 2007) Sodelovanje pri zasnovi in izvajanju simulacij kriz v EU
Pripravljenost Eurosistema na finančne krize	Euroobmočje	Izvajanje simulacij finančnih kriz

Prvič, pri spremljanju in ocenjevanju finančne stabilnosti bo treba dodatno izboljšati naše razumevanje kompleksnega in hitro spreminjajočega se finančnega sistema in dejavno prispevati k oblikovanju okrepljenih kvantitativnih pristopov. To vključuje oblikovanje ukrepov za bolj izčrpno analizo medsebojnih odnosov v gospodarskih in finančnih sektorjih in dodatne izboljšave makro stres testov.

Drugič, Eurosistem bo moral še naprej zelo dejavno sodelovati s kakovostnimi nasveti glede trenutnega razvoja ukrepov EU za finančno regulacijo in nadzor. Ključno bo učinkovito delovanje lamfalussyjevega okvira z vidika izkoriščanja polnega potenciala okrepljenega regulativnega okvira EU, ki je bil vzpostavljen z akcijskim načrtom FSAP, in zagotavljanja, da nadzorni ukrepi EU sledijo dejavnostim finančnih skupin, ki imajo velike čezmejne dejavnosti in so na enotnem trgu vse pomembnejše, in njihovim zahtevam za preprost in dosleden nadzorni vmesnik.

Tretjič, ohraniti je treba dinamiko krepitve ukrepov EU za krizno upravljanje. Memorandum o soglasju iz leta 2008, ki so ga podpisali finančni ministri EU, centralne banke in nadzorni organi, je bil velik dosežek na tem področju. Prizadevati si bo treba za učinkovito izvedbo in preizkus tega sporazuma, da bo čim bolj pripravljen za izvajanje. Eurosistem bo še naprej testiral in, če bo treba, nadalje izboljševal svoje ukrepe za primer finančne krize.

Končno, Eurosistem bi moral prispevati k nadaljnji krepitvi sodelovanja med centralnimi bankami in nadzornimi organi v EU, posebej v zvezi z največjimi čezmejnimi finančnimi skupinami.

Štirje glavni izzivi za prihodnost.

Tesnejša izmenjava informacij o glavnih dogodkih na področju dejavnosti in profilu tveganj takih skupin je potrebna tudi za upravljanje izjemnih situacij.

7.3 PREGLED NAD DELOVANJEM TRŽNIH INFRASTRUKTUR

Infrastrukture finančnega trga pospešujejo pretok sredstev, vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov med gospodarskimi subjekti in s tem predstavljajo ključno komponento finančnega sistema kot celote. Tržne infrastrukture zajemajo različne sisteme za plačila, trgovanje z vrednostnimi papirji, kliring in poravnavo, različne ureditve, institucije, pravila in postopke, ki jih urejajo, in plačilne instrumente, ki jih obdelujejo. Infrastrukture za plačila in vrednostne papirje se zaradi njihove široke vloge in značilnosti omrežja pogosto opisujejo kot ožilje finančnega sistema. Med glavnimi zainteresiranimi, na katere vplivajo tržne infrastrukture, so upravljavci sistemov, udeleženci (finančne institucije), izvajalci storitev, centralne banke, regulativni organi in končno vsi gospodarski subjekti in končni uporabniki plačilnih storitev in storitev poravnave.

Centralne banke vzporedno z vedno večjo kompleksnostjo infrastruktur finančnega trga in hitro rastočimi vrednostmi in obsegi finančnih transakcij, ki jih opravljajo, že dolgo priznavajo pomembnost nemotenega delovanja teh infrastruktur in ohranjanja finančne stabilnosti. Seveda so za zanesljivo delovanje tržnih infrastruktur in za zagotavljanje varnih in učinkovitih plačilnih storitev in storitev poravnave predvsem odgovorni lastniki in upravljavci sistemov. Vendar pa je Eurosistem, glede na svoje odgovornosti za denarno politiko in finančno stabilnost, svojo vlogo pri zagotavljanju poravnalnih računov za udeležence v plačilnem sistemu in svoj interes za ohranjanje zaupanja javnosti v uporabljene plačilne instrumente, podobno kot centralne banke na splošno, razvil pregled nad delovanjem tržne infrastrukture kot eno svojih temeljnih nalog. Končni cilj politike pregleda je spodbujanje nemotenega delovanja infrastruktur finančnega sistema, da bi se preprečilo prehajanje motenj v teh infrastrukturah na celoten finančni sistem in gospodarstvo. Med glavnimi pregledniškimi dejavnostmi so oblikovanje pregledniških standardov, stalno spremljanje delovanja tržnih infrastruktur in redno ocenjevanje njihovega izpolnjevanja standardov na podlagi opredeljene metodologije.

VLOGA ECB IN EUROSISTEMA

Pogodba in Statut potrjujeta, da je pregled nad delovanjem ena od glavnih nalog Eurosistema. Člen 105 (2) Pogodbe in člen 3 Statuta določata, da so „temeljne naloge ESCB [...] podpirati nemoteno delovanje plačilnih sistemov”. Poleg tega člen 22 Statuta določa, da „ECB in nacionalne centralne banke lahko ustvarijo možnosti in ECB lahko sprejme predpise za zagotovitev učinkovitih in zanesljivih klirinških in plačilnih sistemov znotraj Skupnosti in z drugimi državami”.

Nadzorna vloga Eurosistema zajema plačilne sisteme in sisteme poravnave – sisteme za plačila velikih vrednosti in za majhna plačila – ki poslujejo v eurih. Da bi imeli vsi sodelujoči enake pogoje, veljajo enaki minimalni standardi za sisteme, ki jih upravlja Eurosistem (npr. TARGET2), in za plačilne sisteme, ki jih upravlja zasebni sektor.

Zaradi svojega pomena za finančno stabilnost je bila pregledniška funkcija sprva osredotočena predvsem na plačilne sisteme za velike vrednosti v eurih. Postopno pa so pregledniki svoje dejavnosti razširili tudi na plačilne sisteme za majhne vrednosti, plačilne instrumente in izvajalce storitev, ki so tretje osebe.

PLAČILNI SISTEMI, INSTRUMENTI IN IZVAJALCI INFRASTRUKTURNIH STORITEV

V skladu s skupnim okvirom za pregled nad delovanjem so nacionalne centralne banke odgovorne za izvajanje pregledniške politike ECB za plačilne sisteme, ki so pravno vključeni v njihovo jurisdikcijo. Poleg tega lahko Svet ECB sklene, da dodeli pregledniške pristojnosti ECB za sisteme, ki imajo posebne značilnosti.

Na tej osnovi je ECB odgovorna za pregled nad delovanjem plačilnega mehanizma ECB (ECB *Payment Mechanism* – EPM), ki je sestavni del sistema TARGET, ki ga upravlja ECB.¹⁷⁾ Integrirana struktura sistema TARGET2 kot nove platforme, ki je v obdobju 2007–2008 postopoma nadomestila sistem TARGET, je zahtevala spremembo strukture njegovega pregledniškega okvira. Svet ECB je ob pomoči Odbora za plačilne in poravnalne sisteme končni preglednik sistema. Vse pregledniške dejavnosti za TARGET2 vodi in usmerja pregledniška funkcija ECB ob tesnem sodelovanju centralnih bank euroobmočja.

ECB poleg tega izvaja pregledniške dejavnosti za tri sisteme, ki jih upravlja klirinška družba bančnega združenja za euro (EBA CLEARING), namreč EURO1 za plačila velikih vrednosti, STEP1 za individualna plačila majhnih vrednosti za stranke in STEP2, nova platforma, ki zagotavlja storitve obdelave v svežnjih za čezmejna plačila majhnih vrednosti.

Plačilni sistemi za obdelavo transakcij v eurih obstajajo tudi zunaj euroobmočja (tako imenovani sistemi *offshore*). Med njimi je najpomembnejši sistem CLS, v katerem ima ECB – z uporabo pravil o skupnem nadzoru¹⁸⁾ v tesnem sodelovanju z ameriško Federal Reserve System, ki je glavni preglednik – vlogo preglednika za poravnave v eurih.

V skladu s skupnim pregledniškim okvirom Eurosistema se pregled nad delovanjem plačilnih sistemov za majhne vrednosti izvaja pretežno na ravni nacionalnih centralnih bank. Kljub temu je Eurosistem za usklajenost pristopa opredelil svojo naravnost politike pregleda nad delovanjem plačilnih sistemov za majhne vrednosti in leta 2005 izvedel podrobno oceno pregleda nad delovanjem teh sistemov.

Za pregled nad delovanjem plačilnih instrumentov je Eurosistem leta 2007 oblikoval pregledniški okvir za sisteme kartičnih plačil, ki obdelujejo plačila v eurih. Okvir je bil po posvetovanju s tržnimi udeleženci objavljen januarja 2008.

Delovanje infrastrukture finančnega trga podpirajo številni izvajalci storitev, ki so tretje osebe. Med njimi je daleč najpomembnejši SWIFT, svetovni izvajalec varne izmenjave finančnih sporočil za finančni sektor, ki sam po sebi sicer ni plačilni sistem, vendar vseeno terja posebno pozornost preglednikov. V skladu s sporazumom centralnih bank G10 je bil SWIFT od konca leta 1997 predmet skupnega pregleda v sodelovanju z Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, ki je delovala kot glavni preglednik. V okviru svojega sodelovanja v sodelovalnem okviru za SWIFT je ECB pomagala oblikovati vrsto visokih pregledniških pričakovanj, primernih za ocenjevanja sistema SWIFT. Ta pobuda je bila dokončno izoblikovana junija 2007 in vključena v pregledniški okvir za tveganja, ki se uporablja za sistem SWIFT.

17) ECB je v skladu z načeli, sprejetimi na ravni Eurosistema, vzpostavila ločene organizacijske strukture za funkcijo upravljanja in funkcijo nadzora, da bi tako preprečila kakršno koli možnost konflikta interesov.

18) Kot je bilo leta 1990 določeno v poročilu „Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries“ (tako imenovano lamfalussyjevo poročilo) in dopolnjeno v poročilu odbora CPSS „Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems“ (maj 2005).

ECB kot vodilna preglednica.

Sodelovalni pregled za sistem CLS.

Sistemi in instrumenti plačil majhnih vrednosti.

Okvir za pregled nad delovanjem na podlagi tveganj za sistem SWIFT.

Velik interes pri poravnavi vrednostnih papirjev

SISTEMI KLIRINGA IN PORAVNAVE POSLOV Z VREDNOSTNIMI PAPIRJI

Sistemi poravnave poslov z vrednostnimi papirji in klirinški sistemi osrednjih nasprotnih strank so tesno prepleteni s plačilnimi sistemi,¹⁹⁾ zato je njihovo varno delovanje jasno povezano s finančno stabilnostjo. Poleg tega so sistemi poravnave vrednostnih papirjev prek svoje vloge izvajanja poravnalnih storitev za zavarovanja, ki so primerna za kreditne operacije Eurosistema, povezani tudi z denarno politiko. Zato so centralne banke, čeprav Eurosistem ne uporablja nobenega skupnega nadzornega okvira za sisteme poravnave poslov z vrednostnimi papirji, zelo zainteresirane za nemoteno delovanje poravnalnih sistemov v euroobmočju.

Ocenjevanje z vidika uporabnika.

Leta 1998 je Eurosistem sprejel vrsto standardov za ocenjevanje primernosti sistemov poravnave poslov z vrednostnimi papirji v kreditnih operacijah Eurosistema z vidika uporabnikov (tako imenovani „uporabniški standardi“). Redna ocenjevanja poravnalnih sistemov, vključno s povezavami med njimi, se glede izpolnjevanja uporabniških standardov izvajajo zato, da bi se zagotovila enaka raven varnosti kreditnih operacij po vsem euroobmočju. Pozitivni rezultat teh ocenjevanj je prvi pogoj za primernost poravnalnih sistemov in povezav za zavarovanje kreditnih operacij Eurosistema.

SODELOVANJE Z DRUGIMI ORGANI

Okvir za sodelovanje.

Eurosistem je za izpolnjevanje svojih ciljev pregleda nad delovanjem vzpostavil stalne povezave z drugimi organi, ki so odgovorni za vprašanja, povezana s tržno infrastrukturo.

Zato je v memorandumih o soglasju opredeljen okvir za sodelovanje med pregledniki centralnih bank EU in bančnimi nadzorniki, ki obravnava sodelovanje in izmenjavo informacij v treh različnih okoliščinah: (i) uvedba plačilnega sistema in aplikacije za dostop do takega sistema; (ii) tekoče dejavnosti; in (iii) krizne situacije.

Poleg tega je bil leta 2001 določen okvir za sodelovanje med ESCB in Odborom evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (CESR). Delovna skupina ESCB-CESR je začela prilagajati tako imenovana priporočila CPSS-IOSCO za sisteme poravnave poslov z vrednostnimi papirji in klirinške sisteme okolju EU.²⁰⁾ Čeprav je delovna skupina ESCB-CESR dosegla velik napredek na tem področju, bo treba za dokončno pripravo pregledniških standardov, predvidenih za poravnalne in klirinške sisteme v EU, rešiti še nekaj vprašanj.

DOGAJANJA NA PODROČJU POLITIKE IN GLAVNE DEJAVNOSTI

Preglednost politik in aktivnosti.

Pregledniške politike in cilji Eurosistema so bili določeni v številnih objavljenih dokumentih, standardih na visoki ravni in izjavah politike o posameznih temah, ki jih je potrdil Svet ECB. Pregledniška funkcija izvaja redne ocene skladnosti tržnih infrastruktur z veljavnimi standardi.

