

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

GORAZD JAKŠE

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**EVROPSKA CENTRALNA BANKA IN AMERIŠKI FEDERALNI REZERVNI
SISTEM: PRIMERJAVA ORGANIZIRANOSTI IN NAČINA DELOVANJA**

LJUBLJANA, DECEMBER 2007

GORAZD JAKŠE

I Z J A V A

Študent Gorazd Jakše izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom rednega profesorja dr. Ivana Ribnikarja in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1 UVOD	1
1.1 OPREDELITEV PODROČJA RAZISKOVANJA IN ORIS PROBLEMATIKE	1
1.2 NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA	4
1.3 OPREDELITEV METOD DELA	4
1.4 KRATEK OPIS VSEBINE POGLAVIJ MAGISTRSKEGA DELA.....	4
2 PREDSTAVITEV AMERIŠKEGA FEDERALNEGA REZERVNEGA SISTEMA	6
2.1 ZGODOVINSKO OZADJE FEDERALNEGA REZERVNEGA SISTEMA	6
2.1.1 Prva banka Združenih držav	6
2.1.2 Druga banka Združenih držav.....	7
2.1.3 Obdobje svobodnega bančništva (1836-1863)	7
2.1.4 Državljska vojna (1861-1865) in začetek konca svobodnega bančništva	8
2.1.5 Obdobje zelenohrbtnikov	9
2.2 ORGANIZACIJSKA STRUKTURA FEDERALNEGA REZERVNEGA SISTEMA - EVOLUCIJSKI PROCES	10
2.3 SEDANJA STRUKTURA IN ORGANIZACIJA FEDERALNEGA REZERVNEGA SISTEMA.....	13
2.3.1 Odbor guvernerjev.....	13
2.3.2 Federalne rezervne banke	14
2.3.3 Banke članice	15
2.3.4 Depozitne institucije, ki niso članice.....	15
2.3.5 Federalni komite za operacije na odprtem trgu-FOMC	15
2.3.5.1 Potek sestankov FOMC-a	16
2.3.6 Federalni svetovalni svet	16
2.3.7 Potrošniški svetovalni svet	17
2.3.8 Svetovalni svet hranilnic	17
2.3.9 Osebjje Fed-a	17
2.4 PRAVNA OSNOVA DELOVANJA FED-a.....	17
2.4.1 Zakon o Fed-u (Federal Reserve Act of 1913)	17
2.4.2 Bančna zakona iz let 1933 in 1935 (Banking Acts of 1933 and 1935).....	18
2.4.3 Zakon o zaposlenosti (Employment Act of 1946) in Zakon o polni zaposlenosti in uravnoteženi rasti (Full Employment and Balanced Growth Act of 1978 alias Humphrey–Hawkins Act)	18
2.4.4 Sporazum med Fed-om in Ministrstvom za finance (The FED-Treasury Accord of 1951)	19
2.4.5 Zakon o deregulaciji depozitnih institucij in denarnem nadzoru (Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act-DIDMCA of 1980)	19
2.4.6 Zakon o finančnih institucijah (Financial Institutions Act of 1982).....	20
2.4.7 Zakon o reformi Agencije za zavarovanje vlog (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991)	20
2.4.8 Gramm-Leach-Bliley-ev zakon iz leta 1999.....	20
2.5 SESTAVA KONSOLIDIRANE BILANCE STANJA FED-a.....	21
2.5.1 Aktiva Fed-a	21
2.5.2 Pasiva in kapital Fed-a.....	21
2.6 VLOGE AMERIŠKE CENTRALNE BANKE.....	22
2.6.1 Fed kot nacionalna denarna oblast	22
2.6.2 Fed kot fiskalni agent	22
2.6.3 Posojilodajalec v skrajni sili	22

2.6.4	Fed kot skrbnik plačilnega sistema	23
2.6.5	Zvezna finančna varnostna mreža (Federal financial safety net).....	23
2.7	CILJI, NEODVISNOST, RAZVIDNOST IN ODGOVORNOST	24
2.7.1	Glavni statutni cilji Fed-a in njihova razlaga.....	24
2.7.2	Konfliktnost ciljev.....	26
2.7.3	Neodvisnost ameriške centralne banke	26
2.7.3.1	Institucionalna neodvisnost.....	26
2.7.3.2	Operativna neodvisnost	27
2.7.3.3	Osebna neodvisnost.....	28
2.7.4	Kratka analiza pritiskov na denarno politiko	28
2.7.5	Razvidnost (transparentnost) delovanja	30
2.7.6	Odgovornost (Accountability)	31
2.8	DENARNA POLITIKA: STRATEGIJA, INSTRUMENTI IN DELOVANJE.....	31
2.8.1	Količina denarja kot bližnji cilj denarne politike.....	32
2.8.2	Inflacija kot bližnji cilj denarne politike	33
2.8.3	Devizni tečaj kot bližnji cilj denarne politike.....	33
2.8.4	Nominalni dohodek kot bližnji cilj denarne politike.....	34
2.8.5	Pregled strategij denarne politike Fed-a skozi čas	36
2.8.5.1	Ponudba in povpraševanje po bančnih rezervah	36
2.8.5.2	Obdobje od 1975-1978: denarni agregati kombinirani s ciljno obrestno mero federalnih rezerv	37
2.8.5.3	Obdobje od 1979-1989: denarni agregati kombinirani s ciljanjem nesposojenih rezerv (1979-1982) ter s ciljanjem sposojenih rezerv (1983-1989).....	37
2.8.5.4	Obdobje od 1990 naprej: uporaba in analiza množice ekonomskih in finančnih spremenljivk z obrestno mero federalnih rezerv kot operativnim ciljem	38
2.8.5.5	Taylorjevo pravilo in denarna politika Fed-a.....	39
2.8.6	Glavni instrumenti delovanja Fed-a	40
2.8.6.1	Posli začasnega nakupa vrednostnih papirjev.....	40
2.8.6.2	Vzajemne prodajno-nakupne transakcije.....	41
2.8.6.3	Neposredni nakupi in prodaje	41
2.8.6.4	Diskontna stopnja	42
2.8.6.5	Obvezne rezerve.....	43
2.8.6.6	Ostali instrumenti izvajanja denarne politike	43
3	PREDSTAVITEV EVROPSKE CENTRALNE BANKE.....	44
3.1	ZGODOVINSKO OZADJE EVROPSKE CENTRALNE BANKE (ECB).....	44
3.2	REALIZACIJA EMU-JA IN UVEDBA EVRA	47
3.2.1	Prva stopnja EMU-ja	47
3.2.2	Druga stopnja EMU-ja	47
3.2.3	Tretja stopnja EMU-ja.....	48
3.3	PRAVNA OSNOVA DELOVANJA ECB-ja IN EMU-ja.....	49
3.4	ECB, ESCB IN EVROSISTEM	50
3.4.1	ESCB in Evrosistem kot temeljna povezava med ECB-jem in nacionalnimi centralnimi bankami.....	50
3.4.2	ECB kot specializirana organizacija v okviru zakonodaje Skupnosti.....	50
3.4.3	Institucionalni status ECB-ja	51
3.4.4	Centralne banke evroobmočja kot sestavni del Evrosistema.....	51
3.4.5	Centralne banke držav članic EU-ja, ki ne sodelujejo v Evrosistemu	51
3.4.6	Osnovne institucionalne značilnosti ECB-ja, ESCB-ja in Evrosistema.....	52
3.4.7	Vloga ECB-ja v Evrosistemu.....	52
3.4.8	Organi odločanja (upravljavski organi) v ECB-ju	53

3.4.8.1 Svet ECB	53
3.4.8.1.1 Pristojnosti Sveta ECB-ja	53
3.4.8.1.2 Sestanki Sveta ECB-ja in zaupnost zapisnikov.....	54
3.4.8.2 Izvršilni odbor ECB-ja.....	54
3.4.8.2.1 Obveznosti izvršilnega odbora.....	54
3.4.8.3 Razširjeni svet ECB-ja.....	55
3.4.9 Dohodek ECB-ja	55
3.4.10 Devizne rezerve ECB-ja	56
3.5 GLAVNI STATUTNI CILJI ESCB-ja IN NJIHOVA RAZLAGA	57
3.5.1 Podpora splošnim gospodarskim politikam.....	57
3.6 NEODVISNOST ECB-ja	60
3.6.1 Institucionalna neodvisnost	60
3.6.2 Operativna neodvisnost	60
3.6.3 Osebna neodvisnost.....	62
3.6.4 Razvidnost (transparentnost) delovanja	62
3.6.5 Odgovornost (Accountability)	63
3.7 DENARNA POLITIKA: STRATEGIJA, INSTRUMENTI IN DELOVANJE.....	64
3.7.1 Strategija denarne politike Evrosistema	64
3.7.1.1 Prvi steber: referenčna denarna vrednost.....	64
3.7.1.1.1 Širši denarni agregat M3.....	65
3.7.1.2 Drugi steber: analiza številnih ekonomskih in finančnih spremenljivk	66
3.7.2 Instrumenti denarne politike ECB-ja ali Evrosistema.....	68
3.7.2.1 Operacije ali posli na odprtem trgu.....	69
3.7.2.2 Odprte možnosti bank zadolžiti se pri centralni banki ali pri njej naložiti odvečni (primarni) denar (standing facilities)	71
3.7.2.3 Obvezne ali najmanjše rezerve bank (minimum reserves).....	72
3.7.3 Poslovanje s tujino (External operations).....	74
3.7.3.1 Devizne operacije	74
3.7.3.2 Upravljanje deviznih rezerv	75
3.7.4 Plačilni in klirinški sistemi	75
3.8 SESTAVA KONSOLIDIRANE BILANCE STANJA EVROSISTEMA.....	76
3.8.1 Aktiva bilance stanja Evrosistema	76
3.8.2 Pasiva in kapital bilance stanja Evrosistema	76
3.9 IZVAJANJE DENARNE POLITIKE V PRVIH LETIH DELOVANJA ESCB-ja.....	77
3.9.1 Pomembni dogodki v vodenju denarne politike	77
3.10 MOŽNE TEŽAVE V DELOVANJU EMU-ja TER PREDLAGANE REŠITVE	79
4 PRIMERJAVA OBEH CENTRALNIH BANK.....	81
4.1 ORGANI ODLOČANJA V CENTRALNIH BANKAH: KDO POSTAVLJA VODILNE LJUDI	81
4.2 RAZLIKE V BLIŽNJIH IN KONČNIH CILJIH (TARGET IN GOALS) DENARNE POLITIKE.....	82
4.3 TRANSMISIJSKI MEHANIZEM.....	85
4.4 ODGOVORNOST (KOMU ODGOVARJA)	88
4.5 TRANSPARENTNOST (RAZVIDNOST) DELOVANJA.....	89
4.6 NAKLONJENOST GOSPODARSKI RASTI	89
4.7 PRIMERJAVA STANJ NA TRGIH DELA V EVROOBMOČJU IN ZDA.....	94
4.8 PRIMERJAVA NEODVISNOSTI CENTRALNIH BANK.....	96
4.9 KONVERGENCA CEN V EVROOBMOČJU IN ZDA	98
4.10 GOSPODARSKA IN FINANČNA PREPLETENOST GOSPODARSTEV ZDA IN EVROOBMOČJA	98

4.11 NADZORNA VLOGA FED-a IN ECB-ja.....	100
5 ZAKLJUČEK	104
6 LITERATURA	107
7 VIRI.....	110
SLOVAR PREVODOV ANGLEŠKIH IZRAZOV	
SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC	
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Delež ZDA in evroobmočja v agregiranem BDP-ju, izvozu blaga in storitev ter prebivalstvu sveta in razvitih držav v letu 2006 (v %)	1
Tabela 2: Instrumenti denarne politike Evrosistema	73
Tabela 3: Ocenjeni odziv spremembe v inflacijskih pričakovanjih na spremembo v realizirani inflaciji v % na letni ravni (standardne napake so v oklepajih)	83
Tabela 4: Vpliv spremembe izbranih spremenljivk na inflacijo in rast BDP-ja v evroobmočju v % na letni ravni (ocene ECB)	86
Tabela 5: Primerjava stopenj brezposelnosti v ZDA, evroobmočju in državah članicah evroobmočja v letih 1999 do 2006 (v % delovne sile)	95
Tabela 6: Povzetek institucionalnih značilnosti Evropske centralne banke/Evrosistema ter ameriškega Fed-a	101

KAZALO SLIK

Slika 1: Gibanje efektivne obrestne mere federalnih rezerv v obdobju od januarja 1999 do septembra 2007 v ZDA.....	41
Slika 2: Gibanje deviznega tečaja \$/€ v obdobju od januarja 1999 do septembra 2007.....	61
Slika 3: Strategija denarne politike ECB-ja, temelječa na dveh stebrih.....	68
Slika 4: Gibanje ključnih obrestnih mer Evropske centralne banke med 28. junijem 2000 in 13. junijem 2007 (v % na letni ravni).....	72
Slika 5: Rast cen življenjskih potrebščin v ZDA in evroobmočju med leti 2001 in 2006 (v %).	84
Slika 6: Gibanje letne obrestne mere za zakladne menice z dospelostjo 10 let v ZDA v obdobju od januarja 1999 do septembra 2007.....	99

1 UVOD

1.1 OPREDELITEV PODROČJA RAZISKOVANJA IN ORIS PROBLEMATIKE

Trenutno najmočnejši ekonomski sili na svetu sta gospodarstvi Združenih držav Amerike in Evropske unije. Prebivalstvo prve je v letu 2006 preseglo 300 milijonov, v Evropski uniji pa se je z vključitvijo Romunije in Bolgarije na začetku leta 2007 povečalo na skoraj 487 milijonov.

