

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

SRĐAN VUKOVIĆ

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**INSTITUCIONALNE SPREMEMBE IN
DENARNA POLITIKA EMU V OBDOBJU
FINANČNE KRIZE**

Ljubljana, september 2010

SRĐAN VUKOVIĆ

I Z J A V A

Študent Srđan Vuković izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Bogomirja Kovača in dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 16. septembra 2010

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 DOSEDANJI INSTITUCIONALNI RAZVOJ EMU	3
1.1 Zgodovina in nastanek EMU	3
1.1.1 Zgodnji razvoj ekonomskih in monetarnih integracij v Evropi	3
1.1.2 Pogodba o Evropski uniji in uvedba evra	3
1.1.3 Lizbonska pogodba in institucionalne spremembe EU	4
1.2 Temeljne naloge in delovanje EMU	5
1.2.1 Naloge Evrosistema	5
1.2.2 Organi odločanja ECB in njihovo delovanje glede na organe EU	6
1.3 Denarna politika EMU	7
1.3.1 Opredelitev cilja, operativni okvir in instrumenti denarne politike	7
2 GLOBALNA FINANČNA KRIZA IN POLOŽAJ EMU	9
2.1 Nastanek in prihod finančne krize v Evropo	9
2.2 Institucionalni položaj EMU v finančni krizi	11
3 DENARNA POLITIKA ECB V RAZMERAH FINANČNE KRIZE	16
3.1 Novi instrumenti	16
3.2 Spremembe ključne obrestne mere	17
3.3 Dodajanje likvidnosti	18
3.4 Nestandardni monetarni ukrepi	19
3.5 Premoženjska bilanca Evrosistema	20
3.6 Grška kriza javnega dolga in ukrepi EMU	21
4 PREDLOGI UKREPOV EKONOMSKE POLITIKE EMU	23
4.1 Uvod in vzroki za ukrepanje EMU	23
4.2 Širši makroekonomski nadzor	24
4.2.1 Nadzor makroekonomskih neravnovesij	24
4.2.1.1 Preventivni ukrepi kot opozorilni mehanizem	24
4.2.1.2 Korektivni ukrepi kot izvršilni mehanizem	25
4.2.2 Tematski nadzor strukturnih reform	26
4.3 Nacionalni fiskalni okvirji	26
4.4 Fiskalna vzdržnost v okviru Pakta za stabilnost in rast	27
4.5 Izvajanje gospodarskega nadzora na podlagi kazni in spodbud	28
4.6 Cikel usklajevanja v evropskem semestru	29
5 EVROPA 2020 IN PRIHODNJI IZZIVI EKONOMSKE POLITIKE EMU	31
5.1 Opredelitev strategije izhoda iz krize	31
5.2 Reforma finančnega sistema	32
5.3 Konsolidacija proračuna za dolgoročno rast	32
5.4 Notranje institucionalno usklajevanje EMU	33
SKLEP	34
LITERATURA IN VIRI	36
PRILOGE	

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Struktura Evrosistema in Evropskega sistema centralnih bank</i>	<i>5</i>
<i>Slika 2: Organi odločanja v ECB</i>	<i>6</i>
<i>Slika 3: Shema instrumentov denarne politike ECB</i>	<i>8</i>
<i>Slika 4: Pregled obrestnih mer ECB in obrestne mere denarnega trga v obdobju 1999-2009</i>	<i>9</i>
<i>Slika 5: Ocene bančnih odpisov in izgub v obdobju od 2007 do 2010 po kontinentih (v mrd \$) .</i>	<i>11</i>
<i>Slika 6: Mehanizem za zagotovitev sistema stalne stabilnosti evra.....</i>	<i>22</i>
<i>Slika 7: Konsolidirani javni dolgovi in največji proračunski primanjkljaji držav članic EU v odstotkih BDP leta 2009.....</i>	<i>22</i>
<i>Slika 8: Časovni pregled dogodkov evropskega semestra</i>	<i>30</i>

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Zniževanje ključne obrestne mere ECB v času globalne finančne krize</i>	<i>17</i>
<i>Tabela 2: Prikaz likvidnostnih zneskov in instrumentov pred krizo in v času krize</i>	<i>18</i>
<i>Tabela 3: Nestandardni ukrepi ECB od 1.8.2007 do 1.8.2010.....</i>	<i>19</i>
<i>Tabela 4: Konvencionalna bilanca stanja Evrosistema (v mio EUR)</i>	<i>20</i>

UVOD

»*Alea iacta est*« - kocka je padla. Tako je ob »velikem poku« Slovenija 1. januarja 2007 kot trinajsta članica vstopila v veliko skupino evroobmočja z danes več kot 325 milijoni prebivalcev in s tem prevzela skupno evropsko valuto - evro. To je bil po vstopu države v Evropsko unijo (EU) tudi eden najpomembnejših projektov v zadnjem desetletju. Z vključitvijo v Ekonomsko in monetarno unijo (EMU) in prevzemom evra države članice prenesejo določene nacionalne suverenosti odločanja na skupne institucije nadnacionalnih tvorb in hkrati prevzemajo članice skupno denarno politiko, ki sovпада s ciljem cenovne in finančne stabilnosti, za katerega je zadolžena Evropska centralna banka (ECB). Države članice EMU so zavezane k višji skupni rasti in gospodarski konvergenci.

EMU je dolgoročni politični in ekonomski projekt, pomeni najvišji dosedANJI napredek v procesu gospodarskega povezovanja in predstavlja temeljni steber EU. Slednja brez trdnega nadaljnega povezovanja in napornih usklajevanj držav na različnih področjih politik zagotovo ne bo pomemben igralec v svetu. Države članice EU se namreč še niso dokončno odpovedale in prevalele vseh svojih nacionalnih suverenosti na EU. Države imajo enotni trg, skupno valuto in tudi vse bolj harmonizirane fiskalne politike, vendar je reprezentant fiskalne suverenosti in drugih politik odločanja še vedno država.

Vodilni svetovni konkurenčni trgi so doslej EMU in skupno valuto evro že sprejeli kot dejstvo in jo pri svojih odločitvah že dodobra usvojili. Glede na doslej naraščajoče medsebojno sodelovanje držav in mednarodno menjavo znotraj skupnega evropskega trga ter vpričo rastoče svetovne konkurence je uvedba skupne enotne valute v Evropi nuja realnosti, normativna moč dejanskega in edina realna možnost s katero se je morala soočiti politika držav članic EU.

Evro se je na ravni potrošnikov, podjetij, finančnih institucij in v državah hitro ustalil in že prinesel številne koristi, vendar pa takšna daljnosežna odločitev, kot je uvedba skupne valute, znotraj držav članic, ki so si medsebojno z makroekonomskega vidika precej različne in neusklajene, ni povsem brez slabosti in tveganj ter omejitev, ki lahko privedejo do destruktivnih situacij gospodarsko finančne nestabilnosti držav in težavnosti pri iskanju ter realizaciji potencialnih rešitev iz kriznih razmer. To se kaže zlasti in prvovrstno v luči sedanje hitro razširjene globalne finančne krize, kjer smo priča množičnim gospodarskim problemom, ki pestijo tako nepripravljene evropske države članice, kot tudi nadnacionalni institucionalni ustroj EMU, ki skupaj z relativno zamudnimi ukrepi skušajo reševati neugoden položaj bančnega sistema in gospodarstva ter preprečiti hujše posledice.

V tem času se poleg omenjene aktualne ameriške finančne krize, ki se je globalno razširila in prizadela evropsko gospodarstvo, EMU sooča še z globokimi notranje institucionalnimi težavami, neusklajenimi ekonomskimi politikami in fiskalnim področjem, naraščajočimi proračunskimi primanjkljaji in javnodolžniško krizo, naraščujočo brezposelnostjo, splošno stagnacijo gospodarstva in problemi z realizacijo prepotrebnih strukturnih reform, kar le še otežuje trenutni položaj.

Namen diplomskega dela je zlasti znatno prispevati k boljšemu razumevanju in pomenu EMU v okviru EU in podrobneje analizirati aktualne problematike s katerimi se sooča EMU v obdobju finančne krize.

Z diplomskim delom želim predvsem ciljno s pomočjo preučitve nabora kakovostne literature in virov, ki je na voljo v različnih oblikah, sistematično spoznati, razumeti ter skrbno skozi poglavja predstaviti najpomembnejša aktualna področja evropske monetarne sfere, s poudarki na glavni tezi, da EMU kot temeljni sestavni del EU glede na trenutni položaj, nujno potrebuje institucionalno reformo in realizacijo nadaljnjih učinkovitih ukrepov v obdobju svetovne finančno gospodarske krize za reševanje lastnega obstoja in za zagotovitev svojega nadaljnjega integracijskega razvoja k politični uniji.

Diplomsko delo je sestavljeno iz petih poglavij. Uvodno zaradi lažjega razumevanja prvotno na kratko pojasnujem bistveni pogled dosedanjega institucionalnega razvoja EMU z zgodovinskim procesom in razvojem evropskih ekonomskih in monetarnih povezav, saj EMU predstavlja pomemben steber EU in je hkrati temelj nadaljnje popolne gospodarske povezanosti in strukturne izgradnje EU. Zato bomo v nadaljevanju pogledali temeljne institucionalne lastnosti EMU v razmerju do EU, s poudarkom na novo sprejeto Lizbonsko pogodbo in glavne institucionalne spremembe, ki jih slednja prinaša. Preučili bomo ključne naloge in delovanje EMU, ter si podrobneje pogledali vse najpomembnejše dosedanje pristope, instrumente in orodja znotraj operativnega okvirja denarne politike, ki jih ima ECB na voljo pri zagotavljanju stabilnosti cen.

Sledi drugo poglavje posvečeno aktualni finančni krizi, ki je prizadela Evropo in ogrozila njen monetarni sistem, položaj ter institucionalni obstoj EMU. Preučili bomo težave, s katerimi se spopada in sooča evroobmočje v času krize ter pregledali trenutni položaj EMU. Izhajali bomo iz temeljne hipoteze, da EU nujno potrebuje institucionalne spremembe in sprejem učinkovitih ukrepov za nadaljnje protikrizno reševanje, vzpostavitev stabilizacije in zagotovitev trajnostne prosperitete EU.

V tretjem poglavju podrobneje analiziramo denarno politiko ECB v razmerah finančne krize, ki je prizadela vse države članice EU. Znotraj tega poglavja želim prikazati predvsem posledice krize in njen vpliv na celotno združeno Evropo ter z lastnimi sprotnimi komentarji prikazati realizirane aдекватne rešitve, ki jih je Evrosistem sprejel za zagotovitev stabilne in uspešne prihodnosti evra.

Naslednje poglavje posvečam predlaganim širšim ukrepom ekonomske politike v zadnjem obdobju s strani institucij EU izven obsega maastrichtskih kriterijev. Evropske države poleg omenjene finančne krize pretresa še aktualna grška kriza vztrajno visokega javnega dolga, ki postavlja EMU pred novo in prvo resnejšo preizkušnjo po izteku predhodnega desetletja uspešne zgodbe o stabilni skupni valuti evro.

V zadnjem petem poglavju pa podajam prihodnje izzive ekonomske politike EMU v okviru nove razvojne strategije Evropa 2020.

Tako želim zlasti sistematično sestaviti celovit mozaik in zarisati sliko celostnega pregleda o skupni evropski monetarni sferi.

1 DOSEDANJI INSTITUCIONALNI RAZVOJ EMU

1.1 Zgodovina in nastanek EMU

*» Monetarna unija ni končni cilj, ampak sredstvo za doseganje višjega cilja -
Evropske politične unije. «*

Jacques Rueff

1.1.1 Zgodnji razvoj ekonomskih in monetarnih integracij v Evropi

Ekonomsko in denarno povezovanje v Evropi ni potekalo istočasno. Začetni razvoj ekonomskega povezovanja in sodelovanja evropskih držav na širših gospodarskih področjih temelji na mednarodnih ustanovitvenih pogodbah in se je konkretnije pričel že po koncu druge svetovne vojne, pri čemer je bil osnovni cilj zagotoviti čimbolj svobodne pogoje menjave blaga in storitev za pospešitev trgovine med državami članicami ter doseči postopno odpravo carinskih ovir in omejitev, da bi se pospešeno zagotovila cona proste trgovine in končno vzpostavila ekonomska skupnost, ki predstavlja enotni skupni trg s štirimi ključnimi svoboščinami.

Z naraščajočo trgovino in ekonomskim povezovanjem med članicami pa so se konkretnješe zamisli in potrebe o monetarnem povezovanju pričele pojavljati šele v začetku 70-ih let z Wernejevim poročilom za uresničitev oblikovanja ekonomske in monetarne unije v treh korakih in desetih letih. Države članice so se leta 1979 odločile, da vrednosti svojih valut ustalijo s prilagodljivimi fiksnimi deviznimi tečaji in znižajo inflacijske stopnje v okviru mehanizma menjalnih tečajev (ERM). Osnovo zanj je predstavljal Evropski denarni sistem (EDS) z evropsko valutno enoto eku (predhodnik evra) in z določenim, vendar prilagodljivim centralnim tečajem, okoli katerega so nihale valute držav članic. Ta mehanizem deviznih tečajev je predstavljal prvi korak k uvedbi evra skoraj 30 let pozneje (Wostner, 2005, str. 14-16).

1.1.2 Pogodba o Evropski uniji in uvedba evra

Naslednja in hkrati najvišja dosedanja faza v zgodovini evropskih integracij je EMU ob koncu 90-ih let, ki predvideva enotni okvir sodelovanja na področju širše gospodarske politike tudi na notranje gospodarskem, socialnem in predvsem monetarnem področju, kjer je vzpostavljena oblika denarne unije (IV) z evrom kot eno samo skupno valuto v obtoku¹. Podpisana Pogodba o Evropski uniji (PEU) oz. Maastrichtska pogodba 7. Februarja 1992 predstavlja prelomnico v procesu nadgradnje ekonomskega povezovanja in začetek uspešnega denarnega povezovanja v Evropi, saj se natančno oblikovane tri poglobitve časovne faze monetarne integracije dejansko uresničijo. Države članice so sprejele dogovor o uvedbi skupne evropske valute z izpolnitvijo konvergenčnih kriterijev in predale odgovornost vodenja skupne denarne politike pod okrilje ECB (Gretschmann, 1999, str. 22-23).

Tako sta bili v Maastrichtu podpisani dve različni vendar povezani pogodbi: Pogodba o Evropski uniji in Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti. Ti dve pogodbi sta razdelili strukturo na tako imenovane »Tri stebre«². Evropska skupnost predstavlja prvi steber, njeno delovanje je določeno s Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti, tako da lahko posamezna država članica izključi samo sebe iz posameznih projektov ali dogovorov, seveda ob soglasju ostalih držav članic. Skupno monetarno področje spada pod prvi steber (Moussis, 2006, str. 21).

¹ Priloga št. 2: Shematski prikaz vrst denarnih unij

² Priloga št. 3: Grafični prikaz treh stebrov Evropske unije

Danes je evro kot uradno plačilno sredstvo v 16 državah članicah evroobmočja. Ko posamezna država uvede novo skupno valuto, vstopi v evroobmočje, njena centralna banka postane članica EMU in prenese pristojnosti glede vodenja enotne monetarne politike na Evrosistem z ECB na čelu. S tem država izgubi del lastne samostojnosti in možnost vplivanja na gospodarstvo z vodenjem izključno lastne ekonomske politike. Slovenija se je evroobmočju kot 13. članica pridružila 1. januarja 2007, leto kasneje pa sta ji sledili Ciper in Malta in 1. januarja 2009 še Slovaška. Evropska komisija je 12. maja 2010 v Bruslju priporočila vstop Estonije v območje evra s prihodnjim letom. Ta baltska država bo tako postala 17. država članica širitve evroobmočja.

1.1.3 Lizbonska pogodba in institucionalne spremembe EU

Po neuspeli ratifikaciji Ustavne pogodbe s katero bi odpravili tri stebre Evropske unije in jo postavili pravno ob bok drugim državam je zadnja v vrsti temeljnih pogodb Lizbonska pogodba, ki ni ustavna pogodba, ampak spreminja dosednji dve pogodbi Pogodbo o Evropski uniji (Maastrichtsko pogodbo) in Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti (Rimsko pogodbo). Slednja se je preimenovala v Pogodbo o delovanju Evropske unije (PDEU). Lizbonska pogodba je začela veljati 1. decembra 2009. Določa nova pravila in spremembe, ki urejajo institucionalni obseg in način delovanja EU. Cilj je današnjo EU, ki šteje že 27 držav članic, narediti bolj demokratično, pregledno, enotno in učinkovito ter sposobno spopasti se z novimi izzivi 21. stoletja.

Najpomembnejše novosti so predvsem večja vloga Evropskega parlamenta in nacionalnih parlamentov, več možnosti za izražanje mnenja državljanov in vplivanja na delovanje EU, saj je parlament edino direktno voljno telo v EU in boljši pregled nad pristojnostmi na evropski in nacionalni ravni. Z natančno razvrstitvijo pristojnosti bo postalo razmerje med državami članicami in EU jasnejše. Lizbonska pogodba tudi prvič izrecno navaja možnost izstopa države članice iz Evropske unije in pod kakšnimi pogoji lahko to stori. Novost je jamčenje za svoboščine in načela zapisana v Listini temeljnih pravic, določbe Listine pa spreminja v pravno zavezujoče. Zajete so civilne, politične, ekonomske in socialne pravice in varnosti. Lizbonska pogodba vsaki državi članici omogoča, da obdrži svojega člana Komisije. V Evropskem parlamentu sedi največ 751 poslancev, število poslancev iz posamezne države je omejeno na največ 96 in najmanj 6. Pogodba določa stalno mesto predsednika Evropskega sveta. Evropski svet tako lahko deluje bolj neprekinjeno in stabilno. S Pogodbo je EU dobila tudi visokega predstavnika za zunanje zadeve in varnostno politiko, ki je hkrati tudi podpredsednik Komisije in vodja Sveta za zunanje odnose. Tako je EU okrepila doslednost zunanjih ukrepov in dobila prepoznaven obraz v svetu.

Tudi na ekonomskem in monetarnem področju prinaša Lizbonska pogodba v okviru Protokola o evroskupini določene spremembe in novosti. EMU predstavlja s pogodbo trdnejši temeljni cilj EU in življenjska sila, ki bo zagotovila ponoven razcvet in nova delovna mesta v združeni Evropi. Pogodba formalno ureja institucionalni status ECB, saj jo spreminja v institucijo EU. Ministri držav članic, katerih valuta je evro, se sestajajo neuradno. Ti sestanki se skličejo po potrebi, da se razpravlja o vprašanjih, povezanih s posebnimi odgovornostmi, ki jih delijo v zvezi z enotno valuto. Komisija sodeluje na sestankih. ECB je povabljen, da sodeluje na sestankih, ki jih pripravijo predstavniki ministrov, odgovornih za finance držav članic, katerih valuta je evro, in Komisija. Komisija lahko državam članicam z nedisciplinirano proračunsko politiko izda tudi neposredno opozorilo in sankcionira neupoštevanje skupnih pravil (Lizbonska pogodba, 2010).