19) Poravnavo transakcij z vrednostnimi papirji sestavljata dva dela posla, denarni del in del z vrednostnimi papirji. Poravnava denarnega dela posla transakcij z vrednostnimi papirji se večinoma odvija v centralnobančnih sistemih BPRČ vzporedno s poravnavo v centralnem registru vrednostnih papirjev pri delu posla z vrednostnimi papirji, in sicer na podlagi metode dostava proti plačilu.

20) CPSS je kratica za Committee on Payment and Settlement Systems (odbor za plačilne in poravnalne sisteme) skupine G10. IOSCO je kratica za International Organization of Securities Commissions (Mednarodna organizacija komisij za vrednostne papirje). Poročila o priporočilih za sisteme poravnave vrednostnih papirjev in klirinške sisteme so na voljo na spletni strani Banke za mednarodne poravnave.

Najpomembnejša dogajanja na področju politike in glavne aktivnosti, ki so bile izvedene v preteklem desetletju, so kronološko predstavljeni v tabeli 2.

NAUKI IN POT NAPREJ

Pregledniška funkcija centralnih bank deluje v dinamičnem okolju. Pregledniške politike in aktivnosti centralnih bank morajo upoštevati spremembe na evropskih in svetovnih finančnih trgih, v pravni ureditvi in v samih tržnih infrastrukturah in v medsebojnih odnosih med njimi. V preteklih desetih letih se je izkazalo, da se je pregledniška funkcija ECB, v tesnem sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami v Eurosistemu in z ESCB in s sodelovanjem na mednarodni ravni, sposobna spoprijeti s temi izzivi. Pregledniške politike in standardi so prispevali k trdnim in učinkovitim plačilnim in poravnalnim sistemom. Tesno vzajemno delovanje preglednikov in ustreznih upravljavcev sistemov in udeležencev je veliko prispevalo k temu, da so bile pregledniške politike in standardi na trgu sprejeti in da jih pregledani subjekti nemoteno izvajajo.

Kar zadeva prihodnji razvoj, pregledniki ECB in Eurosistema poleg svojega stalnega pregleda nad delovanjem tržnih infrastruktur za euro med drugim predvidevajo, da bodo v prihodnje več pozornosti namenili (i) nadaljnji krepitvi preglednosti pregledniških ciljev in dejavnosti z dopolnjevanjem izjave o pregledniški politiki Eurosistema iz leta 2000 in z objavljanjem rednega pregledniškega poročila, (ii) nadaljnje sodelovanje pri delu delovne skupine ESCB-CESR, (iii) sodelovanje pri posvetovanjih med člani skupnega pregleda nad delovanjem sistemov CLS in SWIFT, (iv) skupno delo z drugimi centralnimi bankami EU na področju neprekinjenosti poslovanja in (v) oblikovanje na oceni tveganj temelječega okvira za pregled nad delovanjem. Glede na vse

Pregled se razvija v dinamičnem okolju.

Nekaj prihodnjih prednostnih nalog.

Tabela 2 Glavni dosežki pregledniške funkcije ECB/Eurosistema

Dogajanja na področju politike

ECB je avgusta 1998 na podlagi analize, opravljene pod okriljem Evropskega monetarnega inštituta (EMI), objavila „Poročilo o elektronskem denarju“. Poročilo obravnava razloge za zakonsko ureditev področja elektronskega denarja, navaja minimalne zahteve za izdajatelje elektronskega denarja in opisuje cilje.

Novembra 1998 je Eurosistem začrtal načela svoje politike glede razvoja infrastruktur za plačila, poravnavo in kliring vrednostnih papirjev, ki izvajajo storitve za transakcije v eurih zunaj euroobmočja.

Svet ECB je v svoji izjavi iz junija 2000 pojasnil vlogo Eurosistema na področju pregleda nad delovanjem plačilnih sistemov in predstavil svoje cilje in načela ¹⁾.

Februarja 2001 je Svet ECB sprejel temeljna načela za sistemsko pomembne plačilne sisteme ²⁾ (temeljna načela) kot vrsto minimalnih standardov, ki jih Eurosistem uporablja pri svoji politiki pregleda nad delovanjem plačilnih sistemov. Ta načela dajejo smernice za načrtovanje in delovanje posameznih plačilnih sistemov, s tem da opredeljujejo splošne zahteve za bistvene značilnosti teh infrastruktur, vključno s trdno pravno podlago, ustreznim upravljanjem finančnih tveganj, varnostjo in zanesljivostjo delovanja, učinkovitostjo in sistemi upravljanja. Temeljna načela se uporabljajo za vse vrste sistemsko pomembnih plačilnih sistemov ³⁾.

Septembra 2001 je ECB objavila dokument z naslovom „Usmeritev politike Eurosistema glede konsolidacije kliringa centralnih nasprotnih strank“, ki predstavlja stališče o morebitnih posledicah procesa konsolidacije kliringa centralnih nasprotnih strank.

1) „Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight“, objavljeno na spletni strani ECB.

2) Poročilo CPSS report „Core Principles for Systemically Important Payment Systems“, objavljeno na spletni strani BIS.

3) Plačilni sistem je sistemsko pomemben, če bi motnje v njegovem delovanju sprožile ali prenesle nadaljnje motnje v širši finančni sistem. Stališče Eurosistema je, da je vsak plačilni sistem za velike vrednosti, ki posluje v eurih, sistemsko pomemben.

Tabela 2 Glavni dosežki nadzorne funkcije ECB/Eurosistema

Maja 2003 je bilo objavljeno poročilo „Cilji glede varnosti sistemov elektronskega denarja“. Poročilo predstavlja pričakovanja Eurosistema glede tehnične varnosti sistemov elektronskega denarja. Poročilo vsebuje splošen opis sistemov elektronskega denarja, celovito analizo tveganj/ nevarnosti in seznam varnostnih ciljev, ki bi jih ti sistemi elektronskega denarja morali izpolnjevati, da bi se zaščitili pred temi tveganji/ nevarnostmi.

Junija 2003 je bil sprejet okvir za pregled nad delovanjem plačilnih sistemov za majhne vrednosti, ki poslujejo v eurih. Namen okvira je zagotoviti, da plačilni sistemi za majhne vrednosti ne morejo postati prenašalci sistemskih tveganj ali motenj gospodarskega delovanja v euroobmočju. Okvir vsebuje merila za razvrščanje sistemov za plačila majhnih vrednosti po njihovi sistemski pomembnosti.

Poročilo „Pričakovanja glede neprekinjenosti poslovanja sistemsko pomembnih plačilnih sistemov“ je bilo objavljeno maja 2006. Kot odziv na nove vrste nevarnosti, ki so se pojavile v zadnjih letih, je bil glavni namen poročila vzpostaviti pregledniški okvir za neprekinjeno poslovanje v euroobmočju. Pričakovanja glede neprekinjenosti poslovanja dajejo upravljavcem sistemsko pomembnih plačilnih sistemov napotke za doseganje zadostne in dosledne stopnje odpornosti, pri čemer se osredotočajo na strategijo neprekinjenosti poslovanja, načrtovanje in testiranje in na krizno upravljanje.

Julija 2007 je ECB objavila „Načela politike Eurosistema o lokaciji in delovanju infrastruktur za poravnavo plačilnih transakcij v eurih“. Ta načela veljajo za vse obstoječe ali potencialne plačilne infrastrukture s sedežem zunaj euroobmočja, ki poravnava transakcije v eurih. Določajo tudi stališče Eurosistema na tem področju, ki želi vsekakor obdržati končni nadzor nad svojo valuto.

Januarja 2008 je Svet ECB potrdil poročilo z naslovom „Okvir za pregled nad delovanjem shem kartičnih plačil – standardi“, ki določa skupne pregledniške standarde za sheme kartičnih plačil, ki delujejo v euroobmočju. Jedro teh standardov je zagotoviti varnost in učinkovitost shem kartičnih plačil.

Ocenjevanje ključnih plačilnih infrastruktur

MDS je leta 2001 na zahtevo ECB pripravil poročila o spoštovanju standardov in kodeksov za euroobmočje v okviru programa ocene finančnega sektorja. Na področju plačilnih sistemov je ocena zajela sistem TARGET in sistem EURO1.⁴⁾

Pred uvedbo sistema CLS leta 2002 je ECB skupaj z drugimi centralnimi bankami valut, primernih za poravnavo CLS, izvajala skupno oceno tveganj sistema. Glede na pozitivne rezultate ocenjevanja je ECB odobrila vključitev eura v CLS.

Leta 2003 je bila opravljena ocena skladnosti s temeljnimi načeli za 19 sistemov plačil velikih vrednosti, med njimi vseh komponent sistema TARGET. Rezultati teh ocenjevanj so bili leta 2004 objavljeni na spletni strani ECB.⁵⁾

Na začetku leta 2005 so pregledniki sistema TARGET izvedli pregledniško oceno sistemov SORBNET-EURO, sistema BPRČ za euro pri Narodowy Bank Polski, ki se je želel prek sistema BIREL, ki ga upravlja Banca d'Italia, povezati s sistemom TARGET.

Avgusta 2005 je bila na spletni strani ECB predstavljena podrobna ocena skladnosti z veljavnimi temeljnimi načeli za 15 sistemov za plačila majhnih vrednosti.

Leta 2006 je bila opravljena poglobljena pregledniška ocena učinka povezave sistema BPRČ za euro centralne banke Eesti Pank s sistemom TARGET prek sistema BIREL.

Pred uvedbo sistema TARGET2 novembra 2007 je bila opravljena celovita pregledniška ocena skladnosti njegove zasnove s temeljnimi načeli. Končna različica podrobnega poročila o oceni sistema TARGET2 naj bi bila objavljena leta 2009.

Druge glavne dejavnosti

V sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami se redno pripravlja izčrpen opis različnih plačilnih sistemov in sistemov za poravnavo poslov z vrednostnimi papirji, ki delujejo v državah EU, in se objavlja v publikaciji ECB „Plačilni sistemi v Evropski uniji“ (znani kot „Modra knjiga“), skupaj z Dopolnilom Modre knjige, ki vsebuje podrobne statistične podatke o sistemih. Zadnja, četrta, izdaja modre knjige je izšla leta 2007.

Pregledniška funkcija pozorno spremlja tekoča gibanja bančnega poslovanja. Opravljajo se redne ankete (nazadnje leta 2005) v vzorcu bank, da se z vidika systemskega tveganja ocenijo značilnosti tega posebnega področja ureditve plačil. Zaradi zaupnosti podatkov, ki jih posredujejo banke, imajo dostop do rezultatov teh anket le sodelujoči.





Leta 2007 je bila prejšnja metodologija ocenjevanja prenovljena in oblikovana je bila skupna metodologija za pregled nad delovanjem sistemsko pomembnih plačilnih sistemov v eurih. Po javni razpravi, ki je potekala v drugi polovici leta, je bila novembra 2007 na spletni strani ECB objavljena končna različica nove metodologije.

4) Objavljeno na spletni strani MDS oktobra 2001.

5) Glej poročilo z naslovom „Ocena skladnosti sistemov za plačila velikih vrednosti v eurih s temeljnimi načeli“.

tesnejšo povezanost finančnih trgov in tržnih infrastruktur, zlasti v euroobmočju, in na svetovni ravni, bo ECB še naprej posvečala veliko pozornost tesnemu sodelovanju med pregledniki v Eurosistemu in v ESCB, ter pregledniki in drugimi ustreznimi javnimi organi, kot so bančni nadzorniki in regulatorji trga vrednostnih papirjev.

GLAVNE ZNAČILNOSTI EUROOBMOČJA*

				
Prebivalstvo (v milijonih)	319	495	302	128
BDP (PKM, v bilijonih EUR)	8,9	12,6	12,0	3,7
BDP na prebivalca (PKM, v tisočih EUR)	27,8	25,4	39,6	29,0
Delež v svetovnem BDP (PKM, v odstotkih)	16,1	22,7	21,3	6,6
Izvoz (blaga in storitev, v odstotkih BDP)**	22,6	14,2	11,8	18,4
Bruto investicije v osnovna sredstva (v odstotkih BDP)	21,7	21,2	18,7	23,3
Bruto varčevanje (v odstotkih BDP)	22,5	20,8	13,4	29,6

* 2007 ** Podatki za evroobmočje ne vključujejo Cípra in Malte
 Viri: za euroobmočje in EU: ECB, Eurostat, nacionalni podatki, MDS in izračuni ECB; za ZDA in Japonsko: nacionalni viri, MDS.



8 STATISTIČNI PODATKI

Kakovostni statistični podatki so ključnega pomena za analizo politik, raziskovalno dejavnost in proces odločanja ECB. Številnih nalog, ki so opisane v prejšnjem poglavju, ECB ne bi mogla primerno izpolnjeniti brez pravočasnih, zanesljivih in koherentnih statističnih informacij. Poleg tega statistične podatke ECB uporabljajo tudi analitiki finančnih trgov, akademska sfera in javnost. Statistični podatki, ki jih zagotavlja ECB, pomagajo pri razumevanju odločitev, ki jih sprejme Svet ECB, in so lahko tudi v pomoč javnosti pri odločanju o investicijah in posojilih.

ECB potrebuje nabor kakovostnih denarnih, finančnih in gospodarskih statističnih podatkov (vključujoč tudi natančno agregatno merilo za cenovna gibanja), da izpolni svojo poglobljeno nalogo vzdrževanja cenovne stabilnosti v euroobmočju. Natančna slika trenutnega gospodarskega stanja in strukturiranosti gospodarstva euroobmočja je nujen predpogoj za dobro analizo ter izvajanje politik. Na samem začetku so bili statistični podatki za celotno euroobmočje razmeroma redki. V zadnjih desetih letih pa je bilo veliko dela vloženega v razvoj novih in izboljšanje obstoječih statističnih podatkov (v smislu harmonizacije konceptov, pogostosti in pravočasnosti).