Še bolj pomembni so gospodarski podatki. BDP, merjen s pariteto kupne moči, je v letu 2006 v Evropski uniji znašal 12.820 milijard USD, BDP na prebivalca 29.300 USD, v ZDA je BDP znašal 12.980 milijard USD, BDP na prebivalca pa 43.500 USD.

Uvoz Evropske unije predstavlja 11,43 % njenega BDP-ja (merjenega s pariteto kupne moči v letu 2005), izvoz pa 10,37 % BDP-ja, najpomembnejši trgovinski partner pa so ZDA. Uvoz ZDA predstavlja 14,40 % njenega BDP-ja (merjenega s pariteto kupne moči v letu 2005), izvoz pa 7,89 % BDP-ja. Evropska unija predstavlja pomembnega trgovinskega partnerja Združenih držav Amerike (CIA, The World Factbook 2007, 2007). Pomen ZDA in evroobmočja (del EU-ja) v svetu in v skupini razvitih držav je predstavljen v tabeli 1:

Tabela 1: Delež ZDA in evroobmočja v agregiranem BDP-ju, izvozu blaga in storitev ter prebivalstvu sveta in razvitih držav v letu 2006 (v %)

	Število držav	BDP		Izvoz blaga in storitev		Prebivalstvo	
		Razvite države	Svet	Razvite države	Svet	Razvite države	Svet
Razvite države ¹	30	100,0	52,0	100,0	67,7	100,0	15,3
ZDA	1	37,8	19,7	14,6	9,8	30,7	4,7
Evroobmočje	13	28,2	14,7	42,8	28,7	32,2	4,9

Vir: World Economic Outlook Database, 2007, str. 209

Del držav Evropske unije (11 od sedanjih 27 držav) je leta 1999 oblikovalo Ekonomsko in denarno unijo (EMU), ki predstavlja ekonomsko jedro Evropske unije. Kasneje sta se pridružili še dve članici Evropske unije. V tem gospodarskem prostoru je bila uvedena tudi enotna valuta evro, ki je še pospešila gospodarsko integracijo tega področja, k cilju vstopa v

¹ V skupino razvitih držav spadajo: Avstralija, Avstrija, Belgija, Ciper, Danska, Finska, Francija, Nemčija, Grčija, Hong Kong (del Kitajske), Islandija, Irska, Izrael, Italija, Japonska, Južna Koreja, Kanada, Luksemburg, Nizozemska, Nova Zelandija, Norveška, Portugalska, Singapur, Slovenija, Španija, Švedska, Švica, Tajvan (kitajska provinca), Velika Britanija in Združene države Amerike.

Ekonomsko in denarno unijo in uvedbi evra pa se postopoma približuje tudi preostalih 14 članic, čeprav nekatere (zlasti Velika Britanija) verjetno še dolgo ne bodo članice tega kluba.

Ekonomski pomen Ekonomske in denarne unije v svetu je pomemben, saj njen delež BDP-ja vrednotenega po pariteti kupne moči v svetovnem BDP-ju v letu 2006 predstavlja 14,7 % (delež ZDA je 19,7 %), valuta evro pa je poleg ameriškega dolarja postala najpomembnejša svetovna valuta (IMF, World Economic Outlook Database, 2007). To sta razloga, da v tem magistrskem delu predstavljam dve instituciji, ki igrata zelo pomembno vlogo v ZDA in Ekonomski in denarni uniji oziroma evroobmočju; v dveh območjih, ki sta gospodarsko in finančno močno povezani.

Omenjeni instituciji sta ameriška centralna banka Federalni rezervni sistem² oziroma Fed in Evropska centralna banka. Z vodenjem denarne politike v svojih gospodarskih področjih vplivata na pomembno denarno spremenljivko, to je obrestno mero, ki ima vpliv na mnogo realnih gospodarskih kazalcev v ZDA in evroobmočju, med drugim na gospodarsko rast in brezposelnost. Z doseganjem cenovne stabilnosti centralni banki prispevata k ohranjanju kupne moči prebivalstva, ki ob gospodarski rasti vodi k višanju standarda oziroma blagostanja prebivalcev. Z uravnavanjem deviznega tečaja ameriškega dolarja oziroma evra lahko vplivata na trgovinske tokove med državama oziroma na tokove s preostalim svetom.

Evropa je zlasti zaradi izkušenj s hudimi gospodarskimi posledicami hiperinflacije v Nemčiji po prvi svetovni vojni stremela k cenovni stabilnosti, katere glavni porok po drugi svetovni vojni je bila nemška centralna banka Bundesbank, ki je precej svojih karakteristik prenesla na novo Evropsko centralno banko.

V ZDA je bila zlasti po veliki depresiji leta 1929, ko je brezposelnost vrtoglavo narasla, v glavah politikov (predsednika ZDA, kongresnikov) predvsem gospodarska rast, ki bo zagotovila večjo zaposlenost in naraščanje standarda prebivalcev. Po drugi svetovni vojni je v delovanju Fed-a zaradi zakonske podlage zaslediti močno prizadevanje za gospodarsko rast, v sedemdesetih letih pa so bile ZDA soočene z relativno visoko inflacijo, kar je privedlo do dejstva, da sta najpomembnejša med vsemi cilji končna cilja vzdržne stopnje rasti proizvoda in cenovne stabilnosti. Cenovna stabilnost je seveda povezana z denarjem, tem vseobsegajočim pojmom, ki tako radikalno in usodno vpliva na življenje slehernika.

Iluzija denarja je univerzalna in starodavna, navzoča v vsaki transakciji in nujno potrebna v vsaki menjavi. Denar je ničvreden, če vanj ne verjamejo vsi. Kupec ne bi mogel ponuditi koščka papirja prodajalcu v zameno za realno blago, če prodajalec ne bi verjel v njegovo vrednost. Množična iluzija je stara kot kovanci iz kamna, morske školjke, živina, tobak, svetleča minerala, kot sta srebro in zlato, celo papir ali pa samo številke v računovodskih

² V magistrskem delu za poimenovanje ameriške centralne banke namesto izraza Federalni rezervni sistem večinoma uporabljam izraz Fed, v primeru ključne obrestne mere ameriške centralne banke pa uporabljam izraz obrestna mera federalnih rezerv.

knjigah, skratka moč, ki se je v vsaki družbi skozi zgodovino dodelila objektu, ki se ga je obravnavalo kot denar. Razvoj denarja je zgodovinsko oklevajoč proces, v katerem so družbe omahljivo prenašale svojo vero v denar iz enega predmeta ali živali na drugega. Z vsakim korakom se je oddaljevala realna vrednost predmeta in se približevala čisti abstrakciji. Z odpravo zlatega standarda v sedemdesetih letih dvajsetega stoletja je denar zamenjal vlogo: iz blagovnega denarja (commodity money) se je spremenil v zastopstven denar (representative money), zgubil je sidro in omejitve rasti, »ladjo« je brez sidra lahko razbilo na čereh, skratka, z denarjem je bilo potrebno bolj natančno upravljati. Pravo vrednost denarja določajo zmotljivi ljudje, ki vodijo denarno politiko v centralnih bankah (Greider, 1989, str. 226-229).

Večina centralnih bank ima cenovno stabilnost za enega od ciljev ali pa celo za edini cilj, ki ga je potrebno doseči in ohranjati. Zakaj je cenovna stabilnost tako bistvena oziroma kakšni so makroekonomski stroški inflacije? Glavna prednost doseganja cenovne stabilnosti je zagotavljanje dolgoročnih makroekonomskih koristi. Nekatere od teh so našteje v naslednjem odstavku.

Makroekonomska korist doseganja cenovne stabilnosti, ki je običajno opredeljena kot nizka stopnja inflacije, je v tem, da omogoča gospodinjstvom in podjetjem sprejemanje ekonomskih odločitev na podlagi bolj zanesljivih informacij, saj lažje ločijo premike v relativnih cenah od premikov v splošnem indeksu cen. Ker so odločitve o proizvodnji, investiranju, potrošnji in varčevanju utemeljene na podlagi gibanj relativnih cen, povzročijo visoke stopnje inflacije pri ekonomskih agentih zmedo, saj le-ti pogosto zamešajo absolutne spremembe cen z relativnimi. Posledično se zgodi neučinkovita razporeditev virov, kar na dolgi rok zmanjša ekonomsko blaginjo.

Makroekonomski strošek obstoja inflacije je posledica premosorazmernosti med stopnjo inflacije in realno obrestno mero. Ker imajo gospodarstva z visoko stopnjo inflacije tudi višjo variabilnost v stopnjah inflacije, je realna obrestna mera, ki vključuje tudi premijo za tveganje (le-ta kompenzira negotovost zaradi višje variabilnosti inflacijskih stopenj), višja ob višji inflacijski stopnji. Dolgoročna posledica inflacijskega okolja je višja realna obrestna mera, nižji fond (stock) kapitala ter posledično nižji BDP na prebivalca.

Makroekonomski koristi, povezani z nizko stopnjo inflacije, sta odprava tim. stroškov menjav in stroškov obrabe čevljev, saj prvi nastajajo v podjetjih, ki morajo zaradi inflacije stalno spreminjati cenike, drugi pa nastanejo v gospodinjstvih in podjetjih, ki zaradi visokih oportunitetnih stroškov držanja gotovine porabijo veliko časa in energije v iskanju alternativnih naložb denarja, v katerih bi le-ta izgubil najmanj vrednosti (Apel, 2003, str. 29-30).

S primerjavo Evropske centralne banke in ameriškega Fed-a želim pokazati, kako pomembno je doseganje tako cenovne stabilnosti, ki je glavna skrb Evropske centralne banke (Scheller, 2004, str. 45), kot tudi primerne gospodarske rasti, ki je močno zastopana v prioritetah Fed-a

(Apel, 2003, str. 31-32). Čeprav je ena od opredelitev centralne banke, da gre za finančno institucijo, ki regulira in nadzoruje ponudbo denarja v državi s ciljem doseganja gospodarske rasti brez inflacije, pa gre seveda pri doseganju teh dveh ciljev mnogokrat za barantanje (trade-off), saj je oba hkrati težko dosegati (Mishkin, 2001, str. 454-458).

1.2 NAMEN IN CILJ MAGISTRSKEGA DELA

Namen mojega dela je, da predstavim svetovno najpomembnejši centralni banki, njuno zgodovino, ki pogojuje današnjo organiziranost in način delovanja ter njun odnos do drugih subjektov v družbi, predvsem do političnih organov, ki lahko v določeni meri vplivajo na bodoče delovanje obeh institucij in na njuno stopnjo neodvisnosti.

V magistrskem delu so prikazane temeljne značilnosti organiziranosti in delovanja ameriške in evropske centralne banke. Cilj dela je analizirati podobnosti ter predvsem razlike, ki se kažejo v odnosu do gospodarske rasti, transparentnosti delovanja, različnih ciljev denarne politike in posledično uporabi različnih instrumentov pri vodenju denarne politike.

Cilj dela je tudi pokazati, da je ameriška centralna banka manj osredotočena na doseganje cenovne stabilnosti kot evropska centralna banka, saj prva posveča veliko pozornosti doseganju več ciljev, med katerimi ima zelo pomembno mesto doseganje visoke gospodarske rasti v nasprotju z evropsko centralno banko, katere prvi in najpomembnejši cilj je doseganje cenovne stabilnosti.

1.3 OPREDELITEV METOD DELA

Metode dela, ki so bile uporabljene pri izdelavi magistrskega dela, temeljijo predvsem na proučevanju teoretične podlage o zgodovini, organiziranosti in delovanju ameriške ter evropske centralne banke.

Pri izbiri metodološkega dela sem se naslonil na strokovno literaturo tujih in domačih avtorjev, vire, prispevke in članke, ki obravnavajo zgoraj navedeno problematiko, hkrati pa vključil tudi lastno znanje, pridobljeno med študijem na magistrskem programu ter splošno informiranost v zvezi s političnim in ekonomskim dogajanjem v svetu v obdobju globalizacije, tega protislovnega fenomena hkratnega sodelovanja in podrejanja.

1.4 KRATEK OPIS VSEBINE POGlavIJ MAGISTRSKEGA DELA

Magistrsko nalogo sem razdelil na sedem temeljnih poglavij. V prvem poglavju opredeljujem problem, namen in cilj dela ter metode preučevanja in zasnovo dela.

Da bi razumeli sedanji način delovanja posamezne institucije, je potrebno poznati zgodovino, ki je pripeljala do nastanka le-te. Zato sem na začetku drugega dela magistrskega dela, v

katerem predstavljam ameriški Fed, najprej orisal njegovo zgodovinsko ozadje. Nadaljeval sem z organizacijsko strukturo, pravno podlago za delovanje, sestavo konsolidirane bilance stanja Fed-a, cilji delovanja, načini doseganja le-teh preko instrumentov denarne politike, neodvisnostjo ter razvidnostjo in odgovornostjo v izvajanju denarne politike.

V tretjem delu magistrske naloge sledi podobna predstavitev Evropske centralne banke, njeno zgodovinsko ozadje, pravna osnova, organiziranost, cilji delovanja, instrumenti vodenja denarne politike, pogled na neodvisnost, odgovornost in razvidnost v zagotavljanju temeljnega cilja, to je doseganju cenovne stabilnosti ter sestava konsolidirane bilance stanja Evropske centralne banke.