1.2 Temeljne naloge in delovanje EMU

1.2.1 Naloge Evrosistema

Glavna odgovornost ECB se nanaša na izvajanje denarne politike evroobmočja in upravljanje evra – enotne valute EU. Ena od glavnih nalog ECB je vzdrževanje stabilnosti cen na območju evra, da inflacija ne bi spodkopala kupne moči evra. Namen ECB je zagotoviti, da je rast cen življenjskih potrebščin letno nižja od dveh odstotkov. To počne na dva načina:

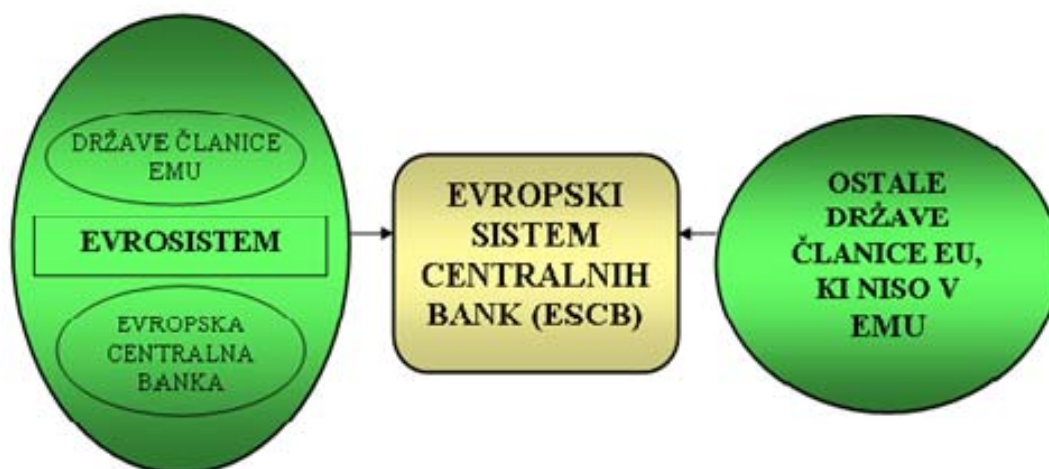
- z nadzorovanjem denarne ponudbe (vključuje določanje obrestnih mer evroobmočja) in
- s spremljanjem gibanja cen in presojo tveganja.

Nacionalne centralne banke vseh držav članic EU tvorijo skupaj z ECB v okviru Evropske unije Evropski sistem centralnih bank (ESCB). V okviru vseh šestnajstih držav članic EMU in skupaj s ECB pa se skupna monetarna politika realizira skozi t.i. Evrosistem (Slika 1).

Temeljne naloge Evrosistema so, da (ECB, 2009d, str. 13):

- opredeli in izvaja denarno politiko;
- opravlja devizne posle;
- podpira nemoteno delovanje plačilnih sistemov;
- upravlja devizne rezerve.

Slika 1: Struktura Evrosistema in Evropskega sistema centralnih bank



Poleg poglavitnih operativnih nalog opravlja Evrosistem še svetovalno funkcijo, odobrava izdajo bankovcev v evroobmočju, daje mnenja in svetuje o predlogih zakonov EU in nacionalne zakonodaje, zbira podatke in ureja potrebne statistične informacije pri nacionalnih uradih ali neposredno pri gospodarskih subjektih (npr. finančnih institucijah), prispeva k nemotenemu izvajanju politik oblasti, ki so pristojne za bonitetni nadzor kreditnih institucij in stabilnost finančnega sistema.

1.2.2 Organi odločanja ECB in njihovo delovanje glede na organe EU

Najvišji in glavni organ odločanja v ECB je Svet ECB, poleg njega sta pomembna tudi Izvršilni odbor in Razširjeni svet ECB (Slika 2). Svet ECB sestavlja šest članov Izvršilnega odbora in vseh 16 guvernerjev nacionalnih centralnih bank. Svetu ECB in Izvršilnemu odboru predseduje predsednik ECB Jean-Claude Trichet (ECB, 2009b, str. 16-18).

Slika 2: Organi odločanja v ECB



Vir: ECB-Evropska centralna banka, 2004, str. 10.

Delovanje ECB temelji na:

- **centraliziranjem sprejemanju odločitev;**

ECB je osrčje sprejemanja odločitev v Evrosistemu. Svet ECB, Izvršilni odbor in Razširjeni svet tako vsak posebej sprejemajo sklepe, ki so potrebni za to, da lahko Evrosistem in ESCB opravljata svoje naloge³. To vključuje oblikovanje politik in določanje načina njihovega izvajanja.

- **načelu decentralizacije;**

Za delitev dela pri večini dejavnosti Evrosistema velja načelo decentralizacije⁴. Nacionalne centralne banke izvajajo skoraj vse operativne naloge Evrosistema. V nasprotju z nacionalnimi centralnimi bankami opravlja ECB le malo operacij, vendar nadzira vse in tako skrbi za to, da nacionalne centralne banke skladno izvajajo operacije Evrosistema.

³ Statut ESCB ne določa, kdo mora izvajati politike in sklepe ECB – ECB ali nacionalne centralne banke. V členu 12.1 je le določeno, da lahko ECB nacionalne centralne banke zadolži za opravljanje poslov, kolikor je to možno in ustrezno.

⁴ Načela decentralizacije ne smemo zamenjevati z »načelom subsidiarnosti«, kot je to opredeljeno v členu 5 Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti.

Subsidiarnost pomeni, da mora biti potreba po centralizaciji neizpodbitno dokazana, preden se lahko ukrepa na ravni Skupnosti. V tretji fazi ekonomske in monetarne unije se denarna politika izvaja izključno na ravni Skupnosti, in sicer pod vodstvom Sveta ECB. Torej je centralizirana že po definiciji in je ni treba upravičevati. ECB pa mora oceniti, v kolikšni meri je decentralizirano izvajanje možno in primerno.

- **preglednosti in odgovornosti;**

Odgovornost je bistvena prvina demokratičnih struktur. Tako PDEU kot Statut Evropskega sistema centralnih bank (Statut ESCB) zato vsebujeta številne določbe, ki zahtevajo, da ECB, tako kot katera koli druga neodvisna centralna banka, svoja dejanja in odločitve utemelji pred javnostjo. Legitimnost neodvisne ECB temelji na obsežnem okviru, ki ji nalaga prevzeti odgovornost za svoja dejanja. ECB obvesti, razloži in utemelji, kako uporablja svoja pooblastila in pravice, ki so ji bile zaupane preko rednega poročanja, objav in tiskovnih konferenc, javnih govorov in zaslišanj ter notranjega in zunanjega finančnega nadzora.

- **neodvisnosti ECB.**

Neodvisnost ECB je pomembna za ohranjanje cenovne stabilnosti in je določena v institucionalnem okviru za enotno denarno politiko (v PES in Statutu). Finančne zadeve ECB so ločene od zadev Unije. ECB ima svoj proračun. Njen kapital je vpisan in vplačan s strani nacionalnih centralnih bank evroobmočja. Evrosistem je tudi funkcionalno neodvisen. ECB ima na voljo instrumente in pristojnosti, ki so potrebni za izvajanje učinkovite denarne politike, in je pooblaščen, da se samostojno odloča, kdaj in kako jih bo uporabila (ECB, 2009c, str. 48-49).

1.3 Denarna politika EMU

1.3.1 Opredelitev cilja, operativni okvir in instrumenti denarne politike

Poglavitni cilj Evrosistema je ohranjanje stabilnosti cen. Stabilnost cen je definirana kot »srednjeročno medletno povečanje harmoniziranega indeksa življenjskih potrebščin (HICP) v evroobmočju, ki je manjše od dveh odstotkov« (ECB, 2009c, str. 34-35).

Sklop instrumentov in postopkov s katerimi Evrosistem opravlja transakcije z bančnim sistemom in tako sproži proces, prek katerega svoje pogoje prenaša do gospodinjestev in podjetij, se imenuje operativni okvir.

Bančni sistem evroobmočja potrebuje likvidnostna sredstva. V tem okviru Evrosistem deluje kot ponudnik likvidnih sredstev, ki prek svojega operativnega okvira omogoča bankam, da nemoteno in organizirano zadovoljijo svoje potrebe po likvidnosti.

Instrumenti denarne politike so orodja, ki jih centralna banka uporablja pri vodenju denarne politike. Z denarno politiko centralna banka ureja količino denarja v obtoku in s tem dosega svoje t.i. končne cilje denarne politike. Izbira instrumentov denarne politike centralne banke je odvisna od strukturnega položaja denarnega trga, to je od razmerja med avtonomnim povpraševanjem po likvidnosti in avtonomno ponudbo likvidnosti (Ribnikar, 2003, str. 284).

Operativni okvir Evrosistema obsega tri glavne elemente (Slika 3). Ti trije elementi so **operacije odprtega trga** (open market operations), **odprte ponudbe** (standing facilities) in **obvezne rezerve** (minimum reserves). Instrumenti vplivajo na količino denarja v obtoku, ta pa vpliva na raven kratkoročnih obrestnih mer, ki prevladujejo na denarnem trgu. S tem ECB poveča oz. zmanjša likvidnost, kar posledično zviša oz. zniža obrestne mere (ECB, 2008, str. 7-9).

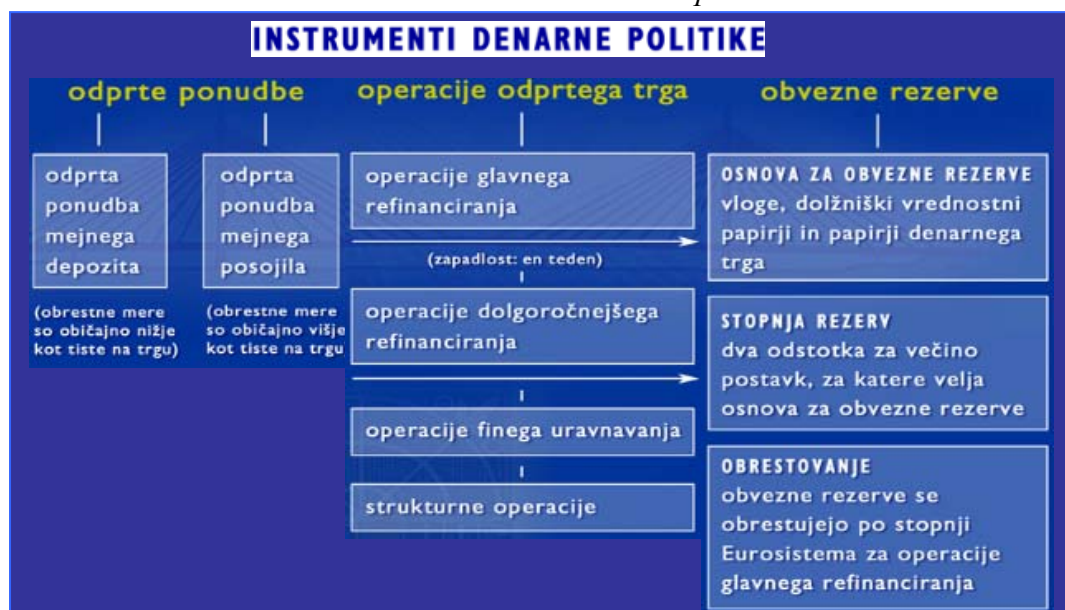
Operacije odprtega trga Evrosistema se izvajajo na podlagi pogodb o povratnem nakupu (»repo posli«) ali kot kreditne operacije, zavarovane s primernim finančnim premoženjem. Operacije odprtega trga Evrosistema lahko glede na cilje razdelimo na štiri kategorije (ECB, 2010c):

- operacije glavnega refinanciranja;
- operacije dolgoročnejšega refinanciranja;
- operacije finega uravnavanja;
- strukturne operacije.

Drugič, banke imajo na voljo dve odprti ponudbi, in sicer odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita, ki jim v izjemnih okoliščinah omogočata posojanje oziroma deponiranje likvidnih sredstev čez noč.

Slednje, obvezne rezerve povečujejo potrebe bank po likvidnosti. Ker se znesek rezerv meri s povprečjem enega meseca, lahko rezerve blažijo tudi trenutne likvidnostne šoke in neravnovesja na denarnem trgu in tako zmanjšujejo nihanja kratkoročnih obrestnih mer (ECB, 2009a, 71-73).

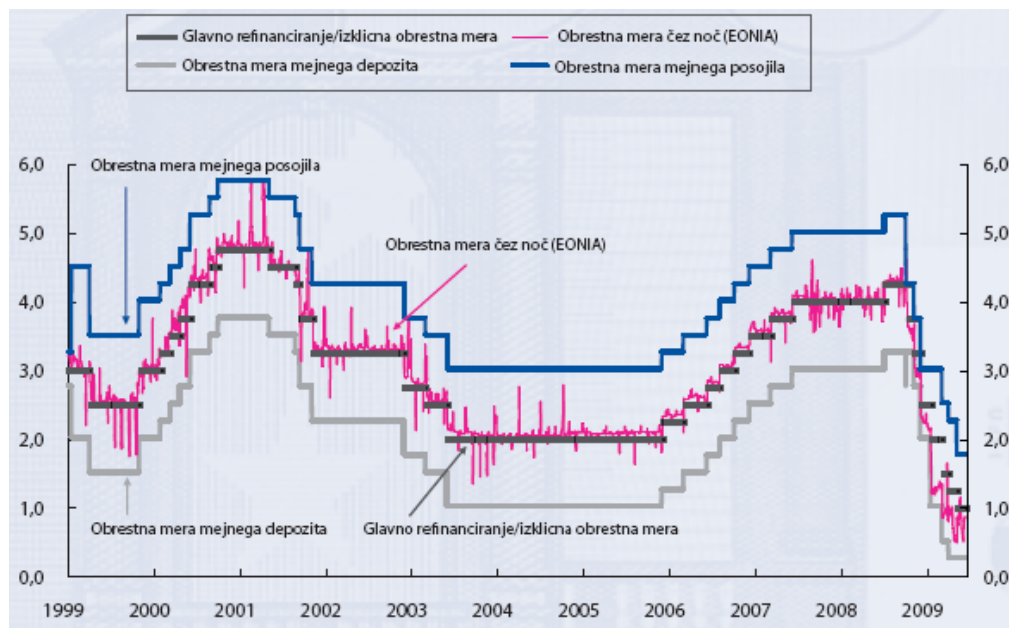
Slika 3: Shema instrumentov denarne politike ECB



Vir: ECB-Evropska centralna banka, 2010c.

Obrestne mere za odprte ponudbe so manj ugodne kot obrestne mere na medbančnem trgu (+/- eno odstotno točko glede na obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja). To naj bi predvsem spodbudilo banke, da svoje transakcije opravljajo na trgu in uporabljajo odprte ponudbe samo takrat, ko so bile vse druge tržne možnosti že izkoriščene. Ker pa imajo banke vedno dostop do odprtih ponudb, predstavljajo obrestne mere za obe odprti ponudbi zgornjo in spodnjo mejo, ki jo tržna arbitraža uporablja za oblikovanje obrestne mere na trgu za čez noč (t.i. EONIA). Ti dve obrestni meri torej določata koridor, znotraj katerega naj bi se gibala EONIA, širina koridorja pa naj bi spodbujala uporabo trga. Denarni trg tako pridobi pomemben vzvod, ki omejuje nihanja zelo kratkoročnih tržnih obrestnih mer (Slika 4).

Slika 4: Pregled obrestnih mer ECB in obrestne mere denarnega trga v obdobju 1999-2009



Vir: ECB-Evropska centralna banka, 2009a, str. 73.

2 GLOBALNA FINANČNA KRIZA IN POLOŽAJ EMU

2.1 Nastanek in prihod finančne krize v Evropo

»Kar se je začelo kot pojav nekaj napačnih hipotekarnih posojil, je sedaj preraslo v globalen finančni propad. Podjetja gredo v stečaj, ljudje izgubljajo delovna mesta, države se vtapljajo v recesiji...« (Didwania, 2008).

Vzroke za izbruh in prenos finančne krize v Evropo lahko analiziramo z dveh zornih kotov: ožjega in širšega. V prvem primeru je glavni vzrok poslabšanje razmer na trgu drugorazrednih nepremičninskih posojil v ZDA, v drugem primeru pa moramo preučiti ostale makroekonomske dejavnike in težave, ki so prispevali h kopičenju problemov na nepremičninskem trgu ZDA (Rant, 2008, str. 55-68).

V letih od 1997 do 2006 je ZDA zajel val močne rasti vrednosti nepremičnin. Ker pa je bila rast večinoma špekulativne narave, je v letu 2006 začela vrednost le-teh strmo padati in to je povzročilo povečanje neodplačevanja stanovanjskih nepremičninskih posojil. Še najbolj je neodplačevanje prizadelo segment drugorazrednih (angl. *subprime*) stanovanjskih nepremičninskih posojil. Na trgu se je tako pojavilo preveč nepremičnin in cena je še dodatno padla. V času padajočih cen nepremičnin je bila vrednost nepremičnine nižja od vrednosti hipoteke in zato so bile tudi vnovčitve hipotek vedno bolj pogoste.

Za nastalo situacijo pa lahko krivimo tudi makroekonomsko situacijo pred samo krizo. Zaradi agresivne denarne politike ZDA so bile namreč obrestne mere zgodovinsko nizke, vrednost lastniških vrednostnih papirjev se je po terorističnih napadih 11. septembra ter padcu vrednosti internetnih podjetij leta 2000 močno znižala, ZDA pa so vsako leto beležile ogromne plačilnobilančne primanjkljaje. Vse to je povzročilo, da so vlagatelji, tako posamezni kot institucionalni, začeli masovno vlagati predvsem v nepremičnine. Da bi banke iskale bolj učinkovit način financiranja nepremičninskih posojil so začele s procesi listinjenja.

To je tehnika, s katero banke kreditno tveganje iz naslova odobrenih posojil prenašajo na tretje osebe. V procesu listinjenja banka namreč del svojega premoženja v obliki posojil združi v pakete, ki jih nato proda posebnemu specializiranemu podjetju. Slednje nakup financira z izdajo vrednostnih papirjev, ki so kriti oziroma zavarovani s paketom kupljenih posojil (Janevska, 2008, str. 2).