Sodelovanje med ECB in Eurostatom je imelo pozitiven vpliv na statistično področje v Evropi. ECB je odgovorna za področja denarne in finančne statistike, Eurostat pa za splošno gospodarsko statistiko. Slednje vključuje harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP), ki predstavlja referenčno vrednost ECB za cenovno stabilnost. Odgovornost za zunanje statistike (plačilna bilanca in stanje mednarodnih naložb) in račune euroobmočja si ECB deli z Eurostatom.¹⁾

Evropski statistični podatki, tako tisti, ki jih pripravlja ESCB, kot tudi ti, ki jih pripravljajo Eurostat in nacionalni statistični uradi, so se po kakovosti in razpoložljivosti v zadnjem desetletju izjemno izboljšali. Širok nabor razpoložljivih statističnih podatkov pri ECB je tudi sestavni del enotnega okvira, ki zagotavlja dosleden pregled nad medsebojnimi povezavami med transakcijami in stanji raznih gospodarskih subjektov, določenih z njihovo vlogo v gospodarstvu (npr. gospodinjstva, nefinančne družbe, finančne družbe, nacionalne vlade). Računi euroobmočja zagotavljajo izčrpen četrtletni pregled nad gospodarskim in finančnim dogajanjem v okviru euroobmočja.

Oddelek 8.1 predstavlja dejavnosti ECB pri razvoju zanesljivih in pravočasnih denarnih, finančnih in zunanjih statističnih podatkov, ki so namenjeni analizam, raziskavam, odločanju in komunikaciji ECB. Oddelek 8.2 prikazuje ekonomske statistične podatke, ki jih je pripravil Eurostat. Oddelek 8.3 obravnava kakovost standardov, ki jih uporablja ECB pri sestavljanju svojih statistik, oddelek 8.4 pa odstira pogled v prihodnost.

8.1 STATISTIČNI PODATKI ECB

Priprava statističnih podatkov euroobmočja sredi 1990-ih let je bila dokaj zahtevna, saj so v takratnih statističnih podatkih obstajale številne vrzeli in pomanjkljivosti.²⁾ Celotni koncepti, opredelitve in klasifikacije, ki so podlaga obravnavanim statističnim podatkom, niso bili dobro standardizirani.

1) Za dodatne informacije o razdelitvi nalog s področja statistik na evropski ravni glej Memorandum o soglasju glede gospodarske in finančne statistike med Generalnim direktoratom ECB za statistiko (DG Statistics) in Statističnim uradom Evropskih skupnosti (Eurostat) (http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf).

2) Za dodatne informacije s področja razvoja statistik euroobmočja glej "The development of statistics for Economic and Monetary Union", Peter Bull, 2004. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticssemu200406en.pdf>).

V zadnjih desetih letih je bil storjen pomemben korak naprej pri dostopnosti statističnih podatkov euroobmočja.

Tesno sodelovanje med ECB in Eurostatom.

Na začetku so bile prisotne številne vrzeli in le malo standardiziranosti

Prvotni sklop statističnih podatkov euroobmočja, ki je bil na voljo ECB leta 1999, je vseboval le najbolj osnovne podatke: harmonizirano bilanco stanja monetarnih finančnih institucij (MFI), iz katere je bilo mogoče izračunati denarne agregate in glavne protipostavke denarju (vključno s posojili MFI), omejen obseg neharmoniziranih obrestnih mer na drobno, nekatere podatke o finančnih trgih, ki so bili pridobljeni iz komercialnih virov, in samo ključne postavke plačilne bilance, ker geografska razdelitev zunanjih držav še ni obstajala. Poleg tega so bili v novoustanovljenem euroobmočju na voljo le letni statistični podatki državnih financ in nekaj letnih podatkov o varčevanju, investicijah in financiranju. V večini primerov so bile časovne serije zelo kratke.

Novembra 1999 so bili dodani statistični podatki o izdaji vrednostnih papirjev vlad držav, finančnih in nefinančnih družb euroobmočja. Statistični podatki iz bilanc stanja MFI so od začetka leta 2003 obsegali bolj razčlenjene podatke o instrumentih, zapadlostih in protipostavkah. V istem obdobju so bile uvedene harmonizirane statistike obrestnih mer MFI, ki so vsebovale razčlenitev depozitov in posojil po zapadlosti in namenu. Kmalu naj bi se harmonizirale tudi statistike investicijskih skladov, ki bodo pokrivalo celotno euroobmočje in bodo uporabnejše za potrebe uporabnikov. ECB je od Eurostata prevzela objavo dnevni krivulj donosnosti za obveznice centralne države v euroobmočju.

Pri zunanji statistiki je ECB postopno izboljšala podatke o plačilni bilanci za euroobmočje z več razčlenitvami, z ločenim prikazovanjem knjižb v breme in v dobro in z geografsko razčlenitvijo glavnih drugih držav (npr. ZDA, Združeno kraljestvo, države EU zunaj euroobmočja, Japonska, Kitajska). Trenutno ECB objavlja četrtletno stanje naložb na mednarodnem področju, kar lahko predstavlja finančno bilanco stanja celotnega euroobmočja in spremembe stanja naložb na mednarodnem področju (kot dodatek transakcijam plačilne bilance, ki v glavnem vključujejo finančna sredstva in obveznosti v odvisnosti od dogajanja na področju cen in menjalnih tečajev). Poleg tega so zdaj na razpolago tudi statistični podatki s področja nominalnega in realnega efektivnega menjalnega tečaja in s področja mednarodne vloge eura, ki so bile pred kratkim dopolnjene še s medmesečnimi harmoniziranimi kazalniki konkurenčnosti, temelječih na indeksih cen življenjskih potrebščin.

Sestavljajo se tudi mnoge statistike in statistični kazalniki, namenjeni ocenjevanju gibanj na finančnih trgih, finančne integracije v Evropi, finančne stabilnosti na splošno in znotraj bančnega sektorja EU, gibanja plačil, plačilnih infrastruktur, trgovanja z vrednostnimi papirji, kliringa in poravnave.

Pomemben mejnik je bil dosežen junija 2007, ko je ECB v sodelovanju z Eurostatom objavila prvo skupno četrtletno poročilo o ekonomskih in finančnih računih euroobmočja, razčlenjeno po institucionalnih sektorjih.³⁾ Ti računi zagotavljajo izčrpen in dosleden pregled nad finančnimi in gospodarskimi gibanji na euroobmočju, poleg tega pa omogočajo tudi izčrpen pregled nad medsebojnimi odnosi različnih sektorjev na euroobmočju (gospodinjstva, korporacije in širše opredeljene države) in medsebojnimi odnosi med temi in preostalim svetom. Račune euroobmočja lahko upoštevamo kot nacionalne račune euroobmočja. Polna integracija in skoraj popolna konsistentnost navedenih računov ter skupno in hkratno sestavljanje v obeh institucijah (sodelovanje ECB in Eurostata) vsako četrletje so prav tako edinstveni dosežki.⁴⁾

3) Glej članek v Mesečnem Biltenu ECB, november 2007.

4) Za celovit pregled nad statistikami, ki jih sestavlja in objavlja ECB, se obrnite na "Statistike ECB: pregled", ECB, 2008.

8.2 DRUGE GOSPODARSKE STATISTIKE

Pred začetkom ekonomske in monetarne unije je Eurostat (v sodelovanju z nacionalnimi statističnimi uradi) razvil HICP kot harmonizirani cenovni indeks in nekatere druge statistike, ki se nanašajo na cene, stroške, trge delovne sile in druga gospodarska gibanja. Takrat so bili na razpolago le omejeni nacionalni računi držav euroobmočja. Pravočasnost navedenih statistik ni bila primerna za namene denarne politike. Pravočasnost statistik euroobmočja, ki jo je zagotavljal Eurostat, se je od takrat zelo izboljšala, še posebno potem, ko je Ekonomsko-finančni svet uvedel akcijski načrt za statistike EMU (Action Plan for EMU Statistics) (2000) in po vzpostavitvi osnovnih evropskih ekonomskih kazalnikov (PEEI) v letu 2002. Pravočasna hitra ocena HICP na primer in sprememba četrtletnega BDP predstavljata pomemben dosežek z vidika vključevanja teh informacij v monetarno politiko in za gospodarske analize. Poleg tega se je pomembno razširil spekter razpoložljivih državno-finančnih statistik na četrtletni in letni ravni. Izboljšali so se tudi metodološki standardi na vseh ravneh.

Kljub navedenemu je na področju statistike potrebnonadaljnje delo (novi statistični podatki, pogostost in/ali kakovost razpoložljivih statističnih podatkov).⁵⁾ Izboljšave pravočasnosti in kakovosti so potrebne tudi pri nekaterih drugih statističnih podatkih. Navedeno lahko vključuje tudi tesnejše usklajevanje statističnih procesov med evropskimi statističnimi uradi in usklajeno izdajanje nacionalnih podatkov v skladu z evropskimi cilji, ki se nanašajo na pravočasnost, in usklajene revizijske politike. Na koncu je treba poudariti tudi dejstvo pravilne komunikacije oziroma predstavitev na področju statistik. To zlasti velja za indeks HICP (glej okvir 1).

5) Glej „EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU“, oktober 2007. (<http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>).

Okvir 7

VLOGA HARMONIZIRANEGA INDEKSA CEN ŽIVLJENJSKIH POTREBŠČIN

Visokokakovostne statistike s področja cen so izrednega pomena z vidika glavne naloge ECB, tj. vzdrževanja cenovne stabilnosti. Osrednjo vlogo v tem kontekstu ima harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) za euroobmočje, ki ga mesečno pripravlja Eurostat. HICP se uporablja tudi pri ocenjevanju pripravljenosti drugih držav EU na prevzem eura. Harmonizirani indeksi cen življenjskih potrebščin se pripravljajo za vse države članice EU.

Naloga HICP je povzematati spremembe cen, ki se nanašajo na izdatke potrošnje za blago in storitve vseh gospodinjstev. Indeks je dobro merilo inflacije cen življenjskih potrebščin v skladu z najboljšimi mednarodnimi standardi. HICP euroobmočja se sestavlja iz več kot 1,7 milijona posamičnih opazovanj cen blaga in storitev vsak mesec, in sicer na 200.000 prodajnih mestih v približno 1.500 mestih in naseljih v euroobmočju.

Za vsakega izmed proizvodov se zbirajo cene z različnih prodajnih mest in iz različnih regij. Podindeks za cene knjig, na primer, se nanaša na različne vrste knjig (književnost, priročniki, drugo), ki so naprodaj v knjigarnah, drugih trgovinah in prek interneta. Produktne skupine znotraj indeksa se tehtajo glede na njihovo pomembnost v skupnih izdatkih potrošnje gospodinjstev. Da bi se zajele spremembe potrošniških navad v času in da bi se obdržal indeks

Pomemben napredek na področju ekonomske statistike, vendar izzivi ostajajo.

Potrebne so dodatne izboljšave pravočasnosti in kakovosti.

Visokokakovosten HICP je pokazatelj cenovne stabilnosti.

HICP temelji na 1,7 milijona posamičnih opazovanj vsak mesec.

Prostor za nadaljno harmonizacijo.

na reprezentativni ravni, se uteži redno posodabljaajo. Veliko truda je bilo vložene tudi v usklajeno obravnavo kompleksnih poglavij, kot so cene zavarovalnih storitev, zdravstvenih in izobraževalnih storitev, in vključevanju novih ali precej spremenjenih proizvodov.

Kljub temu lahko rečemo, da je možnosti za izboljšave še vedno dovolj. Ena izmed prednostnih nalog je bolj usklajena obravnavna sprememb v kakovosti proizvodov. Proizvajalec avtomobilov, na primer, lahko doda novemu modelu dodatno varnostno opremo, kot so zračne blazine, obenem pa zviša ceno proizvoda. Da bi pravilno izmerili čisto spremembo cene, je treba nujno oceniti, kolikšen del povišanja cene avtomobila odraža izboljšana kakovost avtomobila zaradi dodanih izboljšav. Trenutno potekajo dela na nadaljnem razvoju metod in harmonizaciji prilagajanj kakovosti med državami. Druga prednostna naloga je obravnavna lastniško uporabljanih stanovanjskih nepremičnin. Spremembe cen najemnin za stanovanja, s katerimi se spoprijemajo najemniki, so vključene v HICP, medtem ko izdatki, ki jih imajo gospodinjstva zaradi lastništva stanovanj, niso vključeni. Delež gospodinjstev, ki so lastniki nepremičnin, v katerih bivajo ali jih imajo v najemu, med državami euroobmočja zelo niha, zato bi vključitev lastniško uporabljanih stanovanj izboljšalo primerljivost HICP znotraj euroobmočja in obenem povečalo tudi pokritost indeksa cen.

8.3 OKVIR ZA KAKOVOSTNE STATISTIKE

Statistike imajo veliko namenov in uporabnikov.

Kakovostne statistike tvorijo bistvo analiz politik ECB, odločanja in komunikacije. Kakovost, zanesljivost in nepristranost statistik je v EU še posebej pomembna, ker jih uporabljajo nacionalni državni organi. Nadzor Pakta za stabilnost in rast, odločanje o širitvi euroobmočja, nacionalni prispevki v proračun EU in regionalna politika EU so vsi odvisni od kokakovostnih statističnih podatkov.

Kvaliteta, nadzor in vodenje so prva prioriteta statistik.

Statistike ECB so tesne povezane s splošno sprejetimi svetovnimi in evropskimi statističnimi standardi. ECB dejavno sodeluje tudi pri nadaljnem razvoju omenjenih standardov (npr. sistem nacionalnih računov, evropski sistem računov, razlage plačilne bilance) in na splošno sodeluje tudi z ustreznimi mednarodnimi organizacijami (Evropska komisija, MDS, Banka za mednarodne poravnave, OECD, ZN) zato, da bi dosegla splošno uskladitev standardov in opredelitev gospodarskih in finančnih statistik.

