

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA UKREPOV EVROPSKE CENTRALNE BANKE V ČASU
FINANČNE IN DOLŽNIŠKE KRIZE**

Ljubljana, oktober 2012

JERNEJ GREGORIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani JERNEJ GREGORIČ, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom ANALIZA UKREPOV EVROPSKE CENTRALNE BANKE V ČASU FINANČNE IN DOLŽNIŠKE KRIZE, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. VASJO RANTOM.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v magistrskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1 EVROPSKA EKONOMSKA IN DENARNA UNIJA (EMU)	3
1.1 Nastanek EMU	3
1.2 Institucije in organi odločanja v EMU	4
1.3 Cilji in naloge Evrosistema	5
1.3.1 Končni cilj Evrosistema	5
1.3.2 Operativni cilj Evrosistema	6
2 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE	7
2.1 Obvezne rezerve	7
2.2 Odprti ponudbi	8
2.3 Operacije odprtega trga	9
2.3.1 Operacije glavnega refinanciranja	10
2.3.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja	12
2.3.3 Operacije finega uravnavanja	12
2.3.4 Strukturne operacije	12
2.3.5 Operacije dolarskega refinanciranja	12
2.4 Zavarovanje terjatev	13
3 TRANSMISIJSKI MEHANIZEM IN URAVNAVANJE LIKVIDNOSTI EVROSISTEMA..	13
3.1 Transmisijski mehanizem ECB	13
3.2 Uravnavanje likvidnosti Evrosistema	15
4 RAZVOJ EVROPSKE DOLŽNIŠKE KRIZE	17
4.1 Vzroki za nastanek evropske dolžniške krize	19
4.1.1 Strukturni vzroki	19
4.1.2 Finančni vzroki	20
4.1.3 Institucionalni vzroki	21
4.2 Prelomni trenutki evropske dolžniške krize	21
5 UKREPI ECB ZA REŠEVANJE KRIZE	23
5.1 Ključna obrestna mera	24
5.2 Zgodnejše zagotavljanje likvidnosti v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv	26
5.3 Polna dodelitev po fiksni obrestni meri na operacijah odprtega trga	27
5.4 Podaljševanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja	29
5.4.1 Triletne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	31
5.5 Širitev dovoljenih jamstev za operacije Evrosistema	35
5.6 Zagotavljanje likvidnosti v tujih valutah	37

5.6.1	Financiranje v USD	37
5.6.2	Financiranje v CHF	39
5.7	Program nakupa kritih obveznic (CBPP)	39
5.8	Program nakupa vrednostnih papirjev (SMP)	40
5.9	Nov program nakupov vrednostnih papirjev – intervencije OMT	44
6	VPLIV UKREPOV	44
6.1	Vplivi ukrepov na razmere v finančnem sistemu	45
6.1.1	Denarni trg.....	45
6.1.2	Trg obveznic.....	47
6.1.3	Trg delnic	51
6.2	Vpliv ukrepov na pogoje financiranja gospodarstva in splošne gospodarske razmere	52
6.2.1	Posojilna aktivnost bank in kreditni pogoji	52
6.2.2	Pomembnejši makroekonomski kazalci	59
7	POGLED V PRIHODNOST	61
7.1	REŠITEV KRIZE.....	62
	SKLEP	66
	LITERATURA IN VIRI	69

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Ključna obrestna mera ECB ter obrestne mere mejnega depozita in posojila v času od 2007 do 2012 (v %).</i>	9
<i>Slika 2: Obseg operacij glavnega refinanciranja ECB v času od 1999 do 2012 (mesečni podatki, v mrd EUR).</i>	11
<i>Slika 3 :Transmisijski mehanizem denarne politike.</i>	14
<i>Slika 4: Eonia, ključna obrestna mera ECB, obrestna mera mejnega depozita in obrestna mera mejnega posojila v obdobju od 2007 do 2012 (v %).</i>	16
<i>Slika 5: Donosnosti 10-letnih državnih obveznic izbranih držav v obdobju od leta 1995-2006 (v %).</i>	17
<i>Slika 6: Stanje na tekočem delu plačilne bilance izbranih držav med leti 1997 in 2011 (v mrd EUR).</i>	18
<i>Slika 7: Državni dolg izbranih držav v letu 2007 in 2011 (v % BDP).</i>	18

<i>Slika 8: Ključna obrestna mera ECB ter obrestne mere mejnega depozita in posojila v času od 1999 do 2012 (v %).</i>	24
<i>Slika 9: Neto terjatve/obveznosti v sistemu Target2 v obdobju od leta 2003 do 2012 (v mrd EUR).</i>	29
<i>Slika 10: Obseg operacij denarne politike Evrosistema v obdobju od leta 2007 do 2012 (v mrd EUR).</i>	31
<i>Slika 11: Sodelovanje bank po državah na decembrski (levo) in februarski (desno) 3-letni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja.</i>	34
<i>Slika 12: Gibanje obsega obveznic držav iz evroobmočja v bilancah bank (letna stopnja rasti v %).</i>	34
<i>Slika 13: Obseg primernega zavarovanja po vrsti finančnega premoženja od leta 2006 do 2011 (v mrd EUR, letno povprečje).</i>	37
<i>Slika 14: Finančno premoženje dano kot zavarovanje, po vrsti finančnega premoženja od leta 2006 do leta 2011 (v %, letno povprečje).</i>	37
<i>Slika 15: Obseg dolarskih operacij z ročnostjo enega tedna v obdobju od septembra 2008 do junija 2010 (v mrd EUR).</i>	38
<i>Slika 16: Vrednost akumuliranih nakupov obveznic v okviru programa CBPP v obdobju od julija 2009 do junija 2010 (v mrd EUR).</i>	40
<i>Slika 17: Vrednost akumuliranih nakupov obveznic v okviru programa SMP v obdobju od maja 2010 do junija 2012 (v mrd EUR)</i>	42
<i>Slika 18: Eonia, 3-mesečni Euribor, ključna obrestna mera ECB ter obrestna mera mejnega depozita in mejnega posojila v obdobju od 2007 do junija 2012 (v %).</i>	45
<i>Slika 19: Razlika med obrestno mero Euribor in Eonia obrestnimi zamenjavami v obdobju od 2007 do junija 2012 (v o.t.).</i>	47
<i>Slika 20: Pribitki 2-letnih državnih obveznic izbranih držav nad nemškimi 2-letnimi državnimi obveznicami v obdobju od leta 2010 do junija 2012 (v b.t.).</i>	48
<i>Slika 21: Shema tipične izdaje kritih obveznic.</i>	49
<i>Slika 22: Obseg izdaj visoko tveganih* (ang. high yield) kritih, nezavarovanih in subordiniranih obveznic v evroobmočju od leta 2006 do oktobra 2011 (v mrd EUR).</i>	50

<i>Slika 23: Gibanje delniških indeksov DAX, IBEX in S&P 500 ter indeksa VDAX v obdobju od leta 2007 do junija 2012 (1.1.2007=100).</i>	52
<i>Slika 24: Rast kreditiranja države, nefinančnih institucij ter gospodinjstev v evroobmočju v obdobju od leta 2004 do 2012 (mesečne stopnje rasti na letni ravni, v %).</i>	53
<i>Slika 25: Prikaz gibanja minimalne in maksimalne* letne stopnje rasti kreditiranja nefinančnih institucij, gospodinjstev in držav posameznih držav evroobmočja za obdobje od leta 2007 do 2012.</i>	55
<i>Slika 26: Prikaz standardnih odklonov letnih stopenj rasti kreditiranja nefinančnih institucij, gospodinjstev in držav v državah evroobmočja evroobmočja za obdobje od leta 2007 do 2012.</i>	56
<i>Slika 27: Gibanje pribitkov obrestnih mer za posojila gospodinjstvom ter nefinančnim institucijam nad enoletnim Euriborjem od leta 2004 do 2012 (v o.t.).</i>	57
<i>Slika 28: Neto zaostrovanje kreditnih standardov bank po skupinah nasprotnih strank v obdobju od Q1 2007 do Q1 2012 (v % od vseh bank, ki so sodelovale pri anketi).</i>	58
<i>Slika 29: Neto povečanje/zmanjšanje povpraševanja po kreditih po skupinah nasprotnih strank v obdobju od Q1 2007 do Q1 2012 (v % od vseh bank, ki so sodelovale pri anketi)...</i>	58
<i>Slika 30: Letne stopnje rasti cen (HICP) ter cen energentov in hrane v evroobmočju od leta 2007 do julija 2012 (v %).</i>	60
<i>Slika 31: Gibanje anketne stopnje brezposelnosti za izbrane države in evroobmočje v obdobju od leta 2007 do Q1 2012 (v %).</i>	60

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Operacije odprtega trga: smer, ročnost, frekvenca in postopek operacij*</i>	10
<i>Tabela 2: Prelomni trenutki evropske dolžniške krize.</i>	21

UVOD

V zadnjih letih sta svetovno gospodarstvo pretresli finančni krizi, ki sta pod vprašaj postavili vzdržnost obstoječega finančnega sistema. Evropska dolžniška kriza, ki se je uradno začela v maju 2010, je v večji meri le nadaljevanje globalne finančne krize, ki se je na svetovnih finančnih trgih nakazovala od poletja 2007 in v polni meri izbruhnila v ZDA septembra leta 2008. Začetni val krize je močno udaril po bilancah bank in te so bile potrebne obsežnih finančnih injekcij s strani držav, da so se izognile propadu. Posledično so se proračunski primanjkljaji držav še dodatno povečali, prav tako tudi stopnja zadolženosti. Tudi zaupanje na medbančnem trgu se nikoli ni povrnilo na ravni, kot so bile pred propadom ameriške investicijske banke Lehman Brothers. Zaradi gospodarske recesije v letu 2009 se je stanje v že tako prezadolženih državah še dodatno zaostrojilo. Davčni prihodki so upadli, na drugi strani pa so zaradi povečane brezposelnosti porasli stroški socialnih transferjev. K naraščanju zadolženosti je v nekaterih državah izdatno pripomoglo tudi reševanje bank. S propadom banke Lehman Brothers so začeli investitorji razlikovati med posameznimi evropskimi državami in posledično so začeli pribitki perifernih držav evroobmočja nad nemškimi državnimi obveznicami strmo rasti. Prelomni dogodek se je zgodil novembra leta 2009, ko je nova grška vlada objavila, da proračunski primanjkljaj za leto 2009 ne bo znašal napovedanih 3,7 % BDP ampak kar 12,5 %. To je na finančnih trgih sprožilo val nezaupanja, ali bo Grčija še sposobna odplačevati svoje dolgove. Zaradi strmo naraščajočega javnega dolga in proračunskega primanjkljaja je bila tako Grčija, kot prva, marca 2010 prisiljena zaprositi za pomoč. Sledili sta ji še Irska in Portugalska, nazadnje pa je Grčija zaprosila še za drugi paket pomoči. V zadnjem obdobju se je pozornost preusmerila na Španijo, ki je kot kaže naslednja v vrsti za mednarodno finančno pomoč.

Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) kot osrednja finančna institucija v Evropski ekonomski in monetarni uniji (v nadaljevanju EMU) skrbi za zagotavljanje stabilnosti cen znotraj območja evra. Ta je opredeljena kot »medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) v evroobmočju, ki je manjše kot 2 %«. V srednjeročnem obdobju je tako cilj ohranjati stopnjo inflacije pod 2 %, vendar blizu tej ravni (ECB, 2012a, str. 2). ECB je tudi v času krize zasledovala svoj glavni cilj, t.j. zagotavljanje stabilnosti. (Trichet, 2009a, str. 1). Standardni, a verjetno najbolj pomemben ukrep, s katerim skuša dosežati ta cilj, je uravnavanje ključne obrestne mere. Poleg tega je posegla tudi po številnih nestandardnih ukrepih, ki naj bi ponovno vzpostavili nedelujoč transmisijski mehanizem. ECB je zato oktobra 2008 v okviru vseh operacij odprtega trga uvedla polno dodelitev po fiksni obrestni meri. Podaljšala je tudi ročnost operacij dolgoročnejšega refinanciranja ter razširila nabor ustreznih vrednostnih papirjev za zavarovanje operacij denarne politike. Poleg tega je začela zagotavljati likvidnost tudi v tujih valutah (USD), s pomočjo programa nakupov kritih obveznic pa je od julija 2009 skušala oživiti tudi primarni trg kritih obveznic (CBPP in CBPP2). V maju 2011 je uvedla tudi program SMP (angl. *Securities Markets Programme*) preko katerega je skušala zaustaviti hitro rast donosnosti državnih obveznic najbolj ogroženih

perifernih držav območja evra, septembra 2012 pa ga je nasledil nov program intervencij OMT (angl. *Outright Money Transactions*).

Namen magistrskega dela je preučiti ukrepe s katerimi je ECB skušala ponovno zagnati transmissijski mehanizem, omiliti negativne učinke finančne krize ter vzpostaviti kar se da normalne razmere na finančnih trgih in oceniti učinkovitost le-teh. Najprej bo predstavljena ECB kot centralna banka v okviru Evrosistema. Analizirana bo vloga ECB, njeni cilji ter instrumenti denarne politike, ki jih je ECB uporabljala pred pojavom finančne krize. Razloženo bo tudi, kako je ECB pred omenjenim obdobjem uravnavala likvidnost v Evrosistemu. V nadaljevanju bo predstavljen razvoj evropske dolžniške krize in podrobnejša analiza vzrokov zakaj je do nje prišlo. Osrednji del magistrskega dela bo predstavitev standardnih in nestandardnih ukrepov, ki jih je ECB uvedla za reševanje krize ter analiza vpliva teh ukrepov na različne segmente finančnih trgov in gospodarstva. V zaključku bo podano tudi kratko razmišljanje glede faze krize, v kateri se trenutno nahajamo ter morebiten razvoj dogodkov v prihodnosti. Cilj magistrskega dela je tako ugotoviti, na kakšen način je ECB s svojimi monetarnimi ukrepi pripomogla k reševanju evropske dolžniške krize ter podati oceno, na katere segmente so imeli ti ukrepi največji vpliv. V magistrskem delu bo zato obravnavana hipoteza, da je ECB s svojimi standardnimi in nestandardnimi ukrepi bistveno pripomogla k reševanju finančne ter dolžniške krize v evroobmočju.

Pri izdelavi magistrskega dela bo uporabljen tako kvalitativni kot tudi kvantitativni pristop. V okviru kvalitativnega dela bo podrobneje predstavljeni instrumenti, cilji in delovanje Evrosistema pred krizo ter ukrepanje in širitev nabora instrumentov med krizo. V kvantitativnem delu naloge bodo analizirani vplivi ukrepov ECB na posamezne tržne segmente. Na grafičen in analitičen način bodo prikazane spremembe na segmentih, ki so jih povzročile posamezne odločitve ECB. Poudarek bo tudi na učinkih verjetno najučinkovitejšega ukrepa ECB, t.j. uvedbe triletne operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Analiziran bo vpliv ukrepov na razmere v finančnem sistemu, na pogoje financiranja gospodarstva ter na splošne gospodarske razmere. Pri tem bodo uporabljeni podatki, ki jih nudi ECB, raziskave različnih poslovnih bank ter strokovni članki.

Obravnavano področje je zelo široko, zato so bile pri pisanju magistrske naloge postavljene določene omejitve. V magistrskem delu so zajeti le vplivi, ki so jih evropska dolžniška kriza in ukrepi ECB imeli na države evroobmočja oz. na evropske finančne trge. Tako so tudi v okviru finančne krize, katere vplivi so bili bolj izraziti na ameriških trgih, zajeti le učinki na evroobmočje. Poleg tega se pogoji na finančnih trgih ter ukrepi ECB in drugih mednarodnih institucij spreminjajo z dnevno frekvenco, zato so v magistrski nalogi upoštevani le dogodki in ukrepi do sredine septembra 2012.

1 EVROPSKA EKONOMSKA IN DENARNA UNIJA (EMU)

1.1 Nastanek EMU

Ekonomska in monetarna unija (v nadaljevanju EMU), katere cilj je usklajevanje gospodarskih politik držav članic ter skupna denarna politika, je bila prvič omenjena v enotnem evropskem aktu leta 1986, končno pa je bila vzpostavljena z uvedbo evra kot knjižnega denarja leta 1999. Nižji transakcijski stroški in večja cenovna transparentnost zaradi uporabe enotne valute ter širitev ekonomskih svobod na kapitalsko in finančno področje v EMU naj bi pomembno prispevale k integraciji in dokončanju enotnega evropskega trga.

EMU se je oblikovala v treh fazah. Prva faza se je začela julija 1990 z odpravo omejitev pri pretoku kapitala. Povečana je bila tudi koordinacija posameznih ekonomskih politik, vzpostavljeno je bilo tesnejše sodelovanje med centralnimi bankami. V prvi fazi je bila podpisana tudi Maastrichtska pogodba, ki je oblikovanje EMU postavila kot formalni cilj, določila pa je tudi konvergenčne kriterije, ki so jih morale države izpolniti za vključitev v EMU. Drugo fazo, ki se je začela januarja 1994, je zaznamovala ustanovitev Evropskega monetarnega instituta (v nadaljevanju EMI), ki velja za predhodnika Evropske centralne banke. EMI je skrbel za sodelovanje med posameznimi centralnimi bankami pri oblikovanju monetarnih politik ter začel priprave na ustanovitev sistema evropskih centralnih bank s skupno monetarno politiko in uvedbo skupne evropske valute. Svoje poslanstvo je EMI zaključil z ustanovitvijo ECB 1. junija 1998. V drugi fazi je bil vzpostavljen tudi nov mehanizem deviznih tečajev (ERM II), katerega cilje je bil zagotavljanje stabilnega tečaja med evrom in valutami držav članic, ki skupne valute (še) niso imele. Zadnja, tretja faza EMU se je začela 1. januarja 1999, ko je formalno začela delovati ECB in se je evro začel uporabljati najprej kot knjižni denar, nato pa so 1. januarja 2002 stopili v veljavo še evrski bankovci in kovanci (Urad vlade za komuniciranje, Banka Slovenije, Gospodarska zbornica Slovenije, 2007).

Evroobmočje je tako formalno nastalo 1. januarja 1999, ko je 11 nacionalnih centralnih bank (Nemčija, Francija, Italija, Španija, Nizozemska, Belgija, Luksemburg, Finska, Avstrija, Portugalska, Irska) odgovornost za denarno politiko preneslo na ECB. Danska in Švedska sta sprejetje skupne evropske valute na referendumu zavrnila, sprejela pa ga ni niti Velika Britanija. Za razliko od Švedske, ki ji je dovoljeno namerno nedoseganje kriterijev ERM II, imata Danska in Velika Britanija v skladu z Maastrichtsko pogodbo posebno možnost nesodelovanja (angl. *opt-out*), zaradi katere jima ni potrebno uvesti evra, četudi izpolnjujeta konvergenčne kriterije. Leta 2001 se je evroobmočju pridružila Grčija, leta 2007 Slovenija, Ciper in Malta leta 2008, leto kasneje Slovaška, v letu 2011 pa še Estonija.

Države članice EU morajo za prevzem skupne valute oz. vključitev v evroobmočje izpolniti konvergenčne (maastrichtske) kriterije. Ti so opredeljeni v Pogodbi o delovanju Evropske unije ter Protokolu o konvergenčnih merilih in obsegajo: (1) doseganje visoke stopnje stabilnosti cen (stopnja inflacije ne sme presežati povprečja stopnje inflacije treh držav članic

EU, ki so dosegle najboljše rezultate glede stabilnosti cen za več kot 1,5 odstotne točke), (2) vzdržnost položaja javnih financ (javno-finančni primanjkljaj ne sme presegati 3 % BDP¹, javni dolg ne sme presegati 60 % BDP²), (3) trajnost konvergence (dolgoročne obrestne mere ne smejo presegati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot dve odstotni točki) ter (4) upoštevanje normalnih mej nihanja (spoštovanje mej nihanja predvidenih z mehanizmom deviznih tečajev v ERM II, vsaj dve leti, brez devalvacije valute) (Banka Slovenije, 2012a). Ko se je pripravljala Maastrichtska pogodba, se je gospodarska razvitost med posameznimi državami močno razlikovala. Zato je bila Nemčija zaskrbljena, da nekatere države ne bodo mogle doseči stabilnosti cen, katere je sama pogojevala pri vzpostavljanju EMU. Glavni namen vzpostavitve konvergenčnih kriterijev je bil posledično predvsem selekcija držav, ki imajo vzpostavljeno t.i. kulturo cenovne stabilnosti in so dosegle trajno nizko inflacijo po zgledu Nemčije (Baldwin & Wyplosz, 2003, str. 380).

1.2 Institucije in organi odločanja v EMU

Pri institucionalni ureditvi EMU je potrebno v osnovi ločiti tri povezane pojme: Evropsko centralno banko, Evrosistem in Evropski sistem centralnih bank (v nadaljevanju ESCB). ECB tvori jedro Evrosistema in ESCB, do razlike med Evrosistemom in ESCB pa prihaja, ker so članice Evrosistema poleg ECB le nacionalne centralne banke (v nadaljevanju NCB) 17 držav članic, ki so že prevzele evro, medtem ko tvori ESCB poleg ECB vseh 27 NCB držav članic Evropske unije (ECB, 2011a, str. 9).

Glavni vzrok za ustanovitev takšnega decentraliziranega centralno-bančnega sistema v EMU so bili trije politični in ekonomski razlogi (Scheller, 2006, str. 42): (1) iz političnih razlogov ne bi bilo primerno, da bi centralno politiko celotnega evroobmočja vodili na enem mestu v eni centralni banki, (2) v okviru Evrosistema nacionalne centralne banke ohranjajo institucionalno strukturo, operativne zmogljivosti in strokovno znanje, poleg tega pa lahko še vedno opravljajo naloge, ki niso povezane z Evrosistemom, (3) glede na geografsko razsežnost evroobmočja, je bolje, da se kreditnim institucijam omogoči dostop do centralne banke v vsaki državi članici.

ECB predstavlja v okviru Evrosistema osrednjo institucijo, ki skrbi za stabilnost cen (nadzor inflacije v evrskem območju) in finančnega sistema (nadzor finančnih trgov in ustanov). Pri svojem delu je povsem neodvisna (ne sme sprejemati navodil s strani ostalih državnih ali evropskih institucij). Ključne naloge ECB so naslednje (Evropska unija, 2012): (1) določanje ključne obrestne mere evrskega območja in nadzor količine denarja v obtoku, (2) upravljanje deviznih rezerv evrskega območja ter zagotavljanje stabilnosti deviznih tečajev, (3) zagotavljanje ustreznega nadzora finančnih trgov in ustanov ter podpora nemotenega

¹ razen če je to razmerje znatno in neprestano upadalo ter doseglo raven blizu referenčne vrednosti ali če je prekoračitev referenčne vrednosti samo izjemna in začasna ter razmerje ostaja blizu referenčne vrednosti

² razen če se to razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost

delovanja plačilnih sistemov, (4) nadzor in izdajanje dovoljenj za izdajo evrskih bankovcev centralnim bankam v evrskem območju ter (5) spremljanje gibanja cen in ocenjevanje tveganja za stabilnost cen na evrskem območju.

Proces odločanja je znotraj ECB razdeljen na tri ključne organe upravljanja. Najvišjo raven odločanja predstavlja Svet ECB, poleg tega pa med organe upravljanja spadata še razširjeni Svet ter Izvršilni odbor ECB (Evropska unija, 2012).

- **Svet ECB** sprejema najpomembnejše strateške odločitve, med drugim določa monetarno politiko evrskega območja in obrestne mere, po katerih si lahko komercialne banke sposodijo denar od centralne banke. Sestavljajo ga vsi člani Izvršilnega odbora ECB ter guvernerji sedemnajstih centralnih bank držav članic evrskega območja.
- **Razširjeni Svet** je namenjen predvsem svetovanju ECB ter usklajevanju dela. Pomaga tudi pri pripravah na širitev evrskega območja ter predstavlja vez med Evrosistemom in državami EU, ki niso uvedle evra. Sestavljajo ga predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji centralnih bank vseh 27 držav članic EU.
- **Izvršilni odbor ECB** je odgovoren za tekoče poslovanje ECB in tako predstavlja operativni organ odločanja. Sestavljajo ga predsednik, podpredsednik ter še štirje člani. Člani odbora imajo osemletni mandat, brez možnosti ponovne izvolitve, pri čemer so izteki mandatov posameznih članov časovno zamaknjeni, da se zagotovi kontinuiteta delovanja odbora. Člane imenujejo voditelji držav evrskega območja.

1.3 Cilji in naloge Evrosistema

1.3.1 Končni cilj Evrosistema

Glede na člen 105 (1) Evropske pogodbe, je primarni cilj Evrosistema ohranjanje cenovne stabilnosti. Brez da bi ogrožal doseganje primarnega cilja, je naloga Evrosistema tudi, da podpira splošno gospodarsko politiko v Evropski skupnosti z namenom spodbujanja gospodarskega in socialnega razvoja ter doseganja ciljev Evropske skupnosti. Med te lahko med drugim štejemo stalno in umirjeno gospodarsko rast, nizko inflacijo ter nizke stopnje brezposelnosti v gospodarstvu. Pri tem mora Evrosistem delovati v skladu z načeli odprtega tržnega gospodarstva ter s tem podpirati učinkovito alokacijo resursov. Poleg omenjenega cilja ima Evrosistem tudi številne naloge, med drugim: (1) opredelitev in izvajanje denarne politike evrskega območja, (2) opravljanje deviznih poslov, (3) upravljanje deviznih rezerv držav članic, (4) podpora nemotenega delovanja plačilnih sistemov, (5) izdajanje evrskih bankovcev ter (6) zbiranje statističnih podatkov potrebnih za izvajanje nalog Evrosistema (Scheller, 2006, str. 45-47).

Točno definicijo cenovne stabilnosti je Svet ECB opredelil oktobra leta 1998. Tako naj bi ta predstavljala medletno povečanje harmoniziranega indeksa življenjskih potrebščin (v nadaljevanju HICP) v evrskem območju za manj kot 2 %. Svet ECB je pri tem dodal, da je srednjeročni cilj doseganje inflacije pod, vendar blizu 2 % (ECB, 2012a, str. 2).

Stabilnost cen se nanaša na splošno raven cen v gospodarstvu in predstavlja izogibanje daljšim obdobjem inflacije ali deflacije. K doseganju visoke ravni gospodarske aktivnosti ter zaposlenosti prispeva na naslednje načine (Scheller, 2006, str. 45-46):

- omogoča učinkovitejše razporejanje resursov. Zaradi cenovne stabilnosti lahko namreč potrošniki lažje prepoznajo spremembe v relativnih cenah in tako sprejemajo bolj zanesljive odločitve glede nakupov ali naložb.
- zmanjšuje pomen premije za inflacijsko tveganje (nadomestilo za tveganje, ki je povezano z dolgoročnejšim imetjem nominalnih sredstev). Ta namreč ni potrebna, če se lahko investitorji zanesejo na stabilnost cen. S tem lahko denarna politika znižuje realno obrestno mero in pripomore k večji alokacijski učinkovitosti kapitalskega trga ter tako spodbuja naložbe.
- preprečuje kopičenje blaga, ki kot investicija ni učinkovito in povzroča zaviranje gospodarske rasti. V primeru visoke stopnje inflacije ljudje namreč raje kopičijo zaloge realnega blaga, ki bolje ohranja vrednost kot denar ali katera druga finančna sredstva.
- omejuje izkrivljanje ekonomskega vedenja, ki ga lahko povzročata davčna in socialna ureditev.
- ohranja družbeno in politično stabilnost. Cenovna stabilnost namreč preprečuje obsežno in samovoljno prerazporejanje bogastva in dohodka ter tako vpliva na ohranjanje socialne povezanosti in stabilnosti.

1.3.2 Operativni cilj Evrosistema

Evrosistem ni sicer nikoli javno objavil implicitnega operativnega cilja denarne politike, vendar je temu najbližje obvladovanje obrestne mere čez noč - Eonie (angl. *European Overnight Index Average*). Ta je definirana kot uteženo povprečje obrestnih mer v evrih za medbančna posojila čez noč oz. kot povprečje posojilnih transakcij, sklenjenih z ročnostjo čez noč s strani najbolj aktivnih kreditnih institucij evroobmočja. Operativni cilj ciljnega nivoja kratkoročne obrestne mere Evrosistem dosega s pomočjo upravljanja agregatne likvidnosti z instrumenti denarne politike. Kratkoročne obrestne mere, predvsem obrestno mero čez noč, lahko definiramo tudi kot cene za bančne rezerve, oz. stanja na računih bank pri Evrosistemu. Obrestna mera čez noč je tako konstantna v kolikor na trgu ni negotovosti glede gibanja avtonomnih dejavnikov³ ter je za celotno obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv na voljo ustrezna količina likvidnosti (Ritonja & Snoj, 2011, str. 2). Povezava med operativnim in končnim ciljem poteka prek transmisijskega mehanizma denarne politike. Osnovna logika tega mehanizma, ki je podrobneje razložen v tretjem poglavju, je, da spremembe kratkoročnih obrestnih mer prek vpliva na dolgoročne obrestne mere, kreditno aktivnost, vrednost premoženja, devizni tečaj in oblikovanje pričakovanj, vplivajo na spremembe

³ Avtonomni dejavniki so postavke, ki niso povezane z izvajanjem denarne politike in niso pod neposrednim nadzorom uravnavanja likvidnosti (npr. bankovci v obtoku, neto aktiva, depoziti države). ECB tedensko napoveduje pričakovano povprečno stanje avtonomnih dejavnikov.

agregatne ponudbe in povpraševanja, kar vpliva na splošno raven cen. Za uspešno in enakomerno doseganje končnega cilja denarne politike v celotnem evroobmočju je torej poleg zasledovanja operativnega cilja ključno tudi nemoteno delovanje kanalov transmisijskega mehanizma.

2 INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE

Instrumenti denarne politike so orodja, ki jih centralna banka uporablja pri vodenju denarne politike. Z njimi centralna banka ureja količino denarja v obtoku in s tem dosega cilje denarne politike. To dejansko vrši s pomočjo nakupov in prodaj finančne aktive (Ribnikar, 2003, str. 284).

Izbira instrumentov denarne politike centralne banke je odvisna od strukturnega položaja denarnega trga, tj. od razmerja med avtonomnim povpraševanjem po likvidnosti in avtonomno ponudbo likvidnosti. Osnovni koncept denarne politike Evrosistema in s tem instrumentov denarne politike je zasnovan na predpostavki o strukturnem primanjkljaju, kar pomeni, da so instrumenti denarne politike Evrosistema namenjeni predvsem ohranjanju strukturnega primanjkljaja in uravnavanju (pretežno dodajanju) likvidnosti v pogojih strukturnega primanjkljaja (Banka Slovenije, 2012b). Z namenom doseganja glavnega cilja monetarne politike, tj. stabilnosti cen, Evrosistem uporablja naslednje vrste instrumentov denarne politike:

- obvezne rezerve;
- odprti ponudbi;
- operacije odprtega trga.

Z omenjenimi instrumenti centralna banka vpliva na količino denarja v obtoku, ta pa vpliva na raven kratkoročnih obrestnih mer, ki prevladujejo na denarnem trgu.

2.1 Obvezne rezerve

Kreditne institucije morajo imeti obvezne rezerve na računih pri svoji centralni banki. Namen sistema obveznih rezerv je stabilizacija obrestnih mer na denarnem trgu (določba o povprečenju obveznike spodbuja k izravnavi učinkov začasnih nihanj likvidnosti) ter ustvarjanje (ali povečanje) strukturnega primanjkljaja likvidnosti (izboljšanje sposobnosti Evrosistema, da deluje kot učinkovit ponudnik likvidnosti) (ECB, 2011a, str. 11-12).

Stopnjo minimalnih rezerv se določi glede na določene pasivne postavke bilanc posameznih kreditnih institucij ter glede na stopnjo obveznih rezerv. Svet ECB je 8. decembra 2011 znižal stopnjo obveznih rezerv za obveznosti z ročnostjo do dveh let z 2 % na 1 % (ukrep je začel veljati v obdobju izpolnjevanja rezerv, ki se je začel 18. januarja 2012), tako da so kreditne institucije lahko sprostile del likvidnosti, ki so jo morale pred tem zadržati v obliki obveznih rezerv. Za obveznosti z ročnostjo daljšo od dveh let je določena stopnja 0 %.

Da bi lahko Evrosistem čim bolj sledil cilju stabilizacije obrestnih mer, omogoča kreditnim institucijam uporabo metode povprečenja. S to metodo se obvezne rezerve izpolnjujejo na podlagi povprečnih stanj ob koncu koledarskega dneva na računih rezerv obveznikov pri nacionalni centralni banki v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv⁴, ki traja približno en mesec. Sistem povprečenja tako spodbuja izravnavanje učinkov začasnih nihanj likvidnosti. Obvezne rezerve se obrestujejo po povprečni mejni obrestni meri Evrosistema za operacije glavnega refinanciranja. Presežne rezerve se ne obrestujejo, zato se jim kreditne institucije izogibajo, saj predstavljajo le dodaten strošek (Banka Slovenije, 2012b).