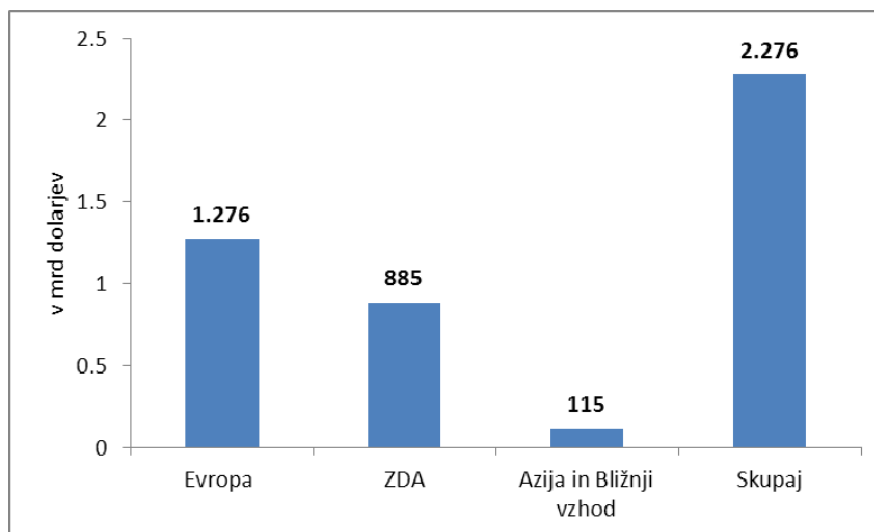
Banke so z izdajanjem različnih paketov vrednostnih papirjev za različne profile investorjev uspele prodati tudi investicije, ki jih sicer ne bi mogle. Veliko vlogo v tem sistemu pa so predstavljale tudi bonitetne agencije, ki so ocenjevale kreditno tveganje izdanih instrumentov. Slednje so ocenjevale na podlagi verjetnosti neplačil v posameznih tranšah. Da bi izdajatelji dosegali čimboljše ocene kreditnega tveganja, so uporabljali tudi različne metode izboljšanja bonitete, kot npr. podrejena/nadrejena struktura dolga, oblikovanje rezervacij za primere izgub, izdaja obveznic v manjši vrednosti kot znaša vrednost osnovnih terjatev ter zaračunavanje obrestne marže. Vloga bonitetnih agencij je bila še posebej problematična zaradi konflikta interesov, saj so bili naročniki storitve hkrati plačniki in agencije so pogosto izdajale višje ocene glede na to, da niso prevzemale nobenega tveganja (Portes, 2008, str. 145-147).

Zaradi izdanih izvedenih obveznic in kasnejših CDO⁵ (angl. »*collateralized debt obligation*«) ter CDO 2, ki so temeljile na predhodnih izdajah CDO, je postal sistem tako kompleksen in zapleten, da se je izgubila sled za tveganjem izpostavljenosti posamezne institucije do končnega dolžnika pa tudi sled za sistemskim tveganjem v primeru zloma katerega izmed trgov, na katerih so takšne inovativne finance temeljile. K temu je pripomoglo predvsem pomanjkanje regulacije zunaj strogega poslovnega bančništva, prenašanje in prepletanje tveganj, vpletenost različnih finančnih institucij, odsotnost aktivnega sekundarnega trga za številne od izvedenih finančnih instrumentov ter zanašanje na netočne ocene bonitetnih agencij (Rant, 2008).

Prve težave so se začele že v prvi polovici leta 2008, ko je prišlo do prvih odpisov izgub zaradi drugorazrednih nepremičninskih posojil. Bonitetne agencije so začele sistematično zniževati ocene izvedenih finančnih instrumentov in to je pri investorjih povzročilo pravo paniko. Ti so začeli masovno prodajati svoje investicije, kar pa je v težave spravilo tako organizatorje pri listinjenju kot tudi kupce, t. i. »*toxic assets*«, ki so ostali brez trga, na katerem bi lahko svoje investicije prodali. Začel se je propad t. i. investicijskih bank in preoblikovanje le-teh v poslovne banke. Zaupanje se je močno zmanjšalo, kar je imelo za posledico velik likvidnostni krč na medbančnem trgu. Proti koncu poletja 2008 so zaradi velikih izgub v težave zašle tudi sistemsko pomembne institucije. Prelomni dogodek je bil propad investicijske banke Lehman Brothers, ki je sporočil val prevzemov, nacionalizacij in preoblikovanj finančnih institucij. Kriza se je v tem obdobju začela močno širiti v Evropo in na razvijajoče trge. Celotni bančni odpisi in izgube so po ocenah v obdobju od 2007 do 2010 v Evropi znašali okrog 1,2 milijarde dolarjev, v ZDA 885 milijonov dolarjev, v svetovnem merilu pa nekaj več kot 2,2 milijarde dolarjev (Slika 5).

⁵ vrednostni papirji, ki so zavarovani z različnimi dolžniškimi instrumenti, kot so obveznice, posojila, strukturirani vrednostni papirji, hipotekarne obveznice ipd.

Slika 5: Ocene bančnih odpisov in izgub v obdobju od 2007 do 2010 po kontinentih (v mrd dolarjev)



Vir: IMF – Global Financial Stability Report, 2010, str. 12.

Likvidnostni krč na evropskem medbančnem trgu je povzročil, da tako podjetjem kot posameznikom ni bil več dostopen pomemben vir financiranja. To pa podjetjem povzroča težave pri vsakdanjem poslovanju, zlasti pa pri financiranju investicij. Zaradi manjše dostopnosti do kreditov in negativnega premoženjskega učinka finančne krize je prišlo tudi do občutnega zmanjšanja agregatnega povpraševanja. Kriza je tako iz finančnega prestopila tudi v realni sektor. Podjetja se spopadajo z velikim zmanjšanjem naročil, države pa vstopajo v obdobje hude recesije. Realni sektor svetovnega gospodarstva je že od leta 2007 prehajal v recesijsko fazo konjunkturnega ciklusa, vendar je finančna kriza padec gospodarske aktivnosti še poglobila.

Evropske države so sistemsko poskušale reševati nelikvidnost in nesolventnost bank predvsem na tri načine (Rant, 2008):

- z dokapitalizacijo;
- s prevzemi solventnih delov bankrotiranih bank s strani konkurentov in stečajem ostalih nesolventnih delov;
- z vladno garancijo za vse depozite.

Vsi ti ukrepi so bili uvedeni predvsem z namenom ponovne vzpostavitve zaupanja med finančnimi institucijami pa tudi ohranjanja zaupanja varčevalcev.

2.2 Institucionalni položaj EMU v finančni krizi

Po dobri dekadi uspešnega institucionalnega delovanja in politike EMU, se je le-ta znašla v globokih težavah in razpotju. Danes je namreč EU v položaju ko se sooča z dvema medsebojno zelo pomembnima in povezanimi izzivoma. Prvi izziv je nedokončana, nujno potrebna in zastrašujoča naloga reševanja posledic krize, ki predstavlja za EMU tako finančno kot monetarno krizo in zahteva usklajevanje in prilagajanje v območju evra. Odzive denarne politike ECB na krizo pojasnujem v naslednjem tretjem poglavju. Drugi izziv pa je, da se EMU uči iz krize in čimprej realizira potrebne institucionalne reforme upravljanja in delovanja, da bi se izognili takim sistemskim krizam, ki se pojavljajo vedno znova in dolgoročno zagotovili trden obstoj EMU. V nadaljevanju tega poglavja se osredotočam zlasti na slednji, drugi izziv.

Težave EMU se že od samega obstoja pojavljajo na področju implementacije sicer sistemsko dobro postavljenih pravil. To dejstvo postavljam na realnem primeru. Grčija je v zadnjem desetletju kršila najosnovnejše določbe evropskega proračunskega okvirja in temeljni načeli članstva v EMU – zanesljivost in kredibilnost.

EMU ima na razpolago pravna sredstva s katerimi bi jasno opozorila in sankcionirala tovrstne države članice, ki kršijo temeljne dogovore in določbe pogodb, da s tovrstnimi dejanji ogrožajo svojo lastno nacionalno stabilnost in stabilnost evroobmočja, vendar jih ni adekvatno uporabila. In nenazadnje Evroskupini je bilo zaupano poslanstvo, da izvaja skrben nadzor in zagotavlja stabilnost celotnega evroobmočja, vendar se je izkazalo da ga dosledno ni izpolnjevala. Temeljni problem novo ustanovljene ožje projektne delovne skupine pod okriljem Hermana Van Rompuya, sedanjega predsednika Evropskega sveta, bo tako zgolj čisto obravnavanje izvrševanja obstoječih pravnih določb EMU.

Izvrševanje pravnih pogodbenih določb EMU je zagotovo primarni del dnevnega reda s katerim se bodo organi EMU morali spopasti. V nadaljevanju bi bilo smotrno obravnavati tudi poglobljeno razpravo za oblikovanje dodatnih podrobnejših postopkov izvršbe sankcij za nespoštovanje dogovorjenih pravnih določb in pravil. Pridobljene izkušnje iz nedavnih dogodkov v EU bi morale biti bistvenega pomena za izhodišče in ključna podlaga za razpravo o institucionalni reformi upravljanja EMU.

V nadaljevanju podajam **pet ključnih in elementarnih problemov** s katerimi se bo EMU morala spopasti (Pisani-Ferry, 2010, str. 1-2):

- **izvrševanje sistema statistike EMU z vrha organizacije navzdol ne funkcionira pravilno;**

V vsaki pomembni organizaciji vsebuje proračun nabor pravil in postopkov, s katerimi se redno obračuna in spremlja obseg in dosledno izvršuje nadzor nad porabljenimi sredstvi. Nadzorstveni sistem za spremljanje proračuna EU temelji na izdelanih računovodskih izkazih s strani statističnega urada. Odnos do dejanskih proračunov za različne subjekte in entitete, ki sestavljajo javnofinančni proračun EU je pogosto preveč fleksibilen in svobodno oblikovan, kar povzroča težave že od samega začetka. Poleg tega se je spremljanje proračunskih razmer v okviru Pakta stabilnosti in rasti postopoma razvilo v smeri poudarjanja strukturne ali ciklične prilagoditve bilanc - kar pomeni dodatni zapleteni statistični konstrukt ter postavlja celotni proračunski nadzor EU na majave temelje⁶.

- **neučinkovitost determinističnega pristopa upravljanja in nadzora ekonomskih politik v spremenljivem okolju;**

Španija se giblje med leti 2007 in 2009 z 2 odstotkov BDP proračunskega presežka na 11 odstotkov primanjkljaja, in na Irskem od uravnoteženega proračuna na 14 odstotkov BDP primanjkljaja, medtem ko je v enakem obdobju javni dolg skočil s 25 odstotkov na 64 odstotkov BDP v letu 2009 (Slika 7). Le manjši del teh sprememb se obračuna po prostem preudarku. Naučili smo se da je lahko država skoraj nemudoma preide iz očitno dobrega in stabilnega položaja proračuna na alarmno problematičen in tvegan položaj. Z drugimi besedami, na determinističnem pristopu temelječ nadzor proračuna na osnovi tekočih podatkov in napovedi je

⁶ Primer: Ocene Evropske komisije o strukturnem ravnovesju proračuna EU so se vseskozi spreminjale. Aprila 2007 naj bi po ocenah proračunski primanjkljaj Unije za leto 2007 znašal 2,7 % skupnega BDP, aprila 2010 pa 3,7 % BDP. Za Irsko so se ocene spremenile iz 1,8 % BDP proračunskega suficita na 1,6 % BDP proračunskega deficita.

omejen v spremenljivem in nepredvidljivem okolju, kjer lahko navidezno zanemarljivo majhna spremenljivka in tveganje drastično vpliva na proračunske rezultate držav in privede do tveganih ocen. Poleg tega hitrost sprememb v kriznem okolju lahko privede do neustreznih in neutemeljenih sankcij.

- **implementacija pravil je zelo neenakomerna po državah članicah EU;**

Ob koncu dneva je uspeh institucionalnega upravljanja EMU odvisen od lastništva pravil oz. njihove implementacije s strani vlad držav članic. Implementacija pravil EU je ostala zelo neenakomerna in slaba med državami že od samega začetka evra⁷.

- **medsebojno nesodelovanje držav članic, neuravnoteženost in neusklajenost fiskalne politike ter drugih ekonomskih področij EU;**

Težave ne izhajajo samo iz proračunske nediscipline. Implicitne domneve da grožnje za stabilnost v bistvu izhajajo le iz pomanjkljive proračunske discipline so se izkazale za napačne. Medtem ko Grčija ponazarja kako proračunske nediscipline v majhni državi lahko ogrozijo finančno stabilnost evroobmočja, na drugi strani v Španiji in na Irskem kaže da ocenjena proračunska disciplina ne zadostuje za preprečitev velike nevarnosti gospodarske in finančne nestabilnosti. Zato je potrebno sprejeti ukrepe za učinkovitejše preprečitve vsakršnega fiskalnega tveganja in še posebej nefiskalnega tveganja ki izhaja iz področij bančnega sistema, politike kreditnega poslovanja, politike ocen gibanja cen in vrednosti premoženja ter zagotoviti vzdržno apreciacijo realnega menjalnega tečaja. (European Commission, 2010).

Tudi v ustanovitvenih pogodbah ni nikjer naveden le fiskalni vidik. Ravno nasprotno govori 121. člen poglavja o ekonomski politiki v okviru PDEU (99. člen po PES), ki je v celoti posvečen koordinaciji vseh ekonomskih politik in ne samo izvajanju javnofinančne discipline. Vendar je bil vseskozi ta steber EU zanemarjen in šibkeje obravnavan kot 126. člen pogodbe, ki govori o izogibanju javnofinančnemu primanjkljaju držav članic. Ne le da so zakonske določbe šibkeje obravnavane tudi dejansko se niso uporabljale. Skupne širše ekonomsko politične smernice, ki naj bi bile temelj ekonomskega usklajevanja skupnosti držav članic so bile dosledno ignorirane s strani nacionalnih politik in tudi pravna možnost izdaje priporočila je bila uporabljena samo enkrat – brez vidnega učinka.

- **šibka medsebojna zavezanost držav članic EU k skupni asistenci in pomoči v času krize;**

V pogodbah ni nikoli veljal princip nekoordinacije, le nesoodgovornostno načelo na področju javnih dolgov držav članic, kar obravnava 125. člen Pogodbe o delovanju EU. Država članica ne jamči za obveznosti niti ne prevzema obveznosti institucionalnih enot centralne, regionalne ali lokalne ravni države in drugih oseb javnega prava ali javnih podjetij druge države članice. Člen 143, ki omejuje koristi makro-finančne pomoči na države EU z derogacijo, ki ne pripadajo evroobmočju ni bil namenjen prepovedati pomoč državam evroobmočja, predstavlja le samoumevni pogled, da države članice monetarne unije ne bodo potrebovale več pomoči za vzpostavitev ravnovesja plačilne bilance (Marzinotto, Pisani-Ferry & Sapir 2010).

⁷ Za primer, od leta 1997 do leta 2007 se je javnofinančni proračun v Franciji gibal med 1,5% BDP in 4,1% primanjkljaja medtem ko je bil cilj Pakta stabilnosti in rasti, da bi moral biti »blizu ravnovesja ali v presežku«. To je prima facie dokaz za to državo – eno izmed mnogih drugih –da ni imela zaveze in predanosti za doseg skupnega cilja.

Vse do grške krize javnega dolga je namreč veljalo prepričanje, da je takšno stanje sprejemljivo zaradi neizpolnjevanja obveznosti in napačnega delovanja države članice namesto, da bi ji bila posredovana pomoč in omogočen dostop do trga. Vse dokler obstajajo tovrstni dvomi, ostaja prostor za špekulacije v zvezi z naravo rešitev primerov plačilne insolventnosti.

Z drugimi besedami pomoč EU ne slabi nujno discipline držav članic ex ante, ravno nasprotno jo lahko celo okrepi, saj daje nesporno legitimnost in pravico do vzajemnega nadzora, ki ga partnerji EU vzpostavijo in zahteva natančno izgradnjo in pojasnitev določenih pravil igre v primeru plačilne nesposobnosti držav članic.

Te izkušnje indicirajo, da delujejo problemi globlje, kot je le vprašanje izvrševanja. Ker projektna skupina Van Rompuya obravnava možnosti za reform EMU, da bi bilo treba dejansko preučiti in doseči nekatere strateške možnosti in temeljne usmeritve za institucionalno reformo in prihodnje delovanje EMU (Pisani-Ferry, 2010, str. 3).

Na podlagi pridobljenih aktualnih izkušenj, obstajajo **tri ključne smernice reforme EMU**, ki jih v nadaljevanju omenjam:

- **določitev pristojnosti in ciljev EMU;**

Poleg primarne naloge cenovne stabilnosti evroobmočja, ki je bila zaupana in dodeljena ECB je v svojih prvih desetih letih EMU imela proračunsko disciplino kot svoj glavni cilj. Drugi pomemben cilj »pravilno delovanje ekonomske in monetarne unije« je omenjen v 121. členu PDEU, vendar je bil že v njej slabo definiran in prav tako ni postal dejaven prek sekundarne zakonodaje. Komisija je izjavila, da je treba razširiti makroekonomski nadzor izven proračunskih razsežnosti za obravnavo drugih makroekonomskih neravnovesij (European Commission, 2010).

To pomeni, da ima EMU tri nove temeljne cilje in pristojnosti (Von Hagen, Pisani-Ferry & Von Weizsäcker, 2009, str. 3) :

- proračunska disciplina;
- finančna stabilnost (kot najpomembnejša pri odpravljanju posledic krize) ter
- izogibanje makroekonomskim neravnovesjem.

To bistveno otežuje politični okvir delovanja EMU, zlasti ker so ti cilji delno ločeni in delno prekrivajoči med seboj in niso opredeljeni z zadostno mero natančnosti. Ni jasno, ali imajo vlade držav EU potrebne instrumente za doseganje teh treh ciljev hkrati in če jih, katere instrumente bi morali uporabiti za doseg določenega cilja. Konceptualno gledano bi bilo dovolj, da bi EMU sprejel finančno stabilnost (in ne le cenovno stabilnost) kot glavni cilj, iz razloga, ker obe, tako proračunska kriza in krize, ki izhajajo iz makroekonomskih neravnovesij na koncu pripeljejo do rezultata finančne nestabilnosti. Vendar slednje drži le na dolgi rok, saj izkušnje kažejo, da se proračunska in makroekonomska neravnovesja lahko obdržijo zelo dolgo preden povzročijo finančno krizo. Operativno zato EMU smiselno določa omenjene tri različne cilje in pristojnosti. Toda to pomeni popolno preoblikovanje političnega okvira, tako da so jasno opredeljene naloge in pristojnosti.

- **določitev razmerja med preprečevanjem in reševanjem krize;**

Maastrichtski kriteriji so bili nepopolni, saj so temeljili izključno na preprečevanju kriz in ni bilo prostora za krizno upravljanje in reševanje. Ko je Evropo zajela kriza je bila preveč tvegana opcija pustiti prizadete države v takšnem položaju in jim prepustiti lastno upravljanje v kriznih razmerah. Ker izgrajenega sistema kriznega upravljanja (angl. *crisis management*) še ni bilo, je bilo potrebno izumiti tovrsten začasni režim. Danes se pojavlja problem postavitve ločnice med vnaprejšnim nadzorom in reševanjem ter ublažitvijo posledic nastale krize. Potrebno je jasno definiranje celotnega procesa kriznega reševanja, določiti temeljna načela in vse možne načine pomoči ter natančno opredeliti možnosti in pravila prestrukturiranja dolga in izstopa države članice iz skupnosti EU. Ker je EU pravna skupnost, bo tudi potrebno s statutom urediti pravila in delovanje novega instrumenta za finančno stabilizacijo t.i. Evropskega instrumenta za finančno stabilnost (EFSF)⁸. Vsakršna nepripravljenost, odlašanje in odpor s strani držav članic in institucij EU povzroča neizogibne zamude pri izdelavi celotnega potrebnega sklopa načel na katerih bo temeljila reforma EMU.