V letu 2007 je bil objavljena „javna zaveza v zvezi s statistično funkcijo ESCB“, kar kaže, kako pomembna sta na področju statistike kakovost in nadzor. Zaveza poudarja dobro prakso, etične standarde in sodelovanje glede na načela zanesljivosti, znanstvene samostojnosti, stroškovne učinkovitosti, statistične zaupnosti, izogibanja presežnemu bremenu poročevalskih enot in kakovostnih končnih rezultatov. Poleg tega dokument „Okvir ECB za statistično kakovost“, ki je izšel leta 2008, natančno opredeljuje načela kakovosti, ki usmerjajo izdelavo statistik ECB.

Treba je vzdrževati ravnotežje med željami uporabnikov ...

Pri sestavljanju statistik euroobmočja, ki so primerne za podlage pri odločanju v procesu sprejemanja denarne politike ECB, izredno pomembno vlogo igrajo redni dialog med uporabniki in sestavljavci statistik, upoštevanje splošnih statističnih standardov, obvezanost visoke kakovosti in primerno dobro vodenje. Odločitve o uvajanju novih oziroma izboljševanju dosedanjih statistik ECB pri vzdrževanju ravnotežja med željami uporabnikov in stroški njihovega zagotavljanja temeljijo na sistematični oceni stroškov in koristi, ki bi jih prinesle spremembe in izboljšave politik.

Evropski statistiki poskušajo čimbolj zmanjšati breme administracije njihovih poročil ne glede na dejstvo, da predstavlja statistika manj kot 2% skupnega administrativnega bremena. Ena izmed mogočih rešitev je enkratno zbiranje podatkov, ki si jih pozneje medsebojno delijo statistični organi, ki jih potrebujejo, ob tem pa dosledno upoštevajo standarde zaupnosti. Navedeno lahko zahteva spremembe pravnih norm in učinkovito sodelovanje med ECB in nacionalnimi centralnimi bankami, nacionalnimi statističnimi uradi in finančnimi nadzorniki. Istočasno se je treba zavedati dejstva, da bodo kakovostne statistike vedno temeljile na večjem številu vzorčnih raziskav.

Pomemben vidik kakovosti statistik se nanaša tudi na dostopnost statistik, ki jih pripravlja in objavlja ECB. Na tem področju so bile v zadnjem desetletju dosežene številne izboljšave. Tako se je precej razširil tudi statistični oddelek mesečnega biltena. Pomembne informacije omogoča tudi mesečna izdaja statističnih podatkov v obliki žepnega priročnika. ECB pa trenutno vsako leto izda približno 70 tiskanih statističnih objav. Še najpomembnejši korak pri dostopanju do podatkov je bil storjen leta 2006 z vzpostavitvijo Skladišča statističnih podatkov ECB⁶⁾, prek katerega se lahko podatki pridobijo neposredno in brezplačno. Navedeno spletno bazo podatkov uporabi približno 250.000 različnih uporabnikov letno.

8.4 DOSEDANJE IZKUŠNJE IN POT NAPREJ

Dostopnost in pravočasnost statističnih podatkov ECB sta se v času izjemno izboljšali in se danes lahko primerjata s tistimi iz drugih glavnih denarnih območij. Ne glede na dosedanji razvoj ne smemo zanemariti prihodnjega razvoja in izboljšav. Trenutno je razvoj osredotočen na (i) bolj pravočasne, popolne in konsistentne račune euroobmočja, (ii) harmonizirane statistike zavarovalnic in pokojninskih skladov in (iii) obsežnejše statistike listinjenja sredstev. Poleg tega je treba izboljšati tudi merjenje prenosa kreditnega tveganja.

Statistike, ki jih pripravlja ECB, bi na splošno morale biti odsev spreminjajočih se potreb uporabnikov in najnovejših dogajanj in sprememb na področju gospodarstva in financ. Prav tako se morajo v agregatnih statistikah odražati tudi trendi globalizacije, finančne integracije in finančnih inovacij.

Zaradi navedenega je Svet ECB sprejel strateško vizijo izboljšav učinkovitosti in zmogljivosti pri zbiranju in pripravi statistik euroobmočja. Navedeno med drugim vključuje tudi intenzivnejše sodelovanje med statističnimi oddelki nacionalnih centralnih bank in ECB ter med njimi in zunanji partnerji, kot so statistični uradi, nadzorniki in predstavniki finančne industrije. Izboljšana učinkovitost na tej podlagi bi lahko pomagala zapolniti nekatere preostale vrzeli statistik ECB.

... in bremenom poročanja.

Potrebne so nadaljne izboljšave pri zbiranju in sestavi statistik ...

... in tesno sodelovanje vseh udeležencev.

6) Za dodatne informacije glej <http://sdw.ecb.europa.eu/>

EUROBANKOVCI



EUROKOVANCI



9 EUROBANKOVCI – OTIPLJIV SIMBOL POVEZANOSTI



Euro se je uradno pojavil leta 1999 kot menjalna enota ter kot valuta finančnih in deviznih trgov. Za večino ljudi se je pojavil 1. januarja 2002, ko so bili uvedeni bankovci in kovanci. V vmesnem triletnem obdobju je bilo v okviru začetnih zalog izdelanih več kot 15 milijard eurobankovcev, s katerimi bi lahko pokrili 15.000 nogometnih igrišč, in 52 milijard eurokovancev. Ta oprijemljiv simbol gospodarske in denarne povezanosti se danes nahaja v žepu vsakega od nas. Vsa zgodba pa se je začela deset let pred dejansko zamenjavo gotovine.¹⁾

Tri leta za izdelavo eurogotovine

To poglavje je strukturirano na naslednji način: V razdelku 9.1 je kratek pregled zgodovine eurobankovcev. V razdelku 9.2 je pregled glavnih korakov pri zamenjavi gotovine. V razdelku 9.3 je nekaj statističnih podatkov. V razdelku 9.4 je opisano upravljanje gotovine. Razdelek 9.5 pa se nanaša na drugo serijo bankovcev, ki se trenutno pripravlja.

9.1 EUROBANKOVCI: KRATKA ZGODOVINA

Evropski svet se je leta 1995 dogovoril, da skupno evropsko valuto poimenuje „euro“. Večina ljudi pa ne ve, da so se priprave na eurobankovce začele že tri leta prej z razpravo o nekaterih temeljnih zadevah. Leta 1994 je tako Svet Evropskega monetarnega inštituta (EMI) sklenil, da si bodo bankovci sledili v zaporedju 1:2:5 (npr. 10 EUR, 20 EUR in 50 EUR), ki je bilo uporabljeno tudi pri eurokovancih (npr. 1 cent, 2 centa, 5 centov). Sistem je decimalni, kar olajša računanje. Poleg tega omogoča tudi plačilo katerega koli zneska z najmanjšim možnim številom bankovcev. Večina valut po vsem svetu sledi temu zaporedju denominacij.

Denominacije poenostavljajo obdelavo

Razpon denominacij eurobankovcev temelji na razponih, ki so se uporabljali pri nacionalnih valutah. Najvišja denominacija je 500 EUR, kar odraža dejstvo, da so se bankovci v protivrednosti 200 EUR in 500 EUR uporabljali v Avstriji, Belgiji, Italiji, Luksemburgu, Nemčiji in na Nizozemskem. Najnižja denominacija je 5 EUR.

V igri je bila tudi možnost, da bi imeli bankovec za 1 EUR in 2 EUR, za uvedbo katerih so se zavzemali nekateri. ECB je to zahtevo temeljito proučila in se posvetovala tudi z zainteresiranimi stranmi na področju gotovine, na primer z evropskimi bančnimi in trgovinskimi združenji, vendar je prišla do zaključka, da ni potrebe po bankovcih tako majhnih vrednosti. Dejansko bi bankovci majhnih vrednosti – na primer za 1 EUR ali 2 EUR – zapletli obdelavo gotovine in povzročili zmanjšanje kakovosti vseh bankovcev v obtoku, ker bi se uporabljali kot drobiž pri manjših nakupih, za kar pa so bolj primerni kovanci. Poleg tega so ankete pokazale, da bi samo ena tretjina prebivalcev euroobmočja želela te bankovce. Leta 2004 je Svet ECB sklenil, da ostane denominacijska struktura nespremenjena tako v zdajšnji kot v drugi seriji eurobankovcev.

Bankovci majhnih vrednosti: predragi

Na začetku leta 1996 je EMI razpisal natečaj za oblikovanje eurobankovcev na podlagi predhodnih specifikacij. Decembra istega leta je Svet EMI izbral zmagovalno serijo, ki je prikazovala „obdobja in sloge v Evropi“. Še prej je bila zmagovalna serija uvrščena v ožji izbor na predlog žirije, ki so jo sestavljali neodvisni strokovnjaki s področja trženja, oblikovanja in umetnostne zgodovine, ter preizkušena v vseevropski reprezentativni anketi. Eurobankovci so namenoma oblikovani tako, da ne vključujejo nobenih nacionalnih posebnosti – in so torej resnično evropski.²⁾

1) Glej „Kako je euro postal naš denar“, ECB 2007.

2) Glej „Euro banknote design exhibition“, ECB 2003.

Identični bankovci: nižji stroški in enostavnejše upravljanje gotovine

V igri je bila tudi vključitev nacionalnih elementov, na primer voditeljev držav ali monarhov, vendar je bila opuščena iz več razlogov. Izdelava identičnih eurobankovcev in upravljanje z zalogami takšnih bankovcev v nacionalnih centralnih bankah se je izkazala za lažjo in učinkovitejšo. Bankovci morajo biti prosto zamenljivi v celotnem euroobmočju. Zamenljivost omogoča, da lahko nizke zaloge bankovcev v eni nacionalni centralni banki dopolni druga nacionalna centralna banka iz svojih presežnih zalog, pri čemer nihče nima občutka, da ena država „preplavlja” drugo s „svojimi” bankovci in seveda nacionalnimi simboli. Poleg tega je bilo tudi sklenjeno, da se iz obtoka umaknjeni bankovci ne vračajo centralni banki, ki jih je izdala. Še en razlog za izključitev nacionalnih simbolov je bilo „združevanje” tiskanja bankovcev po letu 2002, kar pomeni, da določeno denominacijo zagotovita samo dve do štiri nacionalne banke, s čimer se doseže ekonomija obsega. Ta delitev dela bi bila manj učinkovita, če bankovci ne bi bili prosto zamenljivi.

Množična proizvodnja bankovcev se je začela sredi leta 1999 po več testnih tiskanjih in prilagoditvah začetnim specifikacijam. Ob konicah je 15 sodelujočih tiskarn vsako sekundo proizvedlo 400 bankovcev.

9.2 ZAMENJAVA GOTOVINE V EURO³⁾

Zamenjava gotovine v euro: nemotena in hitra...

Zamenjava vseh bankovcev in kovancev, ki so krožili med več kot 300 milijoni ljudi, je bila logistična operacija brez primere, tudi zaradi zelo kratkega trajanja. Uspeh je bil možen samo ob tesnem usklajevanju in sodelovanju vseh vpletenih strank. Zaradi tega so bile institucije EU, nacionalni organi, kreditne institucije, varnostna podjetja za prevoz gotovine, potrošniške organizacije in sektor prodajnih avtomatov na gotovino intenzivno vključeni v priprave vse od leta 1997. Eurosistem je oblikoval odbor za usklajevanje zamenjave gotovine, da bi usklajeval nacionalne aktivnosti v zvezi z zamenjavo gotovine in zagotovil hitro odzivanje na kakršne koli incidente. Na začetku leta 2002 je 8 milijard eurobankovcev in okrog 38 milijard eurokovanec v relativno kratkem času zamenjalo 6 milijard nacionalnih bankovcev in 29 milijard nacionalnih kovancev. Kljub zamenjavi takšnih velikanskih količin so se članice euroobmočja dogovorile za zelo kratka obdobja dvojnega obtoka, med štirimi tedni in dvema meseca, kar naj bi zmanjšalo stroške. Da bi še skrajšale obdobje drage hkratne obdelave dveh valut, so se tudi dogovorile, da bodo storile vse, da bi se do srede januarja 2002 lahko večina gotovinskih poslov opravljala v eurih. Dejansko se je teden po uvedbi eura 50% gotovinskih poslov že opravljalo v novi valuti.

...zaradi predhodne distribucije gotovine in informacijske kampanje

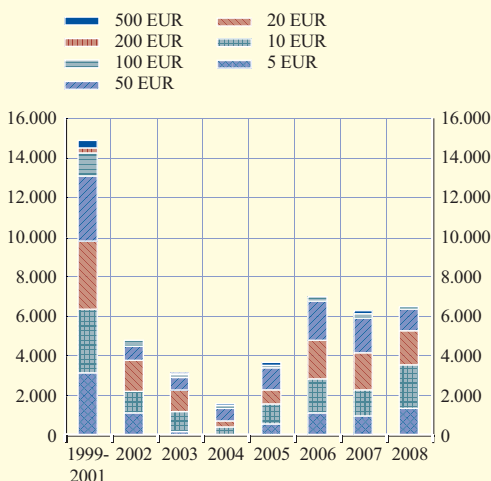
Obsežna predhodna distribucija eurogotovine bankam, trgovcem na drobno in drugim podjetjem, ki se je začela septembra 2001, je bila ključna za hitro in nemoteno zamenjavo. Omogočila je enakomernjšo razporeditev zmogljivosti nacionalnih centralnih bank in varnostnih podjetij za prevoz gotovine, s tem pa zmanjšala ozka grla pri dobavi gotovine. Eurosistem je banke z modelom odložene bremenitve spodbujal k zgodnji pripravi zalog bankovcev in k posredovanju dela zalog svojim poslovnim partnerjem. Cilj modela je bil nevtralizirati oportunitetne stroške obdelave gotovine, ki ne prinaša obresti. Pristop je bil uspešen: povedano v številkah, je bilo pred 1. januarjem 2002 dobavljenih skoraj 80% začetne zaloge bankovcev in 97% vseh potrebnih kovancev.