V četrtem delu magistrskega dela je narejen povzetek temeljnih razlik in podobnosti v delovanju obeh v svetu najpomembnejših centralnih bank. Osredotočil sem se na institucije, ki postavljajo organe centralnih bank in s tem posredno tudi določajo, kako je opredeljena odgovornost in neodvisnost le-teh, osvetlil sem razlike v ciljih denarne politike, preveril, kako denarna politika vpliva na gospodarstvu ZDA in evroobmočja skozi transmisijske mehanizme, kritično ocenil transparentnost oziroma razvidnost ter odgovornost delovanja. Posvetil sem se odnosu obeh centralnih bank do gospodarske rasti, primerjal stanji na trgih dela v obeh območjih ter stopnji neodvisnosti obeh centralnih bank, pokazal razlike v konvergencah cen v ZDA in evroobmočju. Poudaril sem finančno in gospodarsko prepletenost gospodarstev ZDA in evroobmočja ter na koncu primerjal nadzorni vlogi obeh centralnih bank.

V petem delu, to je v zaključku magistrskega dela, so prikazani sklepi in ugotovitve, do katerih sem prišel med izdelavo magistrske naloge.

V šestem in sedmem poglavju je podana uporabljena literatura in viri.

V delu sem uporabljal tudi kratice institucij, ki jih obravnavam. Vse kratice sem predstavil in razjasnil na koncu dela. Poleg tega so v delu zaradi boljšega razumevanja teksta in lažjega primerjanja s tujo literaturo večkrat navedeni tudi angleški izrazi uporabljenih pojmov, saj sem bil pri prevajanju tuje literature večkrat soočen z dilemo, kako izraz posloveniti.

2 PREDSTAVITEV AMERIŠKEGA FEDERALNEGA REZERVNEGA SISTEMA

2.1 ZGODOVINSKO OZADJE FEDERALNEGA REZERVNEGA SISTEMA

V zgodovini ZDA je bilo vedno prisotno nezaupanje do centralizirane oblasti (do zveznih oblasti), ki so določale tok življenja v posameznih zveznih državah ter pobirale davke, še posebej pa do centralne banke. Začetnik tega gibanja je Thomas Jefferson (predsednik ZDA od leta 1801-1809), ki je nasprotoval temeljnemu načelom centralizacije oblasti. Ideja, da bi se ustanovila centralizirana narodna izdajateljska banka, je bila dolgo časa jabolko spora. Sama ustava ZDA ni predvidevala ustanovitve centralne banke (Apel, 2003, str. 17). Gibanje Jeffersona, ki so ga podpirali predvsem privrženci kmetijstva, je bilo na splošno proti močni vlogi bank, saj so se bali razraščanja zvezne moči. Skeptični so bili glede bank in papirnatega denarja, ki ga niso izenačevali s kapitalom. Banke so povezovali z oderuštvom, odvajanjem sredstev iz kmetijstva, špekulacijami in izvozom denarja in žlahtnih kovin iz države.

Na drugi strani so bili privrženci industrije in trgovine, ki so bili prepričani, da je nacionalna banka, ki bi ustvarila denar, nujno potrebna, saj bi le-ta pomagala vladi pri posojanju ter omogočila njeno fiskalno funkcijo (plačilo in pobiranje davkov). Vse to bi prispevalo k napredku gospodarstva (Kunst, 1984, str. 3). V obdobju od konca osemnajstega stoletja in v prvem delu devetnajstega stoletja sta bila v ZDA narejena dva poskusa ustanovitve centralne banke z namenom stabiliziranja privatnega bančnega sistema.

2.1.1 Prva banka Združenih držav

Kongres je leta 1791 na predlog finančnega ministra Alexandra Hamiltona za 20 let odobril ustanovno listino Prve banke Združenih držav (First Bank of the United States). Banka je dajala posojila in opravljala diskontne posle ob obrestni meri do 6 %, sprejemala vloge in izdajala bankovce. Njeni dolgovi z bankovci vred niso smeli preseči kapitala, poleg tega pa ji je bil prepovedan nakup nepremičnin ali delnic. Lahko je nadzirala državne banke, ki so kreditirale zasebni sektor in izdajale bankovce. S povečevanjem ali zmanjševanjem posojil državnim bankam je vplivala na njihove rezerve, poleg tega pa je kupovala in prodajala bankovce državnih bank in s tem vplivala na količino zlata ali srebra v teh bankah, ki je služila kot rezerva za izdane bankovce. Prva banka Združenih držav je bila dobičkonosna (povprečni donos je bil 8 % letno), vendar je leta 1811, ko bi bilo potrebno podaljšati ustanovno listino, kongres to odklonil. Eden od najpomembnejših razlogov za zavrnitev podaljšanja je bilo dejstvo, da so lastniki dela banke postali tujci, kar pa je pomenilo grožnjo neodvisnosti ameriškega gospodarstva. Ko te banke ni bilo več, so vlade posameznih zveznih držav začele izdajati ustanovne listine državnih bank.³ Pri prevelikih navalih vlagateljev

³ V ZDA obstajata dve vrsti bank: državne banke, ki so ustanovljene z ustanovnimi listinami posameznih zveznih držav, in nacionalne banke, ki pridobijo zvezne ustanovne listine. Prve so podvržene zakonskim zahtevam posameznih držav, v katerih imajo sedež, nacionalne banke pa morajo izpolniti zahteve Fed-a (Kunst, 1984, str. 5).

zaradi zamenjave bankovcev v zlato, je tem bankam priskočila na pomoč zvezna zakladnica. Skupaj z zakladnico so te banke delovale kot centralna banka. Zlasti na podeželju je prihajalo do stečajev bank, ker le-te niso mogle hitro likvidirati svojih posojil. Njihovi kreditorji so bili v glavnem le imetniki njihovih bankovcev, vendar vlog pri njih niso imeli. Obstajala je tendenca prevelikega izdajanja bankovcev, kar je vodilo do inflacije (Kunst, 1984, str. 4).

2.1.2 Druga banka Združenih držav

Med ameriško-britansko vojno (1812-1815) je postalo jasno, da vlada ZDA v času krize zaradi nakopičenega javnega dolga v obliki vladnih obveznic in nestabilne in nezanesljive ponudbe denarja s strani državnih bank potrebuje centralno banko (Johnson, 1993, str. 168). Zaradi tega in dejstva, da je prihajalo do inflacijskih pritiskov, je leta 1816 zvezna vlada ustanovila Drugo banko Združenih držav (Second Bank of the United States), ki je nudila komercialne storitve gospodarstvu in opravljala vlogo centralne banke za bančni sistem. Podobno kot Prva banka je regulirala državne banke s kupovanjem in prodajo njihovih bankovcev in s spreminjanjem količine posojil, ki jim jih je odobrila ter s tem vzpodbujala ekspanzijo ali kontrakcijo denarnega trga. Bila je fiskalni agent, izdajala je bankovce in trgovala z menicami in na ta način vplivala na količino denarja v obtoku (Narat, 1992, str. 3). Njen kapital je znašal 35 mio \$, vrednost izdanih bankovcev pa ni smela preseči vrednosti kapitala (Apel, 2003, str. 19). Druga banka je pridobila veliko moč in kmalu so se pojavile politične skupine, ki so ji očitale monopoliziranje ameriških financ. Čeprav je kongres leta 1832 podaljšal ustanovno listino Druge banke, je takratni ameriški predsednik Andrew Jackson vložil veto na kongresno odločitev in preprečil podaljšanje mandata banki, zakladnica pa je svoja sredstva iz Druge banke prenesla na državne banke. Tako je Druga banka prenehala obstajati leta 1836, ko se je iztekla prvotna ustanovna listina (Miller, 1993, str. 354-355).

2.1.3 Obdobje svobodnega bančništva (1836-1863)

Po prenehanju delovanja Druge banke se je močno razširilo svobodno bančništvo (free banking) in ustanavljanje državnih bank. Kdorkoli je lahko odprl banko, izdajal bankovce, sprejemal depozite in dajal posojila. Do leta 1863 je 1.600 državnih bank izdajalo svoje lastne bankovce. Čeprav so obstajala določena pravila delovanja (banke so morale imeti državne obveznice, bankovce so na zahtevo morale zamenjevati za zlato), pa so bile zahteve glede kapitalске ustreznosti bank in višine rezerv za bankovce in depozite premile. Zaradi tega in pa dejstva, da se je v gospodarstvu povečala količina zlata, ki je bilo sidro bankovcev, je sprva prišlo do pospešenega izdajanja bankovcev (ki mnogokrat niso bili več zamenljivi v zlato) in porasta inflacije, v 40. letih devetnajstega stoletja pa sta nastopili deflacija in huda recesija kot posledica propada mnogih bank in nezaupanja prebivalstva v bančni sistem.

2.1.4 Državljska vojna (1861-1865) in začetek konca svobodnega bančništva

Z začetkom državljanske vojne so ZDA razpadle na Zvezo severnih držav (Union) in Konfederacijo južnih držav (Confederacy). Valuti obeh območij sta bili podvrženi visoki inflaciji, v konfederaciji so bile razmere veliko težje. Leta 1863 je kongres Zveze severnih držav sprejel Nacionalni bančni zakon (National Banking Act), ki je vseboval naslednja pomembna določila:

1. Ustanavljanje podružnic v drugih zveznih državah ni bilo dovoljeno, razen za tiste državne banke, ki so se preoblikovale v nacionalne in so že imele nekaj podružnic v posamezni zvezni državi. Do leta 1905 je nastalo 56.000 nacionalnih bank, dovoljenje so dobile s strani novoustanovljenega nadzornika valute⁴ (Comptroller of the currency) (Apel, 2003, str. 20).
2. Določilo o obveznih rezervah za vloge je določalo, da morajo obvezne rezerve podeželskih bank biti bodisi v gotovini ali pa kot depoziti (v obliki zlata, zlatih certifikatov, zelenohrbtnikov (greenbacks) ali druge zakladne valute) v 47 bankah rezervnih mest (reserve-city banks), le-te pa so morale svojih 25 % rezerv držati v gotovini v bankah centralnih rezervnih mest (central reserve-city banks), to so bili New York, Chicago, St. Louis.
3. Z 10 % letnim davkom na bankovce državnih bank je bilo doseženo, da so le-ti postopoma izginili iz obtoka. Državne banke so se prilagodile in večinoma sprejemale le depozite, spodbujale pa so tudi negotovinsko poslovanje s čeki. Privilegij izdajanja bankovcev so pridobile nacionalne banke, ki so jih izdajale ob dajanju posojil in so bili enotne oblike, saj jih je tiskala zvezna vlada, na ta način se je ustvarila zvezna valuta.
4. Vsaka nacionalna banka je morala za vsakih izdanih 90 \$ bankovcev pri nadzorniku valute položiti 100 \$ v 2 % vladno obveznico; to je spodbujalo banke, da so posojila raje dajala v obliki depozitov kot pa bankovcev. Je pa to pripeljalo do resnih likvidnostnih težav v ZDA, saj banke svojih obveznosti (vlog) niso zmogle izplačati v bankovcih, temveč so jih izplačevale v zlatu oz. zelenohrbtnikih.
5. Nadzornik valute je določil omejitve glede kreditne aktivnosti nacionalnih bank z namenom, da se zagotovi njihova likvidnost in varnost, omogočeno pa je bilo redno preverjanje, ali se banke določil držijo.

Zgoraj opisani sistem rezerv pa je povzročil precej težav. Občasno so manjše podeželske banke iz večjih mestnih bank dvigale gotovino, da bi zadostile likvidnostnim potrebam svojih komitentov. Večje banke so zaradi posledičnega zmanjšanja rezerv zmanjšale svoj obseg posojil in s tem prispevale k splošni prenizki kreditni aktivnosti. Zaradi piramidne sestave

⁴ Nadzornik valute je institucija, ki je zadolžena za nadzor zasebnih bank z nacionalno ustanovno listino nacionalnih bank.

rezerv (glej točko 2 zgoraj) se je finančna kriza hitro širila skozi finančni sistem. V obstoječem sistemu ni bilo posojilodajalca v skrajni sili, ki bi priskrbel dodatna sredstva v obdobjih kreditnih krčenj in preprečil krize bančnega sistema. To je bil eden od razlogov, ki je v javnosti počasi začel spreminjati mnenje v prid centralni banki.

2.1.5 Obdobje zelenohrbtnikov

Med državljansko vojno je Zveza izdajala neodplačljiv papirnati denar, ki se je imenoval zelenohrbtniki; s tem je bil ukinjen zlati standard. Po vojni je bilo tri četrtine denarja v ZDA v obliki zelenohrbtnikov in drugih bankovcev, ki jih je izdala zvezna vlada. Ti bankovci naj bi bili začasna rešitev, saj se je Kongres ZDA ob njihovi uvedbi zavezal, da se jih bo po vojni vzelo iz obtoka, ponovno pa naj bi se uvedel zlati standard, vendar se to ni zgodilo. Še več, po bančni krizi leta 1873, ko je veliko ljudi izgubilo zaupanje v bankovce nacionalnih bank, se je okrepila agitacija za povečano izdajanje zelenohrbtnikov, kot politični kompromis pa je kongres sprejel zakon, ki je določal, da mora ostati izdana količina zveznih bankovcev nespremenjena in s tem odložil odpravo nacionalne valute. Leta 1875 je bil sprejet Zakon o ponovni vzpostavitvi zlatega standarda (Resumption Act of 1875), ki je določal, naj bi se le-ta uvedel leta 1879.