2.2 Odprti ponudbi

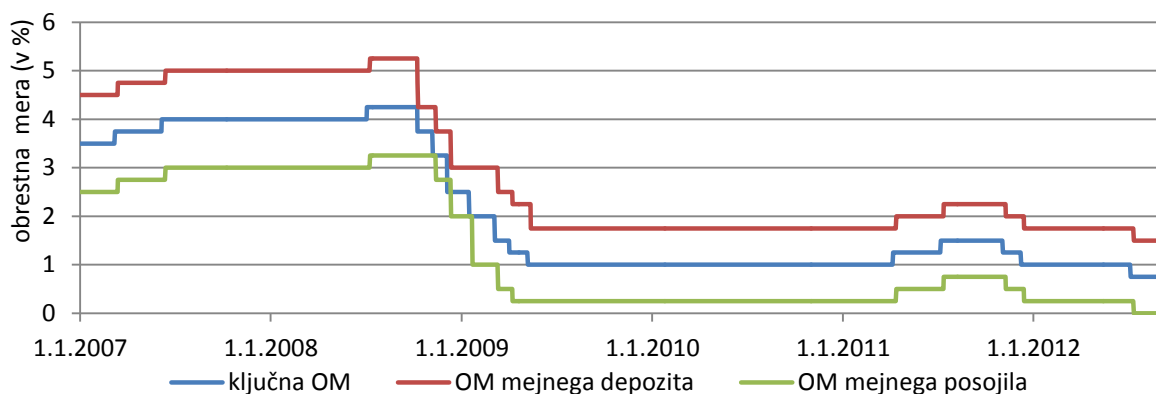
V okviru odprtih ponudb ločimo mejni depozit in mejno posojilo. Namen teh instrumentov je dodajanje ali odvzemanje likvidnostnih sredstev preko noči. Banke lahko tako same uravnavajo svojo likvidnost na dnevni ravni. Odprte ponudbe signalizirajo tudi naravnost denarne politike in določajo mejo nihanja obrestnih mer na trgu čez noč. Na kratek rok tako tvorijo koridor okrog ključne obrestne mere in s tem omejujejo nihanje obrestne mere čez noč.

S pomočjo mejnega depozita lahko kreditne institucije presežno likvidnost kadarkoli preko noči nakažejo na račun, ki ga imajo odprtega pri centralni banki. V normalnih razmerah ni nikakršnih omejitev glede uporabe tega instrumenta. Obrestna mera za depozite predstavlja minimalno mejo, znotraj katere se lahko gibljejo tržne obrestne mere preko noči. Po drugi strani, si lahko s pomočjo mejnega posojila kreditne institucije preko noči od centralne banke kadarkoli sposodijo likvidna sredstva, vendar morajo ta s primernim finančnim premoženjem oz. jamstvi (angl. *collateral*) zavarovati (pri mejnem posojilu deluje torej ECB v funkciji posojilodajalca v skrajni sili). Ključna značilnost obeh odprtih ponudb je, da prihaja pobuda za njuno aktivacijo s strani kreditnih institucij, ECB pa te pobude le sprejme. Jamstva, ki jih lahko kreditne institucije uporabijo kot zavarovanje so natančno predpisana, v času finančne krize pa se je nabor le- teh precej razširil, predvsem zaradi povečanja uporabe operacij na odprtem trgu. Obrestna mera za posojila predstavlja maksimalno mejo znotraj katere se lahko gibljejo tržne obrestne mere preko noči (ECB, 2011a, str. 11).

Širina koridorja med mejnim posojilom in mejnim depozitom se je tekom let spreminjala. Na Sliki 1 lahko vidimo, kako je v zadnjih letih Svet ECB spreminjal ključno obrestno mero in širino koridorja obrestnih mer odprtih ponudb. Omenjene spremembe lahko uvrstimo pod standardne ukrepe za omejevanje učinkov krize, podrobno pa bodo predstavljeni v 5. poglavju.

⁴ Obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv se začne na dan poravnave prve operacije glavnega refinanciranja po seji Sveta ECB, kjer se odloča o mesečni oceni naravnosti denarne politike. Praviloma je to v sredo po četrtkovem zasedanju Sveta ECB.

Slika 1: Ključna obrestna mera ECB ter obrestne mere mejnega depozita in posojila v času od 2007 do 2012 (v %).



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2012.

2.3 Operacije odprtega trga

S pomočjo operacij odprtega trga centralna banka na finančnem trgu kupuje ali prodaja navadno kratkoročne državne obveznice in s tem povzroča spremembe v obsegu primarnega denarja. Če želi povečati količino denarja v obtoku, potem na odprtem trgu kupi določeno količino vrednostnih papirjev, in obratno, če želi zmanjšati količino denarja, potem določeno količino vrednostnih papirjev proda (Ribnikar, 2003, str. 291).

Operacije odprtega trga so ključen instrument, s katerim Evrosistem uravnava obrestne mere, likvidnost na trgu in signalizira naravnost denarne politike. Za razliko od odprtih ponudb pri operacijah na odprtem trgu ECB igra aktivno vlogo in sama določa obseg ter ostale podrobnosti intervencij. Iz Tabele 1 je razvidno, da ima Evrosistem za izvajanje operacij odprtega trga na voljo več vrst instrumentov:

- **povratne transakcije** (nakupi ali prodaje ustreznega finančnega premoženja na podlagi repo pogodb ali izvajanje kreditnih operacij zavarovanih z ustreznim finančnim premoženjem);
- **dokončne transakcije** (dokončni odkupi ali prodaje ustreznega finančnega premoženja neposredno na trgu);
- **izdajo dolžniških certifikatov** (cilj je prilagajanje strukturnega položaja Evrosistema v odnosu do finančnega sektorja ter ustvarjanje/povečanje likvidnostnega primanjkljaja na trgu);
- **valutne zamenjave** (prodaje in nakupi evra na spot in terminskem trgu),
- **zbiranje vezanih depozitov** (cilj je odvzemanje likvidnosti na trgu, nasprotne stranke depozite vežejo pri NCB na pobudo Evrosistema).

Operacije se lahko izvršijo v obliki standardnih avkcij (najširši krog primernih nasprotnih strank), hitrih avkcij (ozek krog nasprotnih strank) ali dvostranskih postopkov (izbor nasprotnih strank enak kot pri hitrih avkcijah). Cilj Evrosistema je tako ponuditi takšno

količino denarja, da lahko kreditne institucije izpolnijo obvezne rezerve, in da je obrestna mera na medbančnem trgu preko noči čim bližje ključni obrestni meri ECB (Banka Slovenije, 2012b).

Tabela 1: Operacije odprtega trga: smer, ročnost, frekvenca in postopek operacij.*

Operacije odprtega trga	Smer operacije in vrsta transakcije		Ročnost*	Frekvenca	Postopek
	Povečanje likvidnosti	Zmanjšanje likvidnosti			
Operacije glavnega refinanciranja (OGR)	-Povratne transakcije	/	En teden	Tedensko	Standardne avkcije
Operacije dolgoročnejšega refinanciranja (ODR)	-Povratne transakcije	/	Tri mesece	Mesečno	Standardne avkcije
Operacije finega uravnavanja (OFU)	-Povratne transakcije -Valutne zamenjave	-Povratne transakcije -Valutne zamenjave -Zbiranje vezanih depozitov	Nestandardizirana	Občasno	Hitre avkcije / dvostranski postopki
	-Dokončni nakupi	-Dokončne prodaje	/	Občasno	Dvostranski postopki
Strukturne operacije (SO)	-Povratne transakcije	-Izdaja dolžniških certifikatov	Standardizirana / nestandardizirana	Redno in občasno	Standardne avkcije
	-Dokončni nakupi	-Dokončne prodaje	/	Občasno	Dvostranski postopki

* V tabeli niso upoštevane nestandardne operacije, ki jih je ECB uvedla v času krize.

Vir: Banka Slovenije, Izvajanje denarne politike, 2012b.

Glede na cilje, ročnost in postopke lahko operacije odprtega trga razdelimo na štiri kategorije (ECB, 2011, str. 10):

- operacije glavnega refinanciranja (OGR);
- operacije dolgoročnejšega refinanciranja (ODR);
- operacije finega uravnavanja (OFU);
- strukturne operacije (SO).

2.3.1 Operacije glavnega refinanciranja

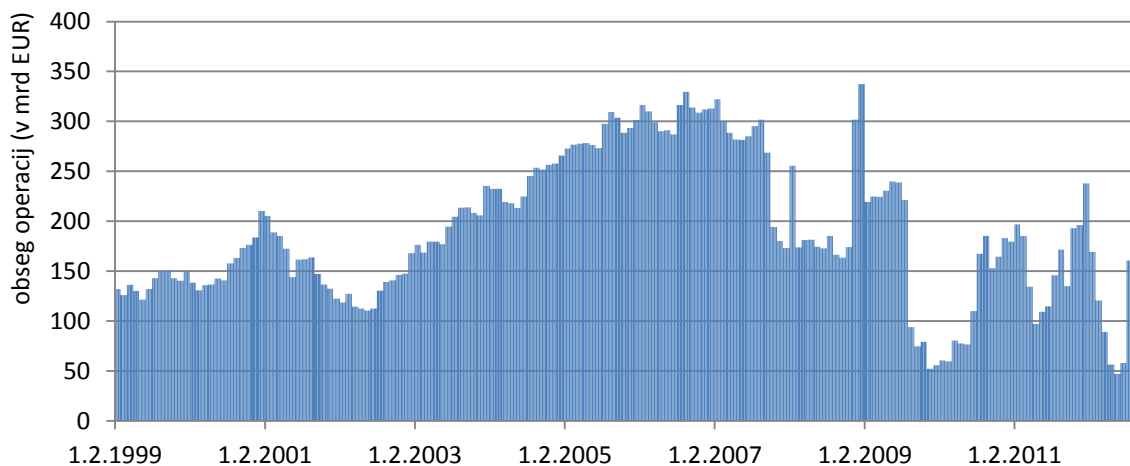
Operacije glavnega refinanciranja (OGR) so najpomembnejši instrument med operacijami odprtega trga Evrosistema in v normalnih razmerah zagotavljajo večino refinanciranja finančnemu sektorju. Operacije potekajo preko povratnih transakcij za povečanje likvidnosti enkrat tedensko, z običajno dospelostjo enega tedna, izvajajo pa se na podlagi standardnih avkcij po vnaprej objavljenem urniku (Banka Slovenije, 2012b). Zaradi njihove konstantnosti in tedenske frekvence ročnosti lahko Evrosistem z njimi aktivno upravlja likvidnost ter

posledično kratkoročne obrestne mere. Prav zato se obrestna mera operacij glavnega refinanciranja smatra tudi kot ključna, najpogosteje navajana obrestna mera ECB.

Do operacij, ki so bile poravnane 28. junija 2000, je ECB operacije glavnega refinanciranja izvajala kot avkcije s fiksno obrestno mero⁵. Po tem datumu je začela izvajati avkcije z variabilno obrestno mero⁶. V tem obdobju je bila obrestna mera glavnega refinanciranja najnižja obrestna mera, po kateri so lahko nasprotne stranke predložile svoje ponudbe. O količini sredstev ponujenih na OGR je odločal Evrosistem, in sicer na takšen način, da so nasprotne stranke, ob upoštevanju višine ostalih operacij odprtega trga in avtonomnih dejavnikov, v povprečju izpolnile obvezne rezerve. 8. oktobra 2008 je ECB kot enega izmed ukrepov za omejevanje učinkov finančne krize uvedla izvajanje avkcij s fiksno obrestno mero s polno dodelitvijo⁷ (za vse operacije odprtega trga). Po uvedbi tega ukrepa so tako banke same določale kolikšen bo skupni obseg dodelitve pri OGR.

Iz Slike 2 je razvidno, da so se od konca leta 2007 naprej začela pojavljati precejšnja nihanja v obsegu operacij glavnega refinanciranja. Glavni razlog za to gre iskati predvsem v nestandardnih monetarnih ukrepih ECB, najbolj v uvedbi podaljšanih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Obseg operacij glavnega refinanciranja je tako najbolj upadel jeseni 2009 (enoletne operacije dolgoročnejšega refinanciranja) in spomladi 2012 (druga triletna operacija dolgoročnejšega refinanciranja). Posamezna nihanja odražajo tudi avkcije in zapadanje 3- mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.

Slika 2: Obseg operacij glavnega refinanciranja ECB v času od 1999 do 2012 (mesečni podatki, v mrd EUR).



Vir: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

⁵ Nasprotne stranke licitirajo denarni znesek posla, obrestna mera pa je vnaprej določena s strani centralne banke, pri čemer je agregatni znesek avkcije določen s strani ECB.

⁶ Nasprotne stranke licitirajo tako denarni znesek posla kot tudi obrestno mero, pri čemer ECB določi agregatni znesek avkcije. ECB sprejema najugodnejše ponudbe (z najvišjimi obrestnimi merami) do porabe polnega zneska avkcije.

⁷ Obrestna mera je vnaprej določena s strani centralne banke. Nasprotne stranke ponudijo centralni banki denarni znesek, ki ga centralna banka v celoti sprejme.

2.3.2 Operacije dolgoročnejšega refinanciranja

Z operacijami dolgoročnejšega refinanciranja (ODR) Evrosistem nasprotnim strankam zagotavlja dodatno dolgoročnejše refinanciranje. Avkcije navadno potekajo enkrat mesečno z ročnostjo treh mesecev. Obseg razpoložljive likvidnosti je bil v normalnih razmerah določen vnaprej, običajno so se operacije izvajale v obliki avkcij z variabilno obrestno mero, v izrednih primerih pa tudi s fiksno obrestno mero. Na teh operacijah Evrosistem trgu ne želi signalizirati namer glede obrestnih mer, zato na trgu nastopa kot sprejemalec in ne kot določevalec obrestnih mer (ECB, 2011a, str. 10). S pomočjo ODR si nasprotne stranke zagotavljajo razpršeno dospelost svojih obveznosti, ta pa zagotavlja večjo stabilnost v bančnem sektorju, posebno v času likvidnostnih težav banke ali tržnih napetosti.

V času finančne krize je Evrosistem na področju operacij dolgoročnejšega refinanciranja uvedel več nestandardnih ukrepov. Podaljšal je ročnost dolgoročnejših operacij najprej na šest mesecev, potem na eno leto, nazadnje pa na tri leta. Uvedel je tudi polno dodelitev po fiksni obrestni meri. Omenjeni ukrepi veljajo za eno najpomembnejših odločitev, ki jih je Evrosistem sprejel za omejevanje finančne krize, zato bodo učinki teh ukrepov podrobno predstavljeni v petem poglavju.

2.3.3 Operacije finega uravnavanja

Z operacijami finega uravnavanja Evrosistem uravnava likvidnost na trgu ter zmanjšuje učinke, ki jih imajo na gibanje obrestnih mer nepričakovane spremembe likvidnosti na trgu. Evrosistem na ta način dodaja oz. odvzema likvidnost s trga, ko je to potrebno. Operacije se izvajajo občasno (navadno na zadnji dan izpolnjevanja obveznih rezerv), običajno v obliki povratnih transakcij, vendar lahko nastopijo tudi v obliki dokončnih transakcij, valutnih zamenjav ali zbiranja depozitov. Posli se izvajajo v okviru hitrih avkcij, število nasprotnih strank pa je omejeno (ECB, 2011a, str. 10).

2.3.4 Strukturne operacije

Namen strukturnih operacij je prilagoditev strukturne pozicije Evrosistema nasproti finančnemu sektorju. Potekajo lahko bodisi v obliki izdaj dolžniških certifikatov ECB, bodisi v obliki povratnih ali dokončnih transakcij. Prvi dve obliki izvajajo nacionalne centralne banke preko standardnih avkcij, strukturne operacije v obliki dokončnih transakcij pa se izvajajo na podlagi dvostranskih postopkov (Banka Slovenije, 2012b).

2.3.5 Operacije dolarskega refinanciranja

Zaradi povečanih pritiskov na denarnih trgih je ECB decembra 2007 skupaj z ameriško in švicarsko centralno banko uvedla začasne operacije v katerih bankam evroobmočja posoja ameriške dolarje. Avkcije potekajo občasno po fiksni obrestni meri in z ročnostjo nekaj tednov (Banka Slovenije, 2012b).

2.4 Zavarovanje terjatev

Vsaka operacija Evrosistema za povečanje likvidnosti mora biti v celoti zavarovana s primernim finančnim premoženjem (jamstvom). Slednje se deli na tržno in netržno premoženje, vendar med njima ni razlik glede kakovosti in primernosti za različne vrste operacij denarne politike. Izjema je le nezmožnost uporabe netržnega premoženja za zavarovanje dokončnih transakcij. Glavni namen uporabe zavarovanj je, poleg zaščite pred izgubami Evrosistema, tudi zagotovitev enake obravnave nasprotnih strank ter povečanje poslovne učinkovitosti in preglednosti (ECB, 2011a, str. 45).

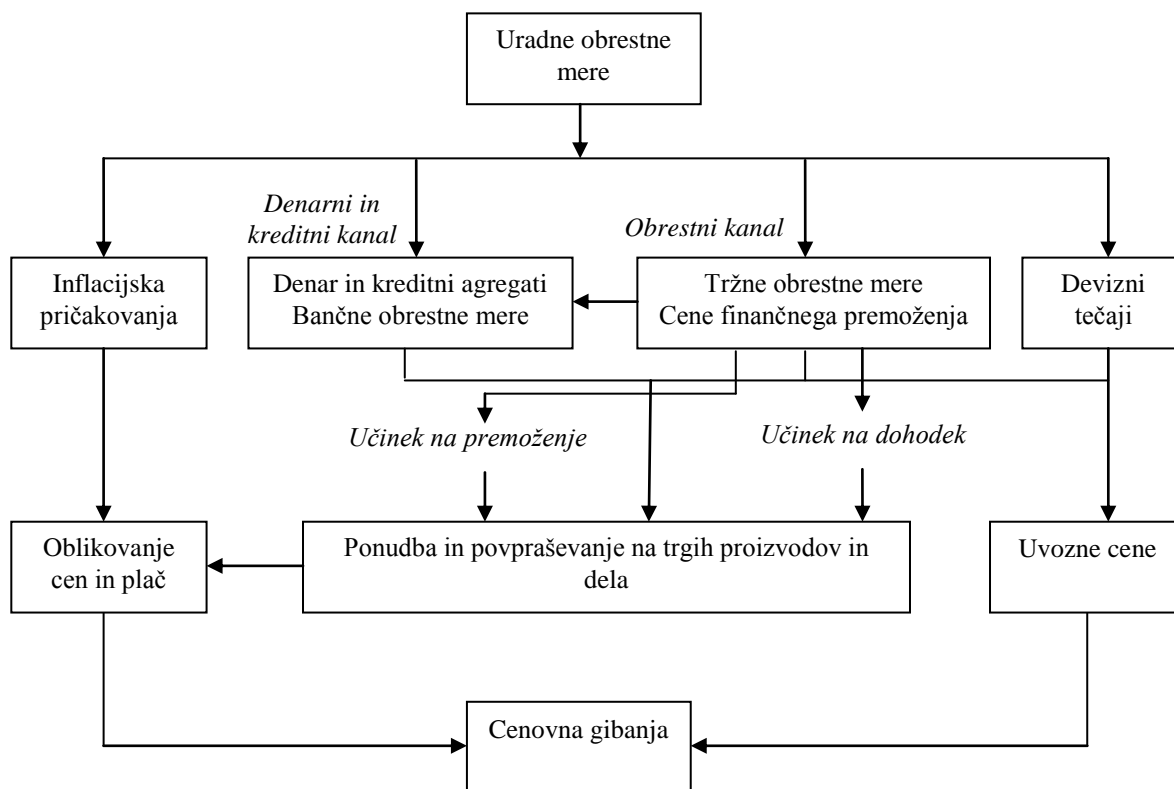
Primernost finančnega premoženja oz. bonitetni standard se ocenjuje s pomočjo Bonitetnega okvirja Evrosistema ECAF (angl. *Eurosystem Credit Assessment Framework*). Ta določa postopke in pravila za doseganje minimalne bonitetne ocene na podlagi naslednjih virov bonitetnih ocen: zunanja bonitetna agencija, interni bonitetni sistem nacionalnih centralnih bank, interni bonitetni sistem kreditnih institucij ter bonitetna orodja zunanjih ponudnikov. Do oktobra 2008 je bil bonitetni prag primernosti postavljen pri oceni A, kar pomeni da verjetnost neplačila za obdobje enega leta vnaprej znaša 0,1 % (Zbašnik & Ritonja, 2009). V zadnjem obdobju je Evrosistem precej znižal zahteve glede ustreznega finančnega premoženja in za zavarovanje operacij sprejema tudi manj kakovostne vrednostne papirje. Seznam primernega tržnega finančnega premoženja se dnevno objavlja na spletni strani ECB.

3 TRANSMISIJSKI MEHANIZEM IN URAVNAVANJE LIKVIDNOSTI EVROSISTEMA

3.1 Transmisijski mehanizem ECB

Transmisijski mehanizem je proces, s katerim denarna politika s svojimi odločitvami vpliva na raven cen in na gospodarstvo kot celoto. Proces se izvaja preko različnih kanalov, na primeru ECB predvsem preko kanala obrestnih mer, kreditnega in denarnega kanala ter kanala pričakovanj. Poleg teh, poznamo še bilančni kanal, kanal bančnih posojil, kanale vrednosti premoženja, agregatnega povpraševanja, deviznega tečaja, itd. Najbolj učinkovit pri prenašanju impulzov denarne politike v gospodarstvo je klasični kanal obrestne mere. Z uravnavanjem kratkoročnih obrestnih mer na denarnem trgu namreč centralna banka vpliva na tržne obrestne mere, s tem pa tudi na odločitve o potrošnji in investiranju, na denarna gibanja, končno pa tudi na splošne ravni cen. Transmisijski mehanizem je v praksi precej kompleksen, zato mora centralna banka upoštevati tudi časovni zamik med samim sprejetjem ukrepa in pojavom učinkov v realnem sektorju (ECB, 2008a, str. 59-61).

Slika 3 :Transmisijski mehanizem denarne politike.



Vir: ECB, Mesečni bilten 10. obletnica ECB, 2008, str. 60.

Preko **kanala obrestne mere** sprememba denarne politike vpliva na tržno obrestno mero in posledično na gospodarstvo. Z ekspanzivno monetarno politiko centralna banka povzroča nižanje obrestnih mer, saj je na trgu prisotnega več denarja. Nižja obrestna mera spodbuja potrošnjo pri podjetjih in gospodinjstvih, torej vodi v povečanje agregatnega povpraševanja in bruto domačega proizvoda države, lahko pa vodi tudi v povišanje splošne ravni cen (inflacijo).

Preko **kanala kreditov** centralna banka vpliva na investicijske in potrošniške odločitve podjetij in gospodinjstev, saj zmanjšanje obrestnih mer povzroči povečanje povpraševanja po kreditih ter posledično povečuje investicijsko dejavnost. Kanal kreditov deluje skozi kanal bančnih posojil, skozi kanal bilance ter skozi kanal denarnega toka. Na učinkovitost ukrepov denarne politike vplivajo različni dejavniki, med drugim konkurenca v panogi finančnih storitev, odnosi bank s komitenti, premije za tveganja, preference glede dospelosti kreditnih pogodb, itd.

S pomočjo **kanala deviznega tečaja** lahko centralna banka preko ekspanzivne monetarne politike in znižanja obrestnih mer povzroči depreciacijo domače valute. Posledično se konkurenčnost domačega gospodarstva poveča, prav tako neto izvoz. To vodi v povečanje gospodarske aktivnosti ter višji BDP. Kanal deviznega tečaja v EMU nima večjega vpliva, bolj je pomemben v manjših, bolj odprtih gospodarstvih (Dolenc, 2001, str. 589-591).

Preko **kanala vrednosti premoženja** centralna banka z znižanjem realne obrestne mere doseže znižanje vrednosti finančnega in realnega premoženja, kar vodi v manjšo zasebno porabo in investicije. Posledično se zmanjša tudi agregatno povpraševanje, gospodarska aktivnost upade, zmanjša se BDP.

Učinkovitost posameznih kanalov se po različnih državah sicer razlikuje. Obstajata namreč dva glavna vira financiranja podjetij. V nekaterih državah se večina podjetij financira s pomočjo bančnih kreditov, v drugih pa večinoma preko kapitalskih trgov. V evroobmočju je transmisijski mehanizem denarne politike v normalnih razmerah deloval približno enako v vseh državah, ključno vlogo pri prenosu sprememb v obrestnih merah denarne politike v gospodarstvo so v tem primeru imele banke. To je bila predvsem posledica velike odvisnosti podjetij in gospodinjstev od bančnega financiranja ter razmeroma omejene tržne kapitalizacije (ECB, 2008a, str. 59). V kriznih razmerah smo priča precejšnji disfunkcionalnosti transmisijskega mehanizma, kar se jasno odraža v naraščajočih razlikah v obrestnih merah med državami.

3.2 Uravnavanje likvidnosti Evrosistema

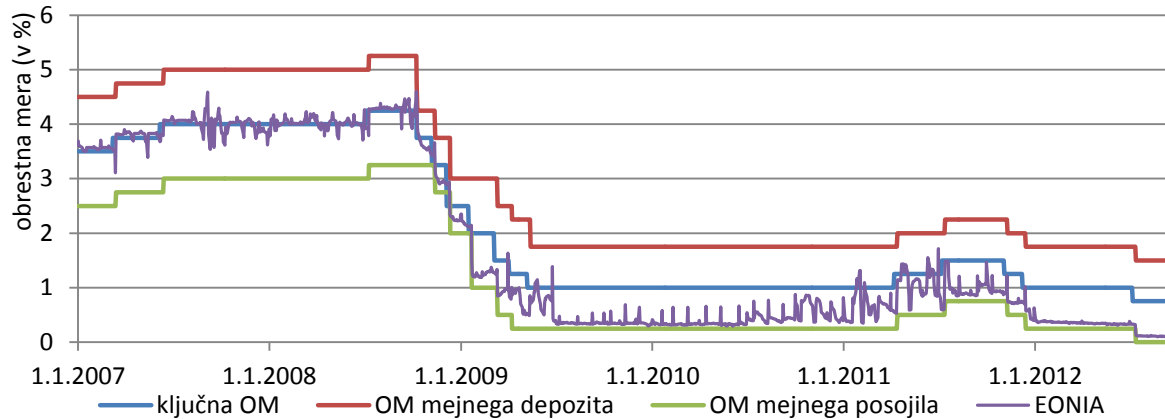
Namen uravnavanja agregatne likvidnosti je, da Evrosistem prek operacij odprtega trga zagotovi toliko likvidnosti, da nasprotne stranke ob upoštevanju avtonomnih dejavnikov v povprečju izpolnijo obvezne rezerve. Tako bodo nasprotne stranke vpisale mejni depozit, če Evrosistem zagotovi preveč likvidnosti in črpale mejno posojilo, če zagotovi premalo likvidnosti (Bindseil, Weller & Wuertz, 2003, str. 38).

Upravljanje likvidnosti vključuje oceno likvidnostnih potreb bančnega sektorja ter dodajanje oz. črpanje likvidnosti preko operacij odprtega trga. Povpraševanje po likvidnosti v evroobmočju izhaja iz treh virov, in sicer iz (1) potrebe po zagotavljanju minimalnega obsega obveznih rezerv, (2) avtonomnih dejavnikov (neto tuja aktiva, neto domača aktiva, izdani bankovci, vloge države, denar na poti, drugi avtonomni dejavniki) ter (3) presežnih rezerv bank (ECB, 2002, str. 41). ECB tedensko oceni pričakovano povprečno stanje vsakega avtonomnega dejavnika in na podlagi tega določi likvidnostne potrebe bank. V primeru, da ECB bankam dodeli premalo likvidnosti, morajo nekatere banke bodisi črpati sredstva iz mejnega posojila, bodisi ne izpolnijo obveznih rezerv. Če pa ECB preceni potrebe bank po likvidnosti, te sredstva naložijo v mejni depozit. Posledično se pojavi precejšnje nihanje obrestnih mer na medbančnem trgu. Ob predpostavki, da na trgu ni negotovosti glede gibanja avtonomnih dejavnikov ter da je tekom celotnega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv na voljo zadostna količina likvidnosti, je obrestna mera čez noč konstantna tekom celotnega obdobja.

Iz Slike 4 je razvidno, da sta se Eonia in ključna obrestna mera do izbruha krize proti koncu leta 2008 gibali precej usklajeno. Iz tega sledi, da je Evrosistemu znotraj posameznega obdobja izpolnjevanja rezerv uspelo zagotavljati ustrezno količino likvidnosti. Občasna odstopanja (porast Eonie proti ključni obrestni meri) so predvsem posledica lepšanja bilanc

bank ob koncu meseca, ki pa je le prehodne narave in se ne prenaša na obrestne mere daljših ročnosti (Bindseil et al., 2003, str. 66).

Slika 4: Eonia, ključna obrestna mera ECB, obrestna mera mejnega depozita in obrestna mera mejnega posojila v obdobju od 2007 do 2012 (v %).



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2012.

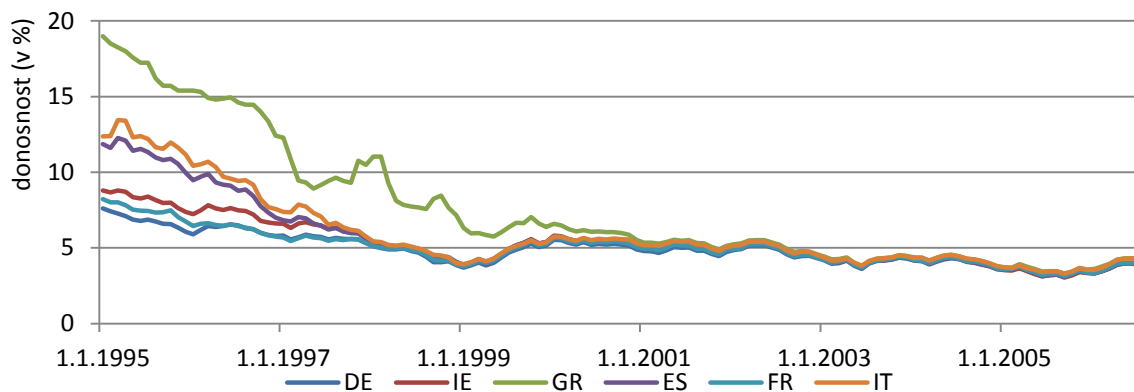
Z nastopom krize jeseni leta 2008, so se razmere na denarnem trgu zaostrele in Evrosistem ni več mogel napovedati agregatnih potreb po likvidnosti. Močno sta se povečala likvidnostno in kreditno tveganje na denarnem trgu, na kar so se banke odzvale z bistvenim zmanjšanjem trgovanja. Medbančni trg je zamrl, zato so bile skupne likvidnostne potrebe bank občutno višje od predhodnih dodelitev Evrosistema. Posledično sta se močno povečala nivo in volatilitnost obrestnih mer. Na te izredne razmere se je Evrosistem odzval z uvedbo polne dodelitve po fiksni obrestni meri na vseh posojilnih operacijah odprtega trga in z uvedbo operacij z nestandardnimi ročnostmi, daljšimi od treh mesecev. Zaradi omenjenih ukrepov se je črpanje likvidnosti prek operacij odprtega trga močno povečalo, kar je povzročilo močan porast presežne likvidnosti na denarnem trgu (Ritonja & Snoj, 2011, str. 4).

Dodatna likvidnost se v tem času ni vračala na bančni trg, ampak so jo banke v večini primerov plasirale v mejni depozit. To je povzročilo močan padec Eonie, zato so se banke na medbančnem trgu refinancirale občutno ceneje kot pri ECB. Ko so se proti koncu leta 2009 in v začetku 2010 začele razmere na denarnem trgu vendarle umirjati, je Evrosistem začel s postopnim ukinjanjem nestandardnih ukrepov. Obseg presežne likvidnosti se je začel zmanjševati, Eonia pa zviševati. Izboljšanje razmer je bilo le kratkotrajno, saj je izbruh evropske dolžniške krize spomladi 2010 povzročil ponovno poslabšanje razmer na finančnih trgih. Negativni učinki krize so se kmalu pokazali tudi na denarnem trgu, kar je ECB prisililo k uporabi novih nestandardnih ukrepov, s katerimi je želela okrepiti transmisijski mehanizem denarne politike. Novi ukrepi so trg ponovno preplavili s presežno likvidnostjo in posledično so medbančne obrestne mere ponovno upadle.

4 RAZVOJ EVROPSKE DOLŽNIŠKE KRIZE

Zahtevane donosnosti na državne obveznice perifernih držav evroobmočja so v času ustvarjanja monetarne unije občutno upadle. Iz Slike 5 je razvidno, da so se obresti na španske in italijanske obveznice, ki so se sredi devetdesetih gibale nad 10 %, do leta 1999 prepolovile. To je bilo predvsem posledica povečanja pričakovanj investitorjev, (1) da bo ECB trajno obdržala stopnjo inflacije na nizkih ravneh, (2) da bo Pakt stabilnosti in rasti zagotovil izvajanje vzdržnih fiskalnih politik ter (3) da države evroobmočja ne bodo dovolile bankrota države članice (kljub temu, da v okviru EMU ta možnost ni bila predvidena) (Weil, 2011, str. 2). S tem ko so obrestne mere padle, so se lahko tako gospodinjstva kot tudi podjetja in države, za isti obseg obresti občutno bolj zadolžila. Močno je porasla potrošnja, še posebno tujih dobrin. Države so se soočale z vse večjimi zunanjetrgovinskimi primanjkljaji (Slika 6). Lahka dostopnost kreditiranja v pogojih prostega pretoka kapitala je spodbujala povpraševanje in potisnila cene premoženja v nebo (posebno na Irskem in v Španiji), ustvaril se je nepremičninski balon, primerljiv s tistim leta 2007 v ZDA.