Eurosistem je izvedel 80 milijonov EUR vredno informacijsko kampanjo „Euro 2002”, ki je bila namenjena ljudem tako v euroobmočju kot zunaj njega. Kampanja je poleg informacij o eurogotovini

3) See „Evaluation of the 2002 cash changeover”, ECB 2002.

Graf 1 Obseg izdelave eurobankovcev

(v milijonih)



Vir: ECB.

(na primer o obliki in zaščitnih elementih bankovcev) pokrivala praktično vse vidike zamenjave. Med drugim je bil njen cilj ljudi spodbuditi k zmanjšanju imetij nacionalne gotovine in k plačevanju s točnimi zneski, tako da trgovci na drobno ne bi potrebovali velikih količin drobiža.

Za razliko od prvih članic euroobmočja so kasnejše članice – Slovenija januarja 2007 ter Ciper in Malta januarja 2008 – uvedle euro hkrati kot gotovinsko in elektronsko plačilno sredstvo. Potem ko je bila tem državam odobrena uvedba eura, zadevne nacionalne centralne banke zaradi tega niso imele dovolj časa, da bi si priskrbele potrebne eurobankovce. Zato jim je bilo dovoljeno, da si bankovce sposodijo iz zaloga bankovcev Eurosistema, pod pogojem, da jih „odplačajo“ v prihodnjih letih. ECB je v sodelovanju z nacionalnimi centralnimi bankami izvedla informacijsko kampanjo, podobno tisti z naslovom Euro 2002, da bi prebivalcem Slovenije, Cipra in Malte približala eurobankovce in eurokovance.

**Novе članice euroobmočja
si sprva sposodijo bankovce**

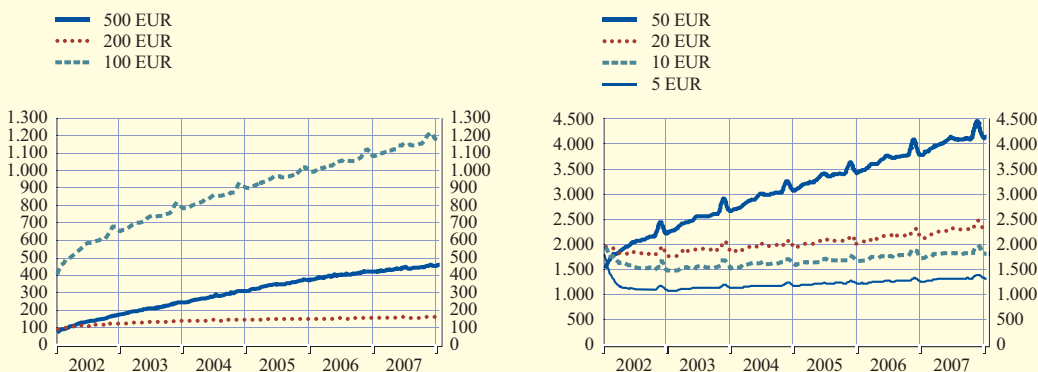
9.3 BANKOVCI V OBTOKU

Po zamenjavi gotovine se je število bankovcev v obtoku povečalo za več, kot bi lahko sklepali na podlagi količine nacionalnih valut v obtoku. Močna rast je bila predvsem posledica prilagajanja imetij gotovine, do katerega je prišlo med rezidenti in nerezidenti euroobmočja. Bankovci se

**Uporaba
eurobankovcev
močno raste**

Graf 2 Eurobankovci v obtoku

(v milijonih)



Vir: ECB.

namreč uporabljajo ne samo kot plačilno sredstvo, pač pa tudi kot hranilec vrednosti. Zaradi tega je možno, da so imetniki gotovine v euroobmočju zaradi drugačnih denominacij prilagodili svoja imetja gotovine in se odločili za višje vrednosti bankovcev, ki so bile na voljo. To je še zlasti smiselno v okolju z nizkimi obrestnimi merami in nizkimi inflacijskimi pričakovanji. Močno rast vrednosti gotovine v obtoku je mogoče pripisati dvema denominacijama, bankovcu za 100 EUR in bankovcu za 500 EUR. Vse manjše stopnje rasti eurobankovcev višjih vrednosti pa morda kaže, da se ta sprememba v povpraševanju po gotovini počasi bliža koncu. Ob koncu leta 2007 je bilo v obtoku okoli 12 milijard eurobankovcev v skupni vrednosti 677 milijard EUR. Vrednost eurobankovcev v obtoku je bila s tem višja od vrednosti dolarskih bankovcev v obtoku, ki je konec leta 2007, pri tečaju 1 EUR = 1,4721 USD, znašala okrog 540 milijard EUR. Uporabniki gotovine zunaj euroobmočja so začeli povečevati svoja imetja v eurih na račun imetij v nacionalnih valutah, ker se jim je to bolj splačalo. Po ocenah zunaj euroobmočja kroži 10% do 20% vrednosti eurobankovcev, pri čemer je verjetneje, da je dejanski odstotek bližje zgornji kot spodnji meji.

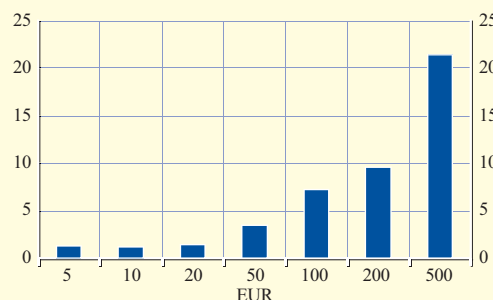
9.4 UPRAVLJANJE Z GOTOVINO

Usklajeno upravljanje z gotovino in razvoj bankovcev zagotavljata, da so eurobankovci dobro sprejeti tako v euroobmočju kot zunaj njega. V euroobmočju, kjer je valuta večnacionalna, se gotovina „premika“ iz ene države v drugo, predvsem v denarnicah turistov, pa tudi poslovnežev in ljudi, ki kopicijo gotovino, zaradi česar prihaja tako do pomanjkanja kot do presežka določenih denominacij bankovcev. Eurosistem uporablja sistem upravljanja skupnih zalog, s čimer odpravlja neravnovesja znotraj euroobmočja: sistem določa referenčne vrednosti, ki veljajo za logistične rezerve nacionalnih centralnih bank, in dovoljuje priložnostne masovne prenose od nacionalnih centralnih bank sprežkom bankovcev do nacionalnih centralnih bank s primanjkljajem bankovcev. Takšen sistem ponovnega vzpostavljanja ravnovesja nacionalnim centralnim bankam omogoča, da imajo nižje logistične zaloge. ECB s pomočjo podatkovne baze, tako imenovanega valutnega informacijskega sistema, spremlja nivo logističnih zalog, usklajuje njihovo čezmejno uporabo in plačuje njihove čezmejne prenose.

Kakovost eurobankovcev se s kroženjem slabša, ker se pri prehajanju iz rok v roke obrabijo ali umažejo, tako da jih na primer prodajni avtomati lahko zavrnejo. Zaradi tega bi lahko ljudje izgubili zaupanje v bankovce kot splošno sprejeto plačilno sredstvo. Eurosistem mora zaradi tega ohranjati neokrnjenost bankovcev, tj. poskrbeti, da so v obtoku le pristni in kakovosti bankovci. Kontrole pristnosti in „primernosti“ (kakovosti) bankovcev opravljajo naprave za hitro sortiranje bankovcev, ki preverjajo njihove različne zaščitne elemente in izpolnjevanje kakovostnih kriterijev, na primer umazanost, raztrganost in druge poškodbe. Bankovci so v nekaterih državah v obtoku dalj časa kot v drugih, kar je odvisno od nacionalne organizacije gotovinskega cikla. Dlje ko je bankovec v obtoku, bolj se obrabi in umaže. Svet ECB je zato leta 2001 določil minimalne kakovostne kriterije, ki jih morajo izpolnjevati bankovci, če naj jih nacionalne centralne banke vrnejo v obtok, sicer se morajo uničiti. Eurosistem

Graf 3 Povprečna življenjska doba
eurobankovcev

(v letih)



Vir: ECB.

1) Na dan 31. decembra 2007.

natančno spremlja kakovost bankovcev v obtoku z izvajanjem vsakoletnih naključnih pregledov. Dolgoročni cilj Eurosistema je povečati trpežnost eurobankovcev na primer z uporabo bolj odpornega substrata ali zaščitnega premaza, zlasti v primeru bankovcev nizkih denominacij, ki se najprej obrabijo in raztrgajo.

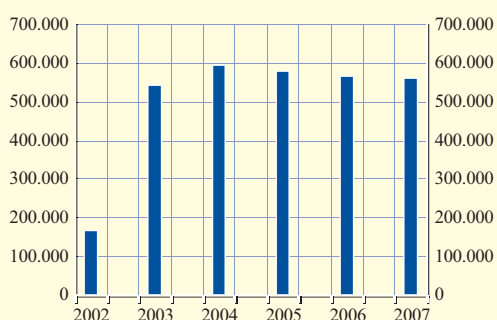
Leta 2004 je Svet ECB sprejel „Okvir delovanja za odkrivanje ponaredkov in razvrščanje eurobankovcev v kreditnih institucijah in pri drugih profesionalnih uporabnikih gotovine glede na primernost bankovcev za uporabo v obtoku”. To je niz pravil, ki urejajo „recikliranje” bankovcev ali njihovo ponovno dajanje v obtok. To od bank in drugih profesionalnih uporabnikov gotovine zahteva izvajanje kontrol primernosti in pristnosti. Tako bankovci zadostne kakovosti ostanejo v obtoku, če se banke odločijo, da bodo bankovce, prejete od strank, dale ponovno v obtok, namesto da bi jih predale centralni banki in v zameno prejele nove bankovce.

Takšna možnost recikliranja kreditnim institucijam in drugim profesionalnim uporabnikom gotovine omogoča uspešnejše in stroškovno učinkovitejše delo, ker morajo v centralno banko prevažati manj gotovine ali, povedano z drugimi besedami, ker je gotovinski cikel krajši. V skladu z okvirom recikliranja bankovcev je njihova ponovna izdaja v obtok prek bankomatov in drugih uporabniško upravljanih naprav dovoljena samo, če so bankovci preverjeni v napravah za obdelavo bankovcev, ki so uspešno opravile preizkus v centralni banki. Naprava je uspešno opravila preizkus, če samodejno odkrije in loči ponaredke in neprimerne bankovce. Seznam naprav za obdelavo bankovcev, ki so uspešno opravile preizkus in ki jih banke morajo uporabljati, je na voljo na spletni strani ECB.

Ker se eurobankovci uporabljajo v euroobmočju ne glede na meje, je z zblizevanjem gotovinskih storitev nacionalnih centralnih bank zagotovljena poštena konkurenca med vsemi zainteresiranimi stranmi na področju gotovine, še zlasti med varnostnimi podjetji za prevoz gotovine in bankami, ter jim omogoča, da v celoti izkoristijo prednosti skupne valute pri poslovanju, ki sega preko nacionalnih meja. Pomemben korak k zblizanju je bila določitev neplačljivih in plačljivih gotovinskih storitev nacionalnih centralnih bank. Eden zadnjih dosežkov na tem področju je, da nacionalne centralne banke svoje gotovinske storitve sedaj na zahtevo nudijo tudi kreditnim institucijam euroobmočja izven svoje pristojnosti („oddaljeni dostop”), stranke nacionalnih centralnih bank pa lahko polagajo eurokovance pri vseh centralnih bankah euroobmočja. Eurosistem razmišlja o nadaljnjih korakih, na primer o elektronski izmenjavi podatkov s kreditnimi

institucijami o pologih in dvigih gotovine ter o enotnih standardih embalaže bankovcev, ki naj bi jih uporabljale nacionalne centralne banke in njihove stranke.

Graf 4 Skupno število ponarejenih eurobankovcev, zaseženih v obtoku



Vir: ECB.

9.5 DRUGA SERIJA EUROBANKOVCEV

Centralne banke in druge denarne oblasti običajno nadgradijo svoje bankovce, potem ko so bili v obtoku nekaj let, da bi ostale korak pred ponarejevalci. Tudi Eurosistem bo uporabil ta previdnosti ukrep in pravkar razvija novo serijo eurobankovcev. Ponaredkov sicer ni veliko: v povprečju je v obtoku na leto zaseženih manj kot 600.000 ponaredkov – kar je zelo malo

...kot to počnejo kreditne institucije in drugi uporabniki gotovine

Območje z enotno gotovino zahteva konvergenco gotovinskih storitev NCB

Druga serija bankovcev bo izdana januarja 2011

glede na 12 milijonov bankovcev v obtoku – pri čemer gre v glavnem za ponaredke slabe do srednje kakovosti.

Prva denominacija druge serije naj bi po načrtih prišla v obtok 1. januarja 2011, nakar ji bodo v večletnem obdobju sledile še druge denominacije. Oblikovna podoba nove serije bo revolucionarna, ker bo prikazovala zdajšnja „obdobja in sloge v Evropi“, poleg tega pa bo imela še vrhunske in uporabniku prijazne zaščitne elemente. Glede funkcionalnosti oblikovne podobe in zaščitnih elementov druge serije se je ECB oprla na tržno raziskavo, ki je zajela laično in strokovno javnost, ter se posvetovala z glavnimi zainteresiranimi stranmi gotovinskega cikla. ECB bo zelo zgodaj objavila datum, po katerem zdajšnja serija ne bo več zakonito plačilno sredstvo, tj. od kdaj se ne bo več mogla uporabljati za plačevanje. Ne glede na to bodo nacionalne centralne banke še nedoločen čas odkupovale eurobankovce „stare“ serije.