Posledično sta se oblikovala dva tabora, in sicer tabor »trdega denarja« ter tabor »mehkega denarja«. Pripadniki prvega tabora (predvsem bankirji in poslovneži z vzhoda ZDA) so podpirali ponovno uvedbo zlatega standarda in morebitno ukinitvev nacionalne valute, medtem ko so zagovorniki »mehkega denarja« (podjetniki in kmetje z zahoda države) lobirali za ekspanzijo izdajanja zelenohrbtnikov in proti uvedbi zlatega standarda. Leta 1876 so na volitvah zmagali republikanci, ki so bili zagovorniki »trdega denarja«, nasprotniki pa so oblikovali Gibanje za prosto kovanje srebrnega denarja (Free-silver movement), ki se je vključilo v širše ekonomsko gibanje imenovano Populizem. Glavni razlog za nastanek gibanja so bila obdobja deflacije v ZDA, ki so predvsem za zahodne kmete in ljudi, ki so si sposojali v bankah, pomenila nepričakovano povečanje njihovih realnih dolgov, zato so se seveda zavzemali za manj strogo denarno politiko in zmerno inflacijo. Največji uspeh gibanja je bil v letu 1890 sprejet Zakon o državnem papirnatem denarju (Treasury Note Act of 1890), ki je pooblastil zakladnico, da kupuje srebro, s katerim krije izdajo zveznih bankovcev. Gibanje za prosto kovanje srebrnega denarja ni zahtevalo odprave zlata kot osnove nacionalnega denarnega sistema, temveč se je zavzemalo za bimetalizem, to je za hkratno uporabo zlata in srebra kot sider nacionalnega denarja.

Splošnemu znižanju cen delnic v letih 1892 in 1893 je sledila finančna panika maja 1893 in posamezniki so pričeli kopičiti zaloge zlata, manj vredno srebro pa se je kopičilo v zakladnici, zato je kongres odpravil zahtevo, da le-ta za izdajo bankovcev kupuje srebro. Obdobju predsednika Theodorja Roosevelta je sledilo obdobje gospodarske ekspanzije. Vedno bolj je postajalo jasno, da so potrebne centralizirane odločitve v denarnem sektorju in na pobudo kongresa ter predsednika Roosevelta sta nastali dve študiji o centralni banki. Prva (Warburgov

načrt) je predlagala ustanovitev centralno-bančnega sistema, ki bi ga nadziralo 42 članov Odbora upravnikov (Board of Managers), in sicer finančni minister ZDA (Secretary of the Treasury), nadzornik valute, zakladnik, šest članov kongresa, dvajset predsednikov podružnic centralne banke, dvanajst članov, izbranih s strani bank delničark in stalno plačan guverner odbora, vsi z enoletnim mandatom. Druga (Fowlerjev načrt) je predlagala podoben sistem s Finančnim zborom (Court of Finance) na čelu, ki bi bil sestavljen iz 17 članov, imenovanih s strani predsednika ZDA, vsak pa bi zastopal določeno regijo v državi.

Kot odgovor na novo bančno in borzno krizo leta 1907 ter na podlagi priporočil, objavljenih v zgoraj navedenih študijah, je kongres leta 1908 sprejel Aldrich-Vreelandov zakon (Aldrich-Vreeland Act). Zakon je vzpostavil Nacionalno denarno komisijo (National Monetary Commission), ki je predlagala potrebne reforme za ustanovitev centralne banke. Leta 1911 je bil izdelan Aldrichov načrt, ki je med drugim predlagal:

1. Oblikovanje centralne institucije, ki bi z izdajanjem kreditov ustvarjala in držala rezerve bank.
2. Ustanovitev koordiniranega sistema za obračun in unovčevanje (poravnavo) čekov (check clearing and collection-vzpostavitev učinkovitega sistema za plačilni promet).
3. Oblikovanje učinkovitega fiskalnega agenta, ki bi sodeloval z zakladnico pri njenem upravljanju z dolgom ter z njenimi davčnimi prihodki, odhodki ter transakcijami na deviznem trgu.
4. Vzpostavitev posojilodajalca v skrajni sili, ki bi v času finančnih kriz lahko oskrbel banke z dodatnimi sredstvi.
5. Izvajanje aktivnejšega nadzora nad bančnim sistemom z namenom, da se zmanjša možnost bankrota bank (Kidwell, Peterson, Blackwell, 2000, str. 160).

Predlagana je bila centralna banka s 15 podružnicami v regijah ZDA, vodil bi jo Odbor združenja rezerv (Reserve Association Board) s 45 člani, končno pa je bil sprejet Owenov zakon (Owen bill) leta 1913, ki je predlagal centralno-bančni sistem s sedemčlanskim Odborom guvernerjev nacionalne valute (Board of Governors of the National Currency) na čelu. V odboru bi sedeli finančni minister, kmetijski minister ter nadzornik valute, štiri člane pa bi imenoval ameriški predsednik in bi zastopali interese trgovine, industrije, prometa in bank. S tem je bila oblikovana osnova za zakonodajo, ki je bila v kongresu sprejeta istega leta in je pomenila začetek delovanja Fed-a (Miller, 1993, str. 355-365).

2.2 ORGANIZACIJSKA STRUKTURA FEDERALNEGA REZERVNEGA SISTEMA - EVOLUCIJSKI PROCES

Kongres je 23. 12. 1913 sprejel Zakon o Fed-u (Federal Reserve Act), s katerim je ustanovil Fed, ki je utelešal dva principa, in sicer vzpostavitev decentraliziranega regionalnega sistema centralnih bank, ki sta jih nadzirala tako zasebni poslovni sektor kot tudi zvezna vlada. Fed je sestavljalo 12 regionalnih federalnih rezervnih bank v 12 okrožjih (districts), ki jih je

koordiniral Odbor federalnih rezerv (Federal Reserve Board) v Washingtonu, odbor je sestavljalo 7 članov, pet jih je imenoval ameriški predsednik s soglasjem senata⁵ za mandate dolge 10 let, vendar z določilom, da vsaki 2 leti poteče mandatna doba enemu članu. Preostala člana odbora sta bila finančni minister (Secretary of the Treasury) in nadzornik valute. Leta 1922 se je število imenovanih članov s 5 povečalo na 6, leta 1933 pa se je mandatna doba podaljšala na 12 let.

Odbor je bil torej javno telo (public body), vendar odvisen od izvršilne veje oblasti, federalne rezervne banke pa so bile v zasebni lasti in sicer v lasti bank članic (zasebnih komercialnih bank) v posameznem okrožju. Zakon je določal, da posle vsake rezervne banke vodi odbor 9 direktorjev (6 izvoljenih s strani bank članic, 3 pa je imenoval Odbor federalnih rezerv v Washingtonu). Vsaka od 12 področnih rezervnih bank je lahko izvajala operacije (nakupe in prodaje) na odprtem trgu, rediskontirala vrednostne papirje bank članic in v sodelovanju z Odborom federalnih rezerv določala diskontno stopnjo (Apel, 2003, str. 21).

Federalne rezervne banke pa so kmalu vzpostavile precejšnjo mero neodvisnosti od Odbora federalnih rezerv. V nasprotju z Zakonom o Fed-u je vsaka področna Federalna rezervna banka imenovala guvernerja Federalne rezervne banke, vseh 12 guvernerjev pa je tvorilo Konferenco guvernerjev Federalnih rezervnih bank (Conference of Governors of the Federal Reserve Banks). Pričelo se je rivalstvo med konferenco in odborom glede nadzora delovanja Fed-a.

V začetku dvajsetih let je guverner Federalne rezervne banke iz New Yorka Benjamin Strong predlagal, da se operacije na odprtem trgu lahko uporabi za stabilizacijo gospodarstva, vendar pa morajo biti operacije koordinirane med vsemi Federalnimi rezervnimi bankami, izvaja pa naj jih newyorška Federalna rezervna banka. Dejansko to kasneje počne trgovalni pult (Trading Desk) v New Yorku, kjer se trguje z državnimi vrednostnimi papirji - zakladnimi menicami. Tako je bil leta 1923 ustanovljen Komite za vlaganja na odprtem trgu (Open Market Investment Committee-OMIC), katerega člani so bili guvernerji Federalnih rezervnih bank iz New Yorka, Bostona, Philadelphije, Clevelanda in Chicaga ter sedem članov Odbora federalnih rezerv iz Washingtona, leta 1930 pa je bil preoblikovan v Konferenco za politiko odprtega trga (Open Market Policy Conference-OMPC), sestavljen iz vseh 12 guvernerjev Federalnih rezervnih bank in članov Odbora federalnih rezerv. Finančni minister je zagovarjal delovanje OMPC v smeri proticikličnih operacij na odprtem trgu, s katerimi bi blažili vedno večjo recesijo v ameriškem gospodarstvu, vendar je do večjih sprememb v organizaciji in mehanizmih delovanja Fed-a prišlo šele v letih 1933 in 1935 s sprejetjem Bančnih zakonov (Banking Act of 1933 in Banking Act of 1935). Oblikovana je bila Agencija za zavarovanje vlog (Federal Deposit Insurance Corporation-FDIC). Vse banke, ki so bile del Fed-a, so morale imeti svoje depozite zavarovane pri Agenciji za zavarovanje vlog.

⁵ Ameriški kongres je dvodomni parlament: zgornji dom se imenuje senat, spodnji pa predstavniški dom.

Leta 1935 je bilo z Bančnim zakonom (Banking Act of 1935) določeno, da se Odbor federalnih rezerv preimenuje v Odbor guvernerjev Fed-a (Board of Governors of the Federal Reserve System), sestavljen iz 7 članov z nazivom guverner z mandatom v trajanju 14 let, ponovna izvolitev ni možna. Imenuje jih predsednik ZDA, potrdi pa senat. Guvernerja ameriški predsednik ne more odpoklicati. Vsaki dve leti poteče mandat enemu od članov. Eden od članov je imenovan za predsednika Odbora guvernerjev (Chairman) za dobo štirih let. Lahko je ponovno izvoljen, vendar le, dokler se mu/ji ne izteče 14-letni mandat. Finančni minister in nadzornik valute nista več člana odbora, s čimer se je zmanjšal vpliv izvršilne oblasti na neodvisnost centralne banke.

Guvernerji dvanajstih Federalnih rezervnih bank so bili preimenovani v predsednike. Le-te imenuje Odbor upravnikov (director) posamezne banke za obdobje petih let, mandat je obnovljiv, imenovanje pa mora potrditi Odbor guvernerjev Fed-a. S spremembo imen je seveda prišlo tudi do sprememb centrov moči, saj je na moči pridobil Odbor guvernerjev, zmanjšala pa se je moč Federalnih rezervnih bank. S tem pa se je seveda okrepila vloga zvezne vlade in zmanjšal pomen zasebnega poslovnega sektorja, ki svoje interese udejanja preko Federalnih rezervnih bank.

Konferenca za politiko odprtega trga se je z Bančnim zakonom iz leta 1933 preimenovala v Federalni komite za operacije na odprtem trgu (Federal Open Market Committee-FOMC). Število članov, ki lahko odločajo, se je z 12 članov vseh predsednikov Federalnih rezervnih bank zmanjšalo na pet, kar je pomenilo, da je 7 članov Odbora guvernerjev, ki so bili prav tako člani FOMC-a s pravico odločanja, »prevzelo« oblast. Bančni zakon iz leta 1935 je tudi določil, da posamezni predsednik Federalne rezervne banke kot član Federalnega komiteja ne sme delovati kot predstavnik svoje banke in od nje tudi ne sme prejemati navodil.

Odbor guvernerjev ima pravico določati višino minimalnih rezerv bank članic Fed-a, poleg tega pa lahko regulira kreditno aktivnost bank in borznih posrednikov, ki svojim strankam dajejo posojila na podlagi nakupa vrednostnih papirjev (pravica do določitve tim. margin-requirement oziroma razliko med višino odobrenega posojila in položenim kritjem za to posojilo).

Federalne rezervne banke niso več smele kupovati oz. prodajati vladnih vrednostnih papirjev, razen v primeru dovoljenja s strani FOMC-a. Od takrat je edino Federalna rezervna banka iz New Yorka pooblaščen, da v imenu FOMC-a izvaja operacije na odprtem trgu. Sredstva, ki so pridobljena pri operacijah na odprtem trgu ter obrestni prihodki, se držijo na računu sistema odprtega trga (System Open Market Account-SOMA) in se alocirajo 12 Federalnim rezervnim bankam v skladu z relativno vrednostjo izdaje bankovcev posamezne Federalne rezervne banke. Tako je zagotovljeno, da so operacije na odprtem trgu centralizirane, hkrati pa je vsaka Federalna rezervna banka upravičena do deleža obresti (prihodek iz seignioragea), ki so se natekle pri operacijah na odprtem trgu, kjer se trguje z vrednostnimi papirji zvezne vlade in federalnih agencij. Presežek seignioragea vsake Federalne rezervne banke je določen

kot zgoraj opisani seigniorage minus operativni stroški, ki zajemajo deljene stroške delovanja Odbora guvernerjev (odbor nima svojih prihodkov), plačilo letnih dividend bankam članicam, ki znašajo 6 % vplačanega kapitala bank članic... Presežek seignioragea vsake Federalne rezervne banke je prenesen na finančno ministrstvo ZDA (Apel, 2003, str. 21-24).

2.3 SEDANJA STRUKTURA IN ORGANIZACIJA FEDERALNEGA REZERVNEGA SISTEMA

Federalni rezervni sistem oziroma Fed sestavljajo:

1. Odbor guvernerjev (The Board of Governors),
2. Dvanajst Federalnih rezervnih bank (Federal Reserve district banks),
3. Banke članice (Member banks),
4. Ostale depozitarne institucije.