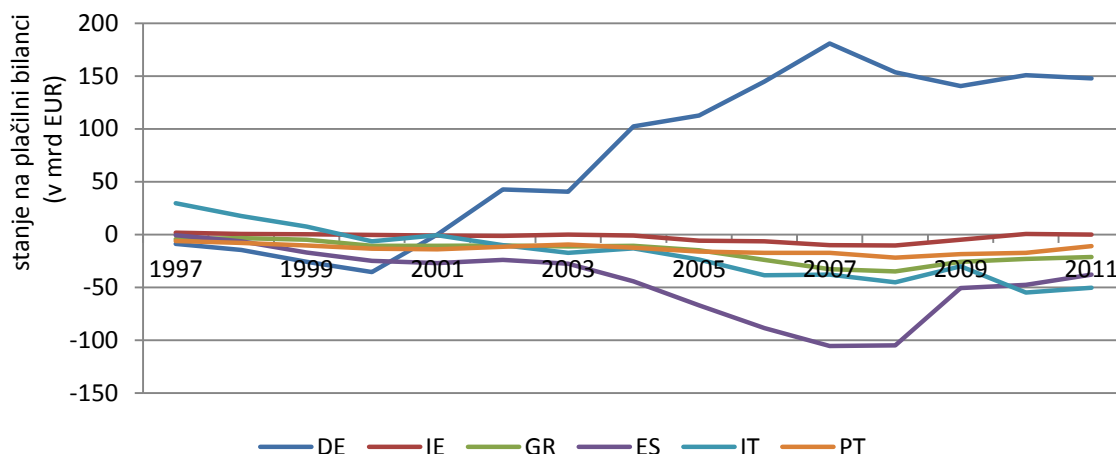
Slika 5: Donosnosti 10-letnih državnih obveznic izbranih držav v obdobju od leta 1995-2006 (v %).



Vir: Podatkovna baza Eurostat, 2012.

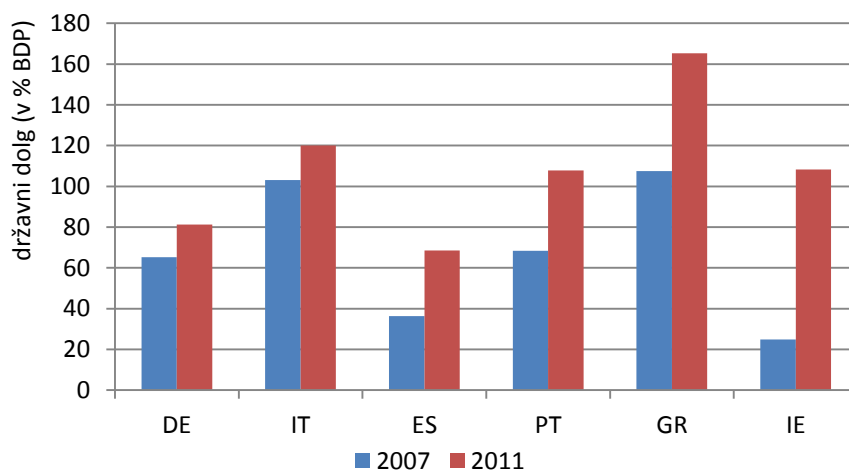
Proračunski primanjkljaji držav so v nekaterih primerih po ustanovitvi monetarne unije sicer upadli (vpliv nižje cene zadolževanja), vendar sta fiskalna nedisciplina in prekomerno zadolževanje kmalu vodila do ogromnih lukenj v proračunih večine držav ter do močnega porasta zadolženosti (Slika 7). Pravila Pakta stabilnosti in rasti so bila kršena ne le v manjših perifernih državah, temveč tudi v največjih, vodilnih državah evroobmočja (Francija, Nemčija). Sankcije, ki so bile določene v Paktu niso bile izpeljane in države so nadaljevale s svojo, z zdajšnjega vidika nevezdržno, fiskalno politiko. Visoke stopnje gospodarske rasti so namreč skrile strukturne pomanjkljivosti in večina držav ni izpeljala potrebnih strukturnih reform. Postopoma so se začele pojavljati tudi razlike v konkurenčnosti med t.i. *core* državami in periferijo. Stroški delovne sile so namreč v perifernih državah močno naraščali, med tem ko so npr. v Nemčiji ostali na skoraj nespremenjenih ravneh. Posledično so tudi stopnje rasti perifernih držav začele zaostajati v primerjavi z nemško gospodarsko rastjo.

Slika 6: Stanje na tekočem delu plačilne bilance izbranih držav med leti 1997 in 2011 (v mrđ EUR).



Vir: Podatkovna baza Eurostat, 2012.

Slika 7: Državni dolg izbranih držav v letu 2007 in 2011 (v % BDP).



Vir: Podatkovna baza Eurostat, 2012.

Podobno kot v številnih evropskih državah, so tudi v ZDA med leti 1997 in 2006 cene nepremičnin močno porasle. Precejšen del tega porasta je bil špekulativne narave in ko je nepremičninski balon v letu 2006 počil, je začela vrednost nepremičnin padati. Povečalo se je neodplačevanje stanovanjskih nepremičninskih posojil (predvsem drugorazrednih), to pa je povzročilo, da so trg preplavile poceni nepremičnine, katerih cena je bila, zaradi močnega presežka ponudbe, vse nižja. Tudi v ZDA je bila za nastanek krize odločujoča makroekonomska situacija v obdobju pred nastopom krize. Obrestne mere so bile namreč zgodovinsko nizke, prav tako so bile precej nizke cene lastniških vrednostnih papirjev (vpliv terorističnega napada 11. septembra ter t.i. Dot.com krize). Vlagatelji so posledično masovno vlagali v nepremičnine in z njimi povezane finančne produkte (Gregorič, 2009, str. 2). Propadanje nepremičninskega sistema pa je imelo najhujše posledice prav v bančnem sektorju. V letu 2008 je prihajalo do vse večjih odpisov drugorazrednih nepremičninskih

posojil. Bonitetne agencije so začele sistematično zniževati ocene številnih izvedenih vrednostnih papirjev na podlagi nepremičninskih posojil (prej občutno precenjenih), investitorje je zajela panika. Zaupanje vlagateljev se je močno zmanjšalo, medbančni trg je zajel likvidnostni krč. V težave je zašlo več sistemsko pomembnih bank, prelomni dogodek pa je predstavljala odločitev ameriške vlade, da ne bo reševala investicijske banke Lehman Brothers. S propadom banke se je namreč sprožil val prevzemov, nacionalizacij in preoblikovanj finančnih institucij. Močno je bil otežen dostop do financiranja, kriza pa je kmalu prestopila tudi v realni sektor.

Finančna kriza v ZDA je k evropski dolžniški krizi pripomogla vsaj v treh pogledih: (1) močno je oslabilo bilance bank, ki tako niso bile pripravljene na še eno finančno krizo, (2) reševanje bank s proračunskim denarjem ter številni stimulatívni ukrepi so povzročili visoke proračunske primanjkljaje in posledično se je zadolženost držav močno povečala ter (3) propad banke Lehman Brothers je močno zmanjšal zaupanje v stabilnost finančnega sistema (Gonzalez-Paramo, 2011, str. 3). Za evroobmočje pa je bilo ključno, da so investitorji začeli razlikovati med posameznimi državami v evroobmočju (Weil, 2011, str. 2). Posledično so pribitki perifernih držav evroobmočja v začetku leta 2009 strmo porasli. Kljub temu se je začela situacija proti koncu leta 2009 počasi umirjati, vendar le do novembra 2009, ko je novoizvoljena grška vlada napovedala, da bo za tekoče leto grški primanjkljaj znašal 12,5 % BDP (in ne prej napovedanih 3,7 %). Na finančnih trgih je ponovno zavladala panika, zahtevane donosnosti na državne obveznice periferije so strmo porasle, zato se nekatere države niso več mogle financirati na finančnih trgih. Prva je za mednarodno pomoč prosila Grčija, sledile sta ji Irska in Portugalska. Kljub finančni pomoči in številnim reformam, se stanje v Grčiji ni izboljšalo, zato so bili finančni ministri EMU primorani odobriti še drugi paket pomoči, ki je poleg finančne injekcije vključeval tudi prostovoljni odpis dela grškega dolga s strani zasebnih investitorjev. Kot zadnja je za pomoč za reševanje domačih bank zaprosila tudi Španija, pojavljajo pa se špekulacije, da tudi ta pomoč za Španijo ne bo dovolj, saj se država spopada z vse večjimi težavami pri odplačevanju oz. refinanciranju dolga.

4.1 Vzroki za nastanek evropske dolžniške krize

V osnovi lahko vzroke za nastanek evropske dolžniške krize razdelimo v tri skupine:

- (1) strukturni vzroki,
- (2) finančni vzroki,
- (3) institucionalni vzroki.

4.1.1 Strukturni vzroki

V nasprotju s politiki, ki vzroke za nastanek dolžniške krize iščejo predvsem v finančni nedisciplini južnoevropskih držav, strokovna javnost med vzroke šteje predvsem ekonomska razhajanja znotraj same EMU. Evroobmočje namreč združuje države, ki se med seboj močno razlikujejo po kulturi, navadah, običajih ter demografskih trendih. Posebej izrazita pa so tudi razhajanja v konkurenčnosti in produktivnosti posameznih držav. Kljub formalnemu prostemu

pretoku ljudi, je v okviru EMU precej omejena tudi fleksibilnost trga dela (zaradi kulturnih razlik, jezika, navad, itd.), ki bi lahko razlike v konkurenčnosti znotraj EMU zgladila, vse to pa se posledično odraža v plačilnobilančnih neravnovesjih med državami EMU. Problem predstavljata tudi nepreudarno vodenje ekonomskih politik (preobsežno zadolževanje) in pomanjkanje fiskalne discipline ter pomanjkanje transfernih mehanizmov, s katerimi bi lahko sredstva iz začasno uspešnejših držav prenesli v tiste z večjimi cikličnimi primanjkljaji. Pojav dolžniške krize je bil zato, ob trenutni strukturni (ne)urejenosti EMU, neizbežen in za mnoge tudi pričakovan. Tudi napovedani varčevalni ukrepi ne bodo nujno rešili temeljnih nesorazmerij med državami, zaradi katerih tudi optimalno valutno območje ne deluje.

Vse te strukturne vzroke lahko z eno besedo razumemo tudi kot pomanjkljivosti t. i. optimalnega valutnega območja EMU. Pogoje za optimalno valutno območje so različni avtorji sicer definirali različno. Nekateri kot stanje, ko so izpolnjeni trije pglavitni cilji: polna zaposlenost, cenovna stabilnost in ravnotežje v plačilni bilanci, nekateri kot optimalno unijo držav, ki poveča blagostanje prebivalcev. Evroobmočje bi težko definirali kot optimalno valutno območje predvsem zaradi različnih stopenj razvitosti držav. Glede na to, da monetarna unija onemogoča uravnavanje nesorazmerij s pomočjo intervencij na valutnem trgu, je za vzpostavitev optimalnega valutnega območja potrebno izpolniti več drugih kriterijev. Mundel (1961, str. 657-665) je kot pogoj za zmanjšanje nesorazmerij med državami v monetarni uniji navedel pet kriterijev: (1) fleksibilen trg delovne sile, (2) vzpostavljen sistem fiskalnih transferjev med posameznimi državami, (3) fleksibilnost trga proizvodov in kapitala, (4) skupni gospodarski cikli (in podobne stopnje inflacije) ter (5) diverzificiranost držav članic. EMU je precej daleč od Mundelove definicije optimalnega valutnega območja. Na ravni evroobmočja je namreč, kljub prostemu pretoku ljudi, mobilnost delovne sile precej omejena (za razliko od npr. ZDA). Poleg tega večino mobilnosti predstavlja migracija delovne sile iz vzhodnih evropskih držav (in ne južnih). Tudi sistem fiskalnih transferjev znotraj EMU ni vzpostavljen, prisotno pa je tudi močno neravnovesje med produktivnostjo posameznih držav članic (umetno zniževanje stroškov delovne sile v Nemčiji). Tudi inflacija je znotraj evroobmočja uravnavana bolj po meri večjih, suficitarnih držav (Nemčija). Večina držav je sicer dobro diverzificiranih z izjemo Grčije (Detlef, 2012).

4.1.2 Finančni vzroki

Po mnenju Gonzalez-Parama (2011, str. 3) imata ameriška finančna kriza ter evropska dolžniška kriza skupni vzrok, in sicer napačno ocenjevanje tveganja. Pred nastopom finančne krize so namreč tako banke kot bonitetne agencije močno podcenile tveganost posameznih finančnih instrumentov, od drugorazrednih nepremičninskih posojil v ZDA in iz njih izvedenih dolžniških vrednostnih papirjev, do državnih obveznic perifernih evrskih držav, kot je Grčija. Ko so se zavedle svoje napake ter začele bonitetne ocene občutno in na široko zniževati, so na finančnih trgih povzročile paniko. Podobno kot v ZDA se je dogajalo tudi v evroobmočju. Z ustanovitvijo EMU, so zahtevane donosnosti na obveznice perifernih držav močno upadle, kljub temu, da so bile razlike med posameznimi državami še vedno zelo

velike. S propadom ameriške banke Lehman Brothers so začeli investitorji razlikovati med posameznimi državami evroobmočja in zahtevane donosnosti državnih obveznic perifernih držav so začele naraščati. Posledično so tudi bonitetne agencije začele zniževati ocene držav in to je še dodatno sprožalo nezadovoljstvo investitorjev na trgih.

Veliko je k nastanku dolžniške krize prispevalo tudi preveč tvegano obnašanje poslovnih subjektov ter prelaganje odgovornosti na druge institucije in državljane. Veliko bank se je zaradi svoje velikosti in sistemskega pomena (angl. *too big to fail*) zanašalo na pomoč držav in posledično pri poslovanju sprejemalo občutno višja tveganja kot bi jih v normalnih razmerah. S posledičnim nujnim reševanjem sistemsko pomembnih bank je prišlo do socializacije izgub (krite s proračunskim denarjem), strah pred begom kapitala pa je vplival tudi na politične odločitve.

4.1.3 Institucionalni vzroki

Eden izmed temeljnih vzrokov za krizo je tudi institucionalna nedokončanost EMU. Združevanje evropskih držav se je na poti do fiskalne in politične unije zaenkrat ustavilo pri monetarni uniji. Šele pred kratkim so bili vzpostavljeni mehanizmi za zaščito evra in reševanje držav, ki bi zabredle v finančne težave (EFSF - angl. *European Financial Stability Mechanism*, ESM - angl. *European Stability Mechanism*), komaj v času krize pa se je začelo razpravljati tudi o potrebi po organu, ki bi skrbel za enoten nadzor bank v evroobmočju. Na pomanjkanje discipline in nadzora kaže že kršenje določil iz Pakta stabilnosti in rasti, ki so ga evropske države sprejele leta 1997 (letos sicer posodobljen in dopolnjen preko Pogodbe o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji - t. i. pogodbe o fiskalnem paktu). Pred krizo je bila omejena tudi koordinacija makroekonomskih politik posameznih držav, ki bi lahko preprečila strukturna razhajanja. Zaradi različnih pogledov evropskih politikov na nadaljnjo integracijo so se začeli pojavljati dvomi v nepreklicno zavezanost institucij in držav evru, posledično pa tudi špekulacije o razpadu evroobmočja in propadu evra.

4.2 Prelomni trenutki evropske dolžniške krize

Tabela 2: Prelomni trenutki evropske dolžniške krize.

2009		3. feb.	Evropska komisija zahteva dodatna pojasnila glede GR programa stabilnosti
5. nov.	novooizvoljena GR vlada revidira proračunski primanjkljaj za leto 2009 iz 3,7 % na 12,5 %	25. mar.	Evroskupina se zaveže, da bo skupaj z MDS nudila finančno podporo GR
16. dec.	S&P zniža bonitetno oceno GR iz A- na BBB+	11. apr.	Evroskupina doreče detajle glede 3-letnega programa pomoči GR
2010		23. apr.	GR zaprosi za finančno pomoč pri EU
15. jan.	GR vlada pripravi 3-letni program stabilnosti		

27. apr.	S&P zniža bonitetno oceno GR iz BBB+ na BB+ (angl. <i>junk</i>)		tranše pomoči
30. apr.	S&P zniža bonitetno oceno ES iz AA+ na AA	13. jun.	S&P zniža bonitetno oceno GR iz B na CCC
2. maj	ECB, MDS in Evropska komisija se skupaj z GR vlado dogovorijo glede varčevalnega programa	20. jun.	izplačilo pete tranše pomoči GR preloženo
6. maj	GR parlament odobri varčevalni program	24. jun.	EU se odloči za dodaten 120 mrd EUR vreden paket pomoči GR, vendar pod strogimi pogoji
9. maj	EU ustanovi sklad EFSF, ki preko garancij članic EMU zagotavlja 440 mrd EUR sredstev; skupaj s posojili Evropske komisije (60 mrd) in MDS (250 mrd) ustvarjen 750 mrd EUR vreden požarni zid	29. jun.	GR parlament potrди novi varčevalni paket
18. maj	prva tranša pomoči izplačana GR	4. jul.	peta tranša pomoči izplačana GR
5. avg.	druga tranša pomoči izplačana GR	14. jul.	IT potrди 48 mrd EUR vreden varčevalni paket
6. nov.	izplačilo tretje tranše pomoči GR preloženo	15. jul.	Trojka potrди napredek IE in odobri izplačilo naslednje tranše pomoči
15. nov.	Eurostat objavi, da bo GR primanjkljaj v 2009 večji od predvidenega	21. jul.	EU odobri drugi paket pomoči GR v višini 109 mrd EUR, del pomoči naj bi prispevali zasebni investitorji
21. nov.	IE zaprosi EU za finančno pomoč	27. jul.	S&P zniža bonitetno oceno GR iz CCC na CC
28. nov.	EU odobri 85 mrd EUR pomoči IE	12. avg.	Trojka potrди, da varčevalni plan v PT poteka po planu in potrди izplačilo naslednje tranše pomoči
17. dec.	Moody's zniža bonitetno oceno IE iz Aa2 na Baa1	10. sept.	Trojka odobri izplačilo naslednje tranše pomoči IE
2011		14. sept.	IT v parlamentu potrди nov paket varčevalnih ukrepov (54,2 mrd EUR)
11. mar.	EU ustanovi sklad ESM s posojilno zmožnostjo 500 mrd EUR;	20. sept.	S&P zniža bonitetno oceno IT iz A+ na A
15. mar.	EU s šestimi direktivami zaostri pogoje znotraj Pakta za stabilnost in rast;	21. sept.	GR napove nov paket varčevalnih ukrepov
9. maj	S&P zniža bonitetno oceno GR iz BB+ na B;	21. okt.	EU odobri izplačilo šeste tranše pomoči GR
17. maj	EU odobri 78 mrd EUR pomoči PT;	27. okt.	EU od zasebnih investitorjev zahteva, da se odpovejo 50 % GR dolga
3. jun.	Trojka odobri novi GR varčevalni paket in dovoli izplačilo naslednje	31. okt.	GR premier napove referendum

	glede varčevalnih ukrepov, EU prekliča izplačilo šeste tranše pomoči		evropsko usmerjenih strank
9. nov.	GR vlada odstopi	16. maj	nobena od strank v GR ne uspe sestaviti vlade, predsednik razpiše nove volitve 17. junija;
11. nov.	v GR je postavljena nova vlada, ki jo vodi Papademos	25. maj	ES banka Bankia zaprosi za državno pomoč v višini 19 mrd EUR;
13. nov.	IT premier Berlusconi odstopi	6. jun.	Fitch zniža bonitetno oceno ES z A na BBB+;
2012		12. jun.	ES stroški zadolževanja porasejo na najvišjo vrednost po ustanovitvi EUR;
31. jan.	25 držav članic EU se pridruži fiskalnemu paktu	13. jun.	Moody's zniža bonitetno oceno ES z A3 na Baa3;
10. feb.	GR ugodni zahtevam mednarodnih posojilodajalcev glede odpisa dela GR dolga; EU jo pozove naj v zameno za nov paket pomoči zmanjša porabo za dodatnih 325 mio EUR	17. jun.	na parlamentarnih volitvah v GR zmagajo pro-evropske usmerjene stranke;
12. feb.	GR parlament potrди nov paket varčevalnih ukrepov	25. jun.	ES uradno zaprosi za pomoč za reševanje domačih bank (100 mrd EUR);
21. feb.	EU definira podrobnosti drugega paketa finančne pomoči GR, v okviru katerega bi zasebni investitorji odpisali 53,3 % GR dolga	23. jul.	finančni ministri EMU potrdijo 100 mrd EUR pomoči ES bankam;
13. mar.	EU končno potrди drugi, 130 mrd EUR vreden, paket pomoči GR	12. sept.	nemško ustavno sodišče potrди ESM in fiskalni pakt, Barroso predstavi predlog vzpostavitve bančne unije.
6. maj	parlamentarne volitve v GR, presenetljivo dober rezultat proti-		

5 UKREPI ECB ZA REŠEVANJE KRIZE

ECB je ob pojavu prvih simptomov finančne krize začela z uporabo najbolj standardnega ukrepa, tj. zniževanja ključne obrestne mere. V obdobju sedmih mesecev po propadu banke Lehman Brothers jo je znižala iz začetnih 4,25 % na 1 % (kasneje je sledilo še dodatno znižanje na 0,75 %). Vendar pa je bil omenjeni ukrep veliko premalo učinkovit za zajezitev krize, ki je pretresala finančne trge. ECB je zato z različnimi vrstami nestandardnih ukrepov skušala podpreti posamezne segmente finančnih trgov. Najprej se je posvetila medbančnemu trgu, kasneje pa tudi trgoma kritih in državnih obveznic. Nestandardni ukrepi na nek način predstavljajo komplement standardnim. Preko ključne obrestne mere namreč Evrosistem signalizira svojo monetarno politiko, s pomočjo nestandardnih ukrepov pa skrbi za delovanje transmisijkega mehanizma le- te. Tako preko standardnih in nestandardnih ukrepov

Evrosistem skrbi za doseganje svojega primarnega cilja- cenovne stabilnosti (Gonzales-Paramo, 2011, str. 1).

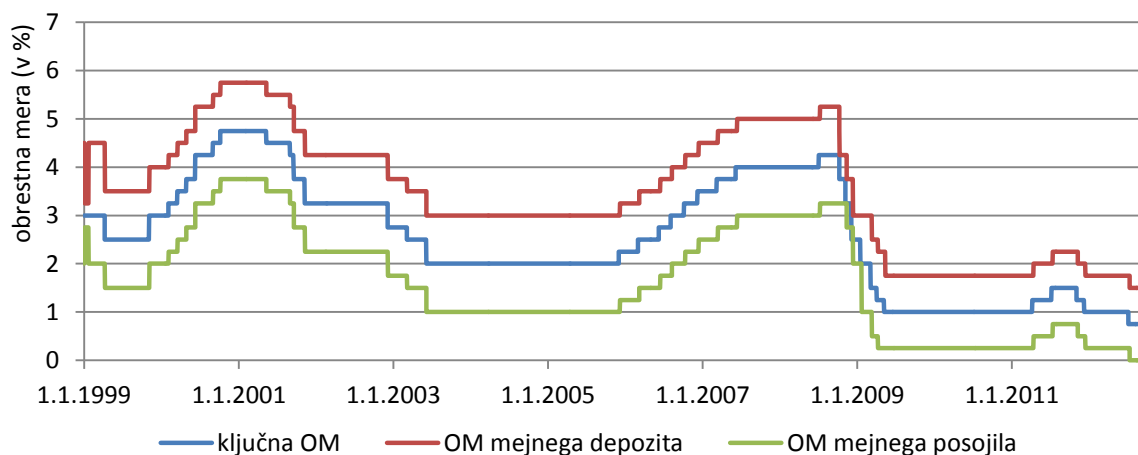
ECB je v okviru nestandardnih ukrepov bodisi nadgradila obstoječe instrumente (podaljšanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja, uvedba polne dodelitve po fiksni obrestni meri, zagotavljanje likvidnosti v tujih valutah, širitev dovoljenih jamstev za operacije Evrosistema) bodisi uvedla popolnoma nove programe, ki jih pred krizo ni bilo (CBPP - angl. *Covered Bond Purchase Programme*, SMP - angl. *Securities Markets Programme*, OMT-angl. *Outright Monetary Transactions*).

5.1 Ključna obrestna mera

Ključna obrestna mera predstavlja temelj za določanje vseh ostalih obrestnih mer na denarnem trgu. S tem posredno vpliva na obseg investicij v gospodarstvu, pa tudi na donosnost varčevalnih odločitev poslovnih in fizičnih subjektov. Predstavlja enega najpomembnejših instrumentov za uravnavanje splošnih gospodarskih gibanj. Ključna obrestna mera skupaj z ostalimi obrestnimi merami na denarnem trgu namreč vpliva na vse pomembnejše gospodarske tokove, predvsem inflacijo, devizne tečaje in gospodarsko rast (Ritter, Silber & Udell, 2000, str. 51).

Ključna obrestna mera je obrestna mera po kateri si banke sposojajo sredstva na operacijah glavnega refinanciranja pri nacionalnih centralnih bankah. Velja za najpomembnejši standardni instrument denarne politike. S pomočjo uravnavanja ključne obrestne mere ECB signalizira usmerjenost svoje denarne politike ter uravnava kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu. Vpliv na oblikovanje dolgoročnih obrestnih mer je kljub temu razmeroma omejen, saj so te odvisne predvsem od pričakovanj gospodarskih subjektov glede prihodnje inflacije in gospodarske rasti.

Slika 8: Ključna obrestna mera ECB ter obrestne mere mejnega depozita in posojila v času od 1999 do 2012 (v %).



Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2012.

Slika 8 prikazuje tri glavne obrestne mere, ki jih določa ECB, in sicer (1) ključno obrestno mero, po kateri potekajo operacije glavnega refinanciranja, (2) obrestno mero mejnega posojila, po kateri si poslovne banke čez noč sposojajo sredstva od centralne banke ter (3) obrestno mero mejnega depozita, po kateri lahko poslovne banke sredstva čez noč deponirajo v centralni banki. Razlika med ključno obrestno mero ter obrestno mero mejnega depozita oz. med ključno obrestno mero in obrestno mero mejnega posojila je praviloma znašala eno odstotno točko, na zasedanju 13. maja 2009 pa je Svet ECB koridor okoli ključne obrestne mere znižal na 0,75 odstotne točke (s tem se je Svet ECB izognil znižanju obrestne mere mejnega depozita na 0 %). Iz slike lahko razberemo, da je ECB od svojega nastanka do danes ključno obrestno mero večkrat spremenila, politiko sprememb ključne obrestne mere pa lahko razdelimo na več obdobj (ECB, 2008, str. 40-47):

- V obdobju od sredine leta 1999 do konca leta 2000 je ECB dvigovala ključno obrestno mero predvsem zaradi inflacijskih pritiskov. V tem obdobju so na gibanje cen pritiskale rasti cen nafte ter uvoznih cen na kratek rok. Te so namreč dosegale najvišjo vrednost od začetka devetdesetih let. Svet ECB je na podlagi analiz presodil, da se tveganja za stabilnost cen povečujejo, zato je v tem obdobju ključno obrestno mero zvišal za skupno 225 bazičnih točk, ključna obrestna mera se je tako oktobra 2000 povzpela na 4,75 %.
- Od začetka leta 2001 do sredine leta 2003 je sledilo obdobje nižanja obrestnih mer, kar je bilo predvsem posledica upočasnitve gospodarske rasti v EU. Globalna gospodarska rast se je namreč močno upočasnila po poku borznega balona visokotehnoloških (internetnih) podjetij in terorističnih napadih v ZDA 11. septembra 2001. Inflacijski pritiski so močno upadli in z namenom ohranitve inflacije blizu ciljnih 2 % je ECB ključno obrestno mero v tem obdobju znižala skupno za 275 bazičnih točk, vse do takrat rekordno nizkih 2 % (junija 2003).
- Od sredine leta 2003 do konca leta 2005 je ECB ključno obrestno mero ohranila nespremenjeno (2 %). Gospodarsko okrevanje evroobmočja se je namreč v tem obdobju počasi nadaljevalo, domači pritiski na inflacijo pa so ostali na razmeroma nizkih nivojih.
- Od konca leta 2005 do sredine leta 2007 je ECB opustila ekspanzivno denarno politiko, saj so se tveganja za cenovno stabilnost močno povečala. Na to sta kazali tudi analizi ekonomskih in denarnih gibanj. Zaradi visokih cen nafte in hrane, je inflacija v evroobmočju proti koncu leta 2007 močno preseгла želeno 2 % mejo. V tem obdobju je zato ECB zvišala ključno obrestno mero za 200 bazičnih točk, julija 2008, pred nastopom finančne krize, je tako operacije glavnega refinanciranja izvajala že pri obrestni meri 4,25 %.
- Po septembru leta 2008 se je s propadom banke Lehman Brothers finančna situacija na svetovnih trgih močno zaostila. Svetovno gospodarstvo se je začelo hitro ohlajati, inflacija pa se je, predvsem zaradi nižjih cen nafte, umirila. Večje svetovne centralne banke so začele koordinirano zniževati ključne obrestne mere z namenom izogitve scenariju

dolgotrajnejše gospodarske recesije ali celo depresije. ECB je do 13. maja 2009 ključno obrestno mero znižala na 1 %, kar je takrat predstavljalo sploh najnižjo vrednost v zgodovini ECB. Od konca leta 2008 do polovice leta 2009 je tako ključno obrestno mero v več korakih znižala za kar 3,25 odstotne točke, znižanje za 0,75 odstotne točke, decembra 2008, pa predstavlja najvišje posamično znižanje v zgodovini skupne evropske monetarne institucije. Ključno težavo v tem obdobju je predstavljal akuten likvidnostni krč na medbančnem trgu, pa tudi na drugih, predvsem privatnih segmentih finančnih trgov.

- V letu 2010 in začetku leta 2011 so se začele razmere počasi umirjati. Napetosti na denarnem trgu so se začele zmanjševati, ponovno so oživele finančni trgi, gospodarstva so začela počasi okrevati, posledično pa so se ponovno povečali inflacijski pritiski. ECB je začela s postopnim ukinjanjem nestandardnih ukrepov, v aprilu in juliju 2011 pa je tudi dvakrat zvišala ključno obrestno mero za 0,25 odstotnih točk na končnih 1,5 %. Vendar pa je bilo izboljšanje razmer le kratkotrajno, saj je evroobmočje kmalu začelo čutiti posledice evropske dolžniške krize. ECB se je znova zatekla k bolj ekspanzivni monetarni politiki in ključno obrestno mero dvakrat znižala za 0,25 odstotne točke, tako da je ta že decembra 2011 ponovno znašala le 1%. Razmere se kljub temu niso izboljšale, zato je Svet ECB julija 2012 ključno obrestno mero znižal na rekordnih 0,75 %. Za 25 bazičnih točk je znižal tudi obrestno mero mejnega posojila (na 1,5 %), presenetljivo pa tudi obrestno mero mejnega depozita (na 0 %).

ECB je večkrat spremenila tudi koridor okrog ključne obrestne mere (razlika med obrestno mero mejnega posojila in obrestno mero mejnega depozita). Vse do oktobra 2008 je ta znašal 200 bazičnih točk, izjema je bilo le krajše obdobje v januarju 1999, ko je ECB koridor zožila na 50 bazičnih točk, z namenom olajšanja prilagoditve tržnih udeležencev na nove pogoje. Ob uveljavitvi ukrepa polne dodelitve po fiksni obrestni meri na operacijah odprtega trga v oktobru 2008, je ECB koridor zožila na 100 bazičnih točk. S tem je skušala preprečiti večji padec obrestnih mer čez noč ob ohranitvi ključne obrestne mere. V obdobju od januarja do maja 2009 je koridor okoli ključne obrestne mere sicer za kratko ponovno razširila na 200 bazičnih točk, v maju 2009 pa ga je postavila na današnjih 150 bazičnih točk. Z oženjem koridorja je ECB skušala spodbuditi sodelovanje bank na odprtih ponudbah, banke se lahko namreč ob ožjem koridorju, ob isti ključni obrestni meri čez noč, pri centralni banki ceneje zadolžijo oz. dobijo več obresti od depozitov iste ročnosti.

5.2 Zgodnejše zagotavljanje likvidnosti v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv

Proti koncu leta 2007 oz. v začetku 2008 so se v Evrosistemu že začeli kazati prvi znaki zmanjševanja zaupanja na medbančnem trgu. Posledično se je za številne banke povečalo tudi tveganje neizpolnitve obveznih rezerv. V obdobju od januarja do septembra 2008 je ECB zato povečala ponudbo likvidnosti na začetku obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv in jo zmanjšala na koncu (povprečna ponudba likvidnosti je ostala enaka). Na ta način je bankam omogočila, da so že v začetku obdobja izpolnjevanja rezerv dobile dovolj likvidnosti (angl.

front-loading) in se tako izognile tveganju neizpolnitve zaradi negotovih razmer na trgih in vse manjšega prometa na medbančnem trgu. Da bi usmerjala kratkoročne obrestne mere blizu obrestni meri denarne politike, je ECB v nekaterih primerih na dan znotraj obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv izvajala tudi operacije finega uravnavanja (ECB, 2008b, str. 99).