Danes je euro globalna valuta. ECB bo skupaj s partnerskimi centralnimi bankami in Eurosystemom še naprej skrbela za eurobankovce, tako da bodo ti ostali dragoceno in cenjeno plačilno sredstvo v euroobmočju in zunaj njega.



10 ZAKLJUČEK

Z oblikovanjem ekonomske in monetarne unije (EMU) je bila vzpostavljena nova institucionalna ureditev ter nov okvir enotne denarne politike, katere cilj je cenovna stabilnost. V jedru tega okvira je ECB. Pričujoča posebna izdaja mesečnega biltena ob 10. obletnici ECB je skušala zajeti vse delo, ki sta ga v zadnjih desetih letih opravila ECB in Eurosistem, ter predstaviti najpomembnejše dosežke, ki sta jih zabeležila v tem zahtevnem obdobju. Da bi izpolnila svoj najpomembnejši cilj, torej ohranila stabilnost cen, mora ECB izvajati vrsto nalog in dejavnosti: nekatere navaja Pogodba o Evropski uniji, druge pa podpirajo okvir enotne denarne politike.

Z uvedbo eura je bilo treba razviti ustrezno institucionalno ureditev EMU. Kombinacija centralizirane denarne politike z decentralizirano – čeprav usklajeno – javnofinančno in strukturno politiko deluje večinoma zadovoljivo. Postopki usklajevanja odražajo vse večjo medsebojno povezanost držav euroobmočja. Evropske institucije in organi (kot so Evropski parlament, Ekonomsko-finančni svet, Euroskupina in drugi) si vedno intenzivneje izmenjujejo informacije in analize. Z nadaljnjim povezovanjem euroobmočja morajo zahteve Skupnosti vse bolj upoštevati tudi politike, ki so prvotno oblikovane na nacionalni ravni.

Denarna politika euroobmočja ima popolnoma nove značilnosti. Z novo institucionalno ureditvijo EMU je bila pristojnost za denarno politiko prenesena na ECB, ki je dobila jasen mandat in neodvisnost od političnega vmešavanja. Ta pomeni kombinacijo institucionalne neodvisnosti ter osebne, finančne in funkcionalne neodvisnosti. Terja tudi visoko stopnjo preglednosti in odgovornosti, vključno z obveznostjo poročanja Evropskemu parlamentu.

V denarni politiki ECB ima pomembno vlogo denarna analiza. Sklepi o denarni politiki se sprejemajo na osnovi kolektivnega razumevanja in vpogleda članov Sveta ECB. Ta kolegijski pristop se je v zadnjih desetih letih v euroobmočju dobro obnesel. Okvir je od prvega dne dalje deloval brez težav, tudi zahvaljujoč znanju in predanosti zaposlenih v Eurosistemu. Uspešno se je prilagodil tudi širitvi območja. Vseeno se različni elementi okvira še vedno razvijajo kot odziv na nove potrebe, tržne silnice, tehnične in organizacijske izboljšave ter pravne postopke.

Ko sta bila vzpostavljena ECB in Eurosistem, ni bilo jasno, kako bo euroobmočje delovalo potem, ko bodo države članice denarno povezane. Denarna politika v prvih letih obstoja euroobmočja in dotlej neznane okoliščine, v katerih je delovalo, so bile še posebej zahtevne. Na samem začetku so bila potrebna velika vlaganja v analitična orodja, raziskave in statistiko, ko so zaokročila delo, ki ga je pred tem že opravil Evropski monetarni inštitut (predhodnik ECB). Tako se zdaj uporablja široka paleta usklajenih statistik, modelov in drugih analitičnih orodij na ravni euroobmočja. Večina metodologij in podatkov je na voljo javnosti, saj jih pogosto obravnavajo članki v mesečnem biltenu in drugih publikacijah.

Nič manj pomembni niso dosežki Eurosistema v času po uvedbi eura. Javnost zdaj dobro razume strategijo denarne politike, ki jo izvaja ECB, in jo sprejema kot verodostojno. V zadnjih desetih letih je ta strategija zagotovila trdno izhodišče pri odzivanju na najrazličnejše izzive. Kljub vrsti eksogenih šokov je bila povprečna medletna inflacija po HIPC od uvedbe eura rahlo nad 2%. V večini držav euroobmočja je bila inflacija bistveno nižja kot v času pred uvedbo enotne valute. Prav tako je inflacija tudi bistveno manj nihala.

Kot kažejo donosnosti obveznic in rezultati anket, je ECB uspela zasidrati dolgoročno inflacijska pričakovanja. To sidranje odraža uspešnost strategije denarne politike ECB in sposobnost te strategije, da na srednji rok vzdržuje cenovno stabilnost. Za mnoge države euroobmočja je to velika prednost, ki je ne bi bilo mogoče doseči brez obstoja neodvisne ECB in Eurosistema.

Nova institucionalna ureditev EMU

Nov okvir z inovativnimi značilnostmi

...dobro deluje in je prilagodljiv

Na začetku nejasnosti...

...zdaj vrsta statistik, modelov in orodij

Nizka inflacija in podpora obrestnih mer

**...finančna integracija,
ustvarjanje novih delovnih
mest in...**

Skupni učinki eura so pozitivni. Prihranki, ki jih omogočajo stabilne cene in nizke obrestne mere, spodbujajo tudi druga ugodna ekonomska in finančna gibanja, ki se sicer postopno, a vztrajno uresničujejo. Ekonomske in finančne strukture namreč potrebujejo čas, da se razvijejo. Med državami je zdaj več blagovne in storitvene menjave, povezujejo jih tesnejše finančne vezi (kar po drugi strani pospešuje finančno poglobljanje in modernizacijo), vse več je neposrednih tujih naložb in čezmejnih imetij vrednostnih papirjev, vzdržna pa je tudi rast novih delovnih mest v euroobmočju kot celoti. Višja raven finančne in ekonomske odpornosti se je razvila v kompleksno mednarodno okolje. Z vse tesnejšim regionalnim in svetovnim povezovanjem se postopno krepi tudi mednarodni pomen eura ter njegova uporaba kot valute za rezerve in transakcije. Euro je zdaj druga najpomembnejša mednarodna valuta za ameriškim dolarjem, čeprav ima manjši svetovni doseg.

...mednarodni pomen eura

**Eurosistem dejavno
spodbuja finančno
integracijo...**

V zadnjih desetih letih je Eurosistem na več načinov dejavno prispeval h krepitvi finančne povezanosti, na primer z razvojem novih spoznanj, posredovanjem znanja, z obveščanjem in osveščanjem ter spremljanjem napredka na tem področju, pri čemer je uporabljal nabor kazalnikov finančne integracije, ki jih je razvila ECB. Deluje kot katalizator pri tržnih pobudah, ki prispevajo k finančni integraciji. K finančni povezanosti je Eurosistem prispeval tudi neposredno z izvajanjem centralnobančnih storitev, ki so na voljo v celotnem euroobmočju.

**...in ukrepe za finančno
stabilnost**

Eurosistem je bil v zadnjih desetih letih zelo dejaven tudi pri krepitvi struktur in sistemov, ki prispevajo k finančni stabilnosti. To je v zadnjih letih še toliko pomembneje zaradi vse bolj povezanih in hitro razvijajočih se finančnih trgov v Evropi. Eurosistem zato redno spremlja in ocenjuje stabilnost finančnega sistema, ECB pa objavlja polletna poročila o finančni stabilnosti, ki obravnavajo finančni sistem kot celoto, ter letne makrobonitetne in strukturne ocene bančnega sektorja EU. Nadalje Eurosistem redno svetuje in na druge načine prispeva k razvoju pravnega, regulativnega in nadzornega okvira za finančne storitve, predvsem na ravni EU. Na področju upravljanja finančnih kriz je Eurosistem na primer spodbujal razvoj prostovoljnih dogovorov o sodelovanju med organi oblasti, sodeloval v simulacijah kriznih razmer v okviru EU in euro-območja ter prispeval k razvoju analitičnega okvira za oceno finančnih kriz in k oblikovanju strateškega načrta Ekonomsko-finančnega sveta v letu 2007 za nadaljnji razvoj kriznega upravljanja v EU v prihodnjih letih. Na področju pregleda nad delovanjem tržne infrastrukture je Eurosistem uspešno prispeval k vzdrževanju varnega in učinkovitega pretoka denarja, vrednostnih papirjev in drugih finančnih instrumentov v plačilnih in poravnalnih sistemih.

Izzivi vseeno ostajajo

V teh desetih letih se je tudi pokazalo, da so temelji ekonomske in monetarne unije trdni in da so države, ki so sprejele euro, dosegle visoko stopnjo ekonomske konvergence. Vseeno pa nekateri izzivi še vedno obstajajo. Večina držav euroobmočja mora postati bolj prožnih, da se bodo lažje prilagajale različnim šokom. Povedano drugače, nadaljevati morajo strukturne reforme na svojih trgih proizvodov in dela. Takšne reforme bi bile brez EMU v vsakem primeru neizogibne. Nacionalne vlade morajo ves čas spremljati tudi napredek na področju konkurenčnosti svoje države. Finančna integracija je napredovala z velikimi koraki, vseeno pa je v več segmentih, npr. pri čezmejnem bančništvu, potreben nadaljnji razvoj. Okvir EU za finančno stabilnost še ni dosegel stabilnega stanja. Potrebne so stalne izboljšave, če želimo iti v korak s finančnim povezovanjem in inovacijami ter se uspešno odzivati na izzive, ki izhajajo iz kompleksnosti institucionalne ureditve EU.

**Euroobmočje kot nova
kolektivna identiteta**

Prednosti in ugodnosti, ki jih je prinesel euro, olajšujejo in pospešujejo prilagajanje in liberalizacijo nacionalnih gospodarstev. Reformam so v pomoč cenovna stabilnost, odprava napetosti, povezanih s periodičnimi tečajnimi krizami, do katerih je prihajalo pred uvedbo eura,

pa tudi stabilnost in povečana odpornost, ki je bila dosežena s preteklimi reformami. Poleg tega dejstvo, da se evropski „svet“ spreminja in da euroobmočje postaja vse tesneje povezano, določa tudi naš pogled na to, kako se bo ekonomska in monetarna unija razvijala v prihodnosti. Podjetja se vse močneje zavedajo vzajemnega vpliva svojih dejanj in odločitev na euroobmočje. Gospodinjstva se vse močneje zavedajo priložnosti, ki jih prinaša razširjeno ekonomsko in finančno območje. Javnost in njeni politični predstavniki pa začenjajo razmišljati tudi onkraj svojih nacionalnih meja in vedno bolj v kontekstu euroobmočja. Premik v mišljenju počasi postaja resničnost.

Današnji dosežki bi bili pred desetimi leti nepredstavljeni. Deset let po vzpostavitvi EMU dejansko imamo dober razlog za slavlje. Seveda se zaupanja nikoli ne dobi za vedno. Tudi v prihodnje se bodo pojavljali novi izzivi, na katere moramo biti pozorni in jih pravočasno zaznati. Toda danes Evropa uživa zaupanje in enotna valuta je trdna.

SKLADIŠČE STATISTIČNIH PODATKOV

The screenshot displays the ECB Statistical Data Warehouse interface. On the left, there is a navigation menu with categories like 'Economic Concepts', 'Monetary operations', and 'Reports'. The main content area is titled 'Statistical Data Warehouse' and features a 'Selected Indicators for the Euro Area' table. Below this table is a 'Release Calendar for Euro Area Statistics (next 5 publications)' table. To the right of the indicators table is a line chart titled 'Inflation rate (HICP)' showing the percentage change from 1999 to 2008.

Selected Indicators for the Euro Area

Indicator	Euro Area	Reference Period
Inflation rate (HICP)	3.3	2008Apr
Monetary aggregate M3	10.3	2008Mar
GDP in previous year's prices (economic growth)	2.2	2007Q4
Unit labour costs	2.0	2007Q4
Population (in millions)	321	2008
Unemployment rate (as a % of labour force)	7.1	2008Mar
Labour productivity	0.5	2007Q4
Current account balance (as a % of GDP)	0.47	2007Q4
US dollar /Euro exchange rate	1.5439	14 May 2008
Government deficit (-) / surplus (+) (as a % of GDP)	-0.8	2007Q3
Government debt (as a % of GDP)	68.1	2007Q3

Release Calendar for Euro Area Statistics (next 5 publications)

Release Date	Indicator	Reference Period
2008-05-15	Euro area HICP statistics (seasonally adjusted)	2008 Q4
2008-05-23	Euro area securities issues statistics	2008 Q2
2008-06-28	Euro area monthly balance of payments	2008 Q2
2008-08-20	Monetary developments in the euro area	2008 Q4 end
2008-09-09	MFI interest rate statistics	2008 Q4

Inflation rate (HICP)

Skладиšče statističnih podatkov ECB je dostopno na <http://sdw.ecb.europa.eu>. Več informacij je dosegljivih na oddelku Pomoč v tem ozadju.