Znotraj sistema so pomembne še naslednje skupine:

1. Federalni komite za operacije na odprtem trgu (The Federal Open Market Committee-FOMC),
2. Federalni svetovalni svet (The Federal Advisory Council-FAC),
3. Potrošniški svetovalni svet (The Consumer Advisory Council),
4. Svetovalni svet hranilnic (The Thrift Institutions Advisory Council),
5. Osebe Fed-a.

2.3.1 Odbor guvernerjev

Kot že omenjeno zgoraj, ima odbor 7 članov guvernerjev, vsak ima 14-letni neponovljiv mandat, vsaki 2 leti pa se enemu od članov izteče mandat. Guvernerje imenuje predsednik ZDA na priporočilo in ob potrditvi senata. Enega od guvernerjev imenuje za predsednika odbora (chairman), ki služi 4-letni mandat, enega pa za podpredsednika. Istočasno v odboru ne more sedeti več kot en guverner iz posameznega od 12 okrožij Fed-a. Sedež odbora je v Washingtonu.

Odbor za svoje delovanje ne potrebuje sredstev, ki bi mu jih odobril kongres, saj dobiva prihodke, kot je bilo že omenjeno, iz seignioragea Federalnih rezervnih bank. Ravno zaradi narave prihodkov odbora Zvezno računsko sodišče ZDA (General Accounting Office-GAO) ne izvaja revizij njegovega delovanja. V načelu Fed dosega svojo neodvisnost na treh nivojih:

1. Neodvisni vir prihodkov odbora.
2. Posamezni mandati guvernerjev se končujejo na vsaki 2 leti, kar pomeni, da se šele po štirinajstih letih lahko popolnoma zamenja sestava, kar pa je veliko več, kot traja mandat ameriškega predsednika (4 oz. 8 let).

3. Ni odgovoren Zveznemu računskemu sodišču.

Kongres je določil, da v kolikor želi Fed svoje delo opravljati učinkovito, mora biti neodvisen tako od zakonodajne kot tudi izvršilne veje oblasti (Miller, 1993, str. 370). O dejanski neodvisnosti Fed-a pa več v četrtem poglavju magistrske naloge.

Glavne naloge odbora so:

1. Vodi denarno in kreditno politiko, ki zagotavlja normalno gospodarsko rast in stabilno vrednost denarja.
2. Za banke članice določi potrebne rezerve znotraj meja, ki jih določi kongres.
3. Ovrednoti in določi diskontno stopnjo, ki so jo predlagale Federalne rezervne banke.
4. Sodeluje pri operacijah na odprtem trgu.
5. Določi zgornjo obrestno mero, ki jo banke članice lahko plačujejo za vloge in posojila.
6. Ovrednoti prošnje za združitev bank.
7. Ovrednoti prošnje bančnih holdingov za priključitev novih bank in podjetij.
8. Potrdi imenovanje predsednika Federalnih rezervnih bank, imenuje del direktorjev teh bank in nadzoruje njihove operacije (Janša, 1995, str. 18-19).

2.3.2 Federalne rezervne banke

Zakon o Fed-u je določil dvanajst okrožij, v vsakem se nahajajo Federalne rezervne banke, in sicer v mestih Atlanta, Boston, Chicago, Cleveland, Dallas, Kansas City, Minneapolis, New York, Philadelphia, Richmond, St. Louis, San Francisco, v 25 mestih (Baltimore, Birmingham, Buffalo, Charlotte, Cincinnati, Denver, Detroit, El Paso, Helena, Houston, Jacksonville, Little Rock, Los Angeles, Louisville, Memphis, Miami, Nashville, New Orleans, Oklahoma City, Omaha, Pittsburgh, Portland, Salt Lake City, San Antonio, Seattle) pa so podružnice Federalnih rezervnih bank.

Vsaka od dvanajstih Federalnih rezervnih bank je zvezno ustanovljena korporacija (federally chartered corporation). Ima svoje delničarje, devet direktorjev in predsednika. V vsakem od okrožij so banke članice-delničarji rezervne banke. Ti delničarji izberejo šest od devetih direktorjev za vsako rezervno banko. Vsaka banka članica kupi delnice v vrednosti 3 % svoje neto vrednosti. Če se neto vrednost banke članice poveča, mora dokupiti delnice rezervne banke. Devet direktorjev vsake Federalne rezervne banke je razvrščenih v tri razrede, in sicer trije v razred A, ki zastopajo bančni sektor, trije v razred B, ki predstavljajo gospodarstvo in trije v razred C, kjer je zastopan javni sektor. Direktorje razreda A izvolijo banke članice, in sicer naj bi eden predstavljal male banke, drugi srednje velike banke in tretji velike banke. Direktorje razreda B prav tako izberejo banke članice, so pa to ponavadi pomembni posamezniki iz gospodarskega ali kmetijskega sektorja. Tri direktorje razreda C pa imenuje Odbor guvernerjev; le-ti ne smejo biti zaposleni v bankah, ampak prihajajo iz javnega

sektorja. Vsak direktor ima triletni mandat, mandati pa so razporejeni tako, da se vsako leto izbere en direktor iz vsakega razreda.

Predsednika in podpredsednika iz odbora direktorjev vsake Federalne rezervne banke izbere Odbor guvernerjev, in sicer sta izbrana med tremi direktorji razreda C. Kot že omenjeno, so Federalne rezervne banke v lasti bank članic, vendar je njihova funkcija rezervnih bank omejena, prav tako pa je strogo določeno, koliko dobička Federalnih rezervnih bank gre bankam članicam. Glavna naloga Federalnih rezervnih bank je seveda nadziranje bank članic in skozi Federalni komite za operacije na odprtem trgu izvajanje denarne politike, ki jo določa Odbor guvernerjev. Izdajajo bankovce Fed-a, spremljajo gospodarsko situacijo v svojem okrožju, svetujejo Odboru guvernerjev ter pomagajo izvajati uredbe Fed-a (Federal Reserve regulations) (Kidwell, Peterson, Blackwell, 2000, str. 161-162).

2.3.3 Banke članice

Kot je bilo omenjeno že v opombi 3, je v ZDA prisotno tim. dualno bančništvo, in sicer obstajajo državne banke, ki so ustanovljene z ustanovnimi listinami posameznih zveznih držav in nacionalne banke, ki pridobijo zvezne ustanovne listine. Vse nacionalne banke morajo biti članice Fed-a, državne banke pa to lahko postanejo. Pred sprejetjem Zakona o deregulaciji depozitarnih institucij in denarnem nadzoru (Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act-DIDMCA) leta 1980, o katerem več v poglavju Pravna osnova delovanja Fed-a, je članstvo v Fed-u prinašalo veliko ugodnosti, saj so banke članice lahko uporabljale mnogo storitev Fed-a (medbančni plačilni promet, možnost obračuna in unovčevanja čekov...). Od leta 1981 pa lahko vse depozitne institucije te storitve uporabljajo, če Fed-u plačajo nadomestilo. Vse depozitne institucije morajo svoje rezerve, ki se ne obrestujejo, držati pri Federalnih rezervnih bankah; to zmanjšuje, vendar ne odpravlja razlik med bankami nečlanicami in bankami članicami, saj imajo slednje še naprej pomembno vlogo v delovanju Fed-a (kupujejo delnice v okrožnih Federalnih rezervnih bankah in pomagajo izvoliti odbor direktorjev vsake rezervne banke).

2.3.4 Depozitne institucije, ki niso članice

V organizacijski strukturi Fed-a nimajo nobene formalne vloge, vseeno pa, kot že omenjeno, morajo svoje rezerve držati pri Federalnih rezervnih bankah.

2.3.5 Federalni komite za operacije na odprtem trgu-FOMC

Kongres je FOMC ustanovil z namenom, da oblikuje in izvaja denarno politiko Fed-a, ki zadeva nakupe in prodajo vladnih obveznic; te transakcije običajno poimenujemo operacije na odprtem trgu. Ko je FOMC začel delovati leta 1935, posamezne Federalne rezervne banke niso več smele izvajati transakcij z vladnimi obveznicami brez dovoljenja FOMC-a. Ker sedem guvernerjev iz Odbora guvernerjev predstavlja večino v dvanajstčlanskem Federalnem komiteju, je pomembna vloga odbora v delovanju FOMC-a, saj je predsednik Odbora

guvernerjev hkrati predsednik FOMC-ja. Predsednik Federalne rezervne banke iz New Yorka je edini stalni član FOMC-a in je vedno podpredsednik te ustanove, ostala štiri mesta, ki so rezervirana za predstavnike rezervnih bank, pa rotirajo med preostalimi enajstimi predsedniki Federalnih rezervnih bank. Na sestankih FOMC-a, ki jih je vsako leto osem in sicer v Washingtonu, sicer sodeluje vseh dvanajst predsednikov rezervnih bank, vendar jih ima samo pet pravico glasovanja. Čeprav v Federalnem komiteju ni predstavnikov vlade ZDA, pa se predsednik FOMC-a redno neformalno srečuje s finančnim ministrom in Svetom ekonomskih svetovalcev (Council of Economic Advisors), kjer izmenjajo mnenja glede makroekonomskih tem in razpravljajo o denarni in fiskalni politiki (Apel, 2003, str. 25).

2.3.5.1 Potek sestankov FOMC-a

Na začetku vsakega sestanka FOMC-a osebje Fed-a predstavi trenutno stanje in bodoče predvidene razmere ter trende v gospodarstvu in financah v tako imenovani Zeleni knjigi, vsi člani FOMC-a podajo svoja mnenja glede ekonomskega položaja in izgledov za prihodnost. Dodatni aktualni podatki o stanju v gospodarstvu v vsakem od dvanajstih okrožij Federalnih rezervnih bank so podani v Bež knjigi, ki je pripravljena dva tedna pred vsakim sestankom. Osebje nato predstavi alternativne kratkoročne stopnje rasti denarnih agregatov in z njimi povezanih obrestnih mer federalnih rezerv. Ti scenariji so članom FOMC-a predstavljeni v strogo zaupni Modri knjigi. Ponavadi so ponujene tri opcije glede kratkoročne denarne politike: možnost A določa višjo denarno rast in nižjo obrestno mero federalnih rezerv, možnost B določa takšno rast denarja, ki bo ohranila obstoječo obrestno mero federalnih rezerv, možnost C pa nižjo denarno rast in višjo obrestno mero federalnih rezerv. Te opcije člani FOMC-a preučijo in podajo svoja mnenja, nato pa skupaj s predsednikom FOMC-a oblikujejo smernico, ki jo posredujejo upravniku računa (Account Manager) trgovalnega pulta v newyorški Federalni rezervni banki, ki načrte za dnevne operacije na odprtem trgu oblikuje v posvetu skupaj z vsaj enim članom FOMC-a ter osebjem newyorške Federalne rezervne banke in Odbora guvernerjev, vsi člani FOMC-a pa so o predvidenih ukrepih upravnika računa nemudoma obveščeni (Havrilesky, 1995, str. 5-6). Transakcije se izvajajo v obliki nakupov in prodaj ameriških vladnih obveznic preko sistema posrednikov na sekundarnem trgu obveznic.

2.3.6 Federalni svetovalni svet

Ta institucija je bila ustanovljena kot del kompromisa glede vprašanja, kdo naj nadzoruje Fed. Federalni svetovalni svet ima dvanajst članov, po enega predstavnika bančnega sektorja iz vsakega od 12 okrožij. Sestaja se štirikrat letno z Odborom guvernerjev, njegova vloga pa je zgolj svetovalna; odbor ni zavezan k izvajanju njegovih predlogov. Mnenja o pomenu in moči vplivanja Federalnega svetovalnega sveta so deljena (Miller, 1993, str. 370-376).

2.3.7 Potrošniški svetovalni svet

Potrošniški svetovalni svet se z Odborom guvernerjev sestane štirikrat letno, v njem je 30 članov, ki predstavljajo interese panog finančnih storitev in potrošnikov. Nekateri od članov so visokošolski in pravni strokovnjaki za področje potrošniške problematike.

2.3.8 Svetovalni svet hranilnic

Po sprejetju Zakona o deregulaciji depozitarnih institucij in denarnem nadzoru je Odbor guvernerjev ustanovil Svetovalni svet hranilnic, katerega namen je, da zastopa in predstavlja potrebe hranilnih institucij (Havrilesky, 1995, str. 7).

2.3.9 Osebjje Fed-a

Odbor guvernerjev in okrožne Federalne rezervne banke so močno odvisne od strokovnega osebja Fed-a, ki interpretira ekonomske dogodke in predvideva vplive možnih scenarijev sprememb denarne politike. Na vsakem sestanku FOMC-a strokovno osebje ustno in pisno predstavi stanje gospodarstva in probleme glede vodenja denarne politike (Miller, 1993, str. 370-376).

2.4 PRAVNA OSNOVA DELOVANJA FED-a

2.4.1 Zakon o Fed-u (Federal Reserve Act of 1913)

Seveda je Zakon o Fed-u (Federal Reserve Act), sprejet 23. 12. 1913 v senatu, najpomembnejši pravni akt, ki opredeljuje Fed. V preambuli zakona je navedeno: da bi se zagotovila ustanovitev Federalnih rezervnih bank, prožna valuta, sredstva in instrumenti za rediskontiranje komercialnih papirjev, da bi se vzpostavil učinkovitejši nadzor bančnega sektorja in za ostale namene, naj ta zakon sprejmeta senat in predstavniški dom, združena v Kongresu ZDA (Federal reserve act and other statutory provisions affecting the Federal reserve System : as amended through april 20, 1983, str. 3).