- **določitev mer centralizacije/decentralizacije.**

Poskus uveljavljanja proračunske discipline z vrha EMU na države članice v prvih desetih letih delovanja ni bila povsem brez učinka, vendar tudi večjih uspehov ni dosegla. Postavlja se vprašanje ali imajo postavljeni cilji EMU, zlasti proračunska disciplina, večjo verjetnost uspeha da bodo doseženi v bolj decentraliziranem sistemu. Odprta je možnost alternativnega scenarija, po katerem bi bila proračunska disciplina posledica kombinacij institucionalnih reform na ravni domače države članice in delovanja tržnih sil. Nemčija je že sprejela nova proračunska pravila za večjo fiskalno stabilnost in učinkovitost na podlagi katere trg že primerja fiskalno kredibilnost držav članic evroobmočja proti Nemčiji. Tako obstaja nova logika ki pridobiva zagon, da bi lahko Nemčija postala še enkrat sidro za druge države članice, ki počasi prevzemajo njene institucionalne reforme. Iz nedavnih francoskih sporočil se kažejo poti razvoja v tej smeri (Federal Ministry of Finance, 2010).

Dejansko je to tisto, kar se je zgodilo pred približno dvajsetimi leti na monetarnem področju. EMS je bil ustanovljen leta 1979 kot popolnoma simetrični sistem z obračunsko enoto ECU kot kolektivnim sidrom. V poznih 80-ih je bilo vedno bolj očitno, da se vse bolj uveljavlja asimetrični monetarni sistem z nemško marko v središču. Obstaja dilema ali se Pakt stabilnosti in rasti - današnje kolektivno sidro – vse bolj na enak način nadomesča z nacionalnim sidrom. EU bi na tej podlagi morala začeti spodbujati reforme upravljanja k decentralizaciji, tako da se zagotovi krovni okvir za nacionalna pravila in institucije držav članic, nenazadnje tudi s pomočjo nagrajevanja držav z boljšimi institucionalnimi rešitvami, ki so strateškega pomena za obstoj EU. Obstajajo močni ekonomski in politični argumenti, ki govorijo v prid takega pristopa, čeprav bi to predstavljalo veliko prelomnico s preteklostjo (Pisani-Ferry, 2006).

Kriza je prava priložnost za uskladitev nejasnosti in temeljna naloga projektne skupine Van Rompuya bo poleg tega zmanjšati razlike med državami članicami in rešiti navedena fundamentalna vprašanja o načelih na katerih temelji EMU (Pisani-Ferry, 2010, str. 4-5).

⁸ Države članice evroobmočja so 7. junija 2010 v skladu s sklepi z zasedanja Ekonomsko-finančnega sveta dne 9.–10. maja 2010 in ob upoštevanju Uredbe Sveta št. 407/2010 z dne 11. maja 2010 o vzpostavitvi Evropskega mehanizma za finančno stabilizacijo vzpostavile Evropski instrument za finančno stabilnost kot družbo z omejeno odgovornostjo (*société anonyme*) v skladu z luksemburško zakonodajo, pri čemer države članice evroobmočja temu instrumentu zagotavljajo sredstva v višini do 440 milijard evrov na njihovi sorazmerni osnovi.

3 DENARNA POLITIKA ECB V RAZMERAH FINANČNE KRIZE

3.1 *Novi instrumenti*

Zaradi pretresov na medbančnem trgu in vsesplošne globalne krize, ki je zajela celoten svet, je bila uporaba klasičnih instrumentov denarne politike, kot so operacije na odprtem trgu, odprte ponudbe in obvezne rezerve, premalo učinkovita. Pojavila se je potreba po dodatnem ukrepanju centralne banke in s tem po oblikovanju dodatnih, novih instrumentov denarne politike. Razvili so se novi mehanizmi, ki so prispevali k reševanju globalne finančne krize in zagotavljanju nujno potrebne likvidnosti. ECB je pri uvajanju novih instrumentov uporabila za vsako nekoliko drugačen pristop na podlagi različnih značilnosti finančnega sistema. Tako je ECB uvajala predvsem nove instrumente za zagotavljanje likvidnosti bančnega sistema, saj se gospodarstvo evroobmočja financira pretežno prek bančnega sistema.

Za ECB je pri uvajanju novih instrumentov za obvladovanje finančne krize značilno, da je v okviru že obstoječe strukture instrumentov ponudila nekatere dodatne možnosti, povsem novih instrumentov pa je bilo relativno malo. Iz govora predsednika ECB Jean-Claude Tricheta je razvidno, da gre za t.i. okrepljeno kreditno podporo (Trichet, 2009). Ta pristop se osredotoča predvsem na banke, saj so glavni vir kreditiranja v evropskem gospodarskem območju.

Uvedenih je bilo pet dodatnih ukrepov (ECB, 2009b, str. 17-22):

- **zagotavljanje neomejene likvidnosti** prek avkcij s fiksno obrestno mero s polno dodelitvijo je prvi od novejših ukrepov, ki ohranja dosegljivost kreditov za gospodinjstva in podjetja. Ta ukrep spada med operacije glavnega refinanciranja;
- drugi ukrep novega pristopa upravljanja z likvidnostjo, je **razširitev seznama upravičenih sredstev**, ki jih ECB sprejme kot ustrezno zavarovanje. Ta seznam je obstajal že pred pojavom krize in se je v obdobju le-te še dodatno povečal, kar pove dejstvo, da je ECB bila dobro pripravljena na krizo že pred začetkom le-te;
- tretji element se nanaša na **podaljšanje zapadlosti dolgoročnih operacij refinanciranja**. Najprej je ECB podaljšala čas zapadlosti na šest mesecev, nato pa na eno leto;
- **swap zamenjave s FED-om** predstavlja četrti ukrep. Gre za zagotavljanje likvidnosti v tuji valuti, v tem primeru v ameriških dolarjih ter preprečitev pomanjkanje le-te. To kaže na veliko stopnjo sodelovanja med centralnimi bankami in težnjo k zmanjšanju likvidnostne napetosti na svetovnih trgih denarja. Poleg tega je Evrosistem podpisal sporazume s centralnimi bankami iz več evropskih držav, da bi izboljšali zagotavljanje likvidnosti v evrih v svojih bančnih sektorjih;
- peti ukrep pa zaznamujejo **nakupi kritih obveznic**⁹ s strani ECB. To so dolžniški vrednostni papirji, izdani s strani poslovnih bank, ki jim ECB na ta način omogoči dostop do finančnih sredstev na dolgi rok. Krite obveznice omogočajo bankam odpravljati neusklajenost zapadlosti med svojimi sredstvi in obveznostmi.

⁹ Krite obveznice so obveznice, izdane s strani finančnih posrednikov (predvsem poslovnih bank) in podprte z denarnimi tokovi, ki izvirajo iz danih hipotekarnih posojil ali posojil javnemu sektorju, pri čemer osnovna posojila ostanejo na bilancah poslovnih bank (za razliko od hipotekarnih obveznic MBS, kjer so ta posojila izvzeta iz bilance).

3.2 Spremembe ključne obrestne mere

Po zaostritvi finančne krize v septembru 2008 je začel Svet ECB zniževati ključno obrestno mero operacij glavnega refinanciranja in spremljajoči obrestni meri mejnega depozita ter mejnega posojila in s tem skušal signalizirati lajšanje pogojev dostopanja do likvidnosti (Slika 4).

Zniževanje ključnih obrestnih mer v zadnji finančni krizi je smiselno analizirati v nekoliko širšem zgodovinskem kontekstu sprejetih odločitev ECB na področju obrestnih mer. Od konca leta 2005 do sredine 2007 je Svet ECB ključno obrestno mero zvišal za skupno 200 bazičnih točk, tako da je 9. julija 2007 ta dosegla najvišjo vrednost pred nastopom finančne krize, in sicer 4,25%. Ta opustitev akomodativne denarne politike je bila upravičena zaradi tveganj za cenovno stabilnost, na katere sta opozorili tako ekonomska kot tudi denarna analiza. Konec leta 2007 se je medletna inflacija v evroobmočju skokovito povečala. Glavni razlog je bila visoka rast mednarodnih cen nafte in hrane. Svet ECB je ponovno začel zniževati ključno obrestno mero proti koncu leta 2008, po zaostritvi globalne finančne krize zaradi propada investicijske banke Lehman Brothers. Takrat se je inflacija, predvsem zaradi nižjih cen nafte, umirila. Hkrati pa se je gospodarstvo zaradi finančne krize močno ohlajalo. ECB je tako v sodelovanju z ostalimi večjimi svetovnimi centralnimi bankami začela s koordiniranim nižanjem ključnih obrestnih mer v želji po izogibu dolgotrajni recesiji, v katero bi lahko vstopilo evroobmočje, tako kot vse svetovno gospodarstvo. Tako je skupno znižanje od julija 2008 do maja 2009 znašalo že 3,25 odstotne točke, od tega je bilo znižanje za 0,75 odstotne točke decembra 2008 tudi najvišje posamično znižanje v zgodovini osrednje monetarne institucije območja z evrom.

V Tabeli 1 prikazujem, kako je ECB, da bi ublažila udarce finančne krize ter spodbudila investicije, postopoma zniževala ključno obrestno mero. Od 13. maja 2009 so obrestne mere ECB za mejni depozit in posojilo, 0,25 % in 1,75 %, obrestna mera operacij glavnega refinanciranja (ključna obrestna mera) pa znaša le 1 % (Slika 4). To so najnižje določene vrednosti ključnih obrestnih mer vse od ustanovitve ECB (ECB, 2009b, str. 96).

Tabela 1: Zniževanje ključne obrestne mere ECB v času globalne finančne krize¹⁰

<i>Datum</i>	<i>Nova obrestna mera (v %)</i>	<i>Absolutna sprememba (v +/- odstotnih točkah)</i>
14.3.2007	3,75	
13.6.2007	4,00	+ 0,25
9.7.2008	4,25	+ 0,25
15.10.2008	3,75	- 0,50
12.11.2008	3,25	- 0,50
10.12.2008	2,50	- 0,75
21.1.2009	2,00	- 0,50
11.3.2009	1,50	- 0,50
8.4.2009	1,25	- 0,25
13.5.2009	1,00	- 0,25

¹⁰ Podatki so s spletne strani ECB o gibanju ključnih obrestnih mer.

3.3 Dodajanje likvidnosti

Da bi lahko obrestne mere usmerjala na raven, ki je blizu izključni obrestni meri operacij glavnega refinanciranja, in s tem ohranjala vpliv na tržne obrestne mere, je ECB zaradi globalne finančne krize sprejela štiri kategorije ukrepov, ki so delovali v smeri povečanja ponudbe likvidnosti bankam s strani Evrosistema (ECB, 2009b):

- **povečanje ponudbe likvidnosti** in sicer sprememba časa ponudbe likvidnosti, saj so se uporabljale tako operacije glavnega refinanciranja kot tudi operacije finega uravnavanja. Pred začetkom pretresov na finančnih trgih, je ECB dobavljala likvidnost enakomerno. Po pojavu nestabilnosti na finančnih trgih pa je ECB bankam omogočila, da večino svojih obveznih rezerv izpolnijo razmeroma zgodaj v obdobju izpolnjevanja;
- **povečanje deleža refinanciranja**, ki ga Evrosistem zagotavlja z operacijami dolgoročnejšega refinanciranja in hkrati zmanjšanje deleža likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja. Na ta način se je podaljšala povprečna dospelost operacij denarne politike;
- **uporaba posebnih avkcijskih postopkov s celotno dodelitvijo**. Ti postopki so omogočili natančno določitev zneska dodelitve, in sicer v času, ko je bilo težko oceniti povpraševanje po likvidnosti. Gre predvsem za sprostitev tržnih napetosti ob koncu leta;
- **uporaba swap linij z ameriško centralno banko** v povezavi z začasno avkcijo v ameriških dolarjih (TAF). Gre za zagotavljanje likvidnosti bankam v Evroobmočju v ameriških dolarjih v imenu ameriške centralne banke.

Z vsemi pravkar naštetimi ukrepi je ECB uspela obdržati nadzor nad kratkoročnimi obrestnimi merami na denarnem trgu. Skupna vsota likvidnostnih injekcij, ki jih je ECB od začetka krize avgusta 2007 namenila prizadetemu finančnemu sistemu je prikazana v spodnji Tabeli 2.

Tabela 2: Prikaz likvidnostnih zneskov in instrumentov pred krizo in v času krize

Vrsta instrumenta	Obdobje			
	Od 1.8.2004 do 1.8.2007		Od 1.8.2007 do 1.8.2010	
	Znesek (v mrd EUR)	Povprečni znesek operacij na dan (v mio EUR)	Znesek (v mrd EUR)	Povprečni znesek operacij na dan (v mio EUR)
Operacije glavnega refinanciranja	45.570	292.115	26.158	166.613
Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	1.332	36.013	4.226	40.642
Druge operacije ¹¹	221	7.895	13.912	44.732
Skupaj	47.123		44.296	

Kot je razvidno iz Tabele 2 gre tako za kratkoročna kot tudi za dolgoročna sredstva, ki jih morajo banke vrniti (t.i. povratne transakcije). V tabeli 2 prikazujem vse likvidnostne injekcije pred in v času krize. Razvidno je, da so se operacije glavnega refinanciranja zmanjšale, medtem ko so se operacije dolgoročnejšega refinanciranja in druge operacije občutno povečale v obdobju

¹¹ Pod instrument druge operacije spadajo TAF posli z različno zapadlostjo in swap posli s švicarsko centralno banko.

globalne finančne krize. Ukrepi, sprejeti s strani ECB za ublažitev finančne krize, so bili namenjeni tudi bankam izven območja evra. Pri primerjavi likvidnostnih sredstev pred krizo in po njej so upoštevana vsa sredstva, ki jih je ECB dala v obtok, ne pa tudi tista sredstva, ki se jim je ročnost že iztekla.

Pri bančnem poslovanju poznamo dva različna modela. Prvi temelji na hranilnih vlogah strank, drugi pa na grosističnih, medbančnih trgih. Ker je finančna kriza grosistične trge močno prizadela, so morale banke, ki so se pretežno financirale na medbančnem trgu, poiskati nove vire financiranja, kar predstavlja ogrožen in predvsem dolgoročen problem.

Evropska centralna banka je zato v želji, da bi preprečila naval na finančne ustanove in s tem bankam zagotovila potrebno likvidnost, pospešeno dodajala likvidnostna sredstva. Zneski teh injekcij so zelo različni. Največji pa je nedvomno 442 milijard evrov vreden znesek operacij dolgoročnejšega refinanciranja, ki ga je ECB dodelila 25. junija 2009.

3.4 Nestandardni monetarni ukrepi

Poleg nižanja obrestnih mer je Svet ECB v času krize sklenil, da bo začel z ukrepi za okrepljeno podporo kreditiranju. Gre za kvantitativne ukrepe, ko se brez spremembe cene denarja (obrestne mere) skuša kljub vsemu zvišati količina denarja v obtoku. Ob priznavanju osrednje vloge, ki jo ima bančni sistem pri financiranju gospodarstva evroobmočja, je Evrosistem prek avkcij s fiksno obrestno mero izvajal dolgoročnejše operacije refinanciranja za povečevanje likvidnosti z zapadlostjo 12 mesecev. Poleg tega je Svet ECB sklenil, da bo Evrosistem kupoval krite obveznice v evrih, izdane v evroobmočju. Prav tako je Svet ECB ponujal financiranje v ameriških dolarjih in švicarskih frankih prek valutnih zamenjav (ECB, 2009b).

Vsi zgoraj omenjeni nestandardni ukrepi so imeli ključno vlogo pri blažitvi tveganj v financiranju in pri zagotavljanju finančne podpore gospodarstvu prek bank. Koliko je bilo nestandardnih ukrepov dejansko sprejetih, prikazujem v Tabeli 3.

Tabela 3: Nestandardni ukrepi ECB od 1.8.2007 do 1.8.2010

Vrsta instrumenta	Znesek (v mrd EUR)
Nestandardne dolgoročne operacije refinanciranja¹²	8.219
Swap posli s tujimi CB	3.216
Nakup kritih obveznic	60

V Tabeli 3 prikazujem, koliko milijard EUR je ECB dodala v bančni sistem na podlagi nestandardnih ukrepov. Vidimo lahko, da je bilo za nestandardne dolgoročne operacije refinanciranja porabljenih 8.219 mrd EUR. Pri tem velja omeniti, da je ta znesek precej velik predvsem, ker sem za analizo v vzorec vzel vse operacije, ki jih je ECB dodajala v bančni sistem, t.j. dolgoročne operacije refinanciranja pri katerih je ročnost daljša od treh mesecev in TAF poslov (angl. *Term Auction Facility*), od agregatnega zneska operacij pa nisem odštel tistih, katere so že zapadle. Zaradi tega je tudi znesek swap poslov ECB s tujimi centralnimi bankami, predvsem s švicarsko centralno banko in ameriško centralno banko, tako visok, medtem ko je bilo nakupa kritih obveznic le za 60 mrd EUR.

Tudi v nadaljnje je ECB okrepil sklop nestandardnih ukrepov. ECB tako izvaja operacije dolgoročnejšega refinanciranja za zagotavljanje likvidnosti z zapadlostjo 12 mesecev in s

¹² Upoštewane so vse dolgoročne operacije refinanciranja pri katerih je ročnost daljša od treh mesecev in TAF posli z ZDA.

četrtno pogostostjo. To pomeni, da se bodo lahko banke v zameno za zastavljene papirje zadolževale za eno leto, česar doslej ni sprejela še nobena izmed večjih centralnih bank. S tem ukrepom naj bi spodbudili banke, da ohranjajo in povečujejo posojanje komitentom. Poleg tega bi nakupi kritih obveznic (tako na primarnem kot na sekundarnem trgu) s strani Evrosistema izboljšali pogoje financiranja za finančne institucije in tako spodbudili rast kreditov (ECB - mesečni bilten, 2010a).

Vsi pravkar omenjeni nestandardni ukrepi so namenjeni oživitvi trga in ohranjanju stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju, in temu, da se zagotovi, da inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana v skladu s stabilnostjo cen.

3.5 Premoženjska bilanca Evrosistema

Sprejeti ukrepi za dodajanje likvidnosti se odražajo na premoženjski bilanci Evrosistema, ki jo prikazujem v Tabeli 4.