5.3 Polna dodelitev po fiksni obrestni meri na operacijah odprtega trga

Eden izmed prvih in tudi najpomembnejših nestandardnih ukrepov, ki jih je kmalu po propadu investicijske banke Lehman Brothers vpeljala ECB, je bila uvedba polne dodelitve po fiksni obrestni meri (FRFA - angl. *fixed-rate full allotment*) v vseh operacijah refinanciranja. Na tovrstnih avkcijah je obrestna mera vnaprej opredeljena s strani centralne banke, nasprotne stranke, ki se udeležijo avkcije, pa ponudijo centralni banki denarni znesek posla, ki ga centralna banka v celoti sprejme. Izvajanje avkcij polne dodelitve po fiksni obrestni meri je ECB zaradi nadaljevanja in poglobljanja finančne in dolžniške krize večkrat podaljšala, na zadnje do dvanajstega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2012, tj. do sredine januarja 2013.

Zaradi vse večjega nezaupanja med posameznimi bankami, ki se je začelo kazati že v letu 2007 in nadaljevalo v 2008, je aktivnost na medbančnem trgu močno upadla. Še posebno na segmentu nezavarovanih posojil pri ročnostih daljših od enega meseca. Posledično so tržne obrestne mere občutno presegle ključno obrestno mero ECB. Močno se je povečalo povpraševanje na operacijah odprtega trga Evrosistema, ki tako s politiko nevtralne dodelitve ni več uspel zadostiti vse večjim potrebam bank. Razmere so se še dodatno zaostriale po propadu ameriške investicijske banke Lehman Brothers septembra 2008. Po tem ko je bilo že v avgustu 2007 izpeljanih nekaj avkcij s polno dodelitvijo po fiksni obrestni meri z ročnostjo preko noči, je Svet ECB oktobra 2008 sklenil, da se bodo najmanj do konca obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se konča sredi januarja 2009, vse operacije glavnega refinanciranja izvajale s polno dodelitvijo po fiksni obrestni meri. Kmalu za tem je ECB ta ukrep uvedla tudi za operacije finega uravnavanja in dolgoročnejšega refinanciranja ter tako tržnim udeležencem signalizirala, da je pripravljena zagotoviti toliko likvidnosti, kot je potrebno, da bi se izognili likvidnostni krizi (ECB, 2008b, str. 65).

V tem obdobju je bil Evrosistem zaradi krča na medbančnem trgu prisiljen zapolniti bruto potrebe posameznih bank po likvidnosti. Ker so bile te bistveno višje od neto potreb bančnega sistema, je uvedba polne dodelitve po fiksni obrestni meri povzročila precejšnjo rast bilance Evrosistema in močan porast presežne likvidnosti (Giannone, Lenza, Pill & Riechlin, 2010, str. 19).

Gonzalez-Paramo (2011, str. 4) ukrep polne dodelitve po fiksni obrestni meri opisuje kot do tedaj najpomembnejši nestandardni ukrep, ki ga je ECB implementirala v času krize. Izkazal se je namreč za zelo učinkovitega pri zmanjševanju likvidnostnega tveganja preko zagotavljanja stalnega dostopa bank do likvidnosti. Gre namreč za zelo fleksibilno orodje,

preko katerega nasprotna stranke same določijo obseg likvidnosti, ki ga potrebujejo. Če je povpraševanje po likvidnosti visoko, je tudi obseg dodeljene likvidnosti visok, kar povzroči padec obrestnih mer na denarnem trgu (predvsem Eonie) in s tem zmanjšanje napetosti. V nasprotnem primeru, ko povpraševanje po likvidnosti upade, obrestne mere na denarnem trgu ponovno porasejo proti ključni obrestni meri.

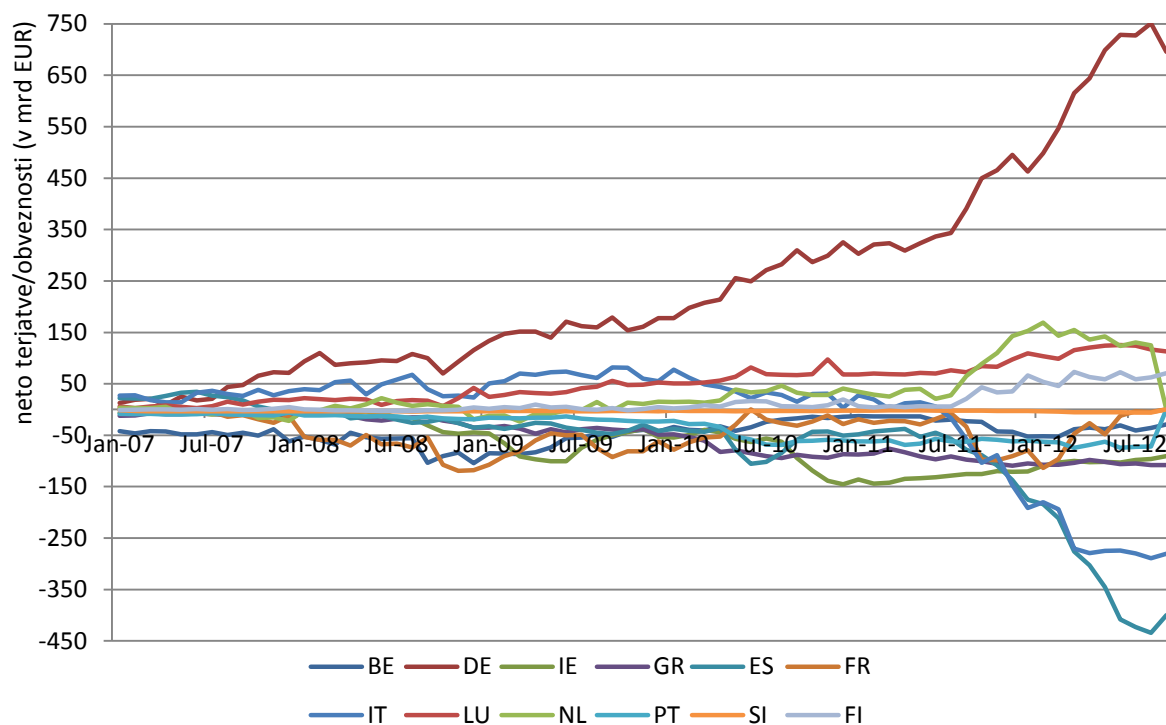
Ob uporabi mehanizma, ki dovoljuje, da banke same določajo količino likvidnosti, ki jo dobijo preko operacij refinanciranja, se pojavi vprašanje ali še vedno obstaja povezava med Eonio in ključno obrestno mero, preko katere lahko Evrosistem signalizira naravnost denarne politike. Ritonja in Snoj (2011, str. 11) trdita, da kljub uporabi polne dodelitve na operacijah refinanciranja še vedno obstaja tovrstna povezava, vendar pa poudarjata, da Evrosistem brez ukinitve tega ukrepa ne bo mogel ponovno vzpostaviti močnejšega nadzora nad obrestno mero čez noč. Vrzel Eonie bo namreč v primeru odsotnosti kakršnih koli dodatnih napetosti na trgu ostala negativna.

Kljub temu, da uvedba polne dodelitve po fiksni obrestni meri velja za enega najpomembnejših ukrepov ECB v času krize in je bistveno prispeval k preživetju številnih bank v perifernih državah evroobmočja, lahko najdemo tudi negativne plati tega ukrepa. Bistveno je namreč prispeval k povečanju neravnovesja v plačilnih bilancah držav. Polna dodelitev pri operacijah refinanciranja namreč omogoča, da iz perifernih držav odteka praktično neomejena količina kapitala, saj ga banke lahko nadomestijo z neomejenim financiranjem pri ECB. Na primeru evroobmočja Nemčija v času krize beleži ogromne presežke v tekočem računu (praktično ne sodeluje na operacijah refinanciranja ECB), po drugi strani pa, na primer Grčija, beleži ogromne primanjkljaje v tekočem računu (izgubljeni kapital nadomesti s sredstvi Evrosistema). Omenjena neravnovesja so lepo vidna tudi v plačilnem sistemu Target 2. Target 2 je plačilno-poravnavni sistem, ki služi meddržavnim transferjem centralno-bančnega denarja med posameznimi centralnimi bankami evroobmočja. Centralna banka, ki opravlja transfer preko Target 2 sistema, v svoji bilanci prikazuje obveznosti, centralna banka, ki je prejemnica transferja, pa v svoji bilanci prikazuje terjatve. V normalnih časih se obveznosti in terjatve poravnajo, v času krize pa je v bilancah prišlo do velikih neravnovesij. Iz Slike 9 vidimo, da se na eni strani strmo povečujejo terjatve Nemčije (te so porasle že na skoraj 500 mrd EUR), na drugi pa obveznosti perifernih držav evroobmočja (obveznosti več perifernih držav se bližajo 100 mrd EUR).

V kolikor omenjene države ne bi bile članice monetarne unije, bi lahko neravnovesje uravnale s pomočjo intervencij na valutnem trgu. Vendar v okviru evroobmočja to ni možno, zato bi bil možen (a malo verjeten) način za zgladitev teh ravnovesij vplivanje na inflacijo. V Nemčiji bi morala na primer inflacija in plače močno porasti, v perifernih državah pa upasti, kar bi zmanjšalo razlike v konkurenčnosti in uravnotežilo tekoče račune plačilnih bilanc. S tem ko se banke lahko neomejeno zadolžujejo pri ECB, praktično ni omejitve rasti nesorazmerij v plačilni bilanci, saj lahko banke, in posledično gospodarstvo, ves kapital, ki se odlije iz države, nadomestijo s poceni denarjem ECB, strukturna neravnovesja pa se ohranjajo.

Posledično se pojavlja vse večja odvisnost bančnih sistemov perifernih držav od denarja ECB, zaradi zmanjševanja čezmejnega bančnega poslovanja pa se bančni sistemi ponovno zapirajo v nacionalne okvirje (v nasprotju z načeli enotnega trga). Pojavlja se tudi koncentracija tveganj pri ECB, ki bi v primeru razpada evroobmočja lahko bremenila davkoplačevalce. To po eni strani sicer predstavlja slabost, po drugi pa prednost, saj je koncentracija tveganj na enem mestu bolj transparentna, kot če so tveganja razporejena po številnih bankah.

Slika 9: Neto terjatve/obveznosti v sistemu Target2 v obdobju od leta 2003 do 2012 (v mrd EUR).



Vir: Institute of Empirical Economic Research, Osnabruck University, Euro Crisis Monitor, 2012.

5.4 Podaljševanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja

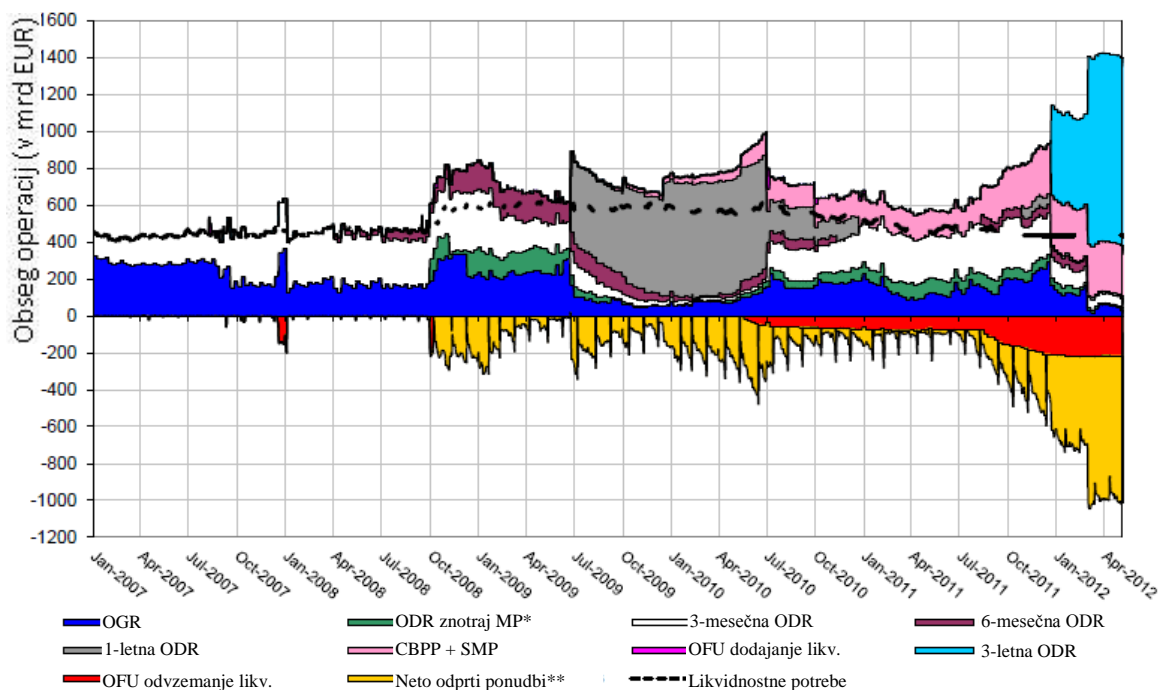
V obdobju pred pojavom finančne krize, je Evrosistem operacije dolgoročnejšega refinanciranja izvajal enkrat mesečno z dospelostjo treh mesecev, koledar izvajanja avkcij pa je bil vnaprej določen. Z nastopom finančne krize, je v letu 2008 Evrosistem, poleg dodatnih trimesečnih operacij, uvedel tudi operacije z ročnostjo šestih mesecev, katere je ob dospelosti tudi redno obnavljal. Do oktobra 2008 je obseg likvidnih sredstev, ki jih je Evrosistem dal v obtok preko operacij dolgoročnejšega refinanciranja, znašal okrog 300 mrd EUR, pozneje pa se je znesek skoraj podvojil. K temu je največ prispevala prav uvedba polne dodelitve po fiksni obrestni meri, katero je Evrosistem za vse operacije odprtega trga vpeljal sredi oktobra 2008. V letu 2008 je tako Evrosistem poleg 12 rednih trimesečnih operacij, izvedel še 8 dodatnih trimesečnih, šest šestmesečnih ter dve enomesečni operaciji (Banka Slovenije, 2008, str. 62).

Poleg tega, da je redno podaljševal trimesečne in šestmesečne operacije, je v letu 2009 Evrosistem izvedel tudi tri operacije z ročnostjo enega leta (24. junij, 30. september, 16. december). Pri vseh treh operacijah je Evrosistem dodelil celotni povpraševani znesek po fiksni obrestni meri, vendar pri prvih dveh operacijah po takrat veljavni obrestni meri glavnega refinanciranja, pri tretji pa je bila obrestna mera določena glede na povprečje obrestnih mer za operacije glavnega refinanciranja v času do dospelja te operacije. Z uporabo enoletnih operacij, je obseg likvidnosti, dan v sistem preko operacij dolgoročnejšega refinanciranja, občutno porasel, nekoliko pa se je znižal obseg operacij glavnega refinanciranja. Zaradi visoke presežne likvidnosti, se je povečala tudi uporaba mejnega depozita (Banka Slovenije, 2009, str. 29).

V letu 2010 so se začele razmere na denarnem trgu počasi umirjati, zato je Evrosistem dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja začel opuščati. V aprilu je poskušal tudi končati polno dodelitev na trimesečnih operacijah, saj je bila aprilska avkcija prva posojilna operacija odprtega trga po oktobru 2008 (in do danes tudi edina), na kateri so morale banke ponovno licitirati znesek in tudi obrestno mero posojila. Razmere na denarnem trgu so se kmalu za tem, zaradi težav Grčije, močno poslabšale, zato je Evrosistem že na majskih operacijah ponovno uporabil polno dodelitev po fiksni obrestni meri, katero je določil glede na povprečje ključne obrestne mere v času dospelja posamezne operacije dolgoročnejšega refinanciranja (Banka Slovenije, 2010, str. 29).

Zaradi nadaljevanja in stopnjevanja krize, je Evrosistem v avgustu 2011 ponovno izvedel dodatno operacijo dolgoročnejšega refinanciranja z ročnostjo šest mesecev, Svet ECB, pa je na oktobrskem zasedanju odločil, da bo uvedel tudi dve dodatni enoletni operaciji z dodelitvama v oktobru in decembru. Po decembrskem zasedanju Sveta ECB, se je nabor nestandardnih ukrepov še povečal. Evrosistem je namreč najavil dve operaciji dolgoročnejšega refinanciranja z ročnostjo treh let. Prva je bila izvedena decembra (namesto prvotno napovedane enoletne), druga pa februarja 2012. Na decembrski avkciji so imele nasprotni stranke tudi možnost podaljšanja ročnosti celotnega zneska dodeljene likvidnosti iz oktobrske enoletne operacije na tri leta. Obe operaciji sta bili seveda izvedeni s polno dodelitvijo po fiksni obrestni meri, enaki povprečni obrestni meri na operacijah glavnega refinanciranja v času trajanja operacije. V okviru obeh operacij imajo nasprotni stranke tudi možnost, da po prvem letu predčasno odplačajo posojilo v delnem ali celotnem znesku. Na triletnih operacijah je bilo dodeljenih skupno več kot 1.000 mrd EUR likvidnosti, kar je povzročilo veliko povečanje obsega operacij denarne politike Evrosistema (Banka Slovenije, 2011, str. 27). Povečanje obsega po prvi in drugi triletni operaciji je lepo razvidno iz Slike 10.

Slika 10: Obseg operacij denarne politike Evrosistema v obdobju od leta 2007 do 2012 (v mrd EUR).



Legenda: * znotraj obdobja izpolnjevanja rezerv

** razlika med mejnim depozitom in mejnim posojilom

Vir: F. Drudi, A. Durre & F. P. Mongelli, *The interplay of economic reforms and monetary policy, The case of Euro area*, 2012, str. 7.

5.4.1 Triletne operacije dolgoročnejšega refinanciranja

Uvedba operacij dolgoročnejšega refinanciranja z ročnostjo treh let velja za enega najpomembnejših in tudi najbolj odmevnih ukrepov Evrosistema v času krize. Prva triletna operacija dolgoročnejšega refinanciranja je bila izvedena 21. decembra 2011. Na tej avkciji je Evrosistem 523 nasprotnim strankam dodelil 489,2 mrd EUR likvidnosti in s tem močno presegel pričakovanja tržnih udeležencev, ki so se gibala med 50 in 600 mrd EUR (večina je pričakovala 300 mrd). Del tega zneska je sicer predstavljala preusmeritev dela posojil z oktobrske enoletne operacije dolgoročnejšega refinanciranja, istočasno pa se je zmanjšal tudi obseg dodeljenih sredstev na operacijah glavnega refinanciranja in trimesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja. Neto povečanje posojil Evrosistema nasprotnim strankam, je ob prvi triletni avkciji tako znašalo 193,4 mrd EUR. Zaradi uspeha na prvi triletni operaciji, so se pričakovanja tržnih udeležencev pred drugo, februarско avkcijo, nekoliko povečala. Pričakovali so dodelitev med 350 in 650 mrd EUR, v povprečju pa ca. 500 mrd EUR. Na avkciji, ki je potekala 29. februarja, je Evrosistem dodelil rekordnih 523,5 mrd EUR, na operaciji pa je sodelovalo prav tako rekordno število nasprotnih strank (800). Neto povečanje posojil Evrosistema je ob drugi triletni operaciji znašalo 310,1 mrd EUR. Prav izjemno visoko število sodelujočih bank na operaciji je povečalo pričakovanja tržnih udeležencev, da bo del likvidnosti namenjen posojilom realnemu sektorju, še posebno malim in srednje velikim podjetjem.

Izvedba dveh triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja je močno ublažila pritiske na finančnih trgih. Izboljšanje razmer na denarnem trgu se je kazalo v stabilizaciji Eonie pri 0,36 %, občutno pa so upadle obrestne mere na nezavarovanem medbančnem denarnem trgu (predvsem na daljših ročnostih). Znižale so se tudi cene Eonia zamenjav, vendar nekoliko manj kot Euriborji, kar se je odrazilo v nižji premiji za kreditno in likvidnostno tveganje. Upadle so tudi obrestne mere na repo posle, zavarovane z državnimi in drugimi vrednostnimi papirji. Poleg tega sta operaciji podaljšali tudi povprečno preostalo ročnost posojil denarne politike z enega meseca na 2,7 leta, povzročili pa sta občuten porast presežne likvidnosti (na okrog 370 mrd EUR v začetku decembra oz. prek 800 mrd EUR v začetku marca). Izboljšale so se razmere na kapitalskih trgih, močno se je namreč znižalo kreditno in likvidnostno tveganje bančnega sektorja. Povečal se je obseg izdaj tako kritih kot nezavarovanih bančnih obveznic, upadli so pribitki večine bančnih obveznic nad donosnostmi nemških državnih obveznic. Občutno so upadli tudi pribitki državnih obveznic, predvsem perifernih držav evroobmočja. Vplivi na posamezne segmente finančnih trgov so sicer podrobneje analizirani v šestem poglavju.

Po mnenju Mednarodnega denarnega sklada (2012, str. 77) sta triletni operaciji preprečili nastanek sistemske krize in bistveno pripomogli k stabilizaciji trgov, s tem da sta:

- olajšali financiranje bank ter omogočili refinanciranje dolga, ki je (bo) bankam zapadel v letu 2012;
- znižali obrestne mere državnih obveznic ter zmanjšali verjetnost splošnega dvigovanja depozitov iz bank (angl. *bank run*);
- ponovno vzpostavili zaupanje na trgih, s tem ko sta pokazali, da ima ECB voljo in instrumente, da zajezi dolžniško krizo.

Kljub temu številni avtorji v izvajanju triletnih operacij vidijo tudi številna tveganja. Blundell-Wignall (2012, str. 17) poudarja predvsem (1) povečanje izpostavljenosti bank do bolj tveganih perifernih držav, potem ko bi banke povečale nakupe državnih obveznic, katere bi kot jamstva uporabile pri zavarovanju triletnega posojila pri ECB ter (2) izkrivljanje krivulje donosnosti, katera bi na krajših zapadlostih ostala stabilna (v okviru dospelosti triletno ODR), na daljših pa porasla.

Tudi Snój in Lenarčič (2012, str. 18) sta izpostavila naslednja tveganja:

- triletne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so tako kot vsi ostali nestandardni ukrepi lečasne narave. Evrosistem jih tako ne bo podaljševal v kolikor ne bo prišlo do še dodatnega zaostrovanja razmer na denarnem trgu. Dospelost več kot 1.000 mrd sredstev v prvem kvartalu 2015 tako predstavlja precejšnje tveganje, saj si bodo morale banke do takrat bodisi zagotoviti druge vire financiranja bodisi zmanjšati obseg zadolževanja.
- povečujejo izpostavljenost bančnega sektorja domačim vrednostnim papirjem. Banke (predvsem iz perifernih držav evroobmočja) so namreč veliko sredstev naložile prav v

nakupe državnih obveznic. Tako se je še povečala že prej precejšnja povezanost bančnega in javnega sektorja. Ob morebitnem padcu cen državnih obveznic bi se tako poslabšale tudi bilance bank, s tem pa bi se povečal tudi pritisk na javni sektor.

- triletni operaciji bosta najverjetneje imeli le začasen učinek na izboljšanje vzdušja na finančnih trgih, saj ne rešujeta strukturnih problemov držav in bank znotraj evroobmočja. Poleg tega se povečuje tudi moralni hazard (a) držav pri implementaciji potrebnih strukturnih reform ter krepitve kapitalske ustreznosti domačih bank ter (b) bank v obliki napihovanja bilanc na račun poceni denarja Evrosistema in s tem relativno zmanjševanje slabih naložb v bilancah bank.
- zmanjševanje prostega finančnega premoženja za zavarovanje posojil na repo trgih ter na primarnem trgu zavarovanih obveznic. Nasprotne stranke so namreč večino primernih jamstev porabile za zavarovanje triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, to pa bi lahko povzročilo poleg kreditnega še »jamstveni« krč.
- posamezne države evroobmočja bodo ob izhodu iz nestandardnih ukrepov ECB različno prizadete. Kljub različnim razmeram v državah članicah, bo namreč Evrosistem tudi pri strategiji izhoda iz nestandardnih ukrepov upošteval predvsem svoj primarni cilj, tj. zagotavljanje cenovne stabilnosti.

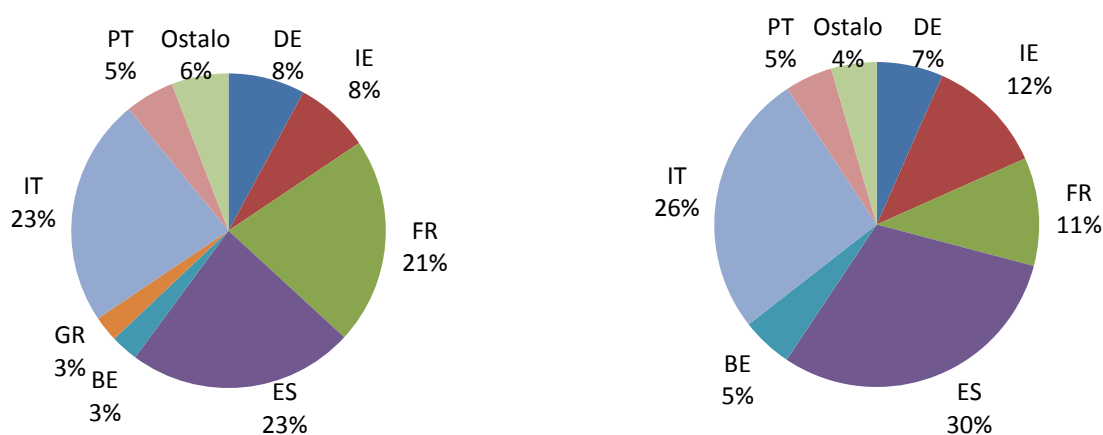
Tudi Mednarodni denarni sklad (2012, str. 78) je opozoril, da bi lahko povečanje povezanosti med bankami in državami, zaradi obsežnih nakupov državnih obveznic, predstavljajo tveganje. Kot slabost triletnih operacij, pa je poleg tega navedel tudi (1) povečanje zaskrbljenosti, da bo razširitev bilance ECB vodila v višjo inflacijo v evroobmočju ter (2) reševanje šibkih bank s slabimi poslovnimi modeli.

Točna razporeditev dodeljenih sredstev po državah sicer ni bila uradno objavljena, vendar so se pojavljale bolj ali manj natančne ocene, glede na katere lahko z gotovostjo trdimo, da je večina sredstev iz triletnih operacij odtekla v periferne države evroobmočja. Nenazadnje je to razvidno tudi iz postavk v plačilnem sistemu Target II (presežki in primanjkljaji posameznih držav). Po analizi Barclaysa (2012, str. 2), je tako po decembrski kot tudi po februarski avkciji največ sredstev odteklo v Italijo (116 oz. 139 mrd EUR) in Španijo (115 mrd oz. 160 mrd EUR). Delež dodeljenih sredstev perifernim državam je na decembrski avkciji znašal 62 %, na februarski pa je porasel celo na 73 % (Slika 11). Kot glavna vzroka za sodelovanje bank na triletni operaciji Barclays navaja:

(1) podaljševanje ročnosti operacij (iz enomesečnih operacij glavnega refinanciranja ter tri- in šestmesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja na triletno operacije). To je predstavljalo ca. 510 mrd EUR od skupaj več kot 1.000 mrd EUR dodeljenih likvidnih sredstev (v absolutnem znesku predvsem španske in francoske banke).

(2) skupino ostalih vzrokov, katere pa je zelo težko točno kvantificirati (refinanciranje dospelih obveznic, izdaja novih posojil, angl. *carry trade* posli, itd.). Večina teh sredstev pa naj bi bila namenjena prav pokritju potreb po refinanciranju bank v tekočem in prihodnjem letu.

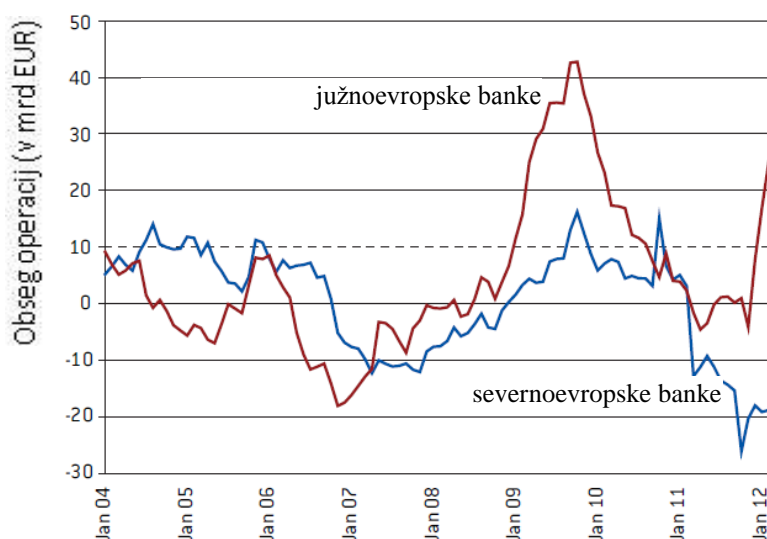
Slika 11: Sodelovanje bank po državah na decembrski (levo) in februarški (desno) 3-letni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja.



Vir: Barclays Capital, *The 3y LTROs: Who and why*, 2012.

Od konca novembra 2011 do aprila 2012 se je obseg državnih obveznic v bilancah bank v evroobmočju povečalo za ca. 8 % (Pisani-Ferry & Wolf, 2012, str. 11). Vendar pa so banke južnoevropskih držav in banke severnoevropskih držav izbrale povsem nasprotni strategiji.

Slika 12: Gibanje obsega obveznic držav iz evroobmočja v bilancah bank (letna stopnja rasti v %).



Vir: Pisani-Ferry & Wolff, 2012, str. 11.

Iz Slike 12 je razvidno, da so na vrhuncu finančne krize južnoevropske banke močno povečale nakupe državnih obveznic (varnejše naložbe), od takrat pa so občutno zmanjševale

izpostavljenost do državnega dolga. Po drugi strani trend povečevanja nakupov državnih obveznic pri severnoevropskih bankah v času finančne krize ni bil tako izrazit. Še večja razlika pa je nastala po izvedbi triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, ko so na eni strani severnoevropske banke še dodatno zmanjšale izpostavljenost do državnega dolga, na drugi pa so južnoevropske banke močno povečale obseg nakupov državnih obveznic. Banke iz perifernih držav so tako poceni sredstva (po 1 % obrestni meri), ki so jih pridobila iz triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja reinvestirala v nakupe domačih državnih obveznic, ki so jim prinašale višje donose (italijanske, španske). Obenem pa so te obveznice lahko ponovno zastavile kot jamstvo pri operacijah Evrosistema. Po drugi strani severnoevropske banke na operacijah Evrosistema v večji meri niti niso sodelovale in so le nadaljevale z zmanjševanjem izpostavljenosti do dolga perifernih držav evroobmočja in s tem zmanjševale tveganje v primeru bankrota teh držav. Zaradi omenjenih selektivnih nakupov/prodaj državnih vrednostnih papirjev je prišlo tudi do fragmentacije evropskega bančnega sistema po nacionalnih linijah.

Evrosistem je z uvedbo triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja predvsem zmanjšal sistemsko tveganje propada bank v evroobmočju. Bankam je namreč olajšal refinanciranje, posledično pa tudi (vsaj) preprečil zmanjševanje kreditiranja nebančnega sektorja. Banke v kriznih razmerah obveznosti namreč najverjetneje ne bi mogle refinancirati na trgu, zato bi se morale intenzivneje razdolževati. To pa bi vodilo v dodatno krčenje kreditiranja zasebnega sektorja in recesija v evroobmočju bi se le še poglobljala. Večino sredstev iz triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja so si sposodile banke iz perifernih držav evroobmočja. Te so večji del pridobljenih likvidnih sredstev vložile v odplačilo dolgov, zato se je večina sredstev prenesla v severnoevropske banke, katere so pridobljena sredstva naložile v mejni depozit pri ECB (Pisani-Ferry & Wolff, 2012, str. 2). Omenjeni tokovi so jasno vidni tudi v plačilnem sistemu Target 2. Na trgu se je tako pojavila presežna likvidnost, ki pa je predvsem posledica nedelovanja medbančnega trga. Nastalo luknjo na medbančnem trgu s svojimi operacijami zapolnjuje ECB. Banke perifernih držav evroobmočja imajo namreč na razpolago premalo likvidnosti in jo lahko pridobijo samo s pomočjo ECB, po drugi strani pa imajo severnoevropske banke velik presežek likvidnosti, katerega pa zaradi nezaupanja ne posojajo bankam iz periferije. V trenutni situaciji se zdi, da problem nezaupanja med severnoevropskimi in južnoevropskimi bankami zelo velik in da ne bo prav hitro odpravljen. Posledično ECB ne bo mogla začeti postopka izhoda iz »kriznega upravljanja« in bistveno zmanjševati obseg operacij odprtega trga tudi v primeru da se države poberejo iz trenutne dolžniške krize.