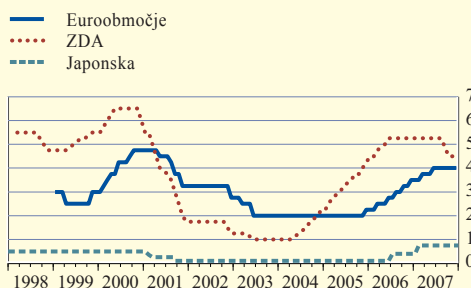
PRILOGA

10 LET STATISTIKE ECB IN PRIMERJAVA Z DRUGIMI VEČJIMI GOSPODARSKIMI OBMOČJI

1. Ključne obrestne mere centralne banke

(konec obdobja)

	Euroobmočje ¹⁾	Evropska unija	ZDA	Japonska
1998	-	-	4,75	0,50
1999	3,00	-	5,50	0,50
2000	4,75	-	6,50	0,50
Širitev euroobmočja				
2001	3,25	-	1,75	0,10
2002	2,75	-	1,25	0,10
2003	2,00	-	1,00	0,10
2004	2,00	-	2,25	0,10
2005	2,25	-	4,25	0,10
2006	3,50	-	5,25	0,40
Širitev euroobmočja				
2007	4,00	-	4,25	0,75



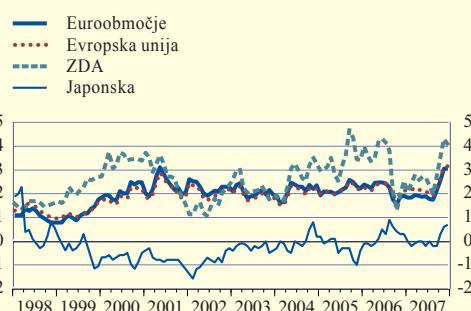
Viri: ECB, Federal Reserve System in Bank of Japan.

1) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 1, oddelek 1.2) in v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 8, oddelek 8.1) ter dostopno prek ECB Statistical Data Warehouse (skladišča statističnih podatkov ECB) (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV).

2. Stopnja inflacije (HICP/CPI)

(medletne spremembe v odstotkih)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija ²⁾	ZDA ³⁾	Japonska ³⁾
Povprečje 1989–98	2,9	-	3,3	1,5
1998	1,1	1,3	1,6	0,7
1999	1,1	1,2	2,2	-0,3
2000	2,1	1,9	3,4	-0,7
Širitev euroobmočja				
2001	2,3	2,2	2,8	-0,8
2002	2,2	2,1	1,6	-0,9
2003	2,1	2,0	2,3	-0,2
2004	2,1	2,0	2,7	0,0
2005	2,2	2,2	3,4	-0,3
2006	2,2	2,2	3,2	0,2
Širitev euroobmočja				
2007	2,1	2,3	2,9	0,1



Viri: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics in statistični urad Japonske.

1) HICP. Uporabljeni podatki so ocenjeni na podlagi nacionalnih indeksov cen življenjskih potrebščin. Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 5, oddelek 5.1.1) in dostopno prek ECB Statistical Data Warehouse (skladišča statističnih podatkov ECB) (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX).

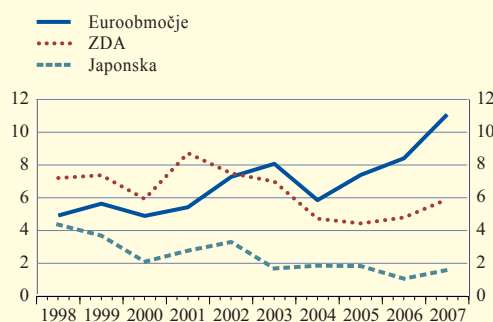
2) HICP. Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 11, oddelek 11.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX).

3) Nacionalni indeksi cen življenjskih potrebščin. Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.2).

3. Agregat širokega denarja

(medletne spremembe v odstotkih)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija	ZDA ²⁾	Japonska ²⁾
Povprečje 1989–98	6,3	-	3,7	4,2
1998	4,9	-	7,2	4,4
1999	5,6	-	7,4	3,7
2000	4,9	-	5,9	2,1
Širitev euroobmočja				
2001	5,4	-	8,7	2,8
2002	7,3	-	7,5	3,3
2003	8,1	-	7,0	1,7
2004	5,8	-	4,7	1,9
2005	7,4	-	4,4	1,8
2006	8,4	-	4,8	1,1
Širitev euroobmočja				
2007	11,1	-	5,9	1,6



Viri: ECB, Federal Reserve System in Bank of Japan.

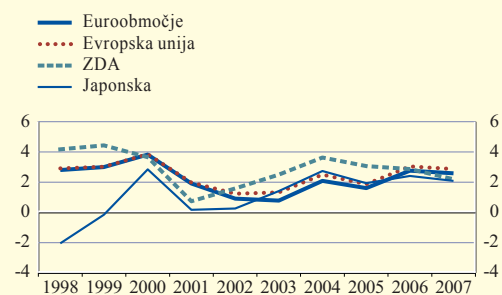
1) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 2, oddelek 2.3) in v Žepnem statističnem priročniku (poglavje 1, oddelek 1.2.) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E).

2) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 9, oddelek 9.2) in v Žepnem statističnem priročniku (poglavje 1, oddelek 1.2).

4. BDP¹⁾

(medletne spremembe v odstotkih)

	Euro-območje ²⁾	Evropska unija ³⁾	ZDA ⁴⁾	Japonska ⁵⁾
Povprečje 1989–98	2,2	2,2	3,0	1,9
1998	2,8	2,9	4,2	-2,0
1999	3,0	3,0	4,4	-0,1
2000	3,8	3,9	3,7	2,9
2001	1,9	2,0	0,8	0,2
2002	0,9	1,2	1,6	0,3
2003	0,8	1,3	2,5	1,4
2004	2,1	2,5	3,6	2,7
2005	1,6	1,9	3,1	1,9
2006	2,8	3,1	2,9	2,4
2007	2,6	2,9	2,2	2,1



Viri: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Research Institute in izračuni ECB.

1) Letni podatki niso prilagojeni različnemu številu delovnih dni.

2) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 5, oddelek 5.2.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

3) Objavljeno v Žepnem statističnem priručniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.2) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.VI.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A).

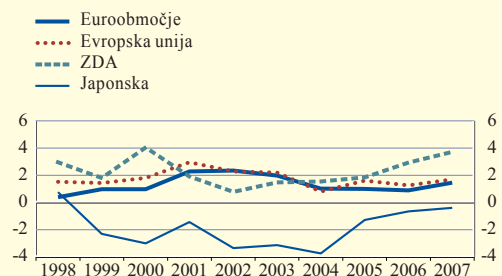
4) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 9, oddelek 9.2.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 9, oddelek 9.2.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JP.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A).

5. Stroški dela na enoto

(medletne spremembe v odstotkih)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija ²⁾	ZDA ³⁾	Japonska ³⁾
Povprečje 1989–98	2,4	-	2,2	0,8
1998	0,4	1,5	3,0	0,8
1999	1,0	1,4	1,8	-2,3
2000	1,0	1,8	4,0	-3,0
2001	2,3	3,0	1,9	-1,4
2002	2,3	2,3	0,8	-3,3
2003	2,0	2,2	1,5	-3,1
2004	1,0	0,8	1,5	-3,8
2005	1,0	1,6	1,9	-1,3
2006	0,9	1,3	2,9	-0,6
2007	1,5	1,7	3,7	-0,4



Viri: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis,

Viri: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Research Institute in izračuni ECB.

1) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 5, oddelek 5.1.4) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I).

2) Objavljeno v Žepnem statističnem priručniku ECB (poglavje 11, oddelek 11.4).

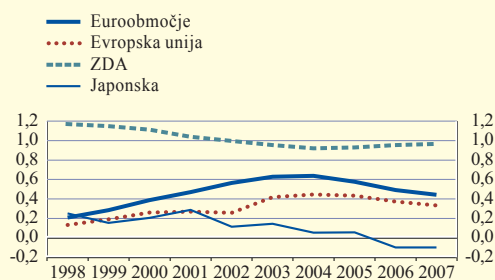
3) Izračuni ECB.

6. Prebivalstvo

(v milijonih)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija ²⁾	ZDA ³⁾	Japonska ⁴⁾
Povprečje 1989–98 ⁵⁾	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 ⁶⁾	319	495	302	128

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, US Census Bureau in Japonski statistični urad.

1) Letno povprečje. Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 2, oddelek 2.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).2) Letno povprečje. Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 11, oddelek 11.6) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).

3) Podatki se nanašajo na prebivalstvo na sredini leta. Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.1).

4) Podatki se nanašajo na prebivalstvo na dan 1. oktobra. Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.1).

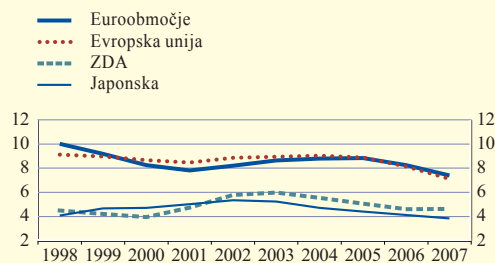
5) 1991–1998 za primer euroobmočja; 1993–98 za primer Evropske unije.

6) Podatki za euroobmočje, EU in Japonsko so deloma napovedi.

7. Brezposelnost

(v odstotkih delovne sile)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija ²⁾	ZDA ³⁾	Japonska ³⁾
Povprečje 1989–98	9,4	-	5,9	2,8
1998	10,0	9,1	4,5	4,1
1999	9,2	9,0	4,2	4,7
2000	8,3	8,7	4,0	4,7
2001	7,8	8,5	4,7	5,0
2002	8,2	8,9	5,8	5,4
2003	8,6	8,9	6,0	5,3
2004	8,8	9,0	5,5	4,7
2005	8,9	8,9	5,1	4,4
2006	8,2	8,2	4,6	4,1
2007	7,4	7,1	4,6	3,9



Viri: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics in Statistični urad Japonske.

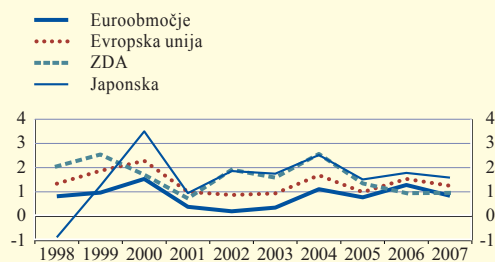
1) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 5, oddelek 5.3.2) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.I4.N.UNEH.RTT000.4.000).2) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 11, oddelek 11.7) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000).

3) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.2).

8. Produktivnost dela

(medletne spremembe v odstotkih)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija ²⁾	ZDA ³⁾	Japonska ³⁾
Povprečje 1989–98	1,7	-	1,5	1,3
1998	0,8	1,3	2,1	-0,9
1999	1,0	1,9	2,5	1,3
2000	1,5	2,3	1,7	3,5
2001	0,4	1,0	0,7	0,9
2002	0,2	0,9	1,9	1,9
2003	0,3	0,9	1,6	1,7
2004	1,1	1,7	2,6	2,5
2005	0,8	1,0	1,3	1,5
2006	1,3	1,5	0,9	1,8
2007	0,8	1,3	1,0	1,6



Viri: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Research Institute in izračuni ECB.

1) Sprememba BDP na zaposlenega. Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.2).

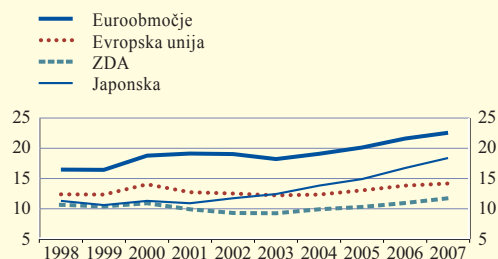
2) Sprememba BDP na zaposlenega. Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.2) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.1).

3) Izračuni ECB.

9. Izvoz blaga in storitev¹⁾

(kot odstotek BDP)

	Euro-območje ²⁾	Evropska unija ³⁾	ZDA	Japonska
1998	16,5	12,4	10,7	11,3
1999	16,4	12,3	10,4	10,6
2000	18,8	14,1	10,9	11,3
2001	19,1	12,8	9,9	10,9
2002	19,1	12,5	9,3	11,7
2003	18,3	12,2	9,3	12,4
2004	19,1	12,3	9,9	13,8
2005	20,1	13,1	10,3	14,9
2006	21,6	13,9	11,0	16,8
2007	22,6	14,2	11,8	18,4



Viri: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan in japonsko ministrstvo za finance.

1) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.1).

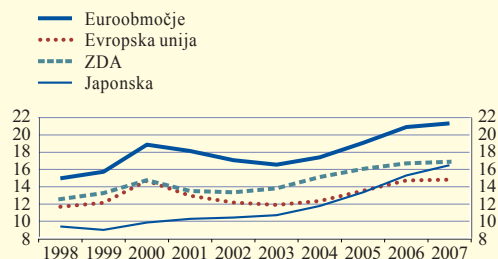
2) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_EXP_PGDP.4F_N).

3) Podatki do leta 2000 se nanašajo na EU15, v obdobju od 2001 do 2003 na EU25, in od leta 2004 naprej na EU27.

10. Uvoz blaga in storitev¹⁾

(kot odstotek BDP)

	Euro-območje ²⁾	Evropska unija ³⁾	ZDA	Japonska
1998	15,0	11,7	12,6	9,4
1999	15,7	12,1	13,3	9,0
2000	18,9	14,7	14,8	9,9
2001	18,2	13,0	13,5	10,3
2002	17,1	12,2	13,4	10,4
2003	16,6	11,9	13,8	10,7
2004	17,4	12,3	15,1	11,8
2005	19,1	13,4	16,1	13,4
2006	20,9	14,7	16,7	15,3
2007	21,4	14,7	16,9	16,5



Viri: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan in japonsko ministrstvo za finance.

1) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.1).

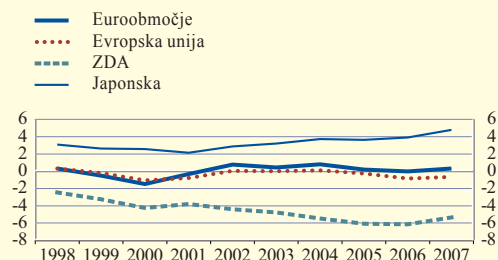
2) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.I3.BP_IMP_PGDP.4F_N).