Tabela 4: Konvencionalna bilanca stanja Evrosistema (v mio EUR)

	4. 8. 2006	10. 8. 2007	8. 8. 2008	7. 8. 2009	4.6.2010	6. 8. 2010
<i>Obveznosti</i>	1.114.627	1.253.098	1.441.639	1.835.894	2.098.508	1.964.906
Bankovci v obtoku	593.865	644.090	690.348	775.034	809.442	822.560
Obveznosti do kreditnih institucij	167.863	256.769	211.131	404.144	557.257	376.075
Drugo	289.991	283.925	468.489	583.757	654.495	688.080
Kapital in rezerve	62.908	68.314	71.671	72.959	77.314	78.191
<i>Sredstva</i>	1.114.627	1.253.098	1.441.639	1.835.895	2.098.508	1.964.906
Vrednostni papirji	85.863	94.168	110.585	308.826	400.650	418.724
Državni dolg v EUR	40.050	37.148	37.456	36.230	35.576	35.041
Terjatve	186.824	199.014	244.530	260.346	297.142	325.252
Posojanje kreditnim institucijam (skupaj)	444.007	503.553	460.023	761.631	826.577	597.060
Operacije glavnega refinanciranja	323.999	292.500	160.000	80.785	117.727	154.844
Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	120.002	150.003	300.021	680.732	708.805	442.042
Drugo	6	61.050	2	114	45	173
Druga sredstva	182.752	247.148	380.717	236.745	251.871	236.858
Zlato in devizne rezerve	175.131	172.067	208.328	232.117	286.692	351.971

Tabela 4 prikazuje bilanco Evrosistema, to je ECB in 16 nacionalnih centralnih bank (NCB) držav članic. V prikazanem obdobju od avgusta 2006 do junija 2010 je Evrosistem povečal svojo bilanco stanja za skoraj milijardo evrov in jo tako skoraj podvojil. Med sredstvi se je ta porast izrazil predvsem v zvečanju posojanja kreditnim institucijam evroobmočja za 382,5 milijonov EUR, pri čemer so se operacije glavnega refinanciranja zmanjšale na 117 milijonov EUR, največ posojil pa se je izvedlo prek operacij dolgoročnejšega refinanciranja, ki so dosegle junija 2010 708 milijonov EUR, kar je najvišja vrednost doslej. Prav tako se je v tem obdobju povečalo stanje vrednostnih papirjev za 332 milijonov EUR. Na strani obveznosti so se povečale obveznosti do kreditnih institucij predvsem zaradi povečanja zahtev po likvidnosti s strani bank. Te postavke brez dvoma kažejo realizirane ukrepe Evrosistema za ublažitev finančnih napetosti na medbančnem trgu in drugod v bančnem sektorju evroobmočja. Vidimo lahko, da se je v obdobju zaostritve globalne finančne krize, to je od avgusta leta 2008 do junija 2010, bilanca

Evrosistema povečala skoraj dvakratno v primerjavi z povečanjem v obdobju od avgusta 2006 do avgusta 2008. Gre predvsem za povečanje neto posojanja kreditnim institucijam evrosistema. Poleg tega je pravkar opisano povečanje sredstev posledica povečane uporabe instrumentov denarne politike kot so odprte ponudbe mejnega posojila in povečanje imetja Evrosistema v vrednostnih papirjih za namene denarne politike.

3.6 Grška kriza javnega dolga in ukrepi EMU

Po rahli gospodarski rasti in okrevanju od finančne krize v Evrosistemu, ki smo mu bili priča v začetku leta 2010 je Evropo močno pretresla še grška kriza javnega dolga. Statistični podatki o javnih financah Grčije so bili močno prirejeni in grški javnofinančni primanjkljaj je v letu 2009 znašal po ocenah kar 13,6 odstotka BDP, njihov javni dolg pa je znašal več kot 115 odstotkov BDP.

To je predstavljal prvovrsten izziv in izjemen primer reševanja, saj EMU ni imela vnaprej izdelanih mehanizmov pomoči in sistemskih ukrepov za reševanje kriznih situacij. Znižanje ocen grških državnih obveznic s strani bonitetnih agencij, rekordno zvišanje obresti na grške državne obveznice nad 12 odstotkov, močan padec tečajev delnic je krizo le še poglobljalo in bi lahko v prihodnosti močno destabilizirala kapitalski trg, zato je bilo potrebno hitro sprejeti in vzpostaviti sistem učinkovitih začasnih ukrepov, ter doseči skupen medsebojni dogovor s strani držav članic za ponovno vzpostavitev stabilnosti in rešitev položaja celotnega evroobmočja. Začelo se je govoriti o možnih izrednih in začasnih kreditnih oblikah pomoči Grčiji s katero bi ji omogočili, da pravočasno poravnava obveznosti in s tem prepreči svoj bankrot, ohrani kredibilnost in ponovno redno dostopa do sredstev finančnega trga.

Na podlagi pogajanj je Evropska komisija skupaj z finančnimi ministri držav evroobmočja, ECB in IMF sprejela odločitev o sprožitvi izrednega začasnega mehanizma 110 milijard evrov posojil Grčiji v prihodnjih treh letih v 12 obrokih. Države v območju evra bodo v treh letih prispevale 80 milijard evrov, IMF pa preostalih 30 milijard evrov. Vsaka država v območju evra si bo denar na trgih izposodila po obrestnih merah, ki zanjo veljajo, nato pa bo zbran denar posojen Grčiji po enotni obrestni meri, ki bo znašala okoli pet odstotkov. Države v območju evra bodo v mehanizmu pomoči Grčiji sodelovale glede na njihovo udeležbo v kapitalu ECB. Nemčija bo prispevala nekaj manj kot 28 odstotkov oz. 22,4 milijarde evrov sredstev, Slovenija pa 0,48-odstotni delež, kar znaša 384 milijonov evrov.

To naj bi z ukrepi dosegla grška vlada, ki bo v državnem sektorju za najmanj tri leta zamrznila plače in ustavila zaposlovanje, ukinili 13. in 14. plačo oz. pokojnino, podaljšali delovno dobo in starostne pogoje upokojitve, krčili dodatke in izvedli pokojninsko reformo. Grčija namerava nekatere državne deleže v podjetjih prodati, državna podjetja pa privatizirati. Zaprli ali združili naj bi bolnišnice, število mest in občin pa naj bi radikalno zmanjšali s 1300 na 340. Dogovor predvideva tudi zvišanje davka na dodano vrednost z 21 na 23 odstotkov, zvišali pa bi tudi davek na tobak, alkohol in gorivo. Po objavljenih študijah pa naj bi Grčija med drugim letno izgubljala kar za 20 milijard evrov zaradi davčnih utaj, zato je davčna disciplina ključna za rešitev finančnih težav (Daley, 2010).

Dogovor predvideva, da mora Grčija - če želi koristiti mehanizem posojil evroskupine in IMF - v prihodnjih treh letih (do leta 2013) skupaj privarčevati 45 milijard evrov. Grčija naj bi si s temi ukrepi zagotovila pomoč evroskupine in Mednarodnega denarnega sklada za zmanjšanje skoraj 300 milijard evrov dolga in 30 milijard evrov primanjkljaja, ki ga bo morala do leta 2014 znižati s sedanjih 13,6 na 3 odstotke. ECB in IMF bosta nadzorovala implementacijo ukrepov v Grčiji, kmalu pa naj bi se vzpostavil tudi mehanizem nadzora javnih financ držav članic EMU.

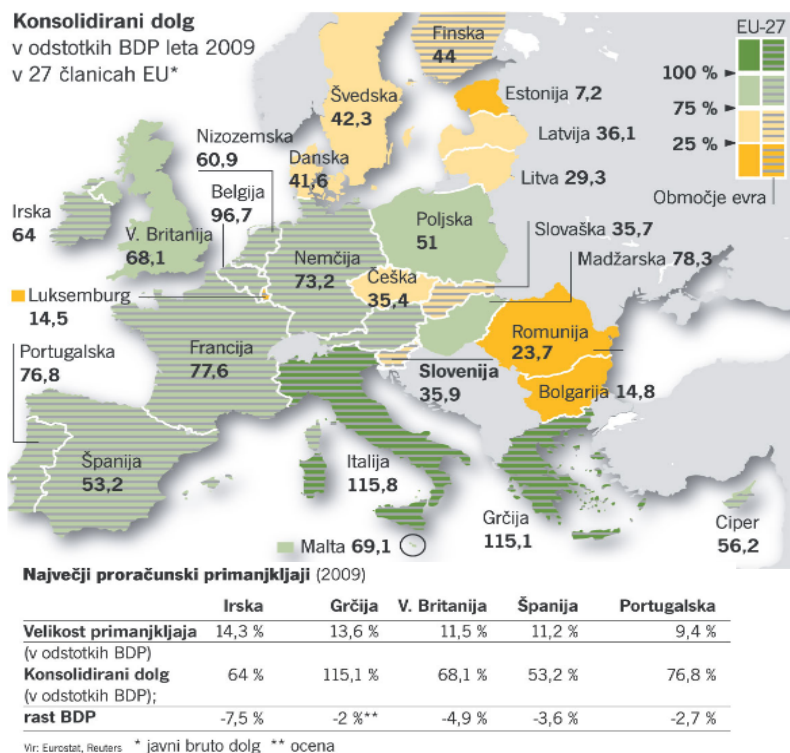
Svet EU je s finančnimi ministri držav članic 9. maja 2010 sprejel evropski stabilizacijski mehanizem za ohranitev finančne stabilnosti v Evropi. Mehanizem temelji na 122. členu obstoječe PDEU in medvladnem sporazumu držav članic evrskega območja. Namenjen je zagotavljanju finančne pomoči državam članicam EU, ki se znajdejo v težavah ali jim zaradi izjemnih okoliščin, nad katerimi nimajo nadzora, resno grozijo hude težave. Sistem finančne pomoči, ki je v obliki posojila oz. kreditnih linij odobrena zadevni državi članici v prvi vrsti vključuje razširitev obstoječega evropskega mehanizma plačilnobilančne pomoči državam brez evra na države z evrom za 60 milijard evrov. Poleg tega so države v območju evra ta sredstva dopolnile še s triletnim začasnim mehanizmom do 440 milijard evrov bilateralnih medvladnih posojil, ki bo deloval po vzoru mehanizma posojil Grčiji, torej proporcionalno in usklajeno. Dogovorjeni sistem vključuje IMF, od katerega se pričakuje, da bo prispeval vsaj 250 milijard evrov posojil. Prispevek EU in IMF tako skupaj znes 750 milijard evrov (Slika 6).

Slika 6: Mehanizem za zagotovitev sistema stalne stabilnosti evra



Države članice bodo prav tako pospešile izvajanje načrtov za fiskalno konsolidacijo (zmanjšanje javnofinančnih primanjkljajev in javnih dolgov, Slika 7), ter pospešili izvedbo strukturnih reform in sklenili, da je potrebna strožja regulacija finančnih trgov in premislek o vlogi bonitetnih agencij.

Slika 7: Konsolidirani javni dolgovi in največji proračunski primanjkljaji držav članic EU v odstotkih BDP leta 2009



Vir: Eurostat, General government debt; General government deficit, 2010a,b.

ECB je napovedala tudi več ukrepov, s katerimi želi zagotoviti stabilnost in povečanje likvidnosti na finančnih trgih. Med ukrepi je možnost odkupovanja državnih in zasebnih obveznic v območju z evrom od zelo zadolženih držav v območju evra in zadolženih zasebnikov iz teh držav, s čemer želi zagotoviti globino in likvidnost tržnih segmentov, ki nimajo dostopa do trga. ECB se je s centralnimi bankami ZDA, Velike Britanije, Švice in Kanade dogovorila tudi o ponovni vzpostavitvi sistemov refinanciranja v dolarjih in je že začela izvajati začasne swap posle oz. zamenjavo valut. S tem skuša izboljšati likvidnost na trgu dolarskih obveznic in preprečiti širitev napetosti na druge finančne trge.

4 PREDLOGI UKREPOV EKONOMSKE POLITIKE EMU

4.1 Uvod in vzroki za ukrepanje EMU

Upravljanje in usklajevanje gospodarskih politik v evroobmočju bo potrebno izboljšati. To vključuje tako krepitev dogovorov držav članic za poglobitev kot tudi razširitev ekonomskega nadzora za uspešnejše usmerjanje področja fiskalne politike skozi ekonomske cikle in dolgoročno ter hkrati zahteva uskladitev razlik v gospodarski rasti, inflaciji in konkurenčnosti (European Commission, 2008).

EU potrebuje dobro opredeljen politični pristop, ki pomaga pri gospodarskem okrevanju iz krize, postavlja javne finance nazaj na trdne temelje ter dejavno spodbuja trajnostno rast in delovna mesta. To je namreč vizija politike, določene v strategiji Evropa 2020. Sedaj je potrebno zbrati vse ustrezne instrumente, da se doseže skladnost prihodnjih političnih odločitev in se zagotovi potrebno izvajanje izbranih instrumentov za doseg postavljenih strateških ciljev.

V zadnjih mesecih so s strani Evropske komisije prišli predlogi ukrepov¹³ za nadaljnjo krepitev usklajevanja skupne gospodarske politike držav članic EU za stabilnost, rast in delovna mesta, ki jih bo potrebno sprejeti v kratkem času na podlagi nove Pogodbe o delovanju Evropske unije, ki je nastala pod okriljem veljavne Lizbonske pogodbe.

Iz tega pogleda je temeljni namen ukrepov predvsem (European Commission, 2010a):

- Izoblikovanje konkretnih rešitev in predlogov za večjo usklajenost in nadzor gospodarske politike¹⁴, ki bodo: (1) obravnavali makroekonomska neravnovesja z večjim ekonomskim nadzorom, vključno z opozarjanji in mehanizmi sankcioniranja; (2) okrepili nacionalne fiskalne okvirje z določitvijo minimalnih zahtev zanje in predvsem usmerjenost od letnega k več-letnemu proračunskemu načrtovanju; (3) krepili določbe Pakta stabilnosti in rasti in zaveze k vodenju vzdržne proračunske politike zlasti s poudarkom na dinamiko dolga in proračunskih deficitov.
- Vzpostavitev učinkovitih izvedbenih mehanizmov, ki bi zagotovili, da bodo države članice spoštovale pravni okvir EU, o katerem so se dogovorile. Za primere, ko lahko razvoj gospodarstva v državah članicah ogrozi skupni razvoj Unije, je predlagan niz preventivnih in korektivnih ukrepov, vključno z vrsto kazni, ki bi se lahko uporabljale v primeru kršitev;

¹³ Priloga 4: Področja in predviden časovni načrt ukrepov EU

¹⁴ Na podlagi dokumenta European Commission: Communication on Reinforcing economic policy coordination sprejetega dne 12. maja 2010.

- Vzpostavitev evropskega semestra za usklajevanje politik ter obrazložitve postopkov in časovnega razporeda, s čimer bodo nacionalne odločitve na področju politik pridobile evropsko razsežnost in bo omogočeno boljše predhodno usklajevanje politik. To velja tudi za strukturne reforme in elemente iz dolgoročne strategije Evropa 2020, namenjene pospeševanju rasti.

S povezovanjem procesov Pakta za stabilnost in rast ter strategije Evropa 2020 lahko EU dogradi potrebne konsolidacijske ukrepe, ki so bistven korak v njeni strategiji za dolgoročno rast, ter s tem oblikuje pametnejšo, bolj trajnostno in vključujočo Unijo za prihodnost zasidrano v zdravih gospodarskih in fiskalnih politikah.

4.2 Širši makroekonomski nadzor

EU potrebuje temeljitejši makroekonomski nadzor držav, ki naj poveže vsa ustrezna področja gospodarskih politik. Makroekonomska neravnovesja je treba obravnavati celoviteje skupaj s fiskalno politiko in strukturnimi reformami za okrepitev rasti. S tem naj se zagotovi makroekonomska stabilnost, prepreči nastanek škodljivih neravnovesij in vzpostavijo pogoji za širok makroekonomski okvir za trajnostno in dinamično rast.

4.2.1 Nadzor makroekonomskih neravnovesij

Kriza je pokazala, da je nastanek velikih makroekonomskih neravnovesij, vključno z velikim in vztrajnim razhajanjem v gibanjih na področju konkurenčnosti, zelo škodljiv za EU in zlasti za evro. Zato je pomembno razviti povsem nov strukturiran mehanizem za nadzor in ublažitev škodljivih makroekonomskih neravnovesij v vseh državah članicah EU.

Evropska komisija na podlagi dvostopenjskega pristopa predlaga mehanizem, ki vključuje (European Commission, 2010b):

- **preventivni del** z rednimi (letnimi) ocenami tveganja makroekonomskih neravnovesij, ki bi zajemal tudi opozorilni mehanizem¹⁵, ter
- **korektivni del** za izvajanje korektivnih ukrepov v primeru škodljivih makroekonomskih neravnovesij.

4.2.1.1 Preventivni ukrepi kot opozorilni mehanizem

V okviru makrostrukturnega nadzora držav v skladu s strategijo Evropa 2020 bi Komisija ocenjevala makrostrukturne slabosti, zmanjšano konkurenčnost in nastajajoča makroekonomska neravnovesja na podlagi pristopa ločene obravnave vsake države, pri tem pa upoštevala vzajemne povezave na gospodarskem in finančnem področju, zlasti v evroobmočju.

Preglednica s sklopom kazalnikov za ugotavljanje zunanjih in notranjih neravnovesij bo v kombinaciji s strokovnimi analizami o kakovostnih vidikih predstavljala temelj opozorilnega mehanizma. Uporaba kazalnikov bo zagotovila pomembna merila za oceno, vendar med rezultati v preglednici in ukrepi na ravni politik ne bo mehanske povezave.

Za države z znatnim tveganjem bi se izvedla poglobljena posamična analiza. Če bodo nastajajoča tveganja potrjena, bo Komisija za posamezne države predlagala posebna priporočila

¹⁵ Priloga 5: Pregled glavnih značilnosti opozorilnega mehanizma za makroekonomska neravnovesja

Sveta glede odpravljanja škodljivih makroekonomskih neravnovesij. Komisija bi lahko zgodnje opozorilo poslala neposredno zadevni državi članici.

Glede na naravo ugotovljenih neravnovesij v državah članicah bi lahko priporočila obravnavala širok spekter vprašanj, ki zajemajo makroekonomske politike, plače in trge dela, delovanje trgov blaga in storitev ter makrobonitetnih politik. Kakor je opisano spodaj, bodo ta priporočila skupaj s priporočili, izdanimi v skladu s tematskim nadzorom strukturnih reform, vključena v enotni niz priporočil po državah članicah, ki jih Komisija predlaga vsako leto.

Ta mehanizem bo jedro okrepljenega (nefiskalnega) makroekonomskega nadzora držav, ki je predviden v strategiji za Evropo 2020. Skupaj s fiskalnim nadzorom iz Pakta za stabilnost in rast je nadzor po državah namenjen zagotavljanju stabilnega makroekonomskega okolja, ki spodbuja rast in ustvarjanje delovnih mest, pri tem pa celovito upošteva vzajemno povezanost gospodarstev držav članic, zlasti v evroobmočju. S tem bo v okviru strategije Evropa 2020 zagotovljena doslednost, zlasti z ugotavljanjem makroekonomskih in fiskalnih omejitev, znotraj katerih morajo države članice izvajati strukturne reforme in lahko vlagajo v politike za spodbujanje rasti iz strategije Evropa 2020.