5.5 Širitev dovoljenih jamstev za operacije Evrosistema

Da se Evrosistem izogne prevelikim izgubam ob neizpolnjevanju obveznosti nasprotnih strank, morajo biti vse operacije odprtega trga ustrezno zavarovane. Te so zaščitene s pomočjo širokega nabora finančnega premoženja, ki ga banke predložijo v zameno za likvidnost na operacijah refinanciranja. Da bi olajšal sodelovanje na operacijah čim širšemu

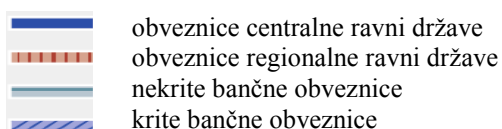
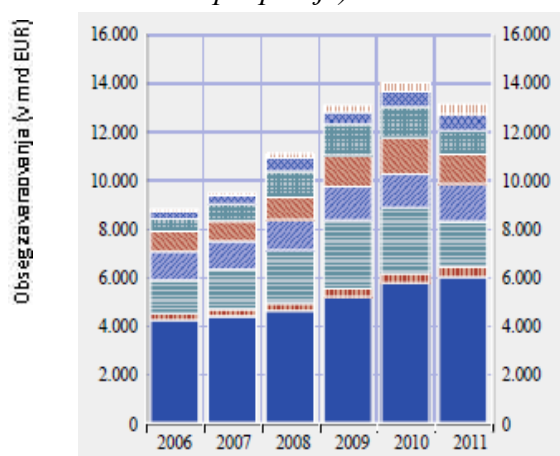
krogu bank, je Evrosistem v času krize večkrat razširil nabor primernega finančnega premoženja.

Ob uvedbi polne dodelitve po fiksni obrestni meri na vseh operacijah odprtega trga, se je Svet ECB 15. oktobra 2008 odločil tudi razširiti seznam primernega finančnega premoženja za zavarovanje operacij, in sicer najprej do konca leta 2009, v maju 2009 pa je ukrep podaljšal še do konca leta 2010. Bonitetni prag za tržno in netržno finančno premoženje je bil tako znižan z A- na BBB-, z izjemo zajamčenih vrednostnih papirjev, za katere se je prag ohranil pri A-. Poleg tega je Evrosistem kot zavarovanja začel sprejemati tudi dolžniške instrumente, ki so jih izdale kreditne institucije, vključno s potrdili o vlogah, ki niso uvrščeni na organiziranem trgu, ampak se z njimi trguje na nekaterih neorganiziranih trgih, ki jih ECB šteje za sprejemljive. Prav tako so se kot jamstvo lahko uporabljali podrejeni tržni dolžniški instrumenti, ki so zavarovani s primernim jamstvom in izpolnjujejo druga merila primernosti. Od polovice novembra 2008 je Evrosistem za zavarovanje operacij denarne politike začel sprejemati tudi tržne dolžniške instrumente izdane v evroobmočju v ameriških dolarjih, britanskih funtih in japonskih jeni, v kolikor ima njihov izdajatelj sedež v Evropskem gospodarskem prostoru (ECB, 2008a, str. 103).

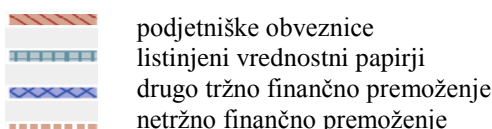
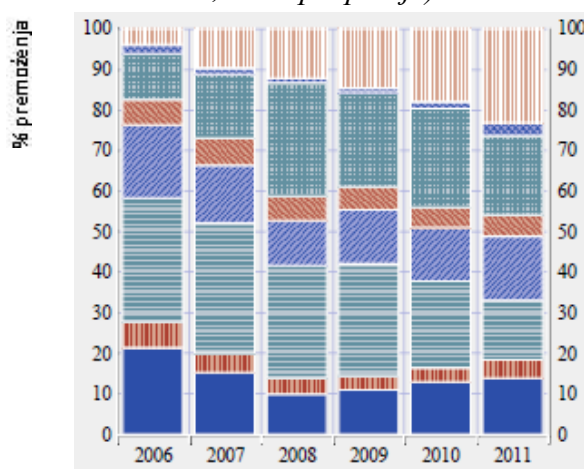
Po zasedanju 8. decembra 2011 je Svet ECB sporočil, da bo poleg ostalih nestandardnih ukrepov, začasno ponovno razširil seznam primernega zavarovanja z vrednostnimi papirji. Ta je po novem vključeval vrednostne papirje, ki so temeljili na posojilih realnemu gospodarstvu, ter posojila, ki niso listinjena. V okviru bančnih posojil, je kot zavarovanje začasno začel sprejemati vsa posojila, ki so bila na nacionalni ravni ocenjena kot primerna. S tem ukrepom je bankam olajšal dostop do centralnobančnega financiranja in zmanjšal tveganje pomanjkanja zavarovanja zaradi krepitve napetosti na finančnih trgih (ECB, 2011b, str. 8).

Iz Slike 13 je razvidno, da večino razpoložljivega primernega finančnega premoženja predstavljajo obveznice centralne ravni države (v letu 2011 46 % celotnega obsega primernega zavarovanja), sledijo pa jim nekritične bančne obveznice (14 %) ter krite bančne obveznice (12 %). Skupni obseg razpoložljivega primernega finančnega premoženja se je v letu 2012 sicer nekoliko zmanjšal, kar je bilo predvsem posledica prenehanja nekaterih državnih poroštev na nezavarovane bančne obveznice ter zmanjšanjem deleža listinjenih vrednostnih papirjev (vpliv strožjih bonitetnih zahtev po 1. marcu 2011). Iz Slike 14 vidimo, da v zadnjih letih banke kot zavarovanje za operacije denarne politike vse bolj uporabljajo netržno finančno premoženje (predvsem bančna posojila in vezane vloge), zmanjšuje pa se delež nekritičnih bančnih obveznic in listinjenih vrednostnih papirjev. Zaradi nadaljevanja dolžniške krize se nekoliko povečuje tudi delež obveznic centralne ravni države.

Slika 13: Obseg primerne zavarovanja po vrsti finančnega premoženja od leta 2006 do 2011 (v mrd EUR, letno povprečje).



Slika 14: Finančno premoženje dano kot zavarovanje, po vrsti finančnega premoženja od leta 2006 do leta 2011 (v %, letno povprečje).



Vir: ECB, 2011c, Letno poročilo ECB, str. 83-84.

5.6 Zagotavljanje likvidnosti v tujih valutah

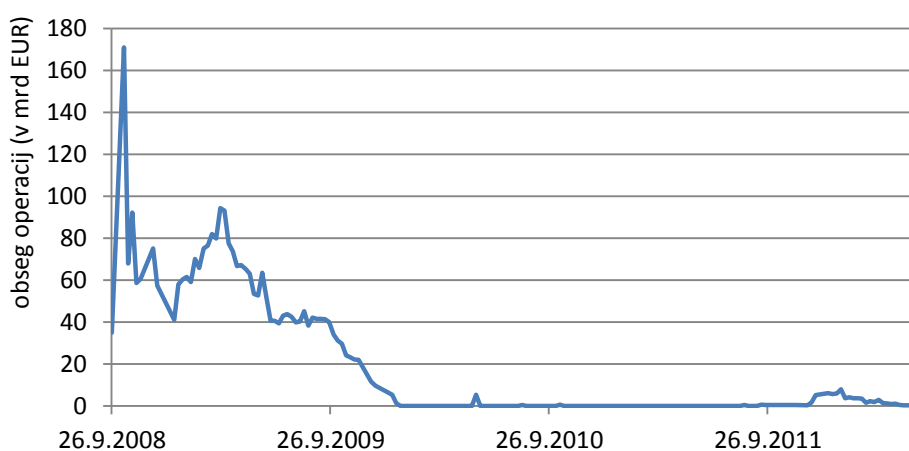
5.6.1 Financiranje v USD

Z nastopom finančne krize, se banke v evroobmočju niso soočale le s težavami pri financiranju v domači valuti (EUR), ampak tudi v tujih valutah, predvsem USD in CHF. Da bi zmanjšala pritiske na dolarskem denarnem trgu, je ECB v sodelovanju z ameriško centralno banko nasprotnim strankam omogočila izposojanje ameriških dolarjev (v navezavi na ameriško angl. *Term Auction Facility*). Prvi operaciji sta bili izvedeni že v decembru 2007 (vsaka 10 mrd USD, ročnost 28 dni) in obnovljeni v januarju 2008. Po krajši prekinitvi v februarju, je začela ECB z marcem 2008 USD posojati na vsaka dva tedna (zapadlost 28 dni). V začetku je vrednost posamezne avkcije znašala 15 mrd USD, ko pa so se začele razmere na trgih slabšati in je povpraševanje po USD poraslo, je ECB razpoložljivi znesek USD na vsaki od dvotedenskih avkcij v maju dvignila najprej na 25 mrd EUR, v juliju pa je uvedla še dodatno ročnost 84 dni. Skupni znesek operacij je ostal nespremenjen pri 50 mrd USD (Banka Slovenije, 2008).

V septembru 2008 so se razmere na dolarskih denarnih trgih bistveno poslabšale. Likvidnost na trgu valutnih zamenjav je močno upadla, obrestne mere na depozite v USD pa so porasle tudi do 10 %. Dostop do USD financiranja za institucije zunaj ZDA je postal izjemno težak. Na zaostrene razmere se je Evrosistem odzval z uvedbo dodatnih operacij s 7-dnevno zapadlostjo nato pa tudi z zapadlostjo čez noč, ki sta tako dopolnili že obstoječe 28- in 84-

dnevne operacije. Povečal je tudi skupni znesek, ki ga je na omenjenih avkcijah ponudil nasprotnim strankam. Tako kot v ostalih operacijah odprtega trga, je ECB 15. oktobra uvedla polno dodelitev po fiksni obrestni meri tudi na vseh USD avkcijah, z izjemo tistih čez noč, katere je ukinila. Hkrati je tudi bankam, ki niso imele dovolj finančnega premoženja za zavarovanje dolarskih posojil, omogočila sklepanje valutnih zamenjav EUR v USD, pri katerih je posojilo v USD zavarovano z evrskim depozitom banke pri Evrosistemu. Operacije valutnih zamenjav so se izvajale vzporedno z zavarovanimi repo posli v USD, vendar je bila udeležba nasprotnih strank na teh operacijah bistveno nižja kot pri repo poslih (ECB, 2008b, str. 102). Zaradi majhnega zanimanja jih je ECB v januarju 2009 celo ukinila.

Slika 15: Obseg dolarskih operacij z ročnostjo enega tedna v obdobju od septembra 2008 do maja 2012 (v mrd EUR).



Legenda: * v določenih primerih je ročnost operacij zaokrožena

** v grafični prikaz niso vključene operacije valutnih zamenjav

Prirejeno po: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

Ko se je v letu 2009 dostop bank do USD refinanciranja normaliziral, je Evrosistem začel posojanje v USD postopoma krčiti. Po tem ko je konec julija ukinil operacije z 28-dnevno ročnostjo in konec oktobra operacije s 84-dnevno ročnostjo, je Evrosistem konec januarja 2010 ukinil še operacije s 7-dnevno ročnostjo.

Ker so se v maju 2010 razmere na trgih dolarskega financiranja ponovno poslabšale, se je ECB odločila reaktivirati program posojanja USD preko repo pogodb s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Izvajala je večinoma operacije s 7-dnevno zapadlostjo, občasno pa tudi s 14-dnevno ter 84-dnevno zapadlostjo. Da bi nasprotnim strankam ponudila tudi operacije daljše ročnosti, je ECB v sodelovanju z ameriško, angleško, japonsko in švicarsko centralno banko septembra 2011 napovedala tudi izvedbo treh operacij povečanja likvidnosti v USD z zapadlostjo približno tri mesece. Novembra so centralne banke sklenile, da bodo omenjene avkcije izvajale tudi kasneje, linije zamenjav so tako odobrile do 1. februarja 2013. Sklep je bil le del ukrepov, ki so jih omenjene centralne banke sprejele za izboljšanje sposobnosti zagotavljanja likvidnosti na svetovni ravni. Vzpostavile so sistem začasnih dvostranskih

zamenjav likvidnosti, preko katerih so si v primeru potrebe zagotovile likvidnost v tujih valutah (ECB, 2011a, str. 85-86).

5.6.2 Financiranje v CHF

Da bi v času krize zadostil tudi potrebam bank po CHF, je Evrosistem na podlagi dogovora s švicarsko centralno banko 22. oktobra 2008 bankam začel posojati tudi to valuto in sicer po fiksni obrestni meri preko valutnih zamenjav s tedensko ročnostjo. V januarju 2009 je izvajal zamenjave v skupni protivrednosti 20 mrd EUR, od februarja naprej pa je ponudbo povečal na 25 mrd EUR. Zaradi zmanjševanja povpraševanja po frankih, je tovrstne operacije Evrosistem do konca januarja 2010 postopoma ukinil (Banka Slovenije, 2009, str. 32).

5.7 Program nakupa kritih obveznic (CBPP)

S širjenjem dolžniške krize na začetku leta 2009, so močno porasli tudi pribitki na evropskem trgu kritih obveznic⁸. Tudi likvidnost tega, pred krizo precej obsežnega trga (oktobra 2008 skupno za 2.400 mrd EUR obveznic), je močno upadla. Zmanjšanje zaupanja med bankami je povzročilo, da je omenjeni trg obveznic skoraj zamrl. Ogroženo je bilo financiranje številnih evropskih bank, zato se je med investitorji vse bolj večal strah glede njihove likvidnostne situacije in posledično tudi glede njihove solventnosti. Na zaostrene razmere na trgu kritih obveznic se je Evrosistem odzval z uvedbo programa, preko katerega bi oživil trgovanje ter izboljšal likvidnost tega segmenta finančnih trgov.

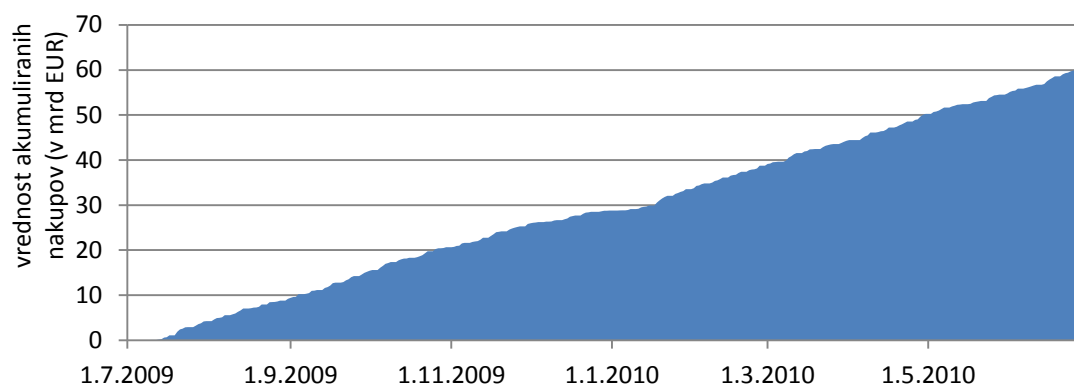
V maju 2009 je Evrosistem najavil, da bo med začetkom julija 2009 in koncem junija 2010, v okviru t. i. programa nakupa kritih obveznic (CBPP), nakupil 60 mrd EUR kritih obveznic. Z vzpostavitvijo programa CBPP je skušal Evrosistem predvsem (1) obuditi primarni trg kritih obveznic, (2) izboljšati likvidnost na sekundarnem trgu kritih obveznic, (3) znižati obrestne mere denarnega trga ter (4) povečati razpoložljivosti posojil nebančnemu sektorju. Evrosistem je tudi natančno določil vrste obveznic, ki so jih centralne banke lahko odkupovale v okviru CBPP. Izpolnjevati so morala naslednja merila (Banka Slovenije, 2009, str. 29):

- so primerno finančno premoženje za zavarovanje operacij denarne politike;
- so denominirane v evrih;
- izdane so s strani bank ustanovljenih v evroobmočju;
- so bodisi krite obveznice, izdane v skladu z merili, določenimi v členu 22(4) Direktive UCITS, bodisi strukturirane krite obveznice s podobnimi varovali;
- velikost izdaje praviloma ne sme biti manjša od 500 mio EUR, nikakor pa ne manjša od 100 mio EUR;
- izdaja mora praviloma imeti bonitetno oceno najmanj AA-/Aa3;
- pravo, ki jih ureja, je pravo države evroobmočja.

⁸ Krita obveznica je obveznica, ki poleg običajnega jamstva izdajatelja (v obliki lastnega kapitala), vsebuje še dodatno jamstvo v točno določenem premoženju.

V obdobju programa CBPP je bilo skupno odkupljenih 442 različnih obveznic s povprečno ročnostjo 4,12 leta, od tega 27 % na primarnem in 73 % na sekundarnem trgu. Evrosistem bo obveznice obdržal do dospelosti (Bernie et al., 2011, str. 5). Nakupi kritih obveznic so bili enakomerno razporejeni tekom celotnega trajanja programa (Slika 16), v povprečju je bilo dnevno odkupljenih za 240 mio EUR obveznic.

Slika 16: Vrednost akumuliranih nakupov obveznic v okviru programa CBPP v obdobju od julija 2009 do julija 2010 (v mrd EUR).



Vir: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

Učinki programa CBPP so se kmalu pokazali v hitrem zmanjševanju razlike v obrestnih merah med kritimi in državnimi obveznicami, močno pa se je povečal obseg izdaj kritih obveznic. Občutno se je povečalo tudi število novih izdajateljev, posledično se je trg kritih obveznic v številnih državah evroobmočja razširil in poglobil (več o vplivih programa v šestem poglavju). V prvi polovici leta 2011 so primarne izdaje kritih obveznic dosegle rekordne ravni, v drugi polovici leta pa je trgovanje, ob poglobljanju evropske dolžniške krize, ponovno zastalo.

Zaradi zaostritve razmer, je tako Evrosistem oktobra 2011 napovedal dodatni krog odkupovanja kritih obveznic (CBPP2). V obdobju od novembra 2011 do oktobra 2012 naj bi odkupil skupno za 40 mrd EUR kritih obveznic in tako izboljšal pogoje financiranja kreditnih institucij ter spodbudil kreditiranje nebančnega sektorja. Do 1. junija 2012 je Evrosistem odkupil za dobrih 12 mrd EUR obveznic, vendar večji učinki tega ukrepa, za razliko od prvega kroga odkupov, niso bili zaznani. Na to naj bi vplival predvsem tradicionalno manjši obseg izdaj kritih obveznic na primarnem trgu konec leta, negativno pa je na trgovanje na sekundarnem trgu vplivalo izrazito poslabšanje stanja na trgih državnega dolga (Banka Slovenije, 2011, str. 29).

5.8 Program nakupa vrednostnih papirjev (SMP)

Zaradi izrednih razmer na trgu državnih obveznic, ki so nastale ob poglobljanju dolžniške krize več držav evroobmočja, je Evrosistem 10. maja 2010 uvedel program nakupa vrednostnih papirjev (SMP). Program naj bi sicer bil začasen, vendar Evrosistem (za razliko od CBPP in CBPP2) ni določil niti maksimalnega zneska nakupov niti končnega datuma

izvajanja programa. V okviru programa SMP so lahko centralne banke Evrosistema intervenirale na trgu državnih in privatnih dolžniških vrednostnih papirjev evrskega območja. O obsegu posameznih nakupov je odločal Svet ECB, cilj interveniranja na trgu, pa je bil (1) izboljšanje delovanja posameznih segmentov trga obveznic ter (2) izboljšanje delovanja transmissijskega mehanizma denarne politike in posledično učinkovito vodenje denarne politike, usmerjene k cenovni stabilnosti na srednji rok. Intervencije niso vplivale na raven likvidnosti, niti na obrestne mere denarnega trga znotraj evroobmočja, saj je bil učinek intervencij steriliziran s pomočjo posebnih tedenskih operacij finega uravnavanja. Z njimi se je namreč absorbirala likvidnost, ki je bila z nakupi preko programa SMP dana bančnemu sistemu. Prav po tej lastnosti se je program nakupov dolžniških vrednostnih papirjev razlikoval od podobnih programov centralnih bank v ZDA in Veliki Britaniji. (Banka Slovenije, 2010, str. 31). Sterilizacija je potekala tako, da je Evrosistem zbiral ponudbe bank za vezavo sredstev s pomočjo licitacije zneskov in obrestnih mer, ki bi jih banke vezale pri ECB (v okviru tedenskih operacij finega uravnavanja). Sredstva bank, ki so oddale najugodnejšo ponudbo so bila nato vezana za obdobje enega tedna v zameno za obresti, ki jih je banka licitirala na avkciji. Na ta način je bil obseg sterilizacije v teoriji omejen s prostimi likvidnostnimi sredstvi, ki si jih imele banke. Zaradi dolgoročnejših operacij refinanciranja je bilo na trgu sicer na voljo precej proste likvidnosti, vendar bi se lahko ta v prihodnosti znižala, kar predstavlja veliko omejitev za sterilizacijo nakupov Evrosistema. Poleg tega od nastanka programa SMP, Evrosistem nekajkrat že ni uspel sterilizirati celotnega ponujenega zneska. Enotne razlage zakaj je do tega prišlo sicer ni, vendar so banke v teh primerih najverjetneje raje obdržale likvidnost pri sebi in jo pri ECB nalagale le čez noč, kot da bi jo za nekoliko više obrestne mere vezale za teden.

Zaradi pogodbe o delovanju EU, katera prepoveduje direktno monetarno financiranje držav z nakupi dolžniških vrednostnih papirjev na primarnem trgu, so lahko centralne banke preko programa SMP odkupovale le (1) na sekundarnem trgu v evrih denominirane tržne dolžniške instrumente, izdane s strani centralne vlade ali javne institucije držav EMU ter (2) na primarnem in sekundarnem trgu v evrih denominirane tržne dolžniške vrednostne papirje, ki jih izdajajo privatne institucije s sedežem v EMU. Program je bil tako namenjen predvsem intervenciji na trgih državnih obveznic, ki so bili najbolj prizadeti zaradi fiskalnih težav posameznih držav evroobmočja (ECB, 2010c).

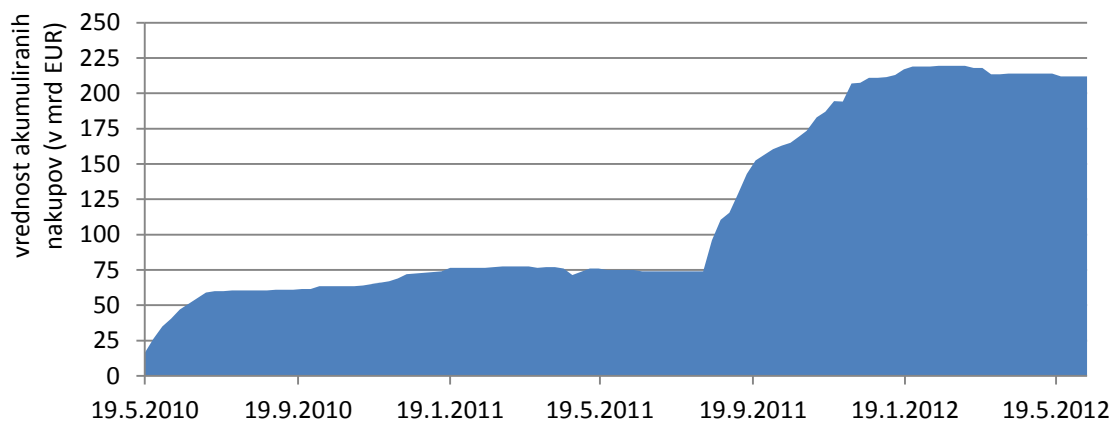
Med programom nakupa vrednostnih papirjev ECB (SMP) in podobnimi programi drugih centralnih bank (QE- angl. *Quantitative Easing*) obstajajo tri bistvene razlike (Gonzalez-Paramo, 2011, str. 5):

- namen: Namen SMP je predvsem izboljšanje delovanja transmissijskega mehanizma denarne politike, medtem ko je QE usmerjen v stimulacijo gospodarske aktivnosti.
- obseg nakupov: Pri QE je obseg nakupov natančno vnaprej določen, medtem ko je pri SMP intervencija odvisna od strategije, ki jo Svet ECB izbere z namenom izboljšanja delovanja trga.

- absorpcija likvidnosti: Pri SMP se celotna likvidnost absorbira preko tedenskih operacij finega uravnavanja, medtem ko se v primeru QE likvidnost ne vrača v centralno banko.

Iz Slike 17 lahko razberemo, da je Evrosistem že v prvih mesecih od uvedbe programa SMP kupil več kot 50 mrd EUR obveznic držav, katerih trg je bil najbolj prizadet. Sledilo je obdobje razmeroma omejene aktivnosti, ko so centralne banke Evrosistema na trgu obveznic intervenirale le občasno in se skupni obseg nakupov ni bistveno spremenil. Prelom se je zgodil v juliju in avgustu 2011, po tem ko so se, zaradi zaostritve evropske dolžniške krize in povečanja skrbi glede ohlajanja svetovnega gospodarstva, močno povečale donosnosti državnih obveznic večine perifernih držav evroobmočja, predvsem pa Italije in Španije. Skupni obseg programa je tako že v decembru 2011 presegel mejo 200 mrd EUR. V letu 2012 je bil Evrosistem v okviru programa SMP dokaj neaktiven, skupni znesek je, potem ko je nekaj obveznic zapadlo, junija 2012 upadel na 212 mrd EUR.

Slika 17: Vrednost akumuliranih nakupov obveznic v okviru programa SMP v obdobju od maja 2010 do junija 2012 (v mrd EUR).



Vir: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

Številni avtorji so zelo kritični do programa SMP. Belke (2010, str. 6) mu je očital predvsem pomanjkanje transparentnosti, sporen pa naj bi bil tudi s političnega vidika. Evrosistem namreč s tržnimi udeleženci ni delil podatkov o vrsti odkupljenih dolžniških vrednostnih papirjev, niti po kakšnem principu je izbiral obveznice za nakup, jasno ni bilo niti do kdaj bo program trajal in kolikšen bo skupni znesek odkupljenih obveznic. Po mnenju tržnih udeležencev so sicer večino nakupov predstavljale grške državne obveznice (75 %), sledile pa so portugalske, irske, španske in italijanske obveznice. Do hudih težav bi prišlo tudi v primeru, da katera od držav ne bi več uspela servisirati svojega dolga in bi posledično bankrotirala. V tem primeru rezerve ESCB mogoče ne bi zadostovale za pokritje izgub in posledice bi proporcionalno nosile vse lastnice ECB, tj. države članice evroobmočja.

Gerlach (2010, str. 6) navaja, da je ECB uvedla SMP iz treh razlogov:

- razmere na trgu državnih obveznic predstavljajo spodnjo mejo zadolževanja privatnega sektorja. Rast obrestnih mer državnih obveznic bi tako sprožila rast obrestnih mer na

posojila in posledično bi lahko prišlo do posojilnega krča (ta dejavnik v trenutnih razmerah, ko se banke lahko financirajo pri Evrosistemu po 0,75 % obrestni meri sicer ni več aktualen);

- državne obveznice se v vse večji meri uporabljajo kot jamstvo pri operacijah refinanciranja ECB in to bil lahko ohromilo promet na medbančnem trgu;
- padec cen vrednostnih papirjev (obveznic in delnic) bi institucijam, ki imajo v bilancah velik delež tovrstnih investicij povzročilo velike izgube. Močno bi se poslabšalo bilančno stanje tako finančnega kot tudi nefinančnega sektorja, oslavljen pa bi bil tudi transmisijski mehanizem.

Dodaja pa tudi, da je upravičenost teh vzrokov v praksi precej vprašljiva. Tako na primer ni razloga, da bi obrestne mere državnih obveznic predstavljale spodnjo mejo zadolževanja privatnega sektorja. To je namreč držalo v obdobju, ko so državne obveznice veljale za netvegane naložbe, vendar če se percepcija glede tveganosti državnih obveznic spremeni, lahko zahtevane donosnosti na zasebne obveznice padejo tudi pod vrednost državnih. Tudi drugi argument nima trdnih temeljev, saj lahko na primeru grških obveznic vidimo, da lahko z zastavitvijo sicer skoraj ničvrednih obveznic pri ECB, banke pridobijo likvidna sredstva. Zdi se, da je ECB bolj kot z namenom izboljšanja delovanja transmisijskega mehanizma, SMP uvedla bolj za stabilizacijo razmer na trgu. S tem je skušala preprečiti poglobitev in razširitev krize, kar bi lahko povzročilo deflacijske pritiske.

Z uporabo SMP se je ECB sicer držala zakonskih določil Evropske pogodbe, ki prepovedujejo direktno financiranje držav članic evroobmočja. Kljub temu lahko v končni fazi ugotovimo, da ECB, sicer preko posrednikov, vseeno financira države, katere bi se v nasprotnem primeru na finančnih trgih precej dražje zadolžile. S to hojo po robu evropske zakonodaje pa je ECB močno izgubila na transparentnosti. Tržnim udeležencem tako ni znano v kolikšni meri je ECB intervenirala, katere vrednostne papirje je odkupila, od katerih lastnikov jih je odkupila, niti kakšne konkretne cilje (donosnosti državnih obveznic) je hotela doseči. S svojimi odkupi je ECB velikokrat tudi sprožala negotovost in nemir na finančnih trgih, saj investitorji v določenih primerih niso vedeli ali je rast cen obveznic posledica interveniranja ECB ali katerega drugega dejavnika. Poleg tega so nakupi vrednostnih papirjev predstavljali tudi visoko kreditno tveganje za celoten Evrosistem v primeru, da bi katera od držav bankrotirala. Tako bi na primer bankrot trenutno najbolj ogrožene Grčije imel katastrofalne posledice, ne samo za ECB, ampak tudi za Evrosistem kot tak. ECB je sicer prednostni upnik in tudi ni sodelovala pri zadnjem delnemu odpisu grškega dolga, vendar to ne pomeni, da v primeru grškega bankrota ne bi bila prizadeta. Vprašanje je tudi če ne bi popustila pred pritiskom ostalih upnikov v primeru ponovnega delnega odpisa dolga. Sam način delovanja programa SMP je bil že od ustanovitve precej nejasen in mogoče je prav v tem vzrok, da ga je Evrosistem v septembru 2012 tudi uradno ukinil. Do zapadlosti bo sicer še vedno steriliziral odkupljene obveznice.

Proti polovici leta 2012 se je vse več evropskih voditeljev začelo zavzemati za to, da bi mehanizem ESM, ki naj bi po prvotnih planih začel delovati v juliju 2012 (dejansko šele v oktobru), dobil bančno licenco in bi na primarnem trgu začel odkupovati državne vrednostne papirje. S tem bi na nek način dopolnil funkcijo, ki jo je v začetni fazi krize vodil program SMP. Bančna licenca bi mu omogočala dostop do refinanciranja prek ECB, kar bi precej povečalo njegovo kapaciteto. ESM bi tako (podobno kot SMP) začel masovno odkupovati državne obveznice perifernih držav, ki so najbolj pod pritiskom in tako skušal vsaj kratkoročno znižati njihove zahtevane donosnosti.

5.9 Nov program nakupov vrednostnih papirjev – intervencije OMT

V mesecu septembru je ECB z namenom znižanja pritiskov na obveznice perifernih držav evroobmočja (predvsem ES in IT) napovedala oblikovanje novega programa odkupov vrednostnih papirjev – intervencije OMT. Tako kot pri programu SMP naj bi bili nakupi državnih obveznic sterilizirani, glavna razlika pa je v tem, da bodo nakupi neomejeni, bolj transparentni (javno objavljeni na tedenski ravni), transakcije pa bodo osredotočene na krajši del krivulj donosnosti (predvsem med enim in tremi leti). Kot pogoj za začetek nakupov bo morala država za pomoč zaprositi sklad EFSF/ESM in se posledično prilagoditi pogojem, ki jih sklad v okviru pomoči določa. Za razliko od programa SMP, pri novem programu odkupovanja obveznic ECB ne bo obravnavana kot prednostni upnik. OMT na nek način nadomešča SMP zato je slednjega ECB tudi uradno ukinila.

Kakšne vplive bo nov program imel na trge, v tej fazi še ni mogoče oceniti, vendar so tržni udeleženci najavo novega programa pozdravili. Največji učinek je bil viden na donosnostih perifernih držav evroobmočja. Te so občutno upadle, predvsem na krajšem delu krivulje. Najbolj so upadle prav španske donosnosti, saj so tržni udeleženci pričakovali, da bo Španija kmalu zaprosila za pomoč. Vendar pa je španska vlada vse špekulacije zavrnila in dodala, da se bo za prošnjo za pomoč odločila šele, ko bodo znane vse podrobnosti programa, v primeru da bi se razmere na trgu bistveno izboljšale, pa za pomoč niti ne bi zaprosila. Med tržnimi udeleženci se je zato začelo pojavljati vse več negotovosti kdaj bo katera od držav dejansko zaprosila za pomoč v obliki intervencij OMT, saj bi morala v tem primeru zadostiti vsem pogojem, ki bi jih določili predstavniki sklada EFSF/ESM.

6 VPLIV UKREPOV

Kot smo ugotovili v prejšnjih poglavjih, je glavni cilj Evrosistema ohranjanje cenovne stabilnosti. Vendar pa je v času krize, poleg primarnega cilja, zasledoval tudi druge cilje z namenom izboljšanja razmer na finančnih trgih, ki so bili v zadnjih letih močno prizadeti. S pomočjo ukrepov, ki so navedeni v petem poglavju, je dosegel različne učinke na različnih segmentih finančnih trgov.