Ustava ZDA določa, da ima kongres pooblastilo in odgovornost za izdajo denarja in za določanje njegove vrednosti, kongres pa je to pooblastilo z Zakonom o Fed-u prenesel na Fed. In ravno dejstvo, da je Fed telo, ki ni izbrano na splošnih volitvah in zaradi tega za svoje delovanje ni neposredno odgovorno prebivalstvu, botruje hudim polemikam glede njegove vloge in delovanja. Tako pomemben predstavnik avstrijske ekonomske šole Murray N. Rothbard celo trdi, da je samo en način, da se ameriško gospodarstvo reši kronične inflacije in cikličnega gibanja, ki je posledica inflacijskega kreditiranja, in sicer, da se ukine Fed in se vrne k zlatemu standardu (Rothbard, 1994, str. 146). Zakon o Fed-u je sicer najpomembnejši

zakon za delovanje Fed-a, vendar so organizacijske strukture, ki izhajajo iz zakona, podrobneje opisane v tem delu.

2.4.2 Bančna zakona iz let 1933 in 1935 (Banking Acts of 1933 and 1935)

Nenatančna bančna zakonodaja se pogosto krivi za veliko bančnih zlomov v obdobju velike depresije po letu 1929. Zaskrbljujoča je bila tudi aktivnost nekaterih bank, ki so nevarno mešale bančne komercialne posle z investicijskimi (izdaja novih delnic in obveznic). Na pobudo senatorja Glassa je bil leta 1933 sprejet bančni zakon, ki je od komercialnih bank zahteval, da izločijo svoje podružnice investicijskega bančništva, prepovedal plačilo obresti na vloge na vpogled (demand deposits) in določil, da vlada regulira višino obresti na vezane vloge (time deposits). Ustanovljena je bila Agencija za zavarovanje vlog (Federal Deposit Insurance Corporation-FDIC), ki naj bi zavarovala predvsem male vlagatelje v bankah, ki gredo v likvidacijo. Do tedaj so bili zavarovani v zavarovalnih shemah posameznih zveznih držav, ki pa se niso izkazale kot uspešne, FDIC pa je predstavljal zavarovanje na zvezni ravni. Tako nacionalne kot državne banke so lahko sodelovale v shemi zavarovanja vlog, sprva so bile le-te zavarovane do višine 2.500 \$, danes do 100.000 \$. Da se je zagotovilo takšno varnost vlagateljem, je bilo potrebno izboljšati nadzor in regulacijo bančnega sistema. Tako se je FDIC pridružil nadzorniku valute in Fed-u pri nadzoru bank. FDIC je zadolžen za državne banke, ki niso članice Fed-a, Fed je zadolžen za nadzor državnih bank, ki so njegove članice, nadzornik valute pa nadzira nacionalne banke. FDIC redno pregleduje banke in ugotavlja njihovo operativno in finančno stabilnost, v primeru slabih posojil oziroma slabega vodenja, potencialne visoke izgube ter ogroženosti lastniškega kapitala, lahko FDIC po opravljenem natančnejšem nadzoru zahteva prenehanje delovanja banke, ustanovno listino pa ji lahko odvzame le nadzornik valute. Banke seveda v zavarovalno shemo vplačujejo zavarovalno premijo.

Bančni zakon iz leta 1935 je dal Fed-u veliko pooblastil v zvezi z izvajanjem denarne politike, še posebej glede določanja višine rezerv v bankah, nadzornik valute pa je dobil več pooblastil pri podeljevanju ustanovnih listin nacionalnim bankam, ki so morale dokazati, da so potrebne za bančni trg in bodo uspešne, ne da bi škodovale obstoječim bankam. Več o tem zakonu v poglavju Organizacijska struktura Fed-a - evlucijski proces (Johnson, 1993, str 177-179).

2.4.3 Zakon o zaposlenosti (Employment Act of 1946) in Zakon o polni zaposlenosti in uravnoveženi rasti (Full Employment and Balanced Growth Act of 1978 alias Humphrey–Hawkins Act)

Kongres je v teh zakonih določil temeljne cilje nacionalne gospodarske politike; gospodarska rast ob upoštevanju omejitev v gospodarstvu, visoka stopnja zaposlenosti, stabilne cene (stabilnost v kupni moči dolarja) in umirjene dolgoročne obrestne mere. Predvsem del, ki se nanaša na stabilnost cen, je pomemben za Fed, saj je le-ta srčika delovanja ameriške centralne banke. Poleg tega je Humphrey-Hawkinsov zakon določil, da mora Odbor guvernerjev dvakrat letno kongresu predstaviti analizo in oceno tekočih dogajanj v gospodarstvu in

pričakovanja glede gibanj najpomembnejših makroekonomskih kazalcev v prihodnje ter diskusijo vodenja denarne politike. Vodenje denarne politike vključuje aktivnosti, cilje in plane Odbora guvernerjev in Federalnega komiteja za operacije na odprtem trgu. Polletna poročila, predstavljena v pisni in ustni obliki s strani predsednika Odbora guvernerjev pred pristojnimi komiteji predstavniškega doma in senata, morajo vključevati dvoletne gospodarske projekcije, ki jih pripravi Odbor guvernerjev. Ta poročila kongres primerja z letnim poročilom kongresu, ki ga pripravi predsednik ZDA (Apel, 2003, str. 40).

2.4.4 Sporazum med Fed-om in Ministrstvom za finance (The FED-Treasury Accord of 1951)

Med drugo svetovno vojno je bil Fed podaljšana roka ameriškega Ministrstva za finance, saj mu je pomagal financirati ogromne vojne stroške. FOMC je kupoval in prodajal vladne obveznice v tako velikih količinah, da je fiksiral obrestno mero kratkoročne zakladne menice (treasury bills) na nizki stopnji in posledično preprečil enormno povečanje javnega dolga, vse to pa je seveda prispevalo k mnenju, da Fed ni neodvisen od izvršilne veje oblasti. Tako je bil v marcu 1951 sklenjen Sporazum med Fed-om in Ministrstvom za finance ZDA, ki je prispeval k večji neodvisnosti ameriške centralne banke (Miller, 1993, str. 369). V njem FOMC določa, kaj je in česa ni pripravljen storiti na področju denarne politike in upravljanja dolga (Mayer, 2001, str. 92).

2.4.5 Zakon o deregulaciji depozitnih institucij in denarnem nadzoru (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act-DIDMCA of 1980)

Glavni cilji zakona so bili izboljšanje denarnega nadzora ter odprava ovir pri konkurenčnem boju depozitnih institucij za sredstva, povečanje dostopnosti finančnih storitev za prebivalstvo ter zmanjšanje neenakosti med institucijami, ki te storitve ponujajo. Kar zadeva Fed, je zakon postavil enotna določila Fed-u glede transakcijskih računov, ki so veljala za vse depozitne institucije (banke-članice in nečlanice v Fed-u, hranilnice in posojilnice (savings&loans associations), vzajemne hranilnice in posojilnice (mutual savings banks) ter kreditne zadruge (credit unions). Pred letom 1980 so bile članice Fed-a le nacionalne banke in državne banke, ki so se za to odločile. Morale so biti delničarke Federalne rezervne banke v svojem okrožju, pri le-tej so morale držati tudi rezerve, kar pa jim je omogočalo brezplačne storitve Fed-a (plačilni promet) in dostop do posojil Fed-a po »subvencioniranih« obrestnih merah. Oblasti posameznih zveznih držav so regulirale ostale komercialne državne banke, ki niso bile članice Fed-a. Sprejetje Zakona o deregulaciji depozitnih institucij in denarnem nadzoru pa določa, da morajo vse zvezno zavarovane depozitne institucije (federally insured depository institutions) upoštevati določila Fed-a glede rezerv (Miller, 1993, str. 369-370). Odbor guvernerjev je bil pooblaščen, da zbira vse potrebne podatke za nadzor denarja in denarnih agregatov, dostop do posojil Federalnih rezervnih bank po diskontni stopnji je bil razširjen na vse depozitne institucije, ki nudijo transakcijske račune ali vezane vloge, Fed je postavljale cene za storitve, do katerih so imele dostop vse depozitne institucije in končno, odpravljena je bila uredba Q

(regulation Q), ki je določala najvišjo obrestno mero, ki se je izplačevala na depozite (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act., 12. 4. 2006).

2.4.6 Zakon o finančnih institucijah (Financial Institutions Act of 1982)

Zakon je pooblastil regulatorje trga, da finančne institucije v težavah (vključno s hranilnicami) rešijo s spodbujanjem združitve s finančno zdravimi institucijami (vključno s komercialnimi bankami). Združitve naj potekajo med institucijami iz različnih zveznih držav in tudi med bankami z različnim statusom ustanovnih listin (državne in nacionalne). Hranilnicam se je razširil manevrski prostor glede posojanja denarja in sprejemanja depozitov, omejitve bankam glede posojanja so se dvignile na 15 % bančnega kapitala (Jaffe, 1989, str. 247).

2.4.7 Zakon o reformi Agencije za zavarovanje vlog (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991)

Temeljni namen zakona je bil povečati varnost zavarovanih bančnih vlog. Kar zadeva Fed, je ta zakon dopolnil Zakon o Fed-u in določil omejitve glede posojil, ki jih lahko Federalne rezervne banke dajejo depozitnim institucijam, ki so kapitalsko neustrezne, pooblastil pa je Odbor guvernerjev, da opravlja nadzorno funkcijo nad takšnimi depozitnimi institucijami in njihovimi podružnicami. Dopolnjuje Zakon o mednarodnem bančništvu (International Banking Act of 1978) in določa, da tuje banke v ZDA ne morejo odpreti svoje podružnice brez odobritve Odbora guvernerjev, ki je skupaj z nadzornikom valute in Agencijo za zavarovanje vlog zadolžen za reden nadzor in revizijo delovanja teh bančnih subjektov (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991, 2006, str. 1-5).

2.4.8 Gramm-Leach-Bliley-ev zakon iz leta 1999

Fed je s tem zakonom postal glavni nadzornik (umbrella supervisor) vseh finančnih holdinških družb (financial holding companies), ki imajo v lasti največje banke, njihove borzno-posredniške hiše (securities houses), zavarovalnice, itd. Podružnične hiše vrednostnih papirjev nadzoruje Komisija za borzne vrednostne papirje - SEC (Securities and Exchange Commission), banke nadzornik valute, zavarovalnice zavarovalniški komisarji v posameznih zveznih državah, toda Fed je odgovoren za nadzor subjekta, ki ima v lasti različne finančne institucije, to je finančna holdinška družba (Mayer, 2001, str. 28-29). Le-ta mora izpolnjevati stroge pogoje glede kapitalske ustreznosti in glede strokovne usposobljenosti managementa. Pred tem je Glass-Steagallov zakon določal, da se banke ne smejo povezovati z družbami, ki izdajajo vrednostne papirje, razen s tistimi, ki izdajajo vladne obveznice (Olson, 2002, str. 2), leta 1956 pa je Zakon o bančnih holdinških družbah⁶ (Bank Holding Company Act) bankam prepovedal kakršnekoli nebančne dejavnosti ter povezave z nefinančnimi družbami. Kmalu pa je postalo jasno, da zakona delujeta proti trgu, saj je postal fenomen sekurizacije (posojila,

⁶ Bančna holdinška družba je družba, katere temeljna funkcija je lastništvo ostalih družb, še posebej komercialnih bank.

hipoteke, itd. se je preoblikovalo v obveznice oz. finančne instrumente s fiksnim prihodkom, nato pa jih je bilo moč prodajati in kupovati na finančnih trgih) zelo prisoten. Zato so z Gramm-Leach-Blileyevim zakonom banke lahko postale bolj univerzalne, saj so se v okviru finančnih holdinških družb lahko povezovale z ostalimi nefinančnimi družbami (Mayer, 2001, str. 50-51).

2.5 SESTAVA KONSOLIDIRANE BILANCE STANJA FED-a

Prikazana je konsolidirana bilanca stanja Fed-a v približnih razmerjih med posameznimi postavkami aktive (assets) in pasive (liabilities).

2.5.1 Aktiva Fed-a

Najpomembnejša in najobsežnejša aktiva v konsolidirani bilanci stanja so vladni vrednostni papirji, ki ponavadi obsegajo več kot 89 % celotne aktive. To so predvsem zakladne menice (Treasury bills and notes) ter obveznice. Posojila zasebnim depozitnim finančnim institucijam, dana preko diskontne politike, predstavljajo ponavadi manj kot 1 % celotne aktive. Čeprav so ZDA uradno zapustile sistem zlatega standarda leta 1971, se sledi zlatega standarda še vedno odražajo v bilanci stanja Fed-a in sicer kot zlati certifikati (gold certificates). V času zlatega standarda je finančno ministrstvo prodajalo zlato Fed-a v zameno za denar, danes pa finančno ministrstvo izda zlate certifikate in na ta način ima Fed formalno pravico do zlata, certifikati pa so vrednoteni po uradnem vladnem menjalnem tečaju dolarja za zlato (nekaj več kot 1 % aktive). Ker so ZDA članice Mednarodnega denarnega sklada, ima finančno ministrstvo v Mednarodnem denarnem skladu delež v obliki posebnih pravic črpanja (SDR-special drawing rights), kar financira z izdajo certifikatov posebnih pravic črpanja Fed-a (manj kot 1 %). Vrednost zlatih in SDR certifikatov se v bilanci skoraj ne spreminja, zato z rastjo obsega celotne aktive pada delež certifikatov v bilanci stanja. Zanimljivo postavko predstavljajo kovanci. Okoli 2,3 % predstavlja aktiva denominirana v tuji valuti, predvsem vrednostni papirji drugih valutnih področij (japonski jen, evro). S to aktivo Fed občasno trguje in tako vpliva na višino tečaja ameriškega dolarja. Postavko gotovinska sredstva v procesu zbiranja (cash items in the process of collection) predstavljajo predvsem zneski procesiranja čekov, ki so položeni pri Federalnih rezervnih bankah s strani bank.