V posebno resnih primerih bi Komisija predlagala, da se za državo članico razglasi posebno »stanje čezmernih neravnovesij«. To bi sprožilo »korektivni del mehanizma«, ki je opisan v nadaljevanju spodaj. V tem primeru bi lahko Komisija zgodnje opozorilo poslala neposredno zadevni državi članici.

4.2.1.2 Korektivni ukrepi kot izvršilni mehanizem

Okvir za nadzor neravnovesij bi vključeval izvršilni mehanizem. Za državo članico, za katero bi bila ugotovljena znatna tveganja, bi lahko Svet na podlagi priporočila Komisije razglasil stanje »čezmernih neravnovesij«. Upoštevala bi se opozorila glede tveganj in priporočila glede makrofinančne stabilnosti, ki jih izda Evropski organ za sistemska tveganja.

Za državo članico s »stanjem čezmernih neravnovesij« bi veljal strožji nadzor. Svet bi izdal priporočila glede politik na podlagi 121. člena ter 136. člena PDEU za države članice evroobmočja, država članica pa bi morala o napredku pri izvajanju priporočenih reform redno poročati Ekonomsko-finančnemu svetu ter Evroskupini (na primer v 6 mesecih od priporočila Sveta in nato vsako četrtoletje).

Mehanizem bi veljal za vse države članice. Tako kot pri fiskalnem okviru EU, ki prav tako velja za vse države članice EU, bi za države članice evroobmočja veljala strožja pravila. Ob upoštevanju večje gospodarske in finančne medsebojne povezanosti v evroobmočju ter njenega vpliva na enotno valuto bi se lahko za države članice evroobmočja predvidel poseben izvršilni mehanizem za primere ponavljajočega se nespoštovanja priporočil za odpravo škodljivih makroekonomskih neravnovesij, ki ogrožajo pravilno delovanje ekonomske in monetarne unije.

Nezadostno upoštevanje priporočil, izdanih v skladu s postopkom za nadzor neravnovesij, bi se upoštevalo kot oteževalna okoliščina v fiskalni oceni na podlagi Pakta za stabilnost in rast.

Do konca septembra bo Komisija oblikovala uradne predloge za sekundarno zakonodajo glede vzpostavitev okvira za obravnavanje čezmernih neravnovesij na podlagi členov 121 in 136 Pogodbe o delovanju Evropske unije. V teh predlogih bodo natančno opredeljeni vloga opozorilnega mehanizma, vloga in dolžnosti Komisije, držav članic in Sveta, postopki za

sprejemanje priporočil ter pravila, postopki in izvršilni mehanizmi za države članice evroobmočja.

4.2.2 Tematski nadzor strukturnih reform

Države članice morajo ponovno vzpostaviti makroekonomsko stabilnost in zdrave javne finance, da se njihova gospodarstva vrnejo na pot trajnostne rasti in povečajo konkurenčnost. Obenem morajo svoja prizadevanja osredotočiti na uresničevanje ciljev strategije Evropa 2020 in petih glavnih ciljev, o katerih se je dogovoril Evropski svet. Povezan pristop do oblikovanja in izvajanja politik je zaradi pritiskov na javne finance nujen. Odkrivanje ozkih grl, ki onemogočajo ali zavlačujejo doseganje ciljev strategije Evropa 2020, je ključni element tematskega nadzora.

Cilj tematskega nadzora strukturnih reform je torej dvojen:

- Olajšati doseganje ciljev strategije Evropa 2020, zlasti petih glavnih ciljev¹⁶. Gre za ukrepe na področju zaposlovanja, socialnega vključevanja, raziskav in inovacij, izobraževanja, energetike in podnebnih sprememb ter ukrepe za obravnavanje vseh drugih dejavnikov, ki ovirajo gospodarski razvoj ali rast držav članic;
- Zagotoviti ambiciozno izvajanje strukturnih reform, ki bo skladno z fiskalnimi omejitvami.

Nadzor se bo izvajal v skladu s členoma 121 in 148 PDEU in na podlagi združenih smernic iz strategije Evropa 2020. Na podlagi nacionalnih programov reform, ki so jih predložile države članice, bo Komisija ocenila, kako posamezne države obravnavajo odkrita ozka grla in kako napredujejo pri doseganju nacionalnih ciljev iz strategije Evropa 2020.

V primeru nezadostnega napredka ali nezadostne skladnosti politik z združenimi smernicami bo izdano priporočilo za posamezno državo ali za evroobmočje. Če gospodarske politike ne bi bile skladne s širšimi smernicami gospodarskih politik ali če bi lahko ogrozile pravilno delovanje ekonomske in monetarne unije, bo Komisija naslovila opozorilo neposredno na zadevno državo članico.

Na podlagi tega spremljanja po posameznih državah bo Komisija opravila splošno oceno o napredku glede petih glavnih ciljev na ravni EU, doseganju ciljev strategije Evropa 2020 ter ocenila uspešnost v primerjavi z uspešnostjo glavnih (mednarodnih) trgovinskih partnerjev, v primeru nezadostnega napredka tako na nacionalni kot na ravni EU pa bo proučila temeljne razloge zanj. Komisija bo o tem vsako leto poročala na spomladanskem zasedanju Evropskega sveta in bo predlagala posebne smernice za okrepitev izvajanja ustreznih reformnih ukrepov. Te smernice bodo vključene tudi v enotni niz priporočil po državah članicah, ki jih bo Komisija predlagala na začetku julija (European Commission, 2010b).

4.3 Nacionalni fiskalni okvirji

Trdni in učinkoviti nacionalni fiskalni okvirji imajo bistveno vlogo pri okrepitvi fiskalne konsolidacije in vzdržnosti javnih financ. Ob nujnem spoštovanju posebnih potreb in prioritet držav članic se kaže potreba po upoštevanju nekaterih meril, ki so potrebna za zagotavljanje minimalnih standardov kakovosti in združljivosti s pravili EU. Najpomembnejše je:

¹⁶ Pet glavnih ciljev, ki jih je določil Evropski svet::
http://ec.europa.eu/eu2020/pdf/council_conclusion_17_june_en.pdf

- zagotoviti standarde kakovosti z usklajenim računovodskim poročanjem (za fiskalni nadzor na ravni EU se zahteva spoštovanje računovodskih pravil ESR95);
- postaviti veljavna nacionalna fiskalna pravila za zagotavljanje, da domači nacionalni okviri odsevajo obveznosti iz Pogodbe;
- zagotoviti da reforme nacionalnih fiskalnih okvirov temeljijo na prehodu k večletnim proračunskim načrtovanjem, vključno z razčlenitvijo pričakovanih prihodkov in odhodkov ter navedbo, na katerih področjih so predvidene prilagoditve;
- zagotoviti da so nacionalni okviri izčrpani in pokrivajo celotni sistem javnih finance, kar je zelo pomembno v decentraliziranih gospodarstvih;
- določiti proračunske odgovornosti na različnih ravneh uprave, saj morajo biti pristojnosti jasno opredeljene in veljati primerne določbe glede nadzora in izvrševanja.

Komisija bo septembra uradno predlagala minimalne zahteve pod novo uredbo na podlagi 126. Člena PDEU za vzpostavitev nacionalnih fiskalnih okvirov in postopkovnih zahtev (poročanje), s tem se bo spodbudilo izvajanje Protokola 12 k Pogodbi, posvečenega postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. V primeru nespoštovanja te obveznosti se lahko sprožijo postopki za ugotavljanje kršitev.

4.4 Fiskalna vzdržnost v okviru Pakta za stabilnost in rast

Pri Paktu za stabilnost in rast bi bilo treba bolj upoštevati povezanost dolga in primanjkljaja, da bi se tako povečale spodbude za preudarne politike.

V zvezi s preventivnim delom Pakta za stabilnost in rast Komisija predlaga, da se za države članice z visoko stopnjo dolga ali izrazitimi tveganji v zvezi s prihodnjim razvojem dolga zahtevata hitrejši napredek v smeri javnofinančnega salda, ki bi zagotavljal varnostno rezervo glede na zgornjo mejo primanjkljaja na ravni 3 % BDP, ter hiter napredek v smeri trajnosti, tj. k tako imenovanemu srednjeročnemu proračunskemu cilju.

V zvezi s korektivnim delom Komisija predlaga, da se merilo v zvezi z dolgom iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem izvaja učinkovito, in sicer na podlagi jasne in preproste številčne referenčne vrednosti, s katero se opredeli dovolj hitro zniževanje dolga: za države članice z deležem dolga nad 60 % BDP bi se lahko začel postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem, če dolga v danem predhodnem obdobju glede na referenčno vrednost ne bi dovolj zmanjšale. Prav tako tudi znižanje primanjkljaja pod stopnjo 3 % BDP ni zmeraj zadosten pogoj za prekinitev postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, če zniževanje dolga ni vztrajno.

Razvoj javnega dolga je še bolj kot primanjkljaj odvisen od dejavnikov, nad katerimi vlada nima neposrednega nadzora (zlasti inflacije, obrestnih mer in ciklusov rasti), zato je treba pred uvedbo postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem za dano državo dobro pretehtati. Pripraviti je treba splošno oceno, ki naj upošteva niz parametrov. Med temi sta stopnja približevanja deleža dolga referenčni vrednosti 60 % BDP ter začasna ali izjemna narava dolga. Zlasti pri slednji so pomembni dejavniki, ki odsevajo tveganja povečanja dolga ali finančnih obremenitev v prihodnosti, kot na primer:

- struktura rokov zapadlosti in denominacija dolga v dani valuti;
- jamstva družbam, finančnim institucijam in gospodinjstvom;
- akumulacija rezerv in drugih javnih sredstev;
- implicitne obveznosti, zlasti v zvezi s staranjem prebivalstva;

- stopnja in spremembe zasebnega dolga, kolikor lahko pomenijo implicitno obveznost za javne organe;
- dejavniki v ozadju spremembe dolga (primarni saldo, inflacija, rast, obrestne mere, enkratni ukrepi) ter
- ukrepi za usklajevanje stanj in tokov.

Za nespoštovanje priporočil je predvidena kazen. Komisija bo septembra predlagala spremembe k preventivnemu in korektivnemu delu Pakta za stabilnost in rast, da postanejo ta načela operativna (European Commission, 2010b).

4.5 Izvajanje gospodarskega nadzora na podlagi kazni in spodbud

Kljub skupnim pravilom in postopkom usklajevanja iz Pogodbe ter Pakta za stabilnost in rast več držav članic izvaja fiskalne politike, ki odstopajo od veljavnega okvira. Da bi bile kazni in spodbude v prihodnje učinkovitejše, je treba seči po bolj preventivno naravnani in zgodnejši uporabi širšega spektra kazni in spodbud. Odvračilni učinek finančnih sankcij bi moral biti prava spodbuda za spoštovanje predpisov.

V 126. členu PDEU je predvidenih več vrst kazni za primere, ko država članica ne spoštuje usmeritev EU. Med temi so zahteva po objavi dodatnih informacij, poziv Evropski investicijski banki, naj ponovno razmisli o svoji politiki posojanja zadevni državi članici, zahteva, naj se do odprave čezmernega primanjkljaja položi primerno velik brezobrestni depozit, ter možnost primerno visokih denarnih kazni.

Pri natančnem naravnavanju delovanja in obsega možnih finančnih spodbud si je pomembno in nujno prizadevati za učinkovitost in enako obravnavo držav članic. Zaradi sorazmernosti bi se finančne kazni, povezane s proračunom EU, lahko opredelile v obliki danega odstotka BND ali BDP zadevne države članice, s tem da bi za vse države članice veljala enaka zgornja meja. Ta zgornja meja bo zagotovila, da bodo kazni dejansko veljale za vse države članice. Poleg tega bodo zneski odobritev in plačil, za katere bosta določena prekinitev ali odpis, za upravičena sredstva določeni sorazmerno do te zgornje meje.

Novo orodje za določanje kazni bo torej vključevalo več različnih kazni in spodbud, ki bodo uporabljene glede na vrsto okoliščin in resnost razmer. Predlagana izboljšanja obstoječih mehanizmov izvajanja bi zahtevala spremembo preventivnega in korektivnega dela Pakta za stabilnost in rast (uredbi št. 1466/97 in št. 1467/97) tudi s pomočjo primerne mehanizma, ki bi temeljil na različnih pravnih aktih, na katerih temeljijo odhodkovni programi EU.

V zvezi s preventivnim delom (npr. ko država članica ne napreduje dovolj hitro v smeri srednjeročnega proračunskega cilja v času ugodnih gospodarskih razmer) bosta predlagana dva niza spodbud oziroma kazni.

- **Obrestni depozit**, začasno naložen državi članici bo predstavljal spodbudo za državo članico, ki pri proračunski konsolidaciji ne napreduje dovolj. Ena od možnosti bi bila določitev preprostega pravila v zvezi z odhodki, ki bi bilo skladno s prilagoditveno usmeritvijo za doseg srednjeročnega proračunskega cilja za dano državo. Znatno odstopanje od dogovorjenega poteka odhodkov bi sprožilo opozorilo Komisije v skladu z določbami člena 121 PDEU. V primeru vztrajnih kršitev bi vse do odprave kršitve Svet naložil obrestni depozit. Depozit bi bil sproščen, ko bi bil razlog zanj odpravljen;

- **Pogojeno sproščanje podpore iz kohezijske politike**, ki ga predlaga Komisija za strukturne in institucionalne reforme, ki so neposredno povezane z delovanjem kohezijske politike, da se tako izboljšata njena učinkovitost in uspešnost.

V zvezi s korektivnim delom (npr. ko je država članica v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem) Komisija predlaga nov **sistem finančnih kazni in spodbud**, ki naj dopolni uporabo depozitov in denarnih kazni. V primeru nespoštovanja pravil se lahko torej spodbude oblikujejo na podlagi:

- **Prekinitve ali odpisa dela trenutnih ali prihodnjih finančnih odobritev iz proračuna EU**. Odpisani viri naj bi pri tem ostali v proračunu EU.
- **Prilagoditve stopenj sofinanciranja** ali uvedbe **rezerve Unije za učinkovitost**, s katero bi se nagradile zdrave fiskalne politike. Taka rezerva bi se lahko financirala iz odpisanih odobritev na podlagi zgoraj opisanega dvostopenjskega postopka.
- **Sistem lastnih sredstev** izhaja s strani financiranja proračuna EU in pripomore k večjemu spoštovanju pravil. Denarne kazni, ki jih države članice plačujejo v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, samodejno znižujejo prispevek k proračunu s strani držav članic, pri katerih ni bil zaznan čezmerni primanjkljaj.

Kot dopolnilo k določbam 126. člena bi bilo mogoče v zgodnejši fazi postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem predvideti tudi **dve stopnji finančnih kazni**:

- **Stopnja 1** - ob čezmernem primanjkljaju (126. člen PDEU) bi bile prekinjene odobritve v zvezi z večletnimi programi. Ta prekinitve ne bi imela neposrednega učinka na plačila in bi torej omogočala dovolj časa za učinkovite korektivne ukrepe. Od držav članic bi se lahko zahtevalo, da sredstva preusmerijo in s tem izboljšajo kakovost javnih financ. Prav tako bi se za vračila iz naslova SKP (EKJS) napovedala odločitev o odpisu plačil do danega roka. Proračunsko reprogramiranje bi bilo predvideno, takoj ko država članica izpolni priporočila Sveta.
- **Stopnja 2** - nespoštovanje začetnih priporočil za odpravo čezmernega primanjkljaja (126. člen PDEU) bi pomenilo odpis odobritev ali vračil za določeno leto. S tem bi zadevna državna članica plačila dokončno izgubila (European Commission, 2010b).

4.6 Cikel usklajevanja v evropskem semestru

Oblikovanje evropskega semestra bo povežalo različna področja pri usklajevanju evropskih gospodarskih politik in omogočilo celostnejši in preglednejši nadzor politik.

- **Predhodno usklajevanje ekonomskih politik**

Osrednji cilj predloga je, da se usklajevanju gospodarskih politik v EU in evroobmočju priskrbi jasna predhodna razsežnost. Z evropskim semestrom bo komplementarnost in skupna naravnost nacionalnih načrtov za gospodarske politike zagotovljena na evropski ravni, in sicer z usmerjanjem politik, preden se v državah članicah sprejmejo dokončne odločitve glede proračuna za naslednje leto.

- **Celostnejši in preglednejši nadzor**

Evropski semester bo zajel vse elemente gospodarskega nadzora, vključno s politikami za zagotavljanje fiskalne discipline, makroekonomske stabilnosti in za spodbujanje rasti v skladu s

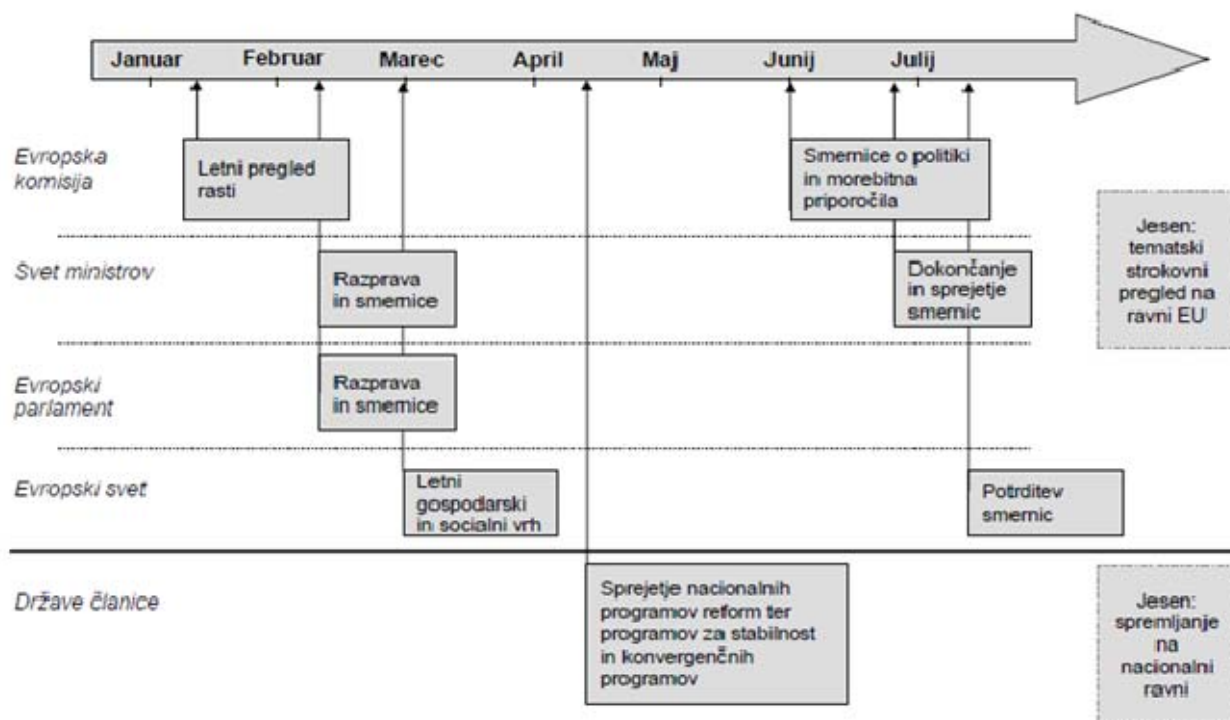
strategijo Evropa 2020. Obstoječi postopki v skladu s Paktom za stabilnost in rast ter širšimi smernicami gospodarskih politik bodo časovno usklajeni, a bodo ostali pravno ločeni. Države članice bodo programe za stabilnost in konvergenčne programe (PSK) ter nacionalne programe reform (NPR) predložile hkrati, prav tako jih bo Komisija ocenila hkrati.