Prvi učinki ukrepov so se kmalu pokazali na denarnem trgu. Evrosistem je namreč s pomočjo nestandardnih ukrepov občutno zmanjšal napetost na medbančnem trgu in tako občutno

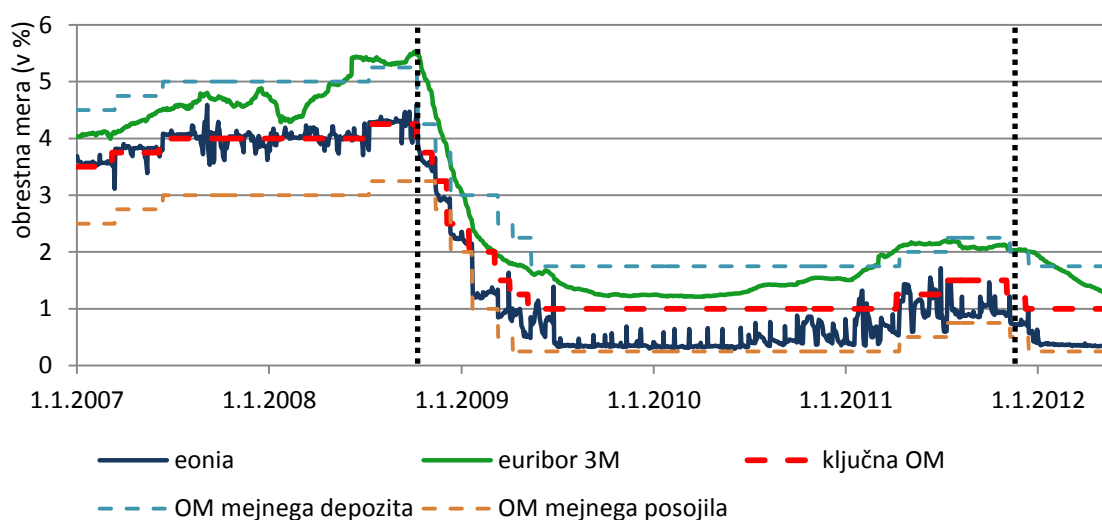
zmanjšal kreditno in likvidnostno tveganje bank. S svojimi ukrepi je v zadnjem obdobju občutno pripomogel tudi k znižanju donosnosti obveznic perifernih držav, izboljšalo se je vzdušje na delniških trgih ter na trgih kritih in nezavarovanih obveznic. Po drugi strani posojanje bank nefinančnim institucijam in gospodinjstvom ne kaže znakov oživitve. To je sicer v določeni meri tudi posledica manjšega povpraševanja zaradi zmanjševanja zadolženosti poslovnih subjektov. Evrosistem je tako v določeni meri res stabiliziral razmere na finančnih trgih, vendar so bili učinki bolj kot ne kratkoročni. Zdi se namreč, da lahko Evrosistem s svojimi intervencijami le blaži posledice, ne more pa reševati strukturnih problemov evroobmočja. Ti namreč izvirajo predvsem iz ekonomske in institucionalne heterogenosti znotraj EMU. (Pisani-Ferry & Wolff, 2012, str. 2). V nadaljevanju bo predstavljena podrobna analiza vplivov ukrepov Evrosistema na posamezne segmente finančnih trgov.

6.1 Vplivi ukrepov na razmere v finančnem sistemu

6.1.1 Denarni trg

V okviru pregleda denarnega trga bi sicer lahko analizirali več različnih kazalcev, vendar se bomo zaradi lažjega razumevanja osredotočili na pomembnejše, med katere spadajo predvsem (1) indeks Eonia, ki predstavlja uteženo povprečje obrestnih mer v evrih za medbančna posojila čez noč, (2) obrestno mero Euribor, ki predstavlja dnevno povprečje obresti, po katerih si banke znotraj evroobmočja posojajo denar ter (3) razmik med Euriborjem in Eonia obrestnimi zamenjavami, ki predstavlja indikator napetosti na denarnem trgu.

Slika 18: Eonia, 3-mesečni Euribor, ključna obrestna mera ECB ter obrestna mera mejnega depozita in mejnega posojila v obdobju od 2007 do junija 2012 (v %).



Legenda:

*Vertikalni liniji označujeta datume (1) najave polne dodelitve po fiksni obrestni meri na vseh operacijah odprtega trga (oktober 2008) ter (2) najavo triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (december 2011).

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2012.

Razmere na denarnem trgu so se pred propadom ameriške investicijske banke Lehman Brothers v septembru 2008 počasi zaostrovale. Razmiki med obrestno mero Euribor in Eonia obrestnimi zamenjavami so začeli strmo naraščati. Zaradi povečanja kreditnega in likvidnostnega tveganja in posledičnega zmanjšanja zaupanja, si banke med seboj skoraj niso več posojale denarja, posebno je bilo zmanjšanje trgovanja izrazito na nezavarovanem segmentu denarnega trga. Posledično sta se tako nivo kot tudi volatilitnost obrestnih mer povečevala (porast Euriborjev, Eonie). Na to se je Evrosistem v oktobru odzval z uvedbo polne dodelitve po fiksni obrestni meri na vseh operacijah odprtega trga ter s podaljšanjem ročnosti dolgoročnejših operacij refinanciranja. S tem je denarni trg preplaval s poceni denarjem, kar se je preneslo v visoko presežno likvidnost. Banke so lahko s pomočjo centralnobančnega denarja zadostile vsem potrebam po likvidnosti. Splošni upad obrestnih mer ob koncu leta 2008, ki je lepo viden na Sliki 18, je bil tako posledica (1) splošnega nižanja obrestnih mer ECB ter (2) zmanjšanja razmikov zaradi nestandardnih ukrepov ECB za dodajanje likvidnosti. Dejavnost na medbančnem trgu je v tem obdobju praktično zamrla. Povečanje presežne likvidnosti se je odrazilo v povečanju uporabe odprtih ponudb, to pa je vodilo k občutnem zmanjšanju sklenjenih poslov, ki štejejo v izračun Eonie. Eonia je upadla na izjemno nizke ravni. Padla je tudi pod vrednost ključne obrestne mere ECB, kar pomeni, da so se banke, ki so bile aktivne na medbančnem trgu, lahko zadolževale ceneje kot tiste, ki so sodelovale na operacijah Evrosistema.

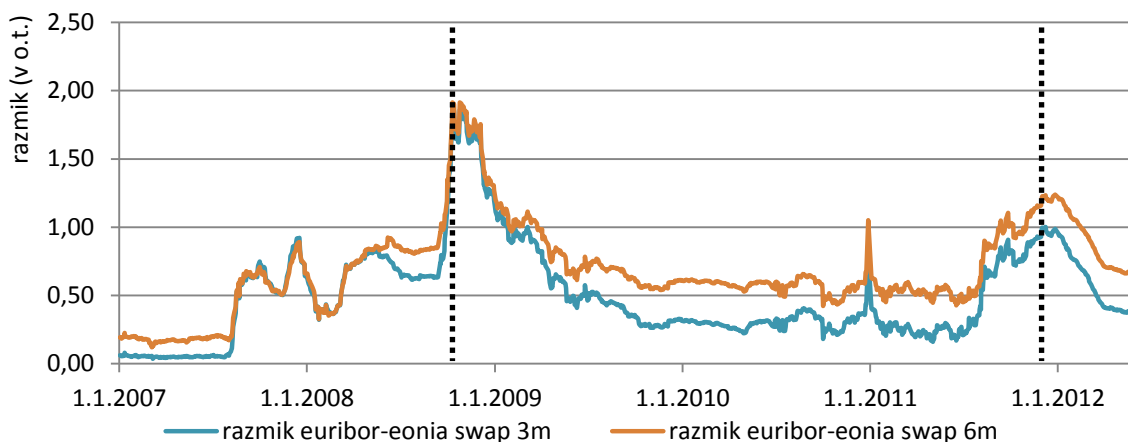
Proti koncu leta 2009 in v začetku 2010 so se razmere na denarnem trgu nekoliko umirile, zato je začel Evrosistem postopoma ukinjati nestandardne ukrepe (izredne 3-mesečne ODR, posojila v USD in CHF, ukinitvev polne dodelitve pri aprilski 3-mesečni ODR, itd). Tudi vpliv evropske dolžniške krize, ki se je začela spomladi 2010, je bil na denarni trg precej omejen. Zaradi ukinitve nekaterih nestandardnih ukrepov ECB, se je začela tudi presežna likvidnost zmanjševati, obenem pa je Eonia začela počasi rasti. Ker so tržni udeleženci nižanje presežne likvidnosti in rast Eonie interpretirali kot trajno, so postopoma začele rasti tudi druge kratkoročne obrestne mere denarnega trga (Ritonja & Snoj, 2011, str. 9). Zaradi izboljšanja razmer, je Evrosistem začel tudi višati ključno obrestno mero, ki je v juliju 2011 porasla že do 1,5 %.

Vendar pa so se razmere do konca leta 2010 ponovno občutno zaostrole, kar je povzročilo, da je postal dostop nekaterih bank (predvsem iz perifernih držav evroobmočja) do financiranja na finančnih trgih skoraj nemogoč. Na otežene razmere se je Evrosistem, poleg ponovnega nižanja ključne obrestne mere, odzval z vpeljavo novih nestandardnih ukrepov, med katerimi je bila najbolj odmevna najava dveh triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v decembru 2011 (Slika 17). Po izvedbi prve dolgoročnejshe operacije konec decembra 2011, je presežna likvidnost ponovno občutno porasla, kar se je odrazilo v padcu obrestnih mer denarnega trga. Vpliv druge triletno operacije, ki je bila izvedena v februarju 2012, je bil sicer nekoliko manjši, vendar se je tudi po njej trend padanja obrestnih mer na denarnem trgu nadaljeval. Indeks Eonia se je po koncu decembra 2011 stabiliziral pri 0,35-0,36 %. Na to je, poleg povečanja presežne likvidnosti, vplivala tudi ukinitvev enodnevne operacije finega

uravnavanja na zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Pred ukinitvijo je namreč na zadnji dan obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv prišlo do poskoka Eonie, zaradi višje obrestne mere na operacijah finega uravnavanja za odvzem likvidnosti (Snoj & Lenarčič, 2012, str. 8).

Eden izmed kazalnikov, s katerimi lahko ocenimo razmere na denarnem trgu, je tudi razmik med Euriborjem in Eonia obrestnimi zamenjavami, ki meri razliko med zavarovanim in nezavarovanim posojanjem čez noč (Pisani-Ferry & Wolff, 2012, str. 7). Iz Slike 19 je tako jasno razvidno kako so se razmere slabšale vse do oktobra 2008, ko je Evrosistem napovedal uporabo številnih nestandardnih ukrepov, med drugim polne dodelitve po fiksni obrestni meri na vseh operacijah oprtega trga. Proti koncu leta 2010 in v začetku 2011 je vidno določeno izboljšanje, proti koncu leta 2011 pa so se začele razmere ponovno zaostrovati zaradi širjenja dolžniške krize v evroobmočju. Po najavi dveh triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v decembru 2011 so se začeli razmiki med Euriborjem in Eonia obrestnimi zamenjavami ponovno zmanjševati, kar kaže na določeno stabilizacijo razmer.

Slika 19: Razlika med obrestno mero Euribor in Eonia obrestnimi zamenjavami v obdobju od 2007 do junija 2012 (v o.t.).



Legenda:

*Vertikalni liniji označujeta datume (1) najave polne dodelitve po fiksni obrestni meri na vseh operacijah odprtega trga (oktober 2008) ter (2) najavo triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (december 2011).

Prirejeno po: European Banking Federation, Euribor – EBF, 2012.

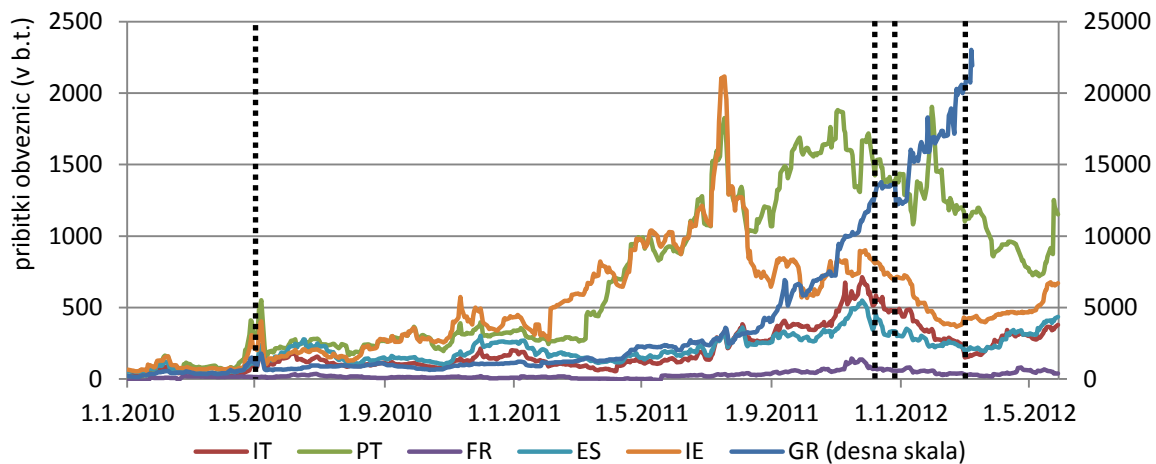
6.1.2 Trg obveznic

6.1.2.1 Trg državnih obveznic

Razmere na trgu državnih obveznic so se začele zaostrovati že v začetku leta 2010, zato je Evrosistem, z namenom zaježitve naraščajočih pribitkov perifernih držav evroobmočja nad nemškimi državnimi obveznicami, 10. maja 2010 uvedel program nakupa vrednostnih papirjev (SMP). Prvi val nakupov državnih obveznic s strani Evrosistema je sicer učinkoval, vendar je bilo znižanje pribitkov le kratkotrajno. Rast pribitkov se je kmalu nadaljevala,

prelom pa se je zgodil v juliju in avgustu 2011, po tem ko so se, zaradi zaostritve evropske dolžniške krize in povečanja skrbi glede ohlajanja svetovnega gospodarstva, močno povečale donosnosti večine perifernih držav evroobmočja, predvsem Italije in Španije (Slika 20).

Slika 20: Pribitki 2-letnih državnih obveznic izbranih držav nad nemškimi 2-letnimi državnimi obveznicami v obdobju od leta 2010 do junija 2012 (v b.t.).



Legenda:

*Vertikalne linije označujejo datume (1) najave SMP ter (2) najave, (3) izvedbo prve in (4) izvedbo druge triletno operacije dolgoročnejšega refinanciranja.

** Serija za grško 2-letno obveznico se konča 9.3.2012 (prestrukturiranje grškega dolga).

Vir: Podatkovna baza Bloomberg, 2012.

Evrosistemu je s pospešitvijo programa SMP sicer uspelo znižati pribitke Irske in Portugalske, vendar je bilo to premalo za izboljšanje razmer na celotnem trgu državnih obveznic. Ukrep, ki je bistveno pripomogel k padcu pribitkov, je bila najava triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v decembru 2011. V prvih dveh mesecih leta 2012 se je tako napetost na trgu državnih obveznic bistveno zmanjšala, številne periferne države so ugodne razmere izkoristile za izdajo novih obveznic. A vendarle je izboljšanje razmer tudi v tem primeru trajalo razmeroma kratek čas, saj so začeli pribitki večine perifernih držav že v marcu ponovno rasti in postopno slabšanje razmer se je nadaljevalo.

Glede na podatke Mednarodnega denarnega sklada (2012, str. 77), je bilo kar petina neto povečanja likvidnosti na obeh triletnih operacijah oz. ca. 115 mrd EUR, namenjenih naložbam v državne vrednostne papirje. Banke so namreč izkoristile tudi razliko med nizko obrestno mero, po kateri so si sposojala sredstva pri Evrosistemu (1 %) in razmeroma visoko obrestno mero (večinoma domačih) kratkoročnih državnih vrednostnih papirjev (angl. *carry trade* posli). To se je kazalo tudi v večjem upadu pribitkov kratkoročnih državnih obveznic (zapadlost do treh let) v primerjavi z dolgoročnejšimi. V največji meri so tovrstne posle opravljale italijanske in španske banke, posledično so prav pribitki teh dveh držav predvsem po prvi triletni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja najbolj upadli. Potrebno je tudi

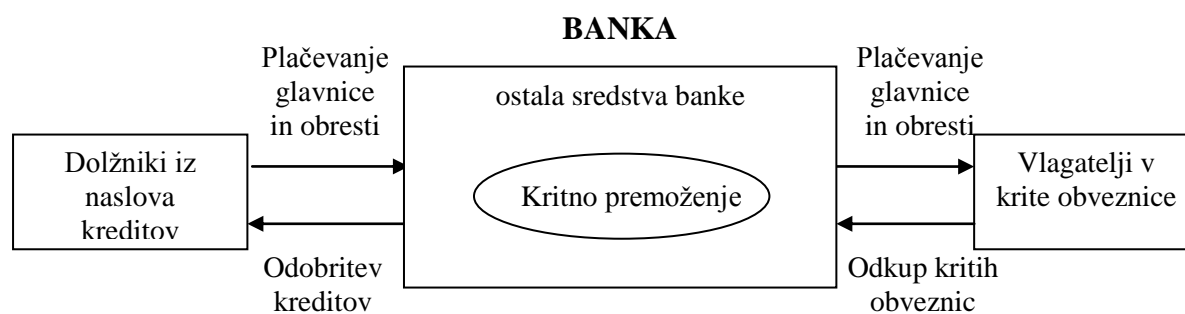
opozoriti, da se je po izvedbi triletnih operacij močno povečal delež državnih obveznic v bilancah bank perifernih držav, po drugi strani pa so severnoevropske banke ta delež občutno zmanjšale prav z namenom zmanjšanja izpostavljenost do perifernih držav (Pisani-Ferry & Wolff, 2012, str. 2).

Po izvedbi druge triletno operacije dolgoročnejšega refinanciranja, so tržne donosnosti španskih in italijanskih državnih obveznic dosegle najnižje nivoje od razširitve dolžniške krize v drugi polovici 2011. Vendar pa je pri tem potrebno opozoriti, da izboljšanje razmer ni bilo izključno posledica triletnih operacij, ampak tudi določenega napredka s strani evropskih voditeljev v smeri večje integracije EMU. Na januarskem Vrhu EU so se namreč voditelji dogovorili glede medvladne pogodbe za krepitev fiskalne discipline, v okviru katere se je 25 držav članic EU zavezalo, da bodo vodile uravnoteženo proračunsko politiko. Potrdili so tudi spremembo pogodbe mehanizma ESM ter pripravili paket ukrepov, ki bi evroobmočje vodili k krepitvi gospodarske rasti in zaposlovanja. V tem obdobju je na trge in posledično na pribitke perifernih držav pozitivno vplivalo tudi sprejetje številnih reform v Španiji in Italiji, kljub številnim zapletom, pa je bilo konec februarja uspešno izvedeno tudi prestrukturiranje grškega dolga, vključno z delnim odpisom dolga s strani zasebnih investitorjev. Posledično je bil odobren tudi drugi paket pomoči Grčiji v vrednosti 130 mrd EUR.

6.1.2.2 Trg kritih in nezavarovanih obveznic

Krite obveznice so bančne obveznice, zavarovane s kritnim premoženjem iz katerega se poplačajo obveznosti do imetnikov teh obveznic v primeru insolventnosti banke izdajateljice. Krita obveznica lastniku tako ponuja dvojno zaščito. Poleg običajnega jamstva izdajatelja namreč vsebuje še dodatno jamstvo v točno določenem kritnem premoženju, v kolikor kritno premoženje ne zadostuje za poplačilo upnikov, pa imajo ti terjatev tudi do ostalih sredstev izdajatelja. Tveganje pri naložbah v krite obveznice je zato občutno manjše, kot v podjetniške ali nekrite bančne obveznice (Aversani, Pascual & Ribakova, 2007, str. 4).

Slika 21: Shema tipične izdaje kritih obveznic.



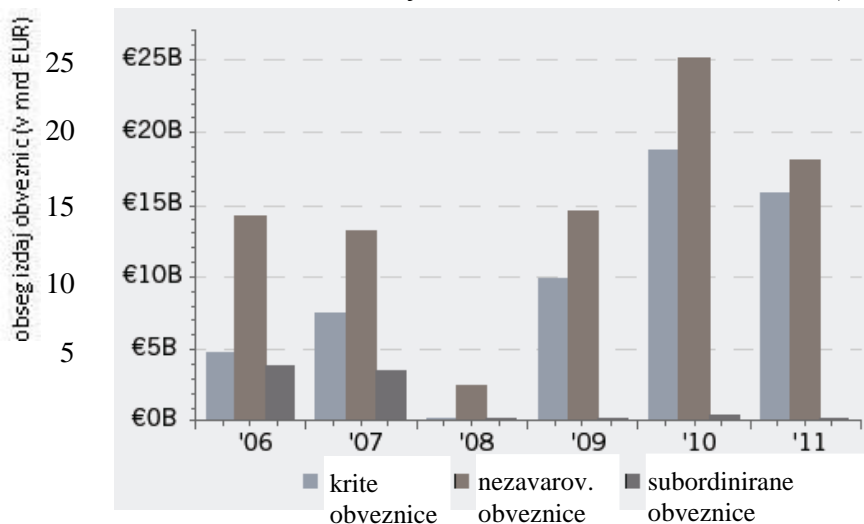
Vir: Nasarre-Aznar, *Securitization and Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonization in Europe*, 2004, str. 6.

Pred nastopom finančne krize v letu 2008, so krite obveznice med investitorji veljale kot zelo varne, večinoma ocenjene z bonitetno oceno AAA. Posledično so bile tudi zahtevane

donosnosti na ta finančni instrument relativno nizke. Pred krizo je tako trg kritih obveznic veljal za enega najpomembnejših trgov privatnih obveznic. Z nastopom finančne krize, so začeli pribitki na krite obveznice strmo naraščati, zato so za investitorje postale nezanimive in likvidnost na trgu je močno upadla. Tudi aktivnost na primarnem trgu je povsem zamrla (Slika 22). Po tem ko je Evrosistem v maju 2009 napovedal uvedbo programa nakupa kritih obveznic (CBPP), pa so se razmere začele počasi izboljševati. Vrhunec je trg kritih obveznic dosegel v prvem četrtletju 2011, ko je bil na primarnem trgu izdan rekorden obseg obveznic. Po mnenju Emonsa in Mieraua (2011, str. 2), je bilo izrazito izboljšanje razpoložnja predvsem posledica:

- eksplicitne podpore centralnih bank na čelu z ECB, preko uvedbe programa nakupa kritih obveznic (CBPP);
- močnega povpraševanja s strani široke baze t. i. naravnih kupcev (angl. *natural buyers*);
- novih regulatornih okvirov v okviru Basel III in Solvency II.

Slika 22: Obseg izdaj visoko tveganih* (angl. *high yield*) kritih, nezavarovanih in subordiniranih obveznic v evroobmočju od leta 2006 do oktobra 2011 (v mrd EUR).



Legenda:

* Tudi angl. *junk bonds*. Predstavljajo le del celotnega primarnega trga privatnih obveznic.

Vir: Babson Capital, *European High Yield Bond Market, 2011, str. 2.*

Pribitki kritih obveznic nad državnimi obveznicami so strmo upadli, močno se je povečala aktivnost tako na primarnem kot na sekundarnem trgu kritih obveznic. Tudi Beirne et al. (2011, str. 24) ocenjuje, da je program CBPP bistveno pripomogel k oživitvi trga kritih obveznic. Še posebno pomemben, je prispevek programa k razširitvi baze finančnih institucij, ki so se odločile za financiranje preko tega segmenta finančnih trgov. Prvič so tako aktivneje zaživel tudi manjši trgi, kot npr. italijanski, portugalski, grški in avstrijski. Program je tudi izboljšal pogoje financiranja bank tako znotraj kot zunaj evroobmočja in zmanjšal odvisnost bank od operacij denarne politike Evrosistema.

Zaradi zaostrovanja evropske dolžniške krize, je proti koncu leta 2011 trg kritih obveznic ponovno postopoma zamrl. Evrosistem ga je skušal oživiti s pomočjo programa CBPP2 konec oktobra, vendar je bil pri tem neuspešen. Pozitivni učinki so bili vidni šele po izvedbi prve triletna operacije dolgoročnejšega refinanciranja konec decembra. Izdaja kritih obveznic se je tako ponovno povečala, sicer ne do rekordnih nivojev iz prvega četrletja 2011, vendar je kljub temu dosegala precej visoke nivoje. Na ročnostih krajših od treh let, je začelo povpraševanje po kritih obveznicah močno preseirati ponudbo (vpliv triletnih operacij), občutno so ponovno upadli tudi pribitki večine kritih obveznic nad državnimi obveznicami. Tudi po mnenju Credit Agricole (2012, str. 2), program CBPP2 ni imel večjega vpliva na trg kritih obveznic. Večina vlagateljev ga je imela za samoumevna, tako da bi bili posli, ki so bili izvedeni preko CBPP2, najverjetneje zaključeni tudi v primeru, da drugega programa nakupov kritih obveznic Evrosistema ne bi bilo. Izboljšanje razmer v začetku leta 2012 je tako v največji meri posledica triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Morebiten predčasen zaključek programa CBPP2 bi po mnenju francoske banke prinesel le kratkotrajno poslabšanje sentimenta na trgu, hujših posledic pa ne bi bilo.

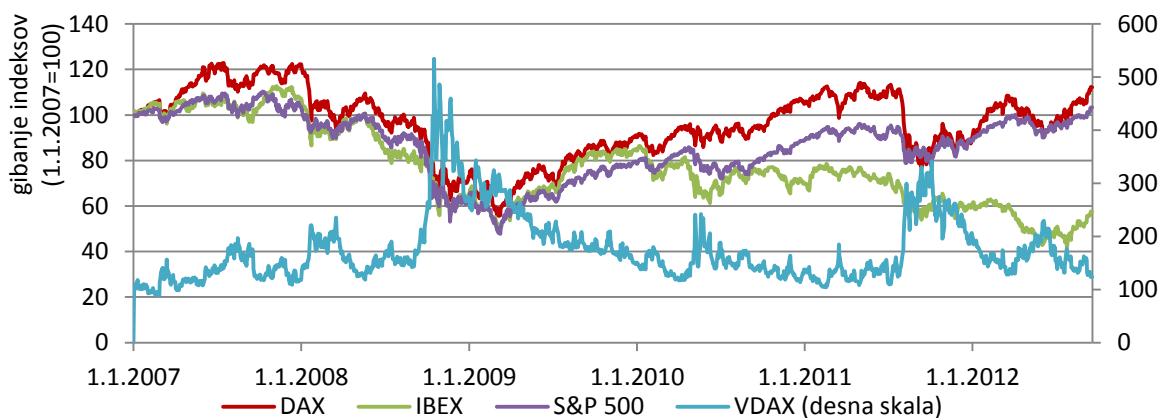
Podobno kot trg kritih obveznic, se je v času krize obnašal tudi trg nezavarovanih bančnih obveznic (Slika 22). V času finančne krize je namreč izdaja nezavarovanih obveznic skoraj zamrla, vzdušje pa se je občutno izboljševalo proti koncu leta 2010. V prvem četrletju 2011 je bil obseg izdaj (podobno kot pri kritih obveznicah) rekorden. Sledil je močan upad izdaj, v prvih treh mesecih leta 2012, pa je trg ponovno oživel. V tem obdobju je bilo izdanih skupno za 107 mrd EUR nezavarovanih obveznic, na trgu pa so uspešno nastopile tudi številne banke iz perifernih držav evroobmočja (npr. španska Banco Popular Espanyol, italijanske Monte dei Paschi di Siena, Unicredit, Intesa) (Sen, 2012).

6.1.3 Trg delnic

Gibanje delniških indeksov je bilo v obdobju od leta 2008 do danes precej volatilno. Vzdušje vlagateljev se je večkrat močno spremenilo, na kar kaže tudi indeks VDAX (Slika 23). Ta namreč odseva pričakovanja delniškega trga v zvezi z nihanjem tečajev. Višjo vrednost kot dosega, večji je pesimizem na delniških trgih. Iz Slike 23 lahko tako razberemo, da je bil na trgih prisoten največji pesimizem ob: (1) propadu ameriške investicijske banke Lehman Brothers (oktober 2008), (2) angl. *The Crash*, ko je ameriški indeks Dow Jones tekom trgovanja izgubil kar 1000 točk oz. 9 % vrednosti, v nekaj minutah pa si je ponovno opomogel; predstavlja največji nihaj v 115-letni zgodovini indeksa (20. maj 2010) ter (3) upadu vseh svetovnih borz zaradi poglobljanja evropske dolžniške krize ter pričakovani manjše gospodarske rasti ZDA; bonitetna agencija S&P je takrat prvič po letu 1941 znižala oceno ZDA z AAA na AA+ (avgust 2011). Po vseh treh prelomnih dogodkih (predvsem po prvem in zadnjem) so svetovni delniški indeksi precej izgubili. Na Sliki 23 gibanje evropskih *core* indeksov predstavlja nemški DAX, gibanje indeksov perifernih držav evroobmočja španski IBEX, ameriških delniških indeksov pa indeks S&P 500.

V zadnjem obdobju je za delniške trge značilno, da se vlagatelji poudarjeno odzovejo na vsako novico. Dobri novice tako sledi velik optimizem, slabi pa še večji pesimizem. Večina vlagateljev namreč z nestrpnostjo pričakuje ukrepe s strani evropskih institucij in centralnih bank, ki bi nevtralizirali negativne vplive krize. To kaže tudi na veliko negotovost in neodločnost vlagateljev, ki se o aktivnostih na borzi ne odločajo glede na podcenjenost/precenjenost delnic ampak glede na novico, ki v določenem dnevu zaznamuje vzdušje na finančnih trgih.

Slika 23: Gibanje delniških indeksov DAX, IBEX in S&P 500 ter indeksa VDAX v obdobju od leta 2007 do junija 2012 (1.1.2007=100).



Prirejeno po: Podatkovna baza Bloomberg, 2012.

Iz Slike 23 je razvidno, da so ukrepi Evrosistema prispevali k zmanjšanju pesimizma na delniških trgih, kratkoročno pa tudi na porast delniških indeksov. Vpliv na delniške indekse je bil še posebej izrazit v obdobju od izvedbe prve triletne operacije dolgoročnejšega refinanciranja v decembru 2011 do marca 2012, ko so evropski delniški indeksi občutno porasli. Nemški DAX je v tem času pridobil več kot 20 %, italijanski MIB pa več kot 15 %. Ker se je, v luči investorjev, občutno zmanjšalo likvidnostno in kreditno tveganje bank, so najbolj porasle delnice bančnega sektorja. Bloombergov indeks BEBANKS, v katerega so združene vse največje evropske finančne institucije, je v tem obdobju porasel za kar 28 %.

6.2 Vpliv ukrepov na pogoje financiranja gospodarstva in splošne gospodarske razmere

6.2.1 Posojilna aktivnost bank in kreditni pogoji

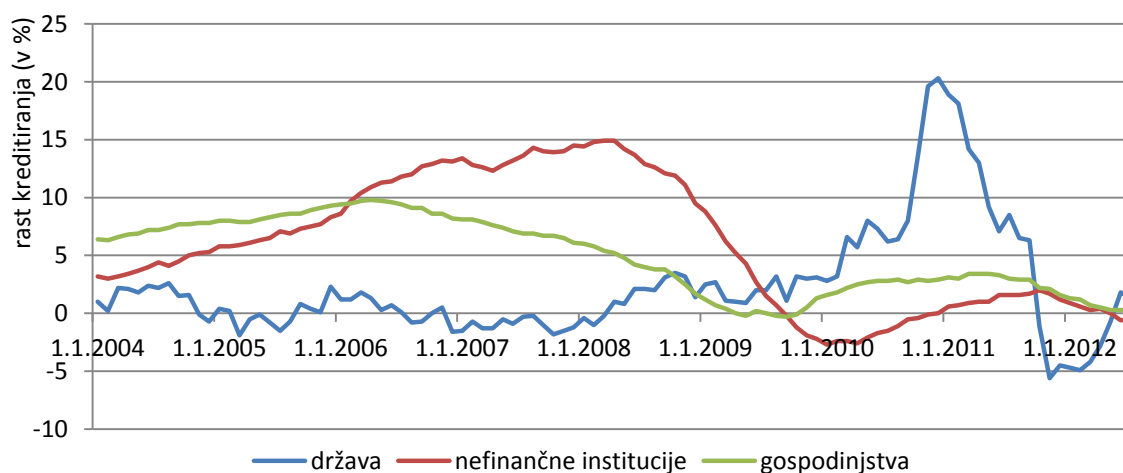
Eden izmed glavnih ciljev, ki jih je Evrosistem z implementacijo nestandardnih ukrepov zasledoval v času krize, je bila tudi spodbuditev kreditiranja realnega gospodarstva oz. vsaj preprečevanje njegovega nadaljnjega krčenja. Brez pomoči Evrosistema se banke v kriznih razmerah najverjetneje ne bi mogle refinancirati na trgu, zato bi se morale intenzivneje razdolževati. To pa bi vodilo v dodatno krčenje kreditiranja zasebnega sektorja. Kakšen je bil vpliv ukrepov Evrosistema na posojilno aktivnost bank znotraj evroobmočja najlažje ugotovimo s pomočjo:

- podatkov ECB o obsegu posojanja denarnih finančnih institucij evroobmočja;
- podatkov ECB o ceni posojil (obrestnih merah);
- raziskav ECB o posojilni aktivnosti bank in kreditnih pogojih.