3) Podatki do leta 2000 se nanašajo na EU15, v obdobju od 2001 do 2003 na EU25, in od leta 2004 naprej na EU27.

11. Tekoči račun plačilne bilance¹⁾

(kot odstotek BDP)

	Euro-območje ²⁾	Evropska unija ³⁾	ZDA	Japonska
1998	0,3	0,3	-2,5	3,1
1999	-0,5	-0,2	-3,3	2,6
2000	-1,5	-1,1	-4,3	2,6
2001	-0,3	-0,8	-3,8	2,1
2002	0,8	0,0	-4,4	2,9
2003	0,4	0,0	-4,8	3,2
2004	0,8	0,1	-5,5	3,7
2005	0,2	-0,2	-6,1	3,6
2006	0,0	-0,7	-6,2	3,9
2007	0,3	-0,6	-5,3	4,8



Viri: ECB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan in japonsko ministrstvo za finance.

1) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.1).

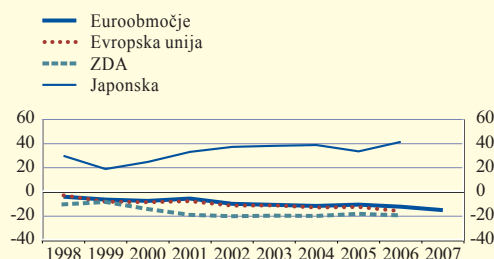
2) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N_PGDP.4F_N).

3) Podatki do leta 2000 se nanašajo na EU15, v obdobju od 2001 do 2003 na EU25, in od leta 2004 naprej na EU27.

12. Mednarodno neto stanje investicij¹⁾

(v odstotku BDP)

	Euro-območje ²⁾	Evropska unija	ZDA	Japonska
1998	-3,7	-2,8	-10,2	29,9
1999	-6,1	-7,9	-8,3	19,0
2000	-7,3	-8,4	-14,1	24,8
2001	-5,5	-7,6	-19,0	33,2
2002	-9,7	-11,2	-19,9	37,3
2003	-10,5	-11,0	-19,5	38,2
2004	-11,4	-12,8	-19,6	38,7
2005	-10,4	-12,3	-18,0	33,7
2006	-12,1	-15,8	-19,2	41,4
2007	-15,0	-	-	-



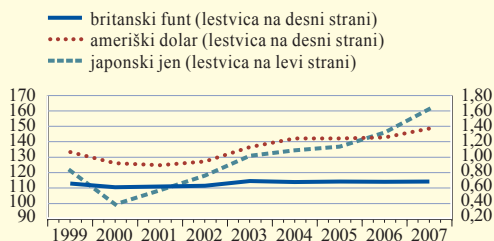
Viri: ECB, Eurostat, Urad ZDA za ekonomske analize, Japonska centralna banka in japonsko Ministrstvo za finance.

1) Objavljeno v Žepnem statističnem priručniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.1).

2) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_IIP_NT.PGDP.4F_N).13. Menjalni tečaj evra¹⁾

(nacionalne valute za evro)

	Ameriški dolar ²⁾	Japonski jen ³⁾	Britanski funt ⁴⁾
Povprečje 1989–98 ⁵⁾	1,1974	143,97	0,73198
1999	1,0658	121,32	0,65874
2000	0,9236	99,47	0,60948
2001	0,8956	108,68	0,62187
2002	0,9456	118,06	0,62883
2003	1,1312	130,97	0,69199
2004	1,2439	134,44	0,67866
2005	1,2441	136,85	0,68380
2006	1,2556	146,02	0,68173
2007	1,3705	161,25	0,68434



Viri: ECB.

1) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 8, oddelek 8.2) in v Žepnem statističnem priručniku ECB (poglavje 4, oddelek 4.10).

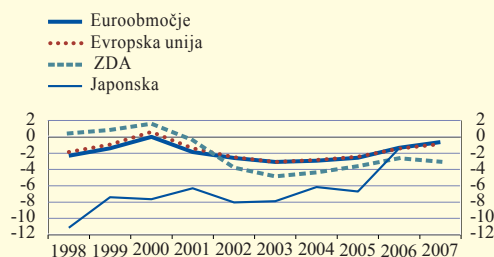
2) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A).3) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A).4) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A).

5) Podatki za december 1998 (sestavila Evropska komisija) se nanašajo na ECU.

14. Proračunski primanjkljaj (-) / presežek (+)

(v odstotku BDP)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija ¹⁾	ZDA ³⁾	Japonska ⁴⁾
1998	-2,3	-1,9	0,4	-11,2
1999	-1,4	-1,0	0,9	-7,4
2000	0,0	0,6	1,6	-7,6
2001	-1,8	-1,4	-0,4	-6,3
2002	-2,6	-2,5	-3,8	-8,0
2003	-3,1	-3,1	-4,8	-7,9
2004	-2,9	-2,8	-4,4	-6,2
2005	-2,6	-2,5	-3,6	-6,7
2006	-1,3	-1,4	-2,6	-1,4
2007	-0,6	-0,9	-3,0	-



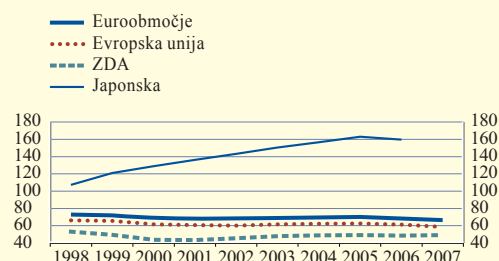
Viri: ECB, Evropska komisija, Urad ZDA za ekonomske analize in Japonski inštitut za ekonomske in socialne raziskave.

1) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 6, oddelek 6.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).2) Objavljeno v Žepnem statističnem priručniku ECB (poglavje 11, oddelek 8) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G).3) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 9, oddelek 9.2) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).4) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 9, oddelek 9.2) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

15. Državni dolg

(v odstotku BDP)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija ²⁾	ZDA ³⁾	Japonska ⁴⁾
1998	72,8	66,3	53,0	107,2
1999	72,0	65,7	49,4	120,9
2000	69,3	61,7	43,7	129,0
2001	68,2	60,8	43,2	136,4
2002	68,0	60,2	45,4	143,3
2003	69,2	61,7	48,0	150,5
2004	69,6	62,1	48,9	156,8
2005	70,2	62,6	49,2	163,2
2006	68,5	61,3	48,6	159,5
2007	66,4	58,7	49,2	-



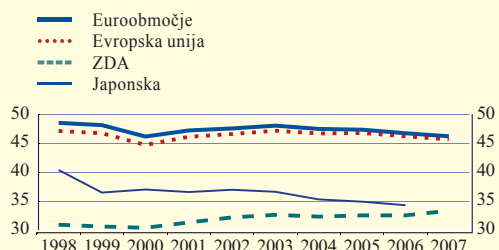
Viri: ECB, Evropska komisija, Sistem zveznih rezerv in Japonska centralna banka.

- 1) Objavljeno v Mesečnem biltnu (poglavje 6, oddelek 6.2) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).
- 2) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 11, oddelek 11.9) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G).
- 3) Objavljeno v Mesečnem biltnu (poglavje 9, oddelek 9.2) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).
- 4) Objavljeno v Mesečnem biltnu (poglavje 9, oddelek 9.2) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

16. Državna poraba

(v odstotku BDP)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija ²⁾	ZDA ³⁾	Japonska ⁴⁾
1998	48,6	47,2	31,1	40,5
1999	48,2	46,8	30,8	36,6
2000	46,2	44,8	30,6	37,1
2001	47,3	46,2	31,5	36,7
2002	47,6	46,6	32,4	37,1
2003	48,1	47,2	32,8	36,7
2004	47,5	46,7	32,5	35,5
2005	47,4	46,8	32,7	35,1
2006	46,8	46,3	32,7	34,4
2007	46,3	45,8	33,5	-



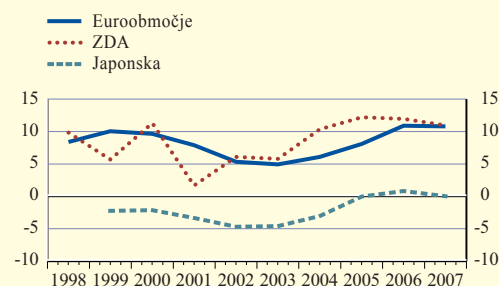
Viri: ECB, Evropska komisija, Urad ZDA za ekonomske analize in Japonski inštitut za ekonomske in socialne raziskave.

- 1) Objavljeno v Mesečnem biltnu (poglavje 6, oddelek 6.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).
- 2) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 11, oddelek 11.10) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G).
- 3) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).
- 4) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.1) in dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

17. Bančna posojila: Posojila MFI privatnemu sektorju

(letna sprememba v odstotkih)

	Euro-območje ¹⁾	Evropska unija	ZDA	Japonska
Povprečje 1989–98	7,1	-	5,6	-
1998	8,4	-	9,8	-
1999	10,0	-	5,7	-2,3
2000	9,6	-	11,3	-2,2
Širitev euroobmočja				
2001	7,9	-	1,7	-3,4
2002	5,3	-	6,1	-4,7
2003	4,9	-	5,8	-4,6
2004	6,1	-	10,3	-3,0
2005	8,1	-	12,2	0,0
2006	10,9	-	11,9	0,8
Širitev euroobmočja				
2007	10,8	-	10,9	0,0



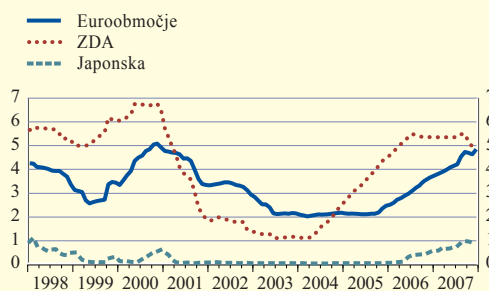
Viri: ECB, Sistem zveznih rezerv in Japonska centralna banka.

- 1) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.quickview.do?SERIES_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E).

18. 3-mesečna medbančna obrestna mera za depozite¹⁾

(v odstotkih na leto; povprečja obdobja)

	Euro-območje ²⁾	Evropska unija	ZDA ³⁾	Japonska ⁴⁾
1998	3,96	-	5,57	0,66
1999	2,96	-	5,41	0,22
2000	4,40	-	6,53	0,28
Širitev euroobmočja				
2001	4,26	-	3,78	0,15
2002	3,32	-	1,80	0,08
2003	2,33	-	1,22	0,06
2004	2,11	-	1,62	0,05
2005	2,18	-	3,56	0,06
2006	3,08	-	5,19	0,30
Širitev euroobmočja				
2007	4,28	-	5,30	0,79



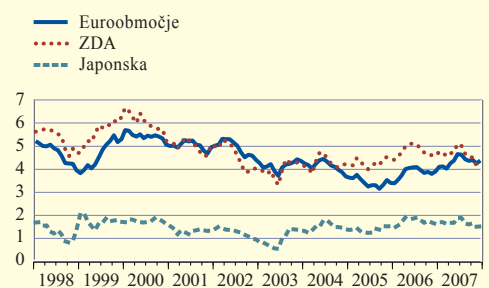
Viri: Evropska bančna federacija in Združenje bank Britanije.

1) Objavljeno v Mesečnem biltenu (poglavje 4, oddelek 4.6) in v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 9, oddelek 9.5).

2) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST).3) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST).4) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST).19. Donos 10-letne državne obveznice¹⁾

(v odstotkih na leto; povprečja obdobja)

	Euro-območje ²⁾	Evropska unija	ZDA ³⁾	Japonska ⁴⁾
Povprečje 1989–98	8,38	-	6,94	4,23
1998	4,71	-	5,33	1,30
1999	4,66	-	5,63	1,76
2000	5,44	-	6,03	1,76
Širitev euroobmočja				
2001	5,03	-	5,01	1,34
2002	4,92	-	4,60	1,27
2003	4,16	-	4,00	0,99
2004	4,14	-	4,26	1,50
2005	3,44	-	4,28	1,39
2006	3,86	-	4,79	1,74
Širitev euroobmočja				
2007	4,33	-	4,63	1,68



Viri: ECB, Reuters in Thomson Financial Datastream.

1) Objavljeno v Žepnem statističnem priročniku ECB (poglavje 1, oddelek 1.2).

2) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD).3) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10Y_TT.YLD).4) Dostopno prek Skladišča statističnih podatkov ECB (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10Y_TT.YLD).

SPLOŠNE OPOMBE

V prilogi sta prikazana razvoj ključnih statističnih kazalnikov v zadnjih desetih letih in po možnosti povprečna vrednost kazalnika v desetih letih pred uvedbo eura. Podatki, predstavljeni v tabelah, so izraženi na letni osnovi, in če ni drugače navedeno, opisujejo medletne spremembe v odstotkih.

Večina podatkovnih vrst za euroobmočje se nanaša na Euro 13 (tj. euroobmočje, vključno s Slovenijo). Vendar pa se podatki o državnih financah nanašajo na Euro 15 (tj. euroobmočje, vključno s Ciprom in Malto), pri obrestnih merah, denarnih statistikah in HICP pa statistične vrste euroobmočja zajemajo države članice EU, ki so uvedle euro v obdobju, na katerega se nanašajo statistični podatki (podroben opis je v splošnih opombah v poglavju o statističnih podatkih euroobmočja v Mesečnem biltenu ECB). Sprememba sestave euroobmočja je v tabelah označena z vodoravno črto.

ISSN 1561-0136



9 771561 013006