Ti programi bi morali vključevati nujne informacije za smiselne predhodne razprave o fiskalni politiki. Minimalne zahteve naj bi vključevale naslednje:

- popoln in posodobljen makroekonomski scenarij;
- stvarne navedbe načrtov za leto $t+1$;
- opis nameravanih politik;
- srednjeročne napovedi za glavne javnofinančne spremenljivke;
- oceno fiskalnega razvoja v letu $t-1$;
- posodobitev fiskalnih načrtov za tekoče leto.

Komisija predlaga, da se evropski semester začne izvajati leta 2011 (Slika 8). Cikel evropskega semestra se začne januarja z »letnim pregledom rasti« (angl. *Annual Growth Survey – AGS*), ki ga pripravi Komisija in je namenjen pregledu gospodarskih izzivov za EU in evroobmočje kot celoto. Do konca februarja Evropski svet izdela strateške smernice o politikah, kar države članice upoštevajo v svojih PSK in NPR, ki jih oddajo aprila. Svet na začetku julija izda smernice o politikah po državah članicah. V drugi polovici leta države članice zaključijo nacionalne proračune. V AGS naslednje leto Komisija oceni, kako so države članice dejansko upoštevale smernice EU (European Commission, 2010b).

Slika 8: Časovni pregled dogodkov evropskega semestra



Vir: European Commission, 2010b.

5 EVROPA 2020 IN PRIHODNJI IZZIVI EKONOMSKE POLITIKE EMU

» V naslednjih tednih in mesecih bo potrebno narediti korak naprej na področjih upravljanja ekonomskih politik in ukrepov za izhod in reševanje finančne krize, izvesti reforme finančnih trgov ter skupaj pristopiti k realizaciji nove strategije Evropa 2020. «

Jose Emanuel Barroso

Pri reševanju krize so se odločno in obsežno uporabljali instrumenti politike. Kjer je bilo mogoče, je fiskalna politika delovala ekspanzivno in proticiklično, obrestne mere so bile najnižje v zgodovini, finančnemu sektorju pa se je zagotovila likvidnost na način, ki nima primere. Vlade so bankam zagotovile ogromno pomoč z jamstvi, dokapitalizacijo ali s »čiščenjem« bilanc stanja pred oslabljenimi sredstvi; ostalim gospodarskim sektorjem je bila pomoč zagotovljena znotraj začasnega izjemnega okvira za državne pomoči. Vsi ti ukrepi so bili in so še upravičeni, ne morejo pa se izvajati trajno in tudi visokih stopenj javnega dolga ni mogoče vzdrževati za vedno.

Pri zasledovanju ciljev nove razvojne strategije Evropa 2020¹⁷ se je treba primarno najprej opreti na verodostojno strategijo izhoda iz krize v zvezi s proračunsko in monetarno politiko na eni strani ter doseči neposredno podporo vlad gospodarskim sektorjem, zlasti finančnemu sektorju, na drugi strani. Z okrepljenim usklajevanjem ekonomskih politik, zlasti v evroobmočju, naj bi se zagotovila uspešna globalna izhodna točka nove Evrope (European Commission, 2010c).

5.1 Opredelitev strategije izhoda iz krize

Glede na preostale negotovosti v zvezi z gospodarskimi obeti ter šibkosti v finančnem sektorju bi bilo treba ukrepe pomoči ukiniti šele potem, ko bo gospodarstvo spet samozadostno in ko bo ponovno vzpostavljena finančna stabilnost¹⁸. Ukinitiv začasnih ukrepov, povezanih s krizo, mora biti usklajena, upoštevati pa je treba tudi morebitne negativne posredne učinke v državah članicah in medsebojne vplive različnih instrumentov politike. Ponovno je treba vzpostaviti disciplino na področju državnih pomoči, in sicer z ukinitvijo začasnega okvira za državne pomoči. Tak usklajeni pristop bi v prihodnje moral temeljiti na naslednjih vidikih izhoda iz krize (Von Hagen et.al., 2009):

- davčne spodbude je treba začeti ukinjati takoj, ko bo oživitev gospodarstva zanesljiva. Lahko pa se zgodi, da se bo časovni okvir razlikoval od države do države, zato je potrebna visoka stopnja usklajevanja na evropski ravni;
- kratkoročno pomoč za brezposelnost je treba začeti ukinjati šele, ko bo ponovno zagotovljena stabilna rast BDP in se bo zato z običajnim zaostankom začela povečevati tujizaposlenost;

¹⁷ Nova razvojna Strategija Evropa 2020 bi morala biti zasnovana na treh prednostnih področjih:

– pametni rasti – razvoju gospodarstva, ki temelji na znanju in inovacijah,
– trajnostni rasti – spodbujanju bolj konkurenčnega in zelenega gospodarstva, ki gospodarneje izkorišča vire,
– vključujoči rasti – utrjevanju gospodarstva z visoko stopnjo zaposlenosti, ki omogoča ekonomsko, socialno in teritorialno kohezijo. Ta tri prednostna področja se medsebojno krepijo in oblikujejo vizijo socialnega tržnega gospodarstva Evrope za 21. stoletje.

¹⁸ Sklepi zasedanja Evropskega sveta 10. in 11. decembra 2009.

- podporne sheme v posameznih sektorjih je treba ukiniti že zgodaj, saj vključujejo visoke proračunske stroške, njihovi cilji so večinoma že doseženi, povzročijo pa lahko tudi izkrivljanje na enotnem trgu;
- podporo z dostopom do financiranja je treba nadaljevati, dokler ne bo očitno, da so pogoji financiranja za podjetja večinoma spet normalni;
- ukinitvev pomoči v finančnem sektorju, najprej vladnih jamstvenih shem, bo odvisna od splošnega stanja gospodarstva, zlasti pa od stabilnosti finančnega sistema.

5.2 Reforma finančnega sistema

Kratkoročno bo ključna prednostna naloga ponovna vzpostavitev trdnega, stabilnega in zdravega finančnega sektorja, iz katerega se bo lahko financiralo realno gospodarstvo. Zahtevala bo popolno in pravočasno izvajanje zavez G-20. Izpolnjenih mora biti zlasti pet pogojev (ECB, 2010b):

- izvajanje dogovorjenih reform nadzora finančnega sektorja;
- odpravljanje zakonodajnih vrzeli, spodbujanje preglednosti, stabilnosti in odgovornosti, zlasti na področju izvedenih finančnih instrumentov in tržne infrastrukture;
- okrepitev pravil EU v zvezi s preudarnostjo in računovodstvom ter pravil s področja varstva potrošnikov v obliki enotnega evropskega pravilnika, ki bo na ustrezen način vključeval vse finančne udeležence in trge;
- okrepitev upravljanja finančnih institucij za odpravljanje pomanjkljivosti, ki so bile ugotovljene med finančno krizo na področju prepoznavanja in upravljanja tveganj;
- izvajanje ambiciozne politike, s pomočjo katere bomo lahko v prihodnje učinkoviteje preprečevali in po potrebi obvladovali morebitne finančne krize ter s pomočjo katere se bodo ob upoštevanju posebne odgovornosti finančnega sektorja pri sedanjí finančni krizi tudi proučili ustrezni prispevki finančnega sektorja.

5.3 Konsolidacija proračuna za dolgoročno rast

Zdrave javne finance so bistvenega pomena za ponovno vzpostavitev pogojev za trajnostno rast in nova delovna mesta, potrebujemo pa tudi celovito strategijo izhoda. Ta bo vključevala postopno ukinitvev kratkoročne krizne podpore ter uvedbo srednje in dolgoročne reforme, ki bodo spodbujale vzdržnost javnih financ in potencialno rast.

Pakt za stabilnost in rast zagotavlja primeren okvir za izvajanje davčnih strategij izhoda, države članice pa te strategije določijo v svojih programih za stabilnost in konvergenco. V večini držav naj bi se fiskalna konsolidacija pričela v začetku leta 2011. Proces zniževanja primanjkljajev na manj kot 3 % BDP naj bi bil praviloma zaključen do leta 2013. Vendar se lahko v številnih državah faza konsolidacije začne pred letom 2011, kar pomeni, da sta lahko ukinitvev začasne krizne podpore in fiskalna konsolidacija v teh primerih potrebni istočasno.

Pri spodbujanju potenciala gospodarske rasti EU in trajnosti socialnih modelov sta za konsolidacijo javnih financ v okviru pakta za stabilnost in rast potrebna določitev prednostnih nalog in sprejemanje težkih odločitev. Državam članicam lahko pri tej nalogi in odpravljanju posrednih učinkov pomaga usklajevanje na ravni EU. Poleg tega sta zelo pomembni struktura in kakovost državnih odhodkov. Programi za konsolidacijo proračuna morajo dajati prednost postavitkam, ki pospešujejo rast (izobrazba, spretnosti in znanja, raziskave, razvoj in inovacije), ki so tudi ključna tematska področja nove dolgoročne strategije Evropa 2020.

Pomembni so tudi proračunski prihodki, posebno pozornost pa je treba posvetiti tudi kakovosti sistema prihodkov. Pri povečanju davkov, je treba hkrati prilagoditi davčne sisteme, da bodo bolj naklonjeni rasti. Izogibati se je treba zviševanju davkov na delo, kar se je dogajalo v preteklosti v škodo zaposlovanja. Države članice morajo namesto tega poskušati premakniti davčno breme z dela na energijo in okolje v okviru oblikovanja okolju prijaznejših davčnih sistemov.

Ob fiskalni konsolidaciji in dolgoročni finančni vzdržnosti bodo potrebne hkrati obsežne strukturne reforme, zlasti na področju pokojninskega sistema, zdravstvenega varstva, socialnega varstva in izobraževalnih sistemov. Javna uprava bi morala to izkoristiti kot priložnost za povečanje učinkovitosti in kakovosti storitev. S politiko javnih naročil je treba zagotoviti najučinkovitejšo rabo javnih sredstev, trg javnih naročil pa mora v vsej EU ostati odprt (Von Hagen, et al., 2009).

5.4 Notranje institucionalno usklajevanje EMU

Skupna valuta za države članice, ki so prevzele evro, učinkuje kot dragocena zaščita pred nestabilnimi menjalnimi tečaji. Med krizo pa se je tudi pokazalo, v kolikšnem obsegu so povezana gospodarstva v evroobmočju, zlasti na finančnem področju, zaradi česar so posredni učinki bolj verjetni. Zaradi različnih vzorcev in stopenj rasti se v nekaterih primerih kopičijo netrajnostni javni dolgovi, kar obremenjuje enotno valuto. Kriza je tako še zaostila nekatere težave, s katerimi se sooča evroobmočje, na primer v zvezi z vzdržnostjo javnih financ in potencialno rastjo, pa tudi destabilizacijsko vlogo neravnovesij in razlik v konkurenčnosti med državami članicami.

Da bi zagotovili stabilnost in trajno rast, ki ustvarja potrebna delovna mesta, je treba v evroobmočju nujno premagati izzive. Njihovo reševanje zahteva okrepljeno in tesnejše usklajevanje politik, zlasti na treh področjih (European Commission, 2010c):

- **področje poglobljenega in širšega nadzora za države evroobmočja:** poleg krepitve davčne discipline morajo biti del gospodarskega nadzora tudi makroekonomska neravnovesja in razvoj konkurenčnosti;
- **področje razreševanja neposrednih groženj finančne stabilnosti evroobmočja kot celote;**
- **področje ustreznega zunanjega zastopanja in sodelovanja evroobmočja** za odločno reševanje svetovnih gospodarskih in finančnih izzivov.

Institucionalno usklajevanje in sodelovanje je bistvenega pomena za doseganje teh ciljev. Gospodarska rast in zaposlovanje bosta ponovno poživila naša medsebojno povezana gospodarstva, vendar le če si bodo vse države članice prizadevale za doseg istega cilja, hkrati pa upoštevale svoje specifične razmere. Treba je prevzeti večjo odgovornost. Evropski svet bi moral zagotoviti splošna navodila za strategijo, zasnovana na predlogih Komisije, ki temeljijo na osrednjem načelu: jasni dodani vrednosti na ravni EU. V tem smislu je zlasti pomembna večja vloga Evropskega parlamenta v okviru Lizbonske pogodbe. Okrepiti je treba tudi prispevek socialnih partnerjev ter zainteresiranih strani na nacionalni in regionalni ravni.

SKLEP

Zgodovina dosedanjega ekonomskega in monetarnega povezovanja v Evropi predstavlja temelj za nadaljnjo zaključno razvojno stopnjo v integracijskem procesu med državami. EMU predstavlja najvišjo dosedanje institucionalno razvojno fazo integracije EU in je bistven element ekonomske zveze, ki temelji na že izgrajenem sistemu pravil delovanja, mehanizmov in institucij, ki povezujejo nacionalne monetarne sisteme v konsistentno celoto.

Nadaljnji razvoj k dokončni vzpostavitvi popolne združitve ekonomskih politik držav članic EU, na področjih fiskalne in socialne politike ter politike ekonomskih odnosov s tujino je dolgoročno pomemben, za zagotovitev trdnejše zaveze k usklajenem skupnem ukrepanju ter učinkovitejšem popravljanju pomanjkljivosti tržnega mehanizma z vsemi razpoložljivimi sredstvi in instrumenti z namenom, da se EU kot celota usmeri in uresniči svoje glavne zastavljene cilje. Novo sprejeta Lizbonska pogodba je prinesla pomembne spremembe institucionalnega delovanja EU in korak naprej k procesu vzpostavitve popolno integriranega nadnacionalnega sistema politične unije.

Za ohranjanje poglobitvenega cilja stabilnosti cen evroobmočja pa je potrebna tudi stabilnost na finančnih trgih. Ta je bila po izbruhu in razširitvi svetovne finančne in gospodarske krize v Evropo dodobra načeta. Primarni povod je bila kriza hipotekarnih kreditov v ZDA. EMU se je po uspešnem desetletju delovanja danes dramatično znašla v nezavidljivih globokih težavah in razpotju ter se hkrati sooča z dvema medsebojno zelo pomembnima in povezanima izzivoma. Prvi izziv je neizbežno reševanje posledic krize z ukrepi Evrosistema in iskanje izhoda iz finančne krize, drugi izziv pa je izvedba potrebne institucionalne reforme upravljanja in delovanja EMU vključno z vzpostavitvijo učinkovitih nadzornih mehanizmov, da bi se izognili takim sistemskim krizam, ki se pojavljajo vedno znova in dolgoročno zagotovili trden obstoj ter omogočili nadaljnjo izgradnjo EMU.

Evrosistem je bil z ECB na čelu primoran najprej operativno učinkovito reagirati in hitro protikrizno ukrepati. Ker obstoječi okvirji razpoložljivih instrumentov niso bili dovolj učinkoviti je bila potrebna uvedba novih nestandardnih ukrepov. ECB se v času finančne krize še vedno uspešno osredotoča na glavno nalogo, da z obstoječimi in novimi instrumenti denarne politike čim bolje ukrepa na bančno finančnem trgu, zagotovi likvidnost bančnem sistemu in stabilizira razmere na finančnih trgih. Nekaj izmed zelo pomembnih ukrepov ECB v času krize je; (i) izvajanje operacij glavnega in dolgoročnejšega refinanciranja s polno dodelitvijo likvidnosti, po fiksni obrestni meri, (ii) razširitev seznama primernega finančnega premoženja za zavarovanje operacij, (iii) postopno zniževanje ključnih obrestnih mer, (iv) zagotavljanje posojanja ameriških dolarjev in švicarskih frankov, nasprotnim strankam ter (v) močno povečana ponudba likvidnih sredstev z nakupi kritih obveznic. ECB s skupnimi operativnimi instrumenti in ukrepi denarne politike v obdobju finančne krize uspešno protikrizno rešuje in omogoča okrevanje bančno finančnega sistema ter zagotavlja stabilnost EMU.

Vidik institucionalnega upravljanja na drugi strani predstavlja negativno stran in kaže znake nedelovanja ter institucionalne neučinkovitosti EMU, ki ogroža celotni obstoj EU in se najbolj kaže ravno v času aktualne finančne krize. EMU se med nastopom finančne krize vseskozi spopada še z globljimi notranje institucionalnimi težavami. Neimplementacija in neupoštevanje temeljnih ustanovitvenih pravnih aktov in pravil EU s strani institucij nacionalne in nadnacionalne ravni EU, povzroča neusklajeno delovanje in površen mehanizem nadzora nad izvajanjem še vedno nekoordiniranih ekonomskih politik, ki so prepuščene v izključno pristojnost izvajanja državam, zavira odzivnost in omejuje spopadanje z aktualno krizo, ustvarja divergentnosti med državami članicami, onemogoča tesnejšo medsebojno zavezo držav k dosegu

skupnih ciljev in zavira razvojni napredek EU ter onemogoča nadaljnje okrepljeno sodelovanje na širših ekonomskih področjih. Na podlagi ugotovljenih dejstev skozi diplomsko delo potrjujem glavno tezo naloge, da bo v nadaljevanju potrebno izvesti korenito institucionalno reformo za rešitev težav in boljše delovanje ter obstoj EMU v prihodnosti. Pri oblikovanju možnih predlogov institucionalnih reform EMU bo potrebno upoštevanje smernic in ponovno definiranje (i) pristojnosti in ciljev EMU, (ii) določitev razmerja med preprečevanjem in reševanjem krize ter (iii) določitev mere centralizacije oz. decentralizacije.

Evropo je istočasno prizadela globoka kriza proračunskih primanjkljajev in javnih dolgov držav članic, ki je posledica šibkega nadzora izvajanja ekonomskih politik držav članic, ki so v njihovi izkjučni nacionalni pristojnosti in predvsem neusklajenega fiskalnega področja na ravni EU. Grška kriza je prvovrsten primer in pokazatelj vseh institucionalnih težav EMU v praksi, ter predstavlja pomembno izkušnjo za izvedbo korenite institucionalne reforme EMU in preprečitev tovrstnih sistemskih napak v prihodnosti. Reforma je nujno potrebna tudi za dokončanja dolgotrajnega razvoja integracijskega procesa in doseg popolne ekonomske in politične unije, ter mora biti nujno podprta z okrepljenim medsebojnim sodelovanjem vseh držav članic EU.