6.2.1.1 Gibanje obsega posojil

Iz Slike 24 je razvidno, da je bila, v obdobju do izbruha finančne krize, stopnja rasti kreditiranja državam relativno stabilna, stopnja rasti kreditiranja nefinančnim institucijam pa je postopoma naraščala skoraj do izbruha krize. Jeseni 2008 se je, zaradi nastopa finančne krize, začela rast kreditiranja nefinančnih institucij močno upočasnjevati, proti začetku leta 2010 pa se je začela celo krčiti. V drugi polovici 2010, so, ob izboljšanju vzdušja na finančnih trgih, banke začele počasi ponovno povečevati obseg posojil gospodarstvu, vendar se je že v začetku 2012 ta pozitiven trend ustavil. Kljub izdatni podpori Evrosistema preko operacij dolgoročnejšega refinanciranja, je namreč posojilna aktivnost nefinančnim institucijam začela ponovno upadati in se, glede na zadnje podatke, celo ponovno krči.

Slika 24: Rast kreditiranja države, nefinančnih institucij ter gospodinjstev v evroobmočju v obdobju od leta 2004 do 2012 (mesečne stopnje rasti na letni ravni, v %).



Vir: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

Upad stopnje rasti kreditiranja gospodinjstvom je bil v primerjavi z gospodarstvom bolj postopen in se je začel bolj zgodaj. Iz Slike 24 lahko sklepamo, da se je rast posojil gospodinjstvom začela zmanjševati že od leta 2006. Po tem ko se je ob koncu leta 2009 rast kreditiranja tega sektorja popolnoma ustavila, je sledil kratkotrajen porast v letih 2010 in 2011, v zadnjih mesecih pa smo, ob zaostrovanju evropske dolžniške krize, priča ponovni stagnaciji obsega posojil gospodinjstvom.

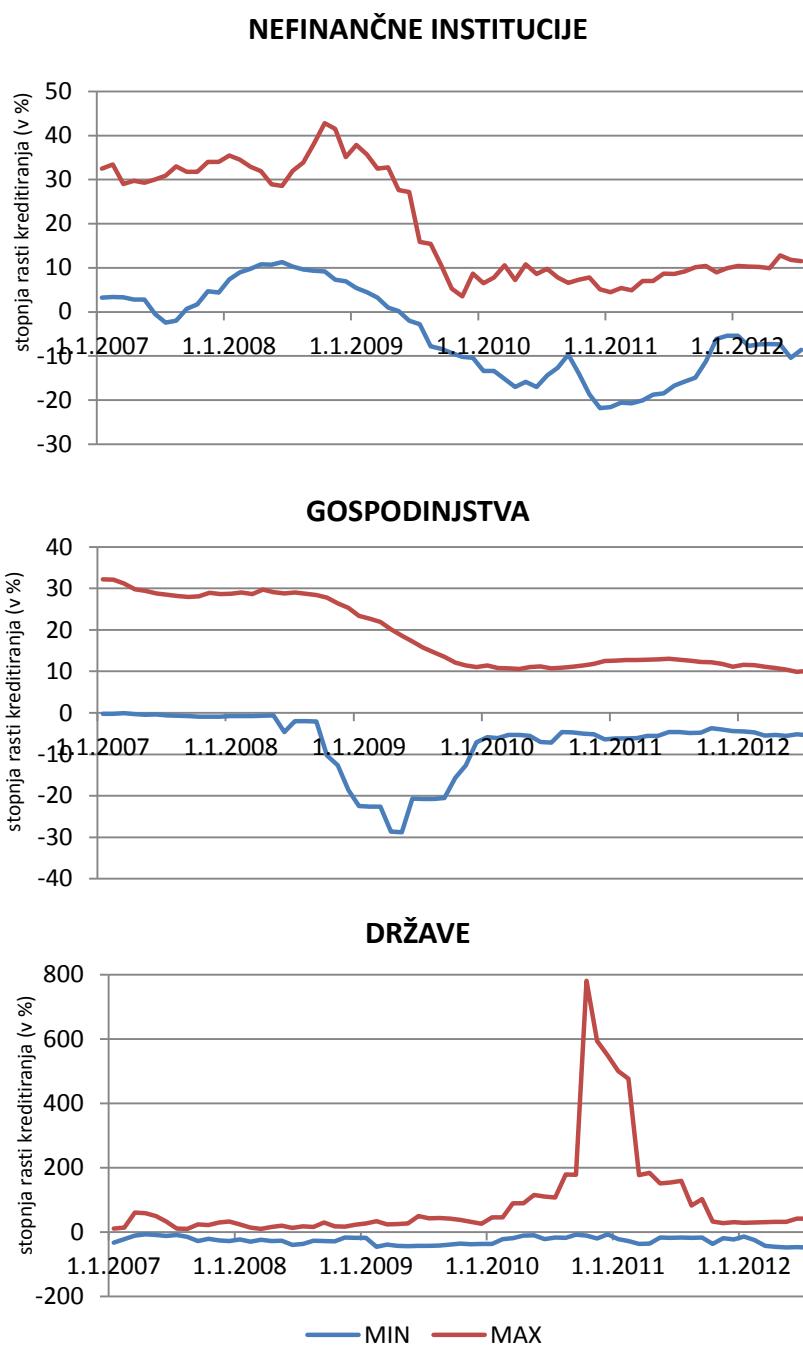
Obseg kreditiranja državam je od začetka finančne krize pa vse do leta 2011 strmo in pospešeno naraščal. Ob hudi finančni krizi in gospodarskemu nazadovanju, so namreč naložbe v javni dolg veljale za razmeroma varne, hkrati pa se je zaradi potrebe po financiranju protikriznih ukrepov bistveno povečalo zadolževanje s strani držav. Razmere so se bistveno spremenile v začetku leta 2011, ko so, ob širitvi dolžniške krize na večje države evroobmočja,

finančne institucije začele dvomiti v, do tedaj gotovo, odplačilo javnega dolga. Kreditiranje državam je posledično v roku slabega leta iz več kot 20 % stopnje rasti nazadovalo na 5 % krčenje, kar časovno sovпада tudi z obratom vodenja fiskalne politike v evroobmočju iz ekspanzivne v restriktivno smer. Šele v zadnjem mesecu smo bili priča skromnemu izboljšanju stanja, kar je vodilo v malenkosten porast kreditiranja javnega sektorja.

Iz omenjenih podatkov lahko sklepamo, da ukrepi ECB niso imeli večjega vpliva na obseg kreditiranja gospodarstva in gospodinjstev. Pri tem je sicer potrebno opozoriti, da se vpliv dolgoročnejših operacij na kreditiranje zasebnega sektorja lahko pokaže tudi z nekajmesečnim zamikom, zato končne ocene še ni mogoče podati. Na Sliki 24 vidimo tudi, da je kreditiranje državam upadlo, kljub temu da so banke po eno- in tri-letnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja veliko pridobljenih sredstev vložile v državni dolg. Sklepamo lahko, da je bil upad kreditiranja bank iz severne Evrope veliko višji kot porast kreditiranja bank iz južne Evrope. ECB tako s svojimi ukrepi zaenkrat ni uspela ohraniti zaupanja tržnih udeležencev v stabilnost javnega dolga.

Na Sliki 25 sta prikazani minimalna in maksimalna letna stopnja rasti kreditiranja nefinančnih institucij, gospodinjstev in držav v evroobmočju. Funkciji sta izračunani na podlagi mesečnih podatkov vsake izmed držav članic evroobmočja za vsak posamezen mesec. Posledično je lahko, vsaj teoretično, vsak mesec v izračunu prikazana druga država. Velik razpon med minimumom in maksimumom kaže, kdaj so bile razlike med državami največje. V takih razmerah namreč transmisijski mehanizem ne deluje dobro. Iz Slike 25 je razvidno, da so bile na področju stopenj rasti kreditiranja nefinančnih institucij med državami precejšnje razlike prisotne že pred samo krizo. Največji razkorak se je seveda zgodil ob nastopu dolžniške krize jeseni 2008, ko je bila razlika med najvišjo (LU: 41,5 %) in najnižjo (IT: 7,3 %) stopnjo rasti kreditiranja nefinančnih institucij kar 34,2 o.t. Kasneje so se razlike med državami manjšale vse do konca leta 2009. Sledil je ponoven porast, po zadnjih podatkih (avgust 2012), pa se razlike med državo z največjo (CY: 9,4 %) in najnižjo (GR: -8,1 %) rastjo kreditiranja nefinančnih institucij gibljejo okoli 17,5 o.t. Podobno stanje je tudi na področju rasti kreditiranja gospodinjstev. Največji razkorak med državo z najvišjo (SK: 20,1 %) in najnižjo (BE: -28,6 %) stopnjo rasti kreditiranja gospodinjstev se je sicer pojavil nekoliko kasneje, v aprilu 2009, ko je znašal 48,7 o.t. Razmere so se do začetka leta 2010 umirile in razlike se do danes gibljejo razmeroma stabilno, med 15 in 20 o.t. Najmanj so se med državami spreminjale razlike (v povprečju sicer precej visoke, okoli 70 o.t.) pri stopnji rasti kreditiranja države, z izjemo obdobja med drugo polovico leta 2010 in prvo polovico leta 2011, ko so močno porasle stopnje kreditiranja na Irskem. V decembru 2010 je razlika med najvišjo (IE: 548,8 %) in najnižjo (LU: -7 %) stopnjo rasti kreditiranja znašala skoraj 556 o.t. Z izjemo Irske, se torej letne stopnje rasti kreditiranja države med posameznimi državami v času krize niso bistveno spreminjale.

Slika 25: Prikaz gibanja minimalne in maksimalne* letne stopnje rasti kreditiranja nefinančnih institucij, gospodinjstev in držav posameznih držav evroobmočja za obdobje od leta 2007 do 2012.



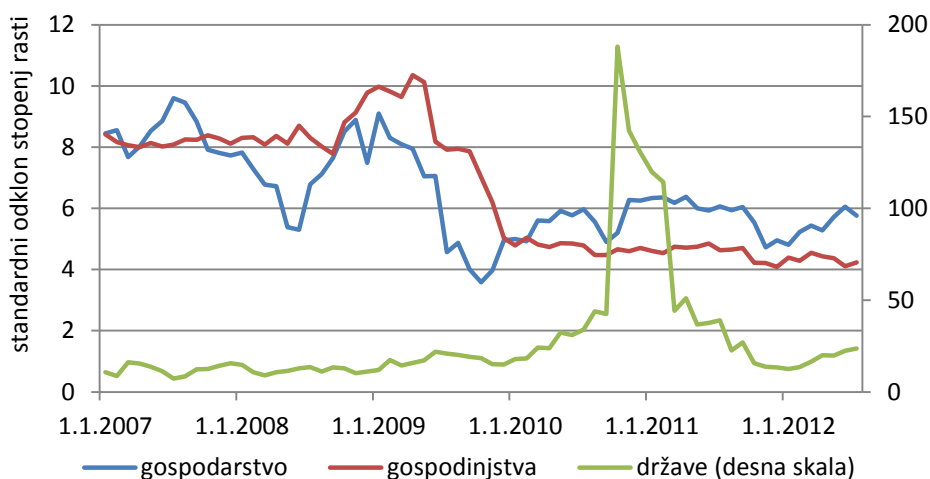
Legenda:

*MIN in MAX sta izračunana na podlagi stopenj rasti posameznih držav evroobmočja za vsak posamezen mesec, posledično je lahko teoretično vsak mesec v izračunu prikazana druga država.

Prerejeno po: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

Tudi iz Slike 26 je razvidno, da so standardni odkloni najvišji višji pri letnih stopnjah kreditiranja držav (desna skala). Ti se sicer gibajo dokaj konstantno, če ne upoštevamo močnega porasta pred letom 2011, ki je bil izključno posledica dogajanja na Irskem. Po drugi strani so standardni odkloni pri letnih stopnjah rasti kreditiranja nefinančnih institucij in gospodinjstev v absolutnem znesku mnogo nižji, lepo viden pa je padec razpršenosti, po tem ko je ECB monetarno politiko spremenila iz restriktivne v ekspanzivno.

Slika 26: Prikaz standardnih odklonov letnih stopenj rasti kreditiranja nefinančnih institucij, gospodinjstev in držav v državah evroobmočja za obdobje od leta 2007 do 2012.

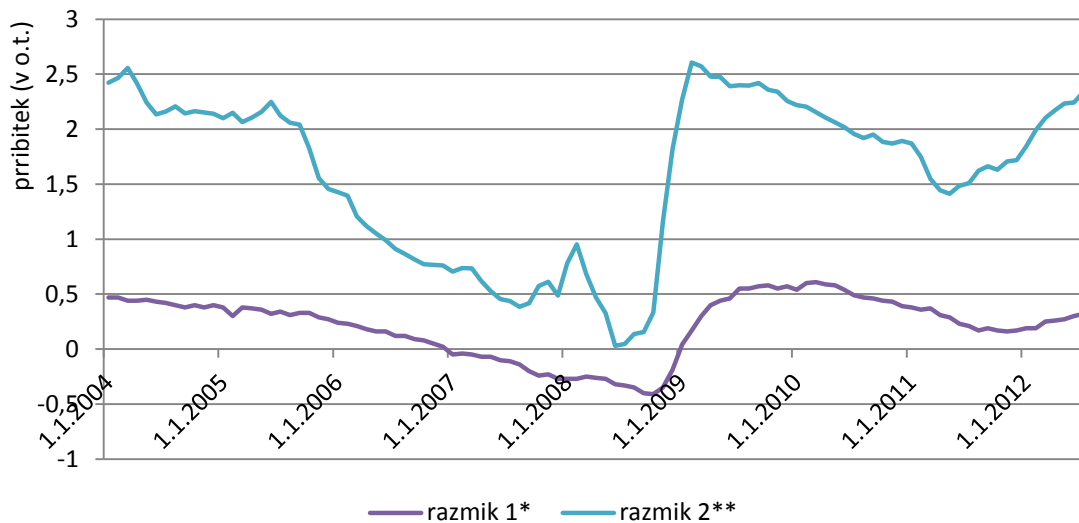


Prilagojeno po: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

6.2.1.2 Gibanje cene posojil

Cene posojil za posamezne poslovne subjekte so se v času krize gibale različno. Iz podatkov o obrestnih merah za posojila gospodinjstvom in nefinančnim institucijam (brez upoštevanja enoletnega Euriborja), ki so grafično prikazani na Sliki 27, je razvidno, da so spremembe cen kreditov gospodarstvu večje in hitrejše kot pri gospodinjstvih. To je tudi razumljivo, glede na to da je obseg kreditov gospodarstvu veliko večji. Posledično so obrestne mere za posojila gospodarstvu vse do leta 2009 naraščale hitreje kot pri gospodinjstvih, vendar je bil tudi padec v začetku leta 2009, toliko večji. Iz slike je tudi lepo vidno, kako so banke v času hitre gospodarske rasti zniževale ceno kreditiranja, po nastopu recesije pa je ta ponovno občutno porasla. Če pa upoštevamo tudi ključno obrestno mero ECB opazimo, da se cena kreditiranja tako gospodinjstev kot nefinančnih institucij, v primerjavi z obdobjem pred letom 2006, niti ni bistveno znižala.

Slika 27: Gibanje prirbitkov obrestnih mer za posojila gospodinjstvom ter nefinančnim institucijam nad enoletnim Euriborjem od leta 2004 do 2012 (v o.t.).



Legenda:

*razmik med obrestno mero za posojila gospodinjstvom in enoletnim Euriborjem

**razmik med obrestno mero za posojila nefinančnim institucijam in enoletnim Euriborjem

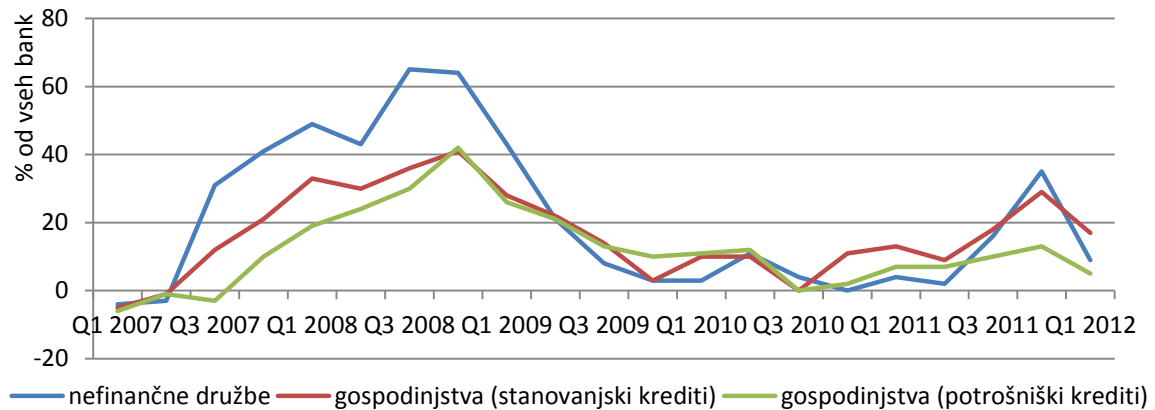
Vir: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

6.2.1.3 Gibanje ostalih dejavnikov

Če se osredotočimo na raziskave o posojanju bank, ki jih ECB opravlja vsake tri mesece vidimo, da so banke v času slabšanja razmer na finančnih trgih začele občutno zaostrovati standarde kreditiranja tako za nefinančne institucije kot tudi za gospodinjstva (Slika 28). Prvi val zaostrovanja se je začel v Q2 2007, višek pa je dosegel v Q3 2008, v času propada ameriške investicijske banke Lehman Brothers, ko je kreditne standarde za izdajo kreditov nefinančnim družbam zaostriilo več kot 60 % bank. To je bilo, poleg zaskrbljenosti glede splošnega gospodarskega stanja, predvsem posledica težav bank pri financiranju zaradi splošnega nezaupanja na finančnih trgih ter zamrtja medbančnega denarnega trga. Drugi val zaostrovanja standardov se je začel v Q2 2011, ko se je evropska dolžniška kriza začela širiti v večje države evroobmočja, višek pa je dosegel v Q4 2011 (kreditne standarde za izdajo kreditov nefinančnim družbam zaostriilo več kot 30 % bank).

Zaostrovanje pogojev kreditiranja in zviševanje obrestnih mer v tem obdobju so bili predvsem posledica šibkih makroekonomskih izgledov v evroobmočju zaradi evropske dolžniške krize ter šibke kapitalske pozicije bančnega sektorja. Iz Slike 28 je tudi razvidno, da so banke, podobno kot kreditne standarde za nefinančne družbe, zaostrovale tudi standarde za stanovanjske in potrošniške kredite gospodinjstev, vendar v nekoliko manjši meri (ECB, 2012c).

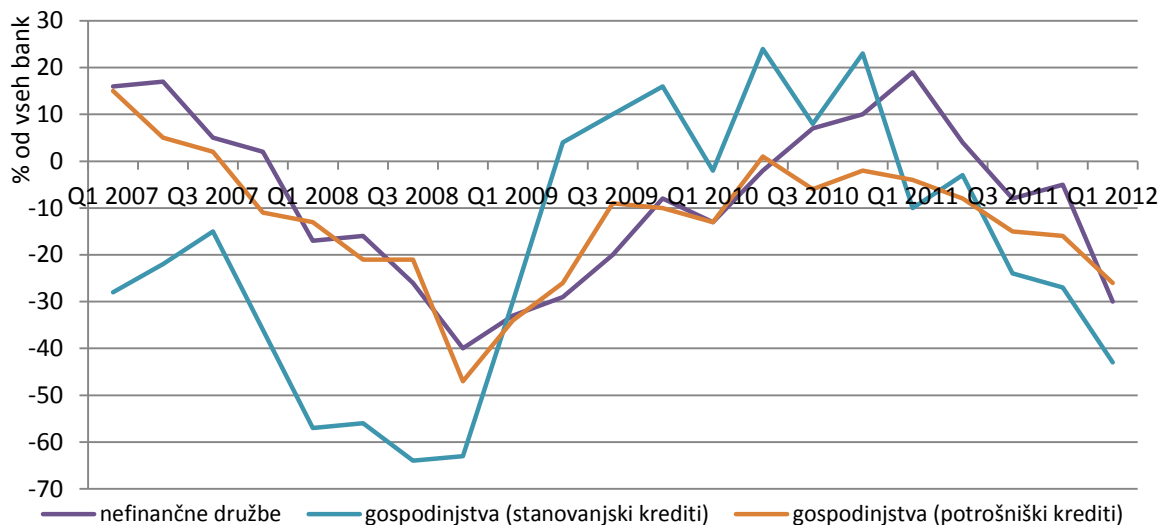
Slika 28: Neto zaostrovanje kreditnih standardov bank po skupinah nasprotnih strank v obdobju od Q1 2007 do Q1 2012 (v % od vseh bank, ki so sodelovale pri anketi).



Vir: ECB, The Euro Area Bank Lending Survey, 2012c.

Po drugi strani, Slika 29 prikazuje, kako je zaostrovanje kreditnih standardov s strani bank sovpadalo z zmanjševanjem povpraševanja po kreditih. Na višku finančne krize se je več kot 50 % bank soočalo z zmanjševanjem povpraševanja po stanovanjskih kreditih s strani gospodinjstev, več kot 40 % bank pa z zmanjševanjem povpraševanja po potrošniških kreditih gospodinjstev ter kreditih nefinančnih družb. To kaže na slabše stanje gospodarstva v tem obdobju, pa tudi na izjemne težave nepremičninskega sektorja ter nizko zaupanje potrošnikov. Povpraševanje po kreditih je začelo proti koncu leta 2011 ponovno rasti, sledil pa je nov obrat, ki je vodil v občutno padanje povpraševanja, kateremu smo priča še danes. Najbolj strmo je upadlo prav povpraševanje po posojilih s strani podjetij, kar kaže na relativno šibkost gospodarstva.

Slika 29: Neto povečanje/zmanjšanje povpraševanja po kreditih po skupinah nasprotnih strank v obdobju od Q1 2007 do Q1 2012 (v % od vseh bank, ki so sodelovale pri anketi).



Vir: ECB, The Euro Area Bank Lending Survey, 2012c.

Iz omenjenih podatkov lahko razberemo, da so ukrepi Evrosistema v času finančne krize sicer pripomogli k mehčanju kreditnih standardov bank, vendar se je kljub temu, ob šibkem povpraševanju tako podjetij kot gospodinjstev, posojilna aktivnost bank do zasebnega sektorja zmanjševala. Po drugi strani so v tem obdobju banke močno povečale obseg posojil javnemu sektorju, ki je predstavljal občutno varnejšo naložbo od zasebnih podjetij. V času evropske dolžniške krize je bilo zaostrovanje posojilnih pogojev bank sicer manjše, vendar je bil tudi vpliv dodatnih nestandardnih ukrepov Evrosistema (zaenkrat) precej omejen. Ob koncu Q4 2011 so banke sicer začele mehčati kreditne pogoje, vendar se je to odrazilo le v večji posojilni aktivnosti do javnega sektorja (predvsem naložbe v državne vrednostne papirje). Rast posojil zasebnemu sektorju sicer počasneje, a še vedno upada. Prav tako upada tudi povpraševanje po kreditih tako s strani podjetij kot tudi gospodinjstev, kar kaže na precej zaskrbljujoče stanje v gospodarstvu. Banke večino presežnih sredstev namesto v realno gospodarstvo še naprej nalagajo v mejni depozit pri ECB ali držijo v rezervah, kljub temu da pri tem bančni sistem kot celota ustvarja izgubo (cena posojila 0,75 %, obrestna mera mejnega depozita 0 %). Vse to je dokaz, da se zaupanje na medbančni trg, kljub ukrepom Evrosistema, ni vrnilo. Posledično lahko ukrepe ECB označimo le kot delno uspešne, saj se kljub stabilizaciji finančnega sistema kreditiranje realnega gospodarstva (zaenkrat) ni povečalo.

6.2.2 Pomembnejši makroekonomski kazalci

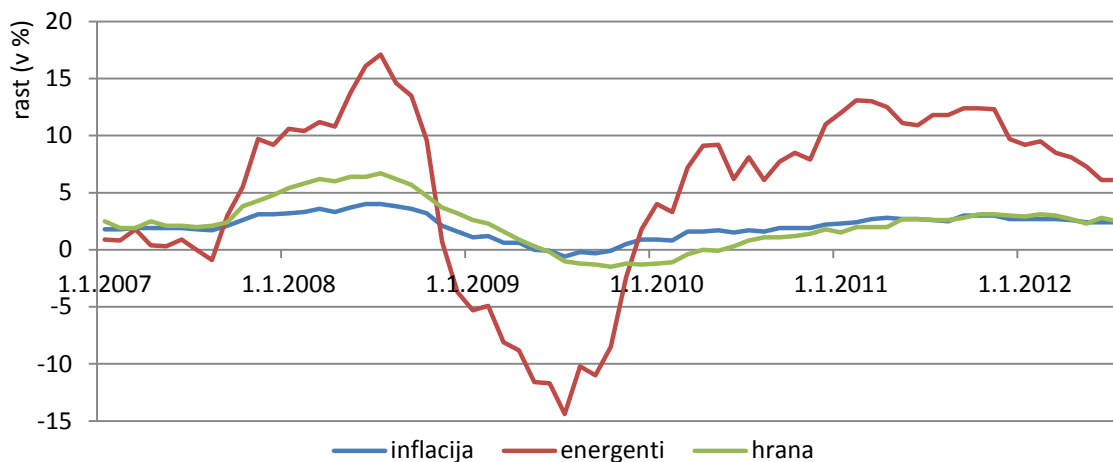
6.2.2.1 Inflacija

Bolj kot ukrepi Evrosistema, so v zadnjih letih na inflacijo vplivale predvsem cene primarnih surovin (najbolj cene nafte in hrane). Te so namreč po propadu banke Lehman Brothers leta 2008 občutno upadle, v začetku leta 2011, pa so se skoraj vrile na pretekle najvišje ravni. Iz Slike 30 vidimo, kako je porastu cen hrane in nafte sledil dvig inflacije, ki je višek dosegla v decembru 2008, ko je znašala 3,3 %. Sledil je padec cen primarnih surovin in inflacija je posledično dosegla najnižjo vrednost novembra 2009 (0,3 %). Od aprila 2010 je začela inflacija ponovno naraščati vse do aprila 2012, ko se je ustalila pri 2,7 %. Cene surovin se normalno oblikujejo glede na svetovni gospodarski cikel, strma rast v letih 2008 in 2011 pa je bila v največji meri posledica (1) močnejšega povpraševanja s strani hitro rastočih gospodarstev ter (2) dejavnikov na strani ponudbe (geopolitične napetosti, vremenske razmere) (ECB, 2011c, str. 49-52).

Inflacija je torej bolj kot ne sledila spremembam cen primarnih surovin. Učinek ukrepov Evrosistema na inflacijo je bil precej omejen. Večji del likvidnosti, ki ga je ECB namenila bankam, je bodisi bil namenjen refinanciranju dolgov, bodisi ostal pri Evrosistemu v obliki mejnega depozita ali presežnih rezerv banke. V normalnih razmerah, bi banke povečanje ponujene likvidnosti s strani Evrosistema namenile povečanju kreditiranja podjetij in gospodinjstev, kar bi lahko povzročilo inflacijske pritiske, v kriznih časih pa banke ta sredstva raje hranijo na ravni Evrosistema (Trichet, 2009b, str. 6). Količina sredstev, ki so jo banke

prenesle na gospodarstvo in gospodinjstva je bila tako premajhna, da bi vplivala na stopnjo inflacije.

Slika 30: Letne stopnje rasti cen (HICP) ter cen energentov in hrane v evroobmočju od leta 2007 do julija 2012 (v %)

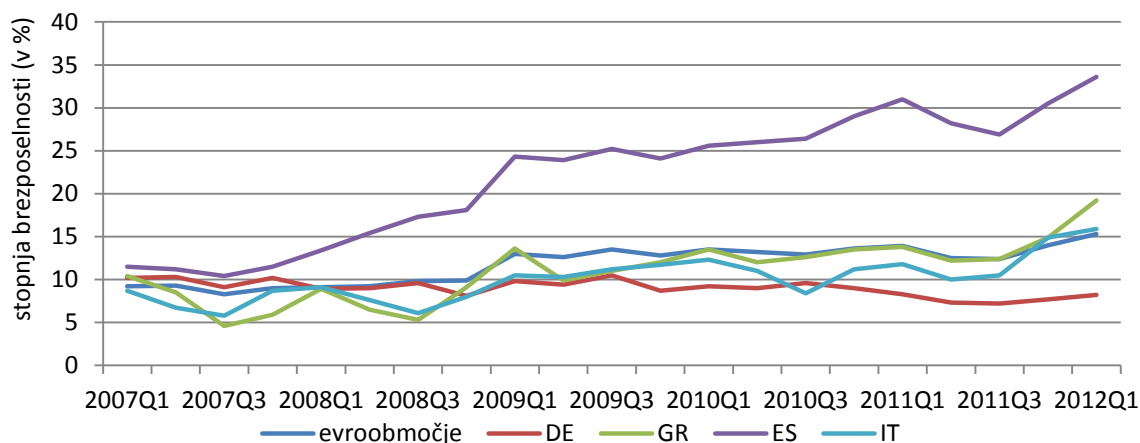


Vir: Podatkovna baza Statistical Data Warehouse, 2012.

6.2.2.2 Stopnja brezposelnosti

Primarni namen ECB v času krize sicer ni bil zniževanje stopnje brezposelnosti in tudi njeni nestandardni ukrepi niso izboljšali stanja na trgu delovne sile. Namen Slike 31 je bolj prikaz kako se razmere na trgu delovne sile v evroobmočju konstantno slabšajo že od začetka krize v letu 2007 (z izjemo Nemčije). Še posebej so razmere kritične v Španiji, kjer je stopnja anketne brezposelnosti konec leta 2011 že presegla 30 %. V zadnjem obdobju je opaziti občutno rast brezposelnosti tudi v Italiji in Grčiji. Poleg učinkov finančne krize je naraščanje brezposelnosti v določeni meri tudi posledica strogih varčevalnih ukrepov katere uvajajo omenjene države z namenom zmanjševanja proračunskega primanjkljaja.

Slika 31: Gibanje anketne stopnje brezposelnosti za izbrane države in evroobmočje v obdobju od leta 2007 do Q1 2012 (v %).



Vir: Podatkovna baza Eurostat, 2012.

7 POGLED V PRIHODNOST

Glede na trenutne razmere je prihodnost evroobmočja precej negotova. Finančna kriza, ki je svetovne finančne trge in gospodarstva zajela v letu 2007, traja že pet let in tako predstavlja najhujšo finančno krizo po veliki depresiji (angl. *Great Depression*) v tridesetih letih prejšnjega stoletja. Zdi se, da bo izhod iz evropske dolžniške krize, ki je prizadela predvsem države s skupno evrsko valuto, za to regijo odločilen. Bodisi bo Evropa iz krize izšla močnejša, bolj integrirana, bodisi bo evroobmočje kot ga poznamo danes razpadlo, kar pa ima lahko zaradi povezanosti evra z enotnim trgom EU tudi izrazito negativne posledice za širši proces evropske integracije.

Ahearn, Jackson, Mix & Nelson (2012, str. 18) so glede prihodnosti evroobmočja oblikovali tri scenarije:

(1) razpad evroobmočja

Možnost, ki je bila pred nekaj leti še povsem neverjetna, v trenutnih razmerah pridobiva na pomembnosti. Evroobmočje bi lahko v primeru poslabšanja razmer zapustila tako ena ali več držav Južne Evrope kot tudi ena ali več držav Severne Evrope. Seveda bi bili motivi za izhod teh dveh skupin držav različni. V primeru izhoda držav iz juga Evrope, bi te ponovno uveljavile nacionalne valute, katerih deprecijacija bi povečala njihovo konkurenčnost v primerjavi z severnoevropskimi državami. Povečal bi se izvoz, kar bi pozitivno vplivalo na gospodarsko rast, zmanjšali bi se primanjkljaji na tekočem delu plačilne bilance. Seveda bi ta rešitev za države prinesla tudi dodatne stroške, med katerimi največje tveganje predstavljajo (a) dolg do ostalih držav evroobmočja, ki bi ostal denominiran v EUR, (b) masiven beg kapitala iz države zaradi pričakovane deprecijacije domače valute ter (c) inflacijski pritiski, ki bi lahko hitro spodjedli konkurenčno prednost, pridobljeno z deprecijacijo.

(2) obstanek evroobmočja

Po tem scenariju se evroobmočje bistveno ne bi spremenilo. Scenarij predstavlja trenutno politiko predstavnikov evroobmočja. Pritisk na obveznice perifernih držav evroobmočja bi se namreč zmanjšal zaradi (a) obsežnih injekcij likvidnosti v evropske banke s strani ECB, (b) nakupov obveznic s strani ECB, (c) finančne podpore državam s strani skladov EFSF in ESM, (d) varčevalnih paketov v južnoevropskih državah ter (e) nadzorovanega prestrukturiranja grškega dolga. Tudi če bi evroobmočje z omenjenimi ukrepi dejansko okrevalo, to ne bi rešilo strukturnih problemov in posledično bi se lahko v prihodnosti zaradi podobnih vzrokov pojavila še ena kriza.