2.5.2 Pasiva in kapital Fed-a

Največji del pasive predstavljajo bankovci, in sicer več kot 91 %. Pogodbe o povratni prodaji (reverse repurchase agreements) predstavljajo približno 4 % pasive. Depoziti finančnega ministrstva predstavljajo okrog 0,7 % pasive, depoziti depozitnih institucij pa 2,4 %. Tuji državni depoziti (Foreign official deposits) so depoziti tujih vlad in tujih centralnih bank (manj kot 1 %). Postavka gotovinska sredstva z odloženo razpoložljivostjo (deferred-availability cash items-manj kot 1 %) je nasprotna postavki gotovinska sredstva v procesu zbiranja in se prav tako nanaša na proces obdelave čekov. Razlika med postavkama gotovinska sredstva v procesu zbiranja in gotovinska sredstva z odloženo razpoložljivostjo so

še ne unovčeni čeki (float) Fed-a. Kapital, ki ga sestavljajo postavke vplačani kapital, presežek in drugi kapitalski računi, pa skupaj s pasivo predstavlja enakovredno protipostavko aktivi in znaša 3,6 % le-te. Vrednost aktive oziroma pasive in kapitala je konec oktobra 2006 znašala približno 861 milijard USD (Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin, January 2007, str. 10).

2.6 VLOGE AMERIŠKE CENTRALNE BANKE

2.6.1 Fed kot nacionalna denarna oblast

Vloga Fed-a kot nosilca ameriške denarne politike je seveda najpomembnejša in je zaradi tega obravnavana v večjem delu drugega poglavja te magistrske naloge.

2.6.2 Fed kot fiskalni agent

Fed je fiskalni agent finančnega ministrstva ZDA, je depozitna enota za depozite finančnega ministrstva, nadzoruje mehanizme in procedure, preko katerih finančno ministrstvo prebivalstvu izdaja nove vrednostne papirje. Finančno ministrstvo ima odprte svoje tekoče račune (checking accounts) v dvanajstih Federalnih rezervnih bankah in v njihovih podružnicah, Fed pa procesira prejemke in izplačila na teh računih, ki so posledica davčnih prihodkov in fiskalnih izdatkov. Poleg Fed-a se za depozite finančnega ministrstva potegujejo tudi zasebne depozitne institucije. Ko finančno ministrstvo ponudi novo izdajo vrednostnih papirjev, prejmejo Federalne rezervne banke prošnje depozitnih institucij, borznih posrednikov, ki trgujejo za svoj račun (dealers) in ostalih, ki jih želijo kupiti. Fed po navodilih finančnega ministrstva razdeli izdano količino obveznic, jih proda kupcem, njihova plačila pa položi na račune finančnega ministrstva pri sebi, ob zapadlosti obveznice odplača, ravno tako pa z računov finančnega ministrstva izplačuje periodične obrestne kupone obveznic (coupon). Prav tako izdaja in odplačuje zvezne hranilne obveznice (U.S. savings bonds and notes) ter pomaga zasebnim depozitnim institucijam, ki pridobijo pravico, da prav tako izdajajo in odplačujejo te instrumente finančnega ministrstva. Večino poslov z obveznicami finančnega ministrstva se na primarnih in sekundarnih trgih opravi preko elektronskih omrežij, Fed pa upravlja in nadzoruje te aktivnosti ter poskrbi, da ostanejo trgi aktivni in likvidni, kar koristi finančnemu ministrstvu, saj se v očeh potencialnega vlagatelja zniža tveganje nakupa in trgovanja z dolgom le-tega.

2.6.3 Posojilodajalec v skrajni sili

V tej vlogi Fed nastopa v primeru nelikvidnih, vendar solventnih depozitnih institucij, ko letem na kratkoročni osnovi odobri posojila, da lahko prebrodijo težave zaradi odlivov sredstev oziroma zadosti njihovim trenutnim potrebam po denarju, seveda pa mora Fed ob tem upoštevati odgovornost za celoten finančni sistem in se ne sme preveč izpostaviti preko pomoči eni banki. Pomembno je zlasti dejstvo, da je Fed pripravljen s svojo vlogo posojilodajalca v skrajni sili v kali zatreti začetke velikih finančnih kriz, kar se je npr. zgodilo

oktobra 1987, ko je dan po velikem borznem padcu Fed izrazil pripravljenost za odobritev posojil finančnim institucijam, ki so s tem denarjem ponovno dvignile tečaje delnic in tako preprečile paniko širših razsežnosti in morebitno krizo v bančnem sistemu in gospodarstvu nasploh.

2.6.4 Fed kot skrbnik plačilnega sistema

V tej vlogi Fed nadzoruje različne aktivnosti nacionalnega plačilnega sistema, ki je institucionalna struktura, skozi katero potekajo finančne transakcije med gospodinjstvi, podjetji in finančnimi institucijami. Večina plačil v ZDA je izvedenih z gotovino in čeki, elektronska plačila predstavljajo majhen delež plačil, vendar če upoštevamo vrednost plačil v ameriških dolarjih, predstavljajo elektronska plačila večinski delež plačil. Le-ta potekajo preko več različnih plačilnih sistemov (ACH-automated clearing house, ATM- automated teller machine networks, POS-point of sale networks, EBT-electronic benefits transfer), plačila visokih zneskov pa preko avtomatiziranega sistema medbančnih obračunov CHIPS (Clearing House Interbank Payment System), ki je v zasebni lasti, z njim pa upravlja Združenje newyorških klirinških hiš (New York Clearing House Association) ter Fedwire. Fed je odgovoren za delovanje in reguliranje mreže Fedwire (Fedwire network), ki povezuje vseh dvanajst Federalnih rezervnih bank, njihove podružnice in ostale depozitne institucije. Fed postavlja pravila, ki jih morajo depozitne institucije upoštevati pri uporabi storitev mreže Fedwire ter določa plačila za uporabo teh storitev. Transakcije, ki se izvajajo preko omrežja Fedwire, so predvsem transferi zveznih rezerv med depozitnimi institucijami ter nakupi in prodaje vladnih vrednostnih papirjev s strani finančnih institucij in investitorjev, ki imajo pri Federalnih rezervnih bankah odprte račune, Fed pa pri transakcijah sredstva prenaša z računa kupca na račun prodajalca vrednostnega papirja. Fed poleg zasebnih klirinških hiš opravlja pomembno vlogo v sistemu poravnave (check-clearing system), za kar tudi zaračunava nadomestila.

2.6.5 Zvezna finančna varnostna mreža (Federal financial safety net)

Zvezna finančna varnostna mreža je izraz za različne zaščitne ukrepe zvezne vlade, da bi se preprečilo množične finančne stečaje in paniko. Ta mreža deluje preko treh nivojev, v dveh igra glavno vlogo Fed in sicer kot skrbnik finančnega sistema in kot posojilodajalec v skrajni sili (lender of last resort), tretji nivo pa predstavlja Agencija za zavarovanje vlog, ki v primerih, ko je nelikvidnost finančne institucije permanentna, ker je postala nesolventna, poskrbi za zavarovanje »malih« vlagateljev (Miller, 1993, str. 386-400).

2.7 CILJI, NEODVISNOST, RAZVIDNOST IN ODGOVORNOST

2.7.1 Glavni statutni cilji Fed-a in njihova razlaga

Cenovna stabilnost ni bila nikdar edini cilj Fed-a, ki je zapisan v zakonih, ki določajo delovanje ameriške centralne banke. Še več, v preambuli Zakona o Fed-u iz leta 1913 cenovna stabilnost sploh ni omenjena. Zagotavljanje prožne valute je v tistih časih pomenilo, da so imele Federalne rezervne banke mandat, da so priskrbele zadosti rezerv za zadostitev potreb po posojilih, s katerimi se je financiralo trgovino in da se je preprečilo finančno paniko. Federalne rezervne banke so morale voditi prociklično denarno politiko, kar je pomenilo, da so v obdobju gospodarske ekspanzije, ko se je povečalo povpraševanje po denarju, priskrbele več posojil (rezerv) komercialnim bankam in na ta način povečale ponudbo denarja. Nasprotno pa je moral Fed v obdobju recesije, ko se povpraševanje po denarju zmanjša, ponujati manj kreditov in na ta način zmanjšati ponudbo denarja. Fed torej prvotno ni imel naloge, da ohranja stabilne cene, saj snovalci te institucije niso bili zaskrbljeni glede inflatornih ali deflatornih posledic prilagodljive kreditne politike, saj je mednarodni denarni sistem temeljil na zlatem standardu, ki je z mednarodnimi tokovi zlata omejil inflatorne ali deflatorne tendence.

Vsi poskusi kongresa v dvajsetih in zgodnjih tridesetih letih 20. stoletja, da bi uvedel cenovno stabilnost kot temeljni cilj delovanja Fed-a, so se izjalovili. S sprejetjem Zakona o zaposlenosti leta 1946 so bili določeni najpomembnejši cilji nacionalne ekonomske politike, ki naj jih zasleduje celotna zvezna vlada (Federal Government), ki je vključevala tudi Fed. Ti cilji so bili doseganje maksimalne zaposlenosti, proizvodnje in kupne moči. Zakon je nastal kot posledica travmatičnih izkušenj iz obdobja gospodarskega zloma in velike depresije po njej, ki je uničila zaupanje v sposobnost trga in gospodarstva nasploh, da se samodejno približa polni zaposlenosti in ravnotežju. Kongres se je po koncu II. svetovne vojne bal, da bo s prenehanjem velikih vojnih izdatkov gospodarstvo zapadlo v recesijo. Čeprav cenovna stabilnost v zakonu ni eksplicitno omenjena, pa je omenjena implicitno in sicer z izrazom maksimalna kupna moč. Takratna denarna politika je bila vezana na podporo politiki ohranjanja cene vladnih obveznic, saj se finančno ministrstvo ni odpovedalo možnosti, da svoj dolg poceni financira. Denarna politika tako ni bila na voljo za borbo proti inflaciji. Marca 1951 pa je bil dosežen sporazum med Fed-om in Ministrstvom za finance ZDA, ki je Fed-u omogočil bolj aktivno in neodvisno denarno politiko.

V povojnem obdobju do začetka sedemdesetih let ameriško gospodarstvo ni imelo težav z dvema ekonomskima pojavoma iz prve polovice stoletja; obdobji ekonomske depresije in obdobji visokih inflacijskih stopenj. Po letu 1970 pa sta se pojavila inflacija in prenizko agregatno povpraševanje in kongres je leta 1978 sprejel Zakon o polni zaposlenosti in uravnoteženi rasti, ki je kot nacionalne ekonomske cilje postavil maksimalno zaposlenost in proizvodnjo, naraščajoč realni dohodek, uravnoteženo rast, uravnoteženi zvezni proračun ter razumno cenovno stabilnost, poleg tega so pomembne tudi stabilnost obrestnih mer, finančnih

in deviznih trgov. Ker mora Fed delovati v okviru ciljev nacionalnih ekonomskih politik, ki jih je začrtal kongres, je ta zakon, ki ga imenujemo tudi Humphrey-Hawkinsov zakon, potrdil več ciljev, ki jih mora Fed v svojem delovanju zasledovati. Določa nove postopke, kako naj ameriški predsednik, kongres in Fed izboljšajo koordinacijo in razvoj ekonomskih politik, ki so v skladu z zgoraj omenjenimi cilji (Apel, 2003, str. 31-32).