Finančni ministri držav v območju evra so sprejeli odločitev o sprožitvi začasnega mehanizma 110 milijard evrov posojil Grčiji v prihodnjih treh letih. Dosegli so tudi dogovor o vzpostavitvi sistema in celovitega svežnja ukrepov za zagotovitev stabilnosti evra, ki predvideva skupaj do 750 milijard evrov pomoči državam v območju evra

Države članice EU z Evropsko komisijo na čelu, Mednarodni denarni sklad in ECB bodo s sprejetjem predlogov nadzornih mehanizmov in ukrepov v prihodnje skušali ne samo zagotoviti stabilnost evra in finančnega sistema, pač pa skupaj odločnejše, bolj pripravljeno in korenito pristopiti k realizaciji institucionalnega zagotavljanja: (i) skrbnega širšega makroekonomskega nadzora z mehanizmom, ki vključuje preventivni in korektivni del ukrepov, (ii) izgradnje usklajenih nacionalnih fiskalnih okvirjev z skupnimi merili fiskalnega področja (iii) standardiziranega vodenja in poročanja statistik držav članic EU, (iv) fiskalne konsolidacije v okviru Pakta za stabilnost in rast, (v) skrbnega izvajanja gospodarskega nadzora z uporabo spodbud in kazni ter (vi) vzpostavitve evropskega semestra za usklajevanje in preglednejši nadzor, obrazložitve postopkov in časovnega razporeda vodenja ekonomskih politik za zagotavljanje potrebne fiskalne konsolidacije in discipline, makroekonomske stabilnosti in za spodbujanje rasti v skladu s strategijo Evropa 2020.

Pri zasledovanju ciljev nove razvojne strategije Evropa 2020 se je treba primarno spopasti s prihajajočimi izzivi in najprej (i) opredeliti usklajen pristop strategije izhoda iz krize ter (ii) izvesti reformo finančnega sistema za vzpostavitev trdnega, stabilnega in zdravega finančnega sektorja za financiranje gospodarstva, (iii) zagotoviti izvedbo programov fiskalne konsolidacije in dolgoročno finančno vzdržnost držav članic EU ob izvajanju obsežnih strukturnih reform ter nenazadnje (iv) zagotoviti notranje medsebojno institucionalno usklajevanje za uspešno doseganje skupnih ciljev, mednarodno konkurenčnost in zagotovitev trajnostne prosperitete EU v prihodnosti.

LITERATURA IN VIRI

1. Buti, M. (2009). EMU in times of economic and financial crisis. Najdeno 14. junija 2010 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15864_en.pdf
2. Daley S. (2010, 1. maj). Greeks' tax evasion a big reason for their debt mess. *The New York Times*. Najdeno 17. julija 2010 na spletnem naslovu http://seattletimes.nwsources.com/html/nationworld/2011757122_greecetax02.html
3. De Grauwe, P. (1997). *The economics of Monetary Union*. 3. izdaja. Oxford: Oxford University Press.
4. Didwandia, A. (2008, 16. oktober). Global Financial Crisis - Part 1 - The Beginning. Najdeno 28. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.intheorbit.com/2008/10/global-financial-meltdown-story-part-i.html>
5. ECB - Evropska centralna banka. (2004). *The Monetary Policy of the ECB*. Najdeno 25. Maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>
6. ECB - Evropska centralna banka. (2008). *Izvajanje denarne politike v Evroobmočju: november 2008*. Najdeno 7. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.de/pub/pdf/other/gendoc2008sl.pdf>
7. ECB - Evropska centralna banka. (2009a). *Cenovna stabilnost: Zakaj je zame pomembna?* Najdeno 5. junija 2010 na spletnem naslovu http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/whypricestability_sl.pdf
8. ECB - Evropska centralna banka. (2009b). *Letno poročilo 2009*. Najdeno 7. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.de/pub/pdf/annrep/ar2009sl.pdf>
9. ECB - Evropska centralna banka. (2009c). *Mesečni bilten: 10 obletnica ECB*. Najdeno 7. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806sl.pdf>
10. ECB - Evropska centralna banka. (2009d). *Evropska centralna banka, Eurosistem, Evropski sistem centralnih bank*. Najdeno 29. aprila 2010 na spletnem naslovu http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/escb_sl_websl.pdf
11. ECB – Evropska centralna banka. *Denarna politika*. Najdeno 29. aprila 2010 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_007.sl.html
12. ECB - Evropska centralna banka. (2010a). *Mesečni bilten: maj 2010*. Frankfurt na Majni: Evropska centralna banka.

13. ECB – Evropska centralna banka. (2010b, 23. junij). The financial and fiscal crisis: a euro area perspective. Speech by Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the ECB. Najdeno 21. julija 2010 na spletnem naslovu
http://www.forexhound.com/article/Central_Banks/ECB_Publications/ECB_The_financial_and_fiscal_crisis_a_euro_area_perspective/214961
14. ECB - Evropska centralna banka. (2010c). Instrumenti denarne politike. Najdeno 30. aprila 2010 na spletnem naslovu
http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_007.sl.html
15. European Commission. (2008). EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union', European Economy No2.
16. European Commission. (2010a, 12. maj). Reinforcing economic policy coordination. Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European central bank, the Economic and Social Committee and the Committee of the regions. Brussels: European Commission, 2010.
17. European Commission. (2010b, 30. junij). Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance. Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European central bank, the Economic and Social Committee and the Committee of the regions. Brussels: European Commission, 2010.
18. European Commission. (2010c, 3. marec). Europe 2020. A strategy for smart, sustainable and inclusive growth. Communication from the Commission. Brussels: European Commission, 2010.
19. Eurostat. (2010a). General government debt. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=teina200&language=en>
20. Eurostat. (2010b). General government deficit and surplus. Najdeno 18. maja 2010 na spletnem naslovu
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina200&plugin=1>
21. Federal Ministry of Finance. (2010, 19. maj). Key proposals to strengthen the euro area by German government. Najdeno 20. junija 2010 na spletnem naslovu
<http://files.droplr.com.s3.amazonaws.com/files/15728807/12QVc1.KeyProposalsEuroArea.pdf>
22. Gretschnmann K. (1999). Evro : skupna evropska valuta. Ljubljana: Kalandrovo društvo.
23. Gros D., Thygesen N. (1998). European Monetary Integration - 2nd edition. New York: Addison Wesley Longman Limited.
24. IMF. (2010, april). Global Financial Stability Report 2010. Washington DC: IMF, 2010.

25. Janevska, L. (2006, 24. januar). Prenos kreditnega tveganja. Najdeno 25. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=505>
26. Lavrač V. (2007). Slovenska pot do prevzema Evra. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
27. Lizbonska pogodba (2010). Najdeno 17. julija 2010 na spletnem naslovu <http://evropa.gov.si/reformna-pogodba/>
28. Marzinotto, B., Pisani-Ferry J. & Sapir A. (2010). Two Crises, Two Responses. *Bruegel Policy Brief No 2010/01*.
29. Moussis, N. (2006). Access to European Union: law, economics, policies. Rixensart: European Study Service.
30. Pisani-Ferry, J. (2006). Only One Bed for Two Dreams: A Critical Retrospective on the Debate over the Economic Governance of the Euro Area. *Journal of Common Market Studies*, 44 (4), 2006, 823-844.
31. Pisani-Ferry, J.(2010, 26. maj). What went wrong in the euro-area? How to repair it? Notes for panel discussion on policy co-ordination in the euro area, *Brussels Economic Forum, Bruegel*. Najdeno 20. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.bruegel.org/bruegel-on-the-eurozone-crises/what-went-wrong-in-the-euro-area-how-to-repair-it.html>
32. Portes, R. (2008). The First Global Financial Crisis of the 21st Century. London: Centre for Economic Policy Research.
33. Prečiščeni različici Pogodbe o Evropski uniji in Pogodbe o delovanju Evropske unije (30. marec, 2010), Obv. Št. 2010/C 83/01. Najdeno 20. Julija 2010 na spletnem naslovu: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:FULL:SL:PDF>
34. Rant, V. (2008). Anatomija globalne finančne krize. V J. Prašnikar, A. Cirman (ur.), Globalna finančna kriza in eko strategije podjetij: dopolnjevanje ali nasprotovanje (str. 55-68). Ljubljana: Časnik Finance.
35. Ribnikar, I. (2003). Monetarna ekonomija 1. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
36. Summaries of EU legislation (2006, 21. junija) Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union. Amsterdam. Najdeno 18. aprila 2010 na spletnem naslovu http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/l25024_en.htm
37. The European Union -its-foundation and its three-pillars (2010). Najdeno 16. julija 2010 na spletnem naslovu http://www.bmvbs.de/Bild/original_983114/The-European-Union_-its-foundation-and-its-three-pillars.jpg
38. Trichet, J-C. (2009). The financial crisis and the response of the ECB. Najdeno 25. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090612.en.html>

39. Visser, H. (2004). A Guide to International Monetary Economics: Exchange Rate Theories, Systems And Policies. Edward Elgar.
40. Von Hagen, J., Pisani-Ferry, J. & Von Weizsäcker J. (2009). A European Exit Strategy. *Bruegel Policy Brief No 2009/05*. Najdeno 16. Julija 2010 na spletnem naslovu http://aei.pitt.edu/11818/01/pb_exitstrategies_151009.pdf
41. Werner, P. (1970). Report to the council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community Luxemburg.
42. Wostner P. (2005). Kako do denarja EU. Ljubljana: GV.

PRILOGE

Priloga 1: Seznam kratic

Priloga 2: Shematski prikaz vrst denarnih unij

Priloga 3: Grafični prikaz treh stebrov EU

Priloga 4: Področja in predviden časovni načrt ukrepov EU

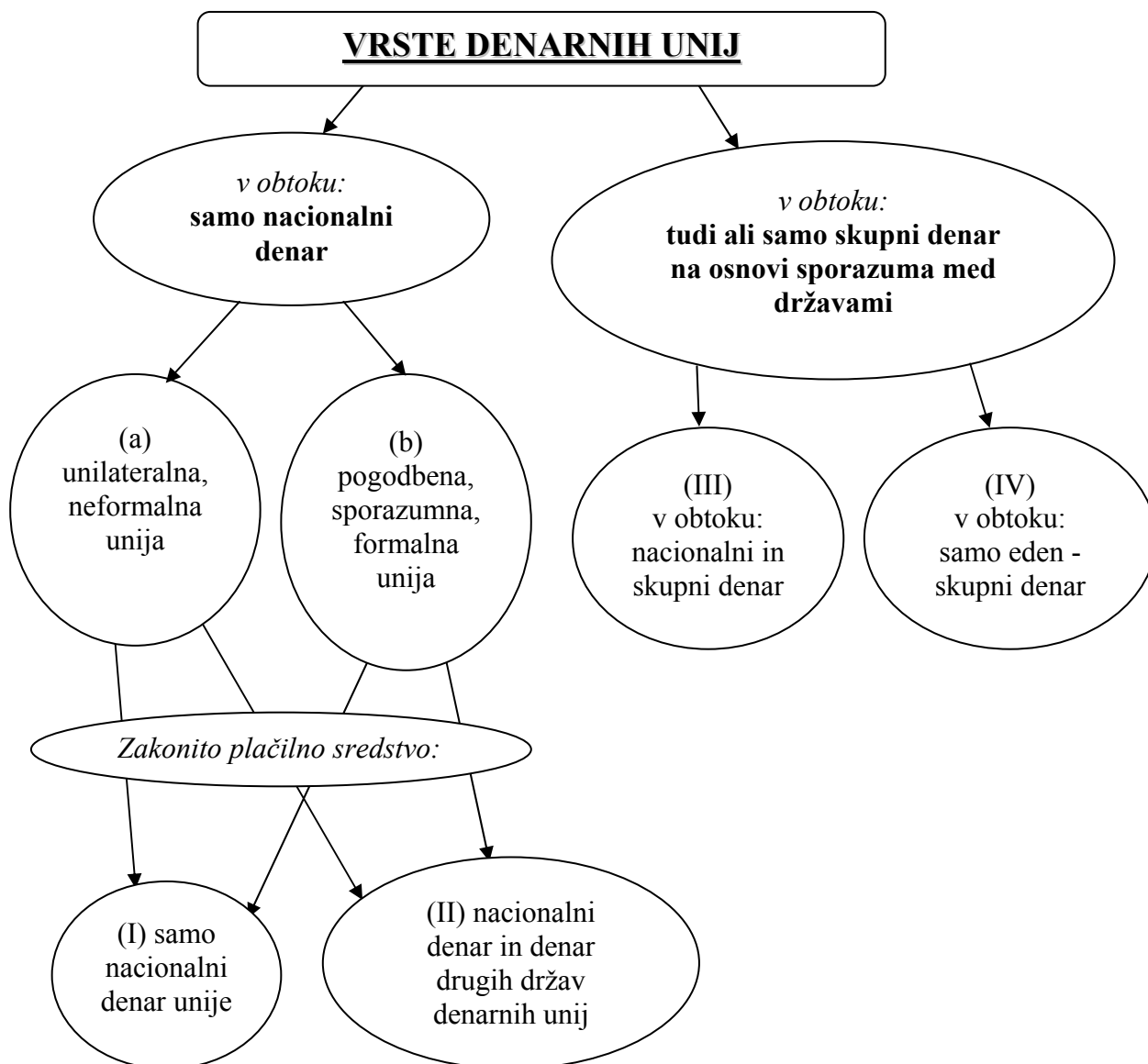
Priloga 5: Pregled glavnih značilnosti opozorilnega mehanizma za makroekonomska neravnovesja

Priloga 1: Seznam kratic

SEZNAM KRATIC

BDP	Bruto domači proizvod
BNP	Bruto nacionalni proizvod
ECB	Evropska centralna banka
ECOFIN	Svet EU za gospodarske in finančne zadeve
ECU	Evropska denarna enota
EDS	Evropski denarni sistem
EFSF	Evropskem instrumentu za finančno stabilnost
EGS	Evropska gospodarska skupnost
EMU	Ekonomsko monetarna unija
EPU	Evropska plačilna unija
ERM	Mehanizem deviznih tečajev
ESCB	Evropski sistem centralnih bank
EU	Evropska unija
EUROSTAT	Statistični urad Evropske unije
IMF	Mednarodni denarni sklad
OEEC	Evropske organizacije za gospodarsko sodelovanje
PDEU	Pogodba o delovanju Evropske unije
PES	Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti
PEU	Pogodba o Evropski uniji
PSK	program za stabilnost in konvergenčni program

Priloga 2: Shematski prikaz vrst denarnih unij



Vir: Visser, 2004

Priloga 3: Grafični prikaz treh stebrov Evropske unije



Priloga 4: Področja in predviden časovni načrt ukrepov EU

<i>Področje</i>	<i>Ukrep</i>	<i>Predvideni datum izvedbe</i>
Širši makroekonomski nadzor	Predlog za zakonodajni akt na podlagi člena 121(6) in člena 136 o vzpostavitvi okvira za obravnavanje čezmernih neravnovesij	Konec septembra
Tematski nadzor strukturnih reform	Priprava posebnih priporočil za okrepitev izvajanja reformnih ukrepov	Začetek z letnim obdobjem programiranja iz strategije Evropa 2020: prvo poročilo za spomladansko zasedanje Evropskega sveta leta 2011
Fiskalni nadzor: nacionalni fiskalni okviri	Predlog uredbe po členu 126(14) o minimalnih zahtevah za oblikovanje nacionalnih fiskalnih okvirov in zahtev glede poročanja, da se lahko preveri njihova skladnost.	Konec septembra
Fiskalni nadzor: povečan poudarek na javnem dolgu in vzdržnosti v okviru Pakta za stabilnost in rast	Predlogi za spremembo preventivnega dela (Uredba št. 1466/97) in korektivnega dela Pakta (Uredba št. 1467/97). Sprememba Kodeksa ravnanja (pravilo glede odhodkov za izvajanje popravkov v smeri srednjeročnega cilja; številčna referenčna vrednost za minimalno hitrost zniževanja dolga).	Konec septembra
Izvajanje gospodarskega nadzora (kazni/spodbude): depozit z obrestmi, začasno naložen državi članici euroobmočja	Predlog uredbe v skladu s členom 121(6) in členom 136(1)(a)	Konec septembra
Izvajanje gospodarskega nadzora (kazni/spodbude): uporaba proračuna EU kot dodatnega vzvoda	Uvedba posebnih določb v pravnih aktih, ki so temelj nekaterih odhodkovnih programov EU. Predlog za uredbo v skladu s členom 136(1)(a) za države članice euroobmočja o uvedbi kazni s podobnimi učinki.	Se vključi v predloge, ki jih bo Komisija v letu 2011 predstavila v zvezi z naslednjim večletnim finančnim okvirom. Konec septembra
Oblikovanje evropskega semestra	Sprememba Kodeksa ravnanja za Pakt za stabilnost in rast	Uvedba nadzornega cikla v evropskem semestru od januarja 2011.

Priloga 5: Pregled glavnih značilnosti opozorilnega mehanizma za makroekonomska neravnovesja

Glavne značilnost opozorilnega mehanizma za makroekonomska neravnovesja

Z opozorilnim mehanizmom se bo ugotavljalo, v katerih državah so makroekonomska neravnovesja dosegla potencialno problematično raven in je zanje potrebna bolj poglobljena analiza.

Opozorilni mehanizem bo sestavljala preglednica kazalnikov, dopolnjena z analizo kakovostnih vidikov.

Kazalniki bodo vključevali merila glede zunanjega položaja in cenovne ali stroškovne konkurenčnosti, a tudi notranje kazalnike. Uporaba notranjih kazalnikov je upravičena, saj imajo zunanja neravnovesja nujno notranje ustreznike. Del te preglednice bi lahko bili na primer kazalniki, kot so saldi tekočih računov, položaj neto tujih sredstev, realni efektivni menjalni tečaj na podlagi stroškov na enoto dela in deflatorja BDP, porast realnih cen stanovanj, javni dolg ter razmerje med posojili zasebnega sektorja in BDP.

Za vsak kazalnik bodo določeni in objavljeni pragi za alarm.

Prage se lahko izračuna na podlagi preprostega in preglednega statističnega koncepta. Možen pristop bi bila uporaba 75-odstotnega in 25-odstotnega percentila statističnih distribucij vsake spremenljivke (po državah članicah in glede na čas) kot ločnice, nad katero ali pod katero je potrebna nadaljnja analiza. Vendar je treba upoštevati, da imajo absolutne ravni pragov za posamezne spremenljivke le omejen gospodarski pomen ter jih je treba dopolniti z gospodarsko analizo, saj se primernost stopenj lahko spreminja glede na gospodarske razmere v državah.

Oblikovanje različnih preglednic za države članice evroobmočja in države članice zunaj njega.

Zaradi razlik v sistemih menjalnih tečajev in v ključnih gospodarskih značilnostih je obnašanje nekaterih gospodarskih spremenljivk v evroobmočju precej različno od njihovega obnašanja v državah, ki niso članice evroobmočja. To bi kazalo na to, da je treba uporabljati drugačne alarmne prage za države članice evroobmočja in države članice zunaj njega. Poleg tega je za evroobmočje potrebna tudi posebna analiza razvoja realnega efektivnega menjalnega tečaja, saj znotraj monetarne unije ni nominalnih menjalnih tečajev.