(3) večja integracija evroobmočja

Ta scenarij predvideva obsežne strukturne in institucionalne reforme znotraj evrosistema, ki bi vodile v večjo ekonomsko in politično integracijo. Poudarek bi bil na večjem fiskalnem federalizmu ter oblikovanju mehanizma, ki bi v kriznih časih omogočal prenos sredstev v ogrožene države. Evropska unija je sicer naredila že več korakov v smeri večje integracije,

vendar je oblikovanje celovite ekonomske, fiskalne in finančne unije zelo zahtevna in kljub ekonomskim argumentom, ki govorijo v prid dokončanju zgradbe EMU, še vedno negotova poteza, saj zahteva široko stopnjo političnega in družbenega soglasja. Ta poteza pomeni namreč precejšnje odrekanje suverenosti držav in povečuje njihovo medsebojno odgovornost, kar pa je precej problematično in za več evropskih držav nezaželeno.

V zadnjem obdobju so bile objavljene številne raziskave posledic morebitnega razpada evroobmočja. Ocenjeni stroški razpada se gibljejo med 9 % in 50 % BDP evroobmočja. Največje tveganje za izhod iz evroobmočja trenutno nosi Grčija. V primeru, da se Grčija odloči za izhod (glede na evropsko zakonodajo ne more biti izločena), se bo soočila z masivno deprecijacijo nove (stare) valute, begom kapitala, kolapsom bančnega sistema ter popolnim zastojem gospodarstva. Zaradi visokih cen uvoženih dobrin bo močno porasla inflacija. Brez zunanjega financiranja in pomoči s strani EU/IMF pa se bo država morala soočiti z dodatnimi varčevalnimi ukrepi kar bi lahko vodilo v socialne nemire. Po drugi strani bi bile posledice grškega izhoda za evroobmočje obvladljive. V zadnjem obdobju so namreč evropske banke močno zmanjšale izpostavljenost do grškega dolga. Zaradi dodatne likvidnosti, ki jo je preko operacij dolgoročnejšega refinanciranja zagotovila ECB, je splošno likvidnostno stanje bank boljše in posledično bi banke lažje prenesle morebitne izgube iz naslova posojil Grčiji. Evropske institucije tudi vzpostavljajo mehanizme (ESM), ki bi preprečili širjenje panike v ostale države evroobmočja. Vpliv na evropske finančne trge bi tako bil obvladljiv, makroekonomsko stanje pa se znotraj evroobmočja ne bi bistveno spremenilo (Kruger, 2012, str. 7). Največje finančne posledice bi ob izhodu Grčije iz EMU najverjetneje nosil Evrosistem, ki bi izgube utrpel bodisi zaradi neodplačila grških obveznic, bodisi zaradi propada precejšnjih terjatev do Grčije v plačilnem sistemu Target 2. Seveda bi bile, ob razpadu celotnega evroobmočja, posledice veliko hujše in jih je v trenutnih okoliščinah sploh težko predvideti.

Težko je tudi oceniti kako bo evropski finančni sistem deloval v prihodnosti v primeru, da EMU ostane taka kot je. V kolikor bo na medbančnem trgu še vedno prisoten krč in se bodo finančni sistemi posameznih držav zapirali v nacionalne okvirje, bo vloga ECB pri razporejanju likvidnosti med državami še naprej ključna. Ob tem se seveda postavlja vprašanje do kdaj lahko EMU deluje na tak način. Krizno upravljanje Evrosistema na čelu z ECB namreč ne more trajati v nedogled saj bi lahko postalo sčasoma nevzdržno tako s finančnega kot s političnega vidika. Nenazadnje pa bi situacija, v kateri ECB igra vlogo glavnega finančnega posrednika na medbančnem trgu, lahko vodila tudi do novih oblik moralnega hazarda, saj bi banke poceni (skoraj neomejeno) likvidnost ECB lahko uporabljale za sklepanje bolj tveganih poslov.

7.1 REŠITEV KRIZE

V zadnjih letih so se pojavile številne alternative reševanja evropske dolžniške krize. Nekatere se zdijo bolj smiselne nekatere manj, vendar je glede na trenutne razmere jasno, da evropske institucije in voditelji evropskih držav še vedno niso našli recepta kako ustaviti spiralo vse

dražjega zadolževanja in gospodarskega nazadovanja v številnih državah evroobmočja. Evropska politika se trenutno zanaša predvsem na karto strogih varčevalnih ukrepov, ki pa vodijo v gospodarsko nazadovanje in posledično še povečujejo breme dolga. Razmere v številnih državah se konstantno slabšajo, k temu pa pripomorejo tudi bonitetne agencije, ki redno znižujejo bonitetne ocene držav in s tem še dodatno pripomorejo k naraščanju zahtevanih donosnosti na državne obveznice. Negativni spirali tako ni videti konca.

De Grauwe (2011, str.1-2) način za pomiritev finančnih trgov in začetno fazo reševanja krize vidi predvsem v vlogi ECB kot **posojilodajalca v skrajni sili** državam EMU (angl. *lender of last resort*). Ena izmed glavnih slabosti monetarne unije namreč je, da države izdajajo dolg v "tujji" valuti (ker ne razpolagajo več samostojno z denarno politiko) in posledično posojilodajalcem ne morejo povsem brez dvoma zagotoviti, da bo dolg ob zapadlosti poplačan (v primeru, da države samostojno razpolagajo z denarno politiko je teoretično dolg v »domači« valuti vedno lahko poplačan z monetizacijo, tako da tveganja neplačila ni, seveda pa obstaja tveganje razvrednotenja dolga skozi inflacijo). Zaradi te lastnosti se lahko kriza v eni državi monetarne unije brez večjih težav razširi v druge države saj nobena ne more z gotovostjo trditi da bo dolg poplačala. To širjenje krize iz države v državo lahko prepreči le centralna banka, ki prevzame vlogo posojilodajalca v skrajni sili. Na ta način posojilodajalcem namreč zagotovi, da bodo sredstva za odplačilo posojil vedno na voljo, posledično so investitorju pomirjeni, cene zadolževanja pa zaradi vpliva pričakovanj upadejo. V Evrosistemu je edina institucija, ki bi lahko prevzela to vlogo, prav ECB. V času krize je ECB sicer delno že prevzela to vlogo, bodisi direktno, s tem ko je začela kupovati obveznice držav na sekundarnem trgu, bodisi indirektno, s tem ko je državne obveznice sprejemala kot jamstva na operacijah odprtega trga. Vendar pa so predstavniki ECB večkrat izjavili, da ECB ne bo nastopila kot posojilodajalec v skrajni sili državam EMU, saj to ni del njenega mandata. Tudi to lahko štejemo kot enega izmed vzrokov, da je kriza prestopila grške meje in se začela širiti tudi v druge države evroobmočja. Prisotne so sicer različne nevarnosti, zaradi katerih tudi ECB noče prevzeti funkcije posojilodajalca v skrajni sili na trgu državnih obveznic. Med njimi so najpogosteje omenjene inflacija, moralni hazard ter nevarnost visokih izgub centralne banke. Inflacijo lahko centralna banka sicer omeji s pomočjo sterilizacije operacij, moralni hazard pa z implementacijo točno določenih pravil, ter z vzpostavitev ustreznega nadzornega mehanizma. Strah pred slabšimi izkazi centralne banke je, še posebej v kriznih časih, nepomemben (razen če pride do razpada evroobmočja), saj centralna banka ne zasleduje cilja dobička ampak cenovne stabilnosti. Tudi napoved intervencij OMT ne moremo šteti kot prevzem vloge posojilodajalca v skrajni sili, kljub temu da naj bi bili nakupi državnih obveznic neomejeni. Za začetek odkupovanja obveznic so namreč natančno določeni pogoji (prošnja države za pomoč EFSF/ESM), zato se države ne bodo odločile za to vrsto pomoči v kolikor ne bo res nujno.

Po tem ko je ECB večkrat poudarila, da ne bo nastopala kot posojilodajalec v skrajni sili na trgu državnih obveznic, so bili evropski voditelji prisiljeni ustvariti nadomestno institucijo, ki bi prevzela to funkcijo. Posledično je bil ustvarjen sklad EFSF (kasneje ESM). Vendar pa

sklada tudi ob občutnem povečanju kapitala, najverjetneje ne bosta nikoli dosegla kredibilnosti, ki bi lahko dolgoročno izboljšala razmere na finančnih trgih. To namreč lahko zagotovi le centralna banka, ki lahko v skrajni sili denar tudi "natisne".

Chinn in Frieden (2012, str. 9) za rešitev evropske dolžniške krize navajata tri možnosti:

- **nadaljevanje varčevanja;**
- **transferi sredstev** iz držav Severne Evrope v države Južne Evrope bodisi direktno, bodisi v obliki prestrukturiranja dolgov;
- delni ali popolni **razpad evroobmočja.**

Prva možnost predstavlja nadaljevanje trenutne politike voditeljev držav evroobmočja. Glavna pomanjkljivost te metode je gospodarsko nazadovanje držav in splošna recesija v evroobmočju, ki še dodatno otežuje doseganje fiskalnih ciljev. Druga možnost se zdi neizogibna, saj bodo periferne države evroobmočja težko rešile svoje finančne težave brez suficitarih severnoevropskih držav. Vprašanje je le ali bodo te države prostovoljno prestrukturirale/odpisale del svojega dolga ali pa bodo tvegale nekontrolirano razglasitev plačilne nesposobnosti s strani držav v težavah. Tako ekonomska kot socialna tveganja bi bila v drugem primeru seveda neprimerno višja. Zadnja možnost, ki predvideva razpad evroobmočja ima z vidika realnih stroškov sicer prednost pred prvima dvema možnostma, vendar je zelo malo verjetna. Izidi morebitnega razpada so namreč negotovi, finančne trge bi zajel pravi kaos.

V zadnjem letu je med voditelji številnih evrskih držav veliko odobravanja požel predlog uvedbe **skupnih evrskih obveznic**. Evrske države bi na tak način izdajale skupni dolg, za katerega bi si potem delile obveznosti. Od tega bi seveda največ koristi imele periferne države, saj bi skupna evrska obveznica najverjetneje veljala za razmeroma varno naložbo in posledično bi bili stroški zadolževanja občutno nižji od trenutnih. Kot glavne prednosti evrskih obveznic Pettinger (2011, str. 1) med drugim navaja:

- večjo varnost investorjev, saj bi bil skupni evrski dolg lažje obvladljiv;
- nižje stroški zadolževanja za številne države;
- "zdravim" državam ne bi bilo potrebno izdajati reševalnih paketov ogroženim državam;
- države bi imele na voljo več časa za zmanjšanje dolgoročnih primanjkljajev, brez potrebe po strogih varčevalnih ukrepih, ki prinašajo gospodarsko nazadovanje;
- smiseln zaključek enotnega valutnega območja.

Vendar pa je uvedba skupnih evrskih obveznic naletela na odločno nasprotovanje nekaterih *core* držav evroobmočja, predvsem Nemčije. Ta se namreč zadolžuje po občutno nižjih obrestnih merah kot ostale države in z morebitnimi skupnimi obveznicami bi se njen strošek zadolževanja občutno povečal. Veliko tveganje bi predstavljal tudi moralni hazard, saj bi lahko ob poceni zadolževanju države zanemarile potrebe po reformah in nadaljevale s prekomernim zadolževanjem.

Vse glasnejše so tudi govorice glede **dodatne integracije držav EMU**. Pojavljajo se špekulacije o ustanovitvi bančne unije s centralno institucijo, ki bi regulirala in nadzirala

banke v evroobmočju ter po potrebi tudi dokapitalizirala banke, ki bi zašle v težave. Evropska komisija je okvir bančne unije predstavila v začetku junija 2012, po tem ko so se občutno poslabšale razmere v španskih bankah, konkretnije predloge pa je predsednik Evropske komisije Barroso predstavil v septembru 2012. Vzpostavljen naj bi bil enotni nadzorni organ za vse banke v evroobmočju (ca. 6.000 bank), najprej pa naj bi se oblikovala skupna shema za zavarovanje bančnih vlog ter sklad za reševanje bančnih kriz. Osrednjo vlogo naj bi imela ECB, ki bi imela pristojnosti odvzema bančnih licenc, njihove izdaje, odobritve in zavrnitve velikih bančnih združenj ter preiskave nepravilnosti v bankah. Z vzpostavitvijo bančne unije, bi se tudi omejila trenutno precej problematična povezanost med bankami in državami (posebno v perifernih državah evroobmočja). Vse več politikov se zavzema tudi za oblikovanje fiskalne unije. Prvi korak v smeri fiskalne unije je bil sicer na pobudo Nemčije dosežen marca 2012, ko so vse evropske države, z izjemo Velike Britanije in Češke, podpisale medvladno pogodbo o stabilnosti, koordinaciji in upravljanju v gospodarski in denarni uniji (tudi: fiskalni pakt). V paktu je zapisano zlato pravilo, ki od držav podpisnic zahteva, da vodijo vzdržno fiskalno politiko in imajo na srednji rok uravnotežen proračun (strukturni primanjkljaj nižji od 0,5 %). V kolikor država krši pravilo uravnoteženega proračuna, jo lahko doletijo sankcije največ v višini 0,1 % BDP. Nenazadnje Nemčija podpora evrskim obveznicam pogojuje prav z oblikovanjem močnejše fiskalne unije.

V zadnjih letih smo bili priča številnim ukrepom tako s strani Evrosistema kot tudi voditeljev evropskih institucij in posameznih evropskih držav. Vsak ukrep je po svoje prispeval k izboljšanju razmer in stabilizaciji finančnih trgov, vendar so bili učinki le kratkotrajni. Finančne trge že peto leto zapored pretresa kriza, in nič ne kaže na to, da bi se v kratkem končala. Številna evropska gospodarstva so v vse globlji recesiji, stopnja brezposelnosti narašča. Tudi makroekonomski kazalci se večinoma slabšajo, zadolženost večine držav se pod bremenom strogih varčevalnih ukrepov povečuje. Kljub izboljšanju razmer po intervencijah ECB so namreč tudi stroški zadolževanja ponovno porasli, preživetje vse več držav je odvisno od finančne pomoči EU/IMF. Zdi se, da tudi večino bank pri življenju ohranjajo le poceni likvidna sredstva ECB.

Lep primer za omenjen način delovanja je Grčija. Kljub vsem varčevalnim ukrepom, dvema paketoma pomoči in delnemu odpisu dolga s strani privatnih investitorjev, še vedno ni nikakršnih znakov izboljšanja. Prej obratno, grško gospodarstvo se vse bolj ohlaja, fiskalni rezultati so daleč od tistih, ki so jih predstavniki Trojke določili v drugem programu pomoči. V trenutnih razmerah se Grčija ne more rešiti, zato je nujna korenita sprememba, lahko tudi v obliki izhoda iz EMU. Alternativa temu bi bil kvečjemu precejšen odpis dolga ter zadostna notranja devalvacija, vendar je tudi to malo verjetno. V reševanje ob morebitnem izhodu Grčije iz EMU bi moral biti vključen tudi Evrosistem, ki bi prevzel vlogo posojilodajalca v skrajni sili ostalim državam EMU in bi z masovnim odkupovanjem obveznic preprečil paniko na finančnih trgih po izhodu Grčije. S tem bi tudi zmanjšal napetost na trgih ostalih državnih obveznic. Stroge varčevalne ukrepe bi morali zamenjati ukrepi za spodbujanje gospodarske rasti. Ta bi vodila v višje davčne prihodke držav in posledično bi se tudi fiskalne luknje

zmanjšale. Seveda je potrebna fiskalna disciplina in nadzor nad prekomernim zadolževanjem, vendar je prav Grčija dokaz, da strogo varčevanje v zelo omejenem času vodi le v poslabšanje razmer. Gospodarski zagon je osnova, da se finančna kriza začne reševati, zato bi morali evropski voditelji najprej stremeti k cilju, da oživijo gospodarsko rast, kar bi verjetno v primerih nekaterih držav pomenilo upočasnitev dinamike varčevanja. Za gospodarski zagon je namreč nujna potrošnja države, pa tudi potrošnja gospodarstva in gospodinjstev. Varčevanje, o katerem je toliko govora v zadnjem obdobju pa zavira gospodarsko rast in okrevanje evropskih gospodarstev.

SKLEP

Vzroki za nastanek evropske dolžniške krize, ki evropske trge pretresa že vse od maja 2010 so zelo različni. Lahko jih razdelimo na strukturne (neenotnost in nesorazmerja znotraj EMU ter odsotnost optimalnega valutnega območja), finančne (napačno ocenjevanje tveganj) in institucionalne (institucionalna nedokončanost EMU). Ena izmed glavnih prednosti EMU, ki je bila uradno vzpostavljena z uvedbo evra kot knjižnega denarja leta 1999, je bila prav nižja cena zadolževanja. Kljub temu, da je znotraj unije veljalo, da države ne bodo reševale bankrotiranih držav, temu investitorji niso verjeli in posledično so zahtevane donosnosti na državne obveznice upadle na zelo nizke ravni, blizu nemških obveznic, ki veljajo za najmanj tvegane. Nižje obrestne mere so vodile v večje povpraševanje in porabo, predvsem pa večje zadolževanje. Predvsem po letu 2000 so začele države beležiti velike proračunske primanjkljaje. To se je le še slabšalo po tem ko sta pravila Pakta stabilnosti leta 2002 brez posledic prekršili Francija in Nemčija. Močna gospodarska rast je v začetku izničila strukturne nepravilnosti perifernih držav, ki v tem času niso izpeljale potrebnih reform. Zaradi finančne krize, ki je sprva izbruhnila v ZDA, so bile bilance bank oslabiljene in posledično so jih države morale reševati s proračunskim denarjem. Razmere so se začele zaostrovi, dokler ni balon počil ob koncu leta 2009. Prva je pod bremenom dolgov za pomoč zaprosila Grčija, sledili sta ji Portugalska in Irska. Kot zadnja je za pomoč za rešvanje domačih bank zaprosila tudi Španija, pojavljajo pa se špekulacije, da tudi ta pomoč za Španijo ne bo dovolj.

Na izredne razmere v evropskem bančnem sistemu in finančnih trgih se je hitro in intenzivno odzvala ECB. Poleg standardnih ukrepov, ki so vključevali nižanje ključne obrestne mere in nadaljevanje operacij na odprtem trgu, je ECB uvedla tudi več nestandardnih ukrepov s katerimi je skušala odpraviti težave v delovanju transmisijskega mehanizma. Na likvidnostni krč na medbančnem trgu se je odzvala najprej z zgodnejšim zagotavljanjem likvidnosti v obdobju izpolnjevanja rezerv, kasneje pa s postopno uvedbo polne dodelitve po fiksni obrestni meri na vseh operacijah refinanciranja. Podaljšala je tudi ročnost operacij dolgoročnejšega refinanciranja najprej na 6 in 12 mesecev, kasneje pa tudi na 36 mesecev. S pomočjo intenzivnega sodelovanja z ostalimi centralnimi bankami in zamenjavami valut je bankam omogočila tudi dostop do financiranja v tujih valutah. Razširila je nabor vrednostnih papirjev, ki so jih banke lahko uporabile kot jamstvo pri operacijah refinanciranja in tako

omogočila dostop do likvidnih sredstev širšemu krogu nasprotnih strank. Da bi izboljšala stanje na trgu kritih obveznic, je ECB uvedla program odkupov kritih obveznic (CBPP), preko katerega so centralne banke Evrosistema odkupile za skupno 60 mrd EUR tovrstnih vrednostnih papirjev z namenom oživitve primarnega trga in izboljšanja likvidnosti na sekundarnem trgu. Zaradi uspešnosti programa, je ECB ob zaostrovanju krize oktobra 2011 odkupovanje obveznic ponovila (CBPP2), vendar zmanjšala skupno vrednost odkupov na 40 mrd EUR. Nazadnje je ECB intervenirala tudi na trgu državnih obveznic. Z namenom izboljšanja delovanja posameznih segmentov trga obveznic ter izboljšanja delovanja transmisijskega mehanizma denarne politike, je ECB maja 2010 uvedla njen do tedaj najbolj nekonvencionalen program, program nakupa vrednostnih papirjev (SMP). V septembru 2012 je ECB program SMP sicer uradno zaključila vendar napovedala, da ga bo zamenjal nov program neposrednih odkupov- OMT, kateri pa je za razliko od SMP, neomejen, bolj transparenten, fokusiran na obveznice krajših zapadlosti ter pogojen s prošnjo države za pomoč sklada EFSF (oziroma ESM).

Glede na opravljeno analizo lahko ugotovimo, da je ECB bistveno pripomogla k stabilizaciji razmer na finančnih trgih. In to na praktično vseh segmentih. S tem ko je bankam nudila neomejeno likvidnost, je preprečila kolaps v bančnem sistemu, vplivala je na upad donosnosti tako na trgu državnih, kot tudi kritih in nezavarovanih obveznic. Izboljšalo se je tudi razpoloženje na delniških trgih. Po drugi strani je bil odziv na pogoje financiranja gospodarstva mešan, v nekaterih primerih morda celo nezadovoljiv. To je v določeni meri sicer tudi posledica zmanjšanja povpraševanja po kreditih tako s strani podjetij kot tudi gospodinjstev, kar kaže na precej zaskrbljujoče stanje v gospodarstvu. Poleg tega so nekateri ukrepi na dolgi rok lahko tipanje v neznanu, saj precej spreminjajo strukturo delovanja EMU ter obnašanje institucij in držav znotraj evroobmočja (praktično neomejna likvidnost po zelo nizkih obrestnih merah, odkupovanje obveznic držav evroobmočja). Ob tem je potrebno poudariti, da je do sedaj večina ukrepov učinkovala le razmeroma kratek čas. Zdi se, da so bili, bolj kot reševanju krize, namenjeni kupovanju časa. S svojimi intervencijami lahko Evrosistem namreč le blaži posledice, ne more pa reševati strukturnih problemov evroobmočja, ki izvirajo predvsem iz ekonomske heterogenosti in institucionalne nedorečenosti znotraj EMU. Ključni problem se ves čas potiska v prihodnost, prav tako tudi ključne reforme in spremembe, ki bi razmere izboljšale na dolgi rok.

V trenutnih razmerah je prihodnost evroobmočja še vedno negotova. Pričakovanja se gibajo od razpada evroobmočja, preko obstanka evroobmočja v trenutni obliki, do večje integracije evroobmočja. Vsaka od teh treh alternativ ima seveda svoje prednosti in slabosti, nobene pa ne moremo popolnoma izključiti. Tako kot bodoči scenariji, se precej razlikujejo tudi potencialne rešitve krize. Nekateri avtorji poudarjajo nujnost prevzema vloge posojilodajalca v skrajni sili ECB, drugi vidijo rešitev v izdajanju skupnih evrskih obveznic, evropski politiki pa zaenkrat stavijo na karto strogih varčevalnih ukrepov. Ta metoda ima sicer precej pomanjkljivosti, saj vodi v znižanje potrošnje in gospodarsko nazadovanje držav. Na dolgi rok rešitev predstavlja vzpostavitev fiskalne unije, saj so slabosti monetarne unije brez

fiskalne povezanosti očitne. Vendar je to dolgoročen projekt, trenutne gospodarske razmere in stanje na finančnih trgih pa zahtevata takojšnje ukrepanje. Postavlja se tudi vprašanje ali so se evropske države trenutno sploh pripravljene odreči fiskalni suverenosti. Nenazadnje se je v najhujši krizi v dvom postavil tudi obstoj evra samega. Zdi se, da je "evropska zgodba" v tem obdobju izgubila veliko podpornikov. Gre namreč za pomembna vprašanja, za katere je potrebno veliko pogajanj, predvsem pa časa, katerega pa v trenutnih okoliščinah ni veliko. Kljub temu je pričakovati, da evropski politiki tudi v najhujši krizi ne bodo obupali in v "evropskem duhu" našli rešitve, ki bodo omogočile, da se ena najbolj uspešnih političnih zgodb v zadnjem času nadaljuje.

LITERATURA IN VIRI

1. Ahearn, R. J., Jackson, J. K., Mix, D. E., & Nelson, R. M. (2012). *The Future of the Eurozone and U.S. Interests*. Congressional Research Service, CRS Report for Congress n. 7-5700.
2. Aversani, R. G., Pascual, A. G., & Ribakova, E. (2007). *The Use of Mortgage Covered Bonds*. Washington: International Monetary Fund.
3. Babson Capital (2011). *European High Yield Bond Market*. London: Babson Capital White Paper November 2011.
4. Baldwin, R., & Wyplosz, C. (2003). *The Economics of European Integration*. McGraw-Hill Education. Berkshire.
5. Banka Slovenije (2008). Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije.
6. Banka Slovenije (2009). Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije.
7. Banka Slovenije (2010). Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije.
8. Banka Slovenije (2011). Letno poročilo Banke Slovenije. Ljubljana: Banka Slovenije.
9. Banka Slovenije (2012a). Kriteriji za uvedbo evra. Najdeno 1.marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=1278>.
10. Banka Slovenije (2012b). Izvajanje denarne politike. Najdeno 3. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=934>.
11. Barclays Capital (2012). *The 3y LTROs: Who and why?* *Euro money markets weekly*. London: Barclays Capital.
12. Beirne, J., Dalitz, L., Ejsing, J., Grothe, M., Manganelli, S., Monar, F., Sahel, B., Sušec, M., Tapking, J., & Vong, T. (2011). *The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets*. *ECB Occasional Paper Series, (122)*, 9-24.
13. Belke, A. (2010). *Driven by the markets? ECB Sovereign bond purchases and the Securities Markets Programme*. European Parliament. Economic and Monetary Affairs.
14. Bindseil, U., Weller, B., Wuertz, F. (2003). *Central Bank and Commercial Bank's Liquidity Management – What is the Relationship?* *Economic Notes Banca Monte dei Paschi di Siena*, 32 (1), 37-66.
15. Blundell-Wignall, A. (2012). *Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe*. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2011 (2), 1-23.
16. Chinn, M., & Frieden, J. A. (2012). *The Eurozone in crisis: Origins and Prospects*. *Working Paper Series No. 2012-001*, str. 1-21.
17. Credit Agricole (2012). *Will the ECB abandon the CBPP 2.0? Covered Bond Focus* (interno gradivo). Pariz: Credit Agricole.
18. De Grauwe, P. (2011). *Only a more active ECB can solve the euro crisis*. Bruselj: CEPS Policy Brief.
19. De Grauwe, P. (2012). *The European Central Bank has delegated its lender of last resort duty to panicky bankers who are the slaves of market sentiments*. Najdeno 30.

- junija 2012 na spletnem naslovu <http://blogs.lse.ac.uk/euoppblog/2012/03/09/ecb-lender-last-resor/>.
20. Detlef, A. (2012). Causes of the Sovereign Debt Crisis. Najdeno 3. Junij 2012 na spletnem naslovu <http://www.e-ir.info/2012/04/16/causes-of-the-sovereign-debt-crisis/>.
 21. Dolenc, P. (2001). Transmisijski mehanizem monetarne politike. *Naše gospodarstvo: Revija za aktualna gospodarska vprašanja*, str. 588-596.
 22. Drudi, F., Durre, A., & Mongelli, F. P. (2012). *The interplay of economic reforms and monetary policy. The case of Euro area*. ECB Working paper series no. 1467.
 23. ECB (2002). The liquidity management of the ECB. *ECB Monthly Bulletin*, 2002 (5), 41-52.
 24. ECB (2008a). *Mesečni bilten 10. obletnica ECB*. Frankfurt na Majni: Evropska centralna banka.
 25. ECB (2008b). *Letno poročilo ECB*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
 26. ECB (2009). *Letno poročilo ECB*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
 27. ECB (2010a). *Letno poročilo ECB*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
 28. ECB (2010b). *Decision of the European Central Bank establishing a securities market programme*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
 29. ECB (2011a). The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area. *General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*, 2011 (2), 1-88.
 30. ECB (2011b). *Monthly bulletin december*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
 31. ECB (2011c). *Letno poročilo ECB*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
 32. ECB (2012a). Monetary policy. Najdeno 7. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_001.en.html.
 33. ECB (2012b). Economic and Monetary Union (EMU). Najdeno 10. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.en.html>.
 34. ECB (2012c). *The Euro Area Bank Lending Survey, 2007 (4) – 2012 (4)*. Frankfurt am Main: ECB Press Release.
 35. ECB (2012d). *ECB Monetary developments in the euro area, 2007 (1) – 2012 (4)*. Frankfurt am Main: ECB Press Release.
 36. ECB (2012e). Instrumenti denarne politike. Najdeno 7. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_008.sl.html.
 37. ECB (2012f). ECB, ESCB and the Eurosystem. Najdeno 7. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/index.en.html>.
 38. Emmons, B., & Mierau, K. T. (2011). Covered Bonds: Strong Demand, New Regulations Create Global Momentum. *PIMCO Insight*. Najdeno 15. julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.pimco.com/EN/Insights/Pages/Covered-Bonds-Strong-Demand-New-Regulations-Crete-Global-Momentum.aspx>.
 39. European Banking Federation (2012). Euribor- EBF. Najdeno 15. junija 2012 na spletnem maslovu <http://www.euribor-ebf.eu/index.php?id=9>.

40. Evropska unija (2012). Evropska centralna banka. Najdeno 10. aprila 2012 na spletnem naslovu http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index_sl.htm.
41. Gerlach, S. (2010). *The Greek Sovereign Debt Crisis and ECB Policy*. Frankfurt am Main: Institute for Monetary and Financial Stability, University of Frankfurt & Centre of Economic Policy Research.
42. Giannone, D., Lenza, M., Pill, H., & Riechlin, L. (2011). Non-standard Policy Measures and Monetary Developments. *ECB Working Paper Series no. 1290*, 1-30.
43. Gonzales-Paramo, J- M. (2011). The ECB's monetary policy during the crisis. *Closing speech at the Tenth Economic Policy Conference*, str. 1-6. Malaga.
44. Gregorič, J. (2009). *Vpliv finančne krize 2007 na evropske države znotraj in zunaj evroobmočja-primera Slovenije in Madžarske* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Institute of Empirical Economic Research, Osnabruck University. (2012). *Euro Crisis Monitor*. Najdeno 18. oktobra 2012 na spletnem naslovu <http://www.eurocrisismonitor.com/index.htm>.
46. Kruger, M. (2012). *The Business Impact of a Greek Euro-Zone Exit*. *Dun & Brandstreet Special Report*, 1-11.
47. Lenza, M., Pill, H., & Reichlin, L. (2010). Monetary Policy in Exceptional Times. *ECB Working Paper Series no. 1253*, str. 1-35.
48. Linzert, T., Nautz, D., & Bindseil, U. (2004). The Longer Term Refinancing Operations of the ECB. *ECB Working Paper Series no. 359*, str. 1-44.
49. Mednarodni denarni sklad. (2012). The Quest for Lasting Stability. *Global Financial Stability Report*, str. 77-78.
50. Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51 (4), 657-665.
51. Nasarre-Aznar, S. (2004). *Securitization and Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonization in Europe*. Saffron Walden, Essex: Gostick Hall Publications.
52. Pettinger, T. (2011). Eurobonds Pros and Cons. Najdeno 5. Julija 2012 na spletnem naslovu <http://www.economicshelp.org/blog/3112/economics/eurobonds-pros-and-cons/>.
53. Pisani-Ferry, J., & Wolf, G. B. (2012). Propping up Europe? *Bruegel Policy Contribution*, 2012 (07), 1-12.
54. Podatkovna baza Bloomberg (program) (2012).
55. Podatkovna baza Eurostat (2012). Najdeno 1. maja 2012 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>.
56. Podatkovna baza Statistical Data Warehouse (2012). Najdeno 1. maja 2012 na spletnem naslovu <http://sdw.ecb.europa.eu/>.
57. Ribnikar, I. (2003). *Monetarna ekonomija 1*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
58. Ritter, S. L., Silber, L. W., & Udell, F. G. (2000). *Principles of Money, Banking and Financial Markets (10th ed.)* Boston: Addison Wesley Longman.

59. Ritonja, T., & Snoj, A. (2011). *Eonia in kratkoročne obrestne mere*. *Bančni vestnik*, (50) 5, 11-16.
60. Scheller, H. K. (2006). *Evropska centralna banka: zgodovina, vloga in naloge*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
61. Sen, N. (2012). Despite LTRO Quick Fix, European Banks Have Same Old Problems. Najdeno 15. julija 2012 na spletnem naslovu: <http://www.institutionalinvestor.com/article.aspx?articleID=3009325>.
62. Snoj, A., & Lenarčič, Č. (2012). *Vpliv triletnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja na finančne trge*. *Bančni vestnik*, (60) 6, 15-23.
63. Trichet, J-C. (2009a). *The financial crisis and the response of the ECB*. Frankfurt am Main: ECB Press Release.
64. Trichet, J-C. (2009b). *The crisis and its lessons*. Frankfurt am Main: ECB Press Release.
65. Urad vlade za komuniciranje, Banka Slovenije, & Gospodarska zbornica Slovenije (2007). *Kronološki pregled razvoja EMU*. Najdeno 14. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.evro.si/o-evru/razvoj-emu/kronoloski-pregled/>.
66. Voss, J. (2012). *European Sovereign Debt Crisis: Overview, Analysis, and Timeline of Major Events*. Najdeno 7. marca 2012 na spletnem naslovu <http://blogs.cfainstitute.org/investor/2011/11/21/european-sovereign-debt-crisis-overview-analysis-and-timeline-of-major-events/>.
67. Zbašnik, M., & Ritonja, T. (2009). *Osnove finančnih instrumentov*. Najdeno 5. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.viaserver.net/forex/webster10/data/files/1-Zbasnik.pdf>.
68. Weil, C. (2011). *Chronology of the sovereign debt crisis*. Frankfurt am Main: Commerzbank Economic Insight.