Zakon o zaposlenosti iz leta 1946 in Zakon o polni zaposlenosti in uravnoveženi rasti iz leta 1978 kot že omenjeno spodbujata visoko zaposlenost, ki je skladna s stabilno ravni cen. Stopnja brezposelnosti naj bi bila čim nižja in sicer blizu naravni stopnji brezposelnosti (natural rate of unemployment), ki je zaradi frikcijske in strukturne brezposelnosti med 4 % in 6 %. Cilj stalne gospodarske rasti je tesno povezan s ciljem visoke zaposlenosti, ker je verjetnost, da podjetja investirajo v investicijsko opremo (capital equipment) z namenom povišanja produktivnosti in gospodarske rasti višja, ko je brezposelnost nizka. Doseganje gospodarske rasti lahko poteka neposredno preko spodbujanja podjetij k investicijam ali pa s spodbujanjem ljudi k varčevanju, kar lahko poveča sredstva podjetij za investiranje. Značilnost tim. ekonomike ponudbe v obdobju ameriškega predsednika Ronalda Reagana je bila ravno v dajanju davčnih olajšav podjetjem pri investiranju v opremo in kapacitete ter znižanju davkov davkoplačevalcem, da bi več prihranili. V zadnjih desetletjih so se nosilci politike v ZDA vedno bolj zavedali družbenih in gospodarskih stroškov inflacije, saj inflacija v gospodarstvu ustvarja negotovost, kar pa ovira gospodarsko rast. Zaradi negotovosti je težje sprejemati poslovne odločitve, poleg tega pa lahko inflacija povzroči napetosti v družbi sami, saj posamezne družbene skupine tekmujejo med seboj, da njihov dohodek ne bi zaostal za rastjo ravni cen. Podjetja oklevajo pri sklepanju dolgoročnih pogodb s ponudniki oziroma potrošniki zaradi negotovosti bodočih cen (Hubbard, 1997, str. 526). Znano je, da v ZDA cenovna stabilnost ni bila nikdar številčno opredeljena, je pa bilo več predlogov, kako bi jo opredelili kvalitativno. Alan Greenspan, predsednik Odbora guvernerjev med leti 1987 in 2006, je predlagal opredelitev cenovne stabilnosti kot okolja, v katerem je inflacija v daljšem obdobju tako nizka in stabilna, da ne vstopa v odločitve gospodinjstev in podjetij (Orphanides, 2006, str. 3). Tudi stabilnost obrestnih mer je zaželena, saj nihanja obrestnih mer prav tako ustvarijo negotovost v gospodarstvu in otežijo načrtovanje prihodnosti tako potrošnikov kot tudi podjetij, zaželeno je namreč stabilno okolje za varčevanje in investiranje (Hubbard, 1997, str. 528). Centralna banka si zlasti prizadeva omejiti gibanje obrestnih mer navzgor, saj le-to privede do zaustavljanja gospodarske rasti, do recesije in s tem do povečane sovražnosti do Fed-a ter do zahtev, da se njegova moč omeji. Pomemben cilj centralne banke je tudi doseganje stabilnosti finančnih trgov, saj je v primeru finančne krize zmanjšana možnost finančnih trgov, da usmerijo finančna sredstva k ljudem s produktivnimi investicijskimi možnostmi, kar seveda povzroči ostro krčenje gospodarske aktivnosti. Temeljni razlog za ustanovitev Fed-a je bil ravno v zagotavljanju finančne stabilnosti po bančni krizi leta 1907. Stabilnost deviznih trgov je z vse pomembnejšo vlogo mednarodne trgovine v ameriškem gospodarstvu postala za Fed eden od ključnih ciljev, saj npr. naraščanje vrednosti dolarja povzroči manjšo konkurenčnost ameriških panog v tujini, padec vrednosti

dolarja pa spodbuja inflacijo v ZDA. Najpomembnejša med vsemi cilji pa sta končna cilja cenovne stabilnosti in vzdržne stopnje rasti proizvoda.

2.7.2 Konfliktnost ciljev

Čeprav je večina zgoraj omenjenih ciljev medsebojno skladnih (visoka zaposlenost z gospodarsko rastjo, stabilnost obrestnih mer s stabilnostjo finančnih trgov), pa vseeno ni vedno tako. Cilj cenovne stabilnosti je na kratek rok pogosto v konfliktu s ciljem stabilnosti obrestne mere in visoke zaposlenosti. Tako npr. v primeru gospodarske ekspanzije in padajoče brezposelnosti pričnejo tako inflacija kot obrestne mere naraščati. Če želi centralna banka preprečiti dvig obrestnih mer, lahko pride do »pregretja« gospodarstva in inflacijskih teženj. Če pa centralna banka dvigne obrestne mere, da bi preprečila inflacijo, se lahko brezposelnost na kratek rok poveča. Zaradi tega je Fed mnogokrat soočen s težkimi izzivi (Mishkin, 2001, str. 454-458).

2.7.3 Neodvisnost ameriške centralne banke

Možnih je več vidikov neodvisnosti centralne banke: institucionalni, operativni in osebni.

2.7.3.1 Institucionalna neodvisnost

Institucionalna neodvisnost se meri s tem, koliko ciljev lahko centralna banka doseže, ne da bi bila pri svojih odločitvah glede denarne politike izpostavljena vplivom vladnih teles. Stopnja institucionalne neodvisnosti je odvisna tako od statutarne določenih odnosov med centralno banko in ostalimi vladnimi telesi, kakor tudi od mandata, ki ji je zaupan. Centralna banka, ki mora zasledovati več ciljev, je podvržena večjemu političnemu pritisku kot centralna banka, ki ima samo en primarni cilj. Še posebej je to jasno, ko več ciljev ni mogoče uresničiti hkrati. Kot primer lahko navedem situacijo, ko v gospodarstvu pride do negativnega ponudbenega šoka, ki povzroči tako nepolno zaposlenost in proizvodnjo kot tudi inflacijo (pojav, poznan po izrazu stagflacija). Če ima centralna banka v svojem statutu tako zagotavljanje cenovne stabilnosti kot tudi teženje k polni zaposlenosti, se lahko nanjo izvaja politični pritisk, da na kratek rok da prednost enemu od ciljev na škodo drugega.

Fed-u je bila formalno dana institucionalna neodvisnost od izvršilne veje ameriške vlade, ko sta bila finančni minister in nadzornik valute izločena iz FOMC-a leta 1935. Vendar Fed ni institucionalno neodvisen od zakonodajne veje oblasti ameriške vlade. Ameriška ustava je namreč pooblastila kongres, da določa količino in vrednost denarja. Le-ta je, kot sem omenil že v poglavju Pravna osnova delovanja Fed-a, v Zakonu o Fed-u to moč prenesel na novo ustanovljen Fed. Ne da bi bilo eksplicitno določeno drugače, je kongres ohranil odgovornost za nadziranje delovanja Fed-a, saj mora predsednik Odbora guvernerjev dvakrat letno poročati v komitejih kongresa.

Čeprav kongres obravnava Fed kot neodvisno agencijo vlade ZDA in ji zatorej ne daje navodil, pa določa in omejuje avtonomijo Fed-a. Kongres je po določitih ustave obdržal možnost, da daje navodila Fed-u preko zakonov, ki jih sprejme. To dejstvo pod določenimi pogoji ustvarja milo obliko političnega vplivanja na ameriško centralno banko. Ker ima Fed več statutarno določenih ciljev, lahko člani komitejev kongresa občasno postavijo pod vprašaj osredotočenost centralne banke na enega od ciljev, še posebej, ko se npr. politika ohranjanja cenovne stabilnosti na kratek rok zdi v nasprotju s politiko ohranjanja visoke stopnje zaposlenosti (Apel, 2003, str. 40).

2.7.3.2 Operativna neodvisnost

Ta je odvisna od nekaj dejavnikov, in sicer:

1. ali ima centralna banka edina pravno moč, da operativno določa pomen svojega mandata,
2. ali ima centralna banka pravno moč, da določa strategijo denarne politike in da določa bližnje cilje za instrumente delovanja denarne politike, kot so npr. kratkoročne obrestne mere, ki jih kasneje pri izvajanju denarne politike uporablja,
3. ali centralna banka svoje pravice odločanja na področju politike deviznega tečaja deli z vladnimi institucijami,
4. ali ima centralna banka statutarno določeno odgovornost, da ščiti stabilnost finančnega sistema, kar je lahko v neskladju z njeno denarno politiko.

Zaradi mnogovrstnosti statutarno določenih ciljev in nadzorne vloge kongresa je operativna neodvisnost Fed-a gotovo omejena. Federalni komite za operacije na odprtem trgu nerad številčno določi doseganje cenovne stabilnosti iz strahu, da bi v primeru, da se na kratek rok pojavi še potreba po doseganju maksimalne stopnje zaposlenosti, lahko nastopil pritisk kongresa. Namesto tega Fed cenovno stabilnost opredeli v kvalitativni obliki in sicer, da cenovna stabilnost pomeni, da so pričakovane spremembe v povprečni ravni cen dovolj majhne in postopne, da ne vstopajo v finančne odločitve podjetij in gospodinjstev. FOMC je cilj doseganja maksimalne zaposlenosti interpretiral kot doseganje dolgoročne vzdržne (sustainable) gospodarske rasti, s katero se na dolgi rok stopnjo rasti agregatnega povpraševanja približa potencialni stopnji rasti agregatnega proizvoda.

Fed je pridobil operativno neodvisnost, da izbira in postavlja bližnje cilje za instrumente delovanja denarne politike. Lahko se vključi v operacije na odprtem trgu, lahko določi diskontno stopnjo in lahko cilja na obrestno mero federalnih rezerv (federal funds rate), to je medbančno obrestno mero za depozite čez noč kot temeljne instrumente delovanja, s katerimi vpliva na kratkoročno tržno določeno obrestno mero. S sprejetjem Zakona o deregulaciji depozitnih institucij in denarnem nadzoru leta 1980 je Odbor guvernerjev pridobil pravico, da se odloči, ali se obvezne rezerve uvedejo pri vseh depozitnih institucijah in da določi in spreminja stopnjo obveznih rezerv.

Na deviznem trgu imata pristojnost za intervencijo tako Fed kot tudi finančno ministrstvo, toda obstaja impliciten dogovor, da ima odločilno vlogo na tem trgu finančno ministrstvo. V tej vlogi je operativna neodvisnost Fed-a močno omejena, saj v večini primerov igra vlogo agenta finančnega ministrstva pri transakcijah na deviznem trgu. Po letu 1971, ko je prenehal veljati Bretton-Woodski sistem trdnih deviznih tečajev in se je uveljavil drseči devizni tečaj, Fed nima veliko neodvisnosti na področju deviznih intervencij. FOMC je pridobil pristojnost, da pozove newyorško Federalno rezervno banko k intervenciji na deviznem trgu, da bi se preprečilo neželene tržne razmere v zvezi z gibanjem tečaja ameriškega dolarja nasproti drugim pomembnim valutam. Vendar mora biti tudi ta odločitev FOMC-a izvedena v posvetovanju in sodelovanju z ameriškim ministrstvom za finance, ki lahko razveljavi odločitev Federalnega komiteja.

2.7.3.3 Osebna neodvisnost

Institucionalna neodvisnost centralne banke ne bi bila smiselna, če bi lahko vladna telesa, ki so imenovala odgovorne osebe centralne banke, na te osebe izvajale posreden politični pritisk. Pravica vladnih teles, da lahko samovoljno zamenjajo člane oziroma ne podaljšajo mandata le-tem v upravnih organih centralne banke, je eden od načinov, kako se lahko izvaja politični pritisk, zato je nujno potrebno, da je prisotna osebna neodvisnost.

Člane Odbora guvernerjev v Fed-u lahko odstavi samo kongres, ne pa ameriški predsednik, ki jih imenuje. Predsednike Federalnih rezervnih bank, ki jih imenuje 9-članski Odbor direktorjev posamezne Federalne rezervne banke in potrdi Odbor guvernerjev, lahko odstavi Odbor direktorjev, razloge pa pisno predstavi Odboru guvernerjev. S sprejetjem bančnega zakona leta 1935 pa ti razlogi ne smejo biti povezani s stališči predsednika Federalne rezervne banke glede vodenja denarne politike, ki jih je imel kot član Federalnega komiteja za operacije na odprtem trgu, saj v njem ne sme nastopati kot predstavnik Federalne rezervne banke, ki ga je v FOMC imenovala (Apel, 2003, str. 54-55).

2.7.4 Kratka analiza pritiskov na denarno politiko

Thomas Havrilesky je v knjigi *The pressures on American monetary policy* ugotovil, da je z nastopom teorije racionalnih pričakovanj v sedemdesetih letih prišlo do situacije, ko so nosilci denarne politike zasledovali povečanja zaposlenosti in proizvodnje ter znižanja obrestnih mer, kar pa je kratkega diha in je bilo doseženo na račun stalno višje stopnje inflacije. Zakaj so kljub neugodnim posledicam denarne oblasti zasledovale zgornja cilja? Havrilesky trdi, da zaradi precejšnjih političnih in zasebnih pritiskov, ki so jim bile izpostavljene in sicer s strani politikov tako v izvršilni veji kot tudi v zakonodajni veji oblasti, kakor tudi interesnih skupin v zasebnem sektorju, še posebej v panogi finančnih storitev. Očitni pritiski izvršilne veje so se pričeli po letu 1935, ko sta bila s sprejetjem bančnega zakona iz FOMC-a izključena nadzornik valute in finančni minister, predvsem pa s sprejetjem Zakona o zaposlovanju leta 1946, ko je bila visoka zaposlenost postavljena kot najpomembnejši cilj. Administracija (vlada) je svoje želje glede denarne politike uradnikom Fed-a velikokrat nakazala, le-ti pa so

te želje večkrat upoštevali. Havrilesky je s pomočjo ekonometričnega modela, v katerem je indeks SAFER (Signaling from the Administration to the FEderal Reserve) meril poskuse izvršilne veje, da vpliva na denarno politiko. SAFER je bil oblikovan na podlagi člankov v Wall Street Journal-u, v katerem so člani administracije izražali želje glede restriktivne oziroma ekspanzivne denarne politike. Z regresijsko analizo je dokazal, da je indeks SAFER ekonometrično vzročen za obrestno mero federalnih rezerv. Razmerje med signaliziranjem kot vzrokom in denarno politiko kot posledico je statistično značilno, ko je uporabil podatke v obdobju med 1964 in 1994. Statistično značilno je za signaliziranje ministrstva za finance, medtem ko za signaliziranje ameriškega predsednika in Sveta ekonomskih svetovalcev ni.

Pritiski zakonodajne veje oblasti na denarno politiko so se spreminjali. Od sprejetja Zakona o Fed-u do velike depresije se je kongres ukvarjal predvsem s problemom, ali naj imajo v Fed-u več vpliva zasebno ali politično imenovani uradniki. Medtem ko so se demokrati in zahodni del ZDA zavzemali za večjo politično moč, pa so republikanci in vzhodni del ZDA podpirali zasebno, to je bančno prevlado znotraj Fed-a. Po letu 1932 je večina v kongresu podpirala načrt predsednika Roosevelta, da je potrebno pritisniti na Fed, ki naj izvaja ekspanzivno denarno politiko, zniža obrestne mere in pospeši gospodarsko rast. Naslednje obdobje povečanega zanimanja kongresa za denarno politiko se je pojavilo med leti 1950-1952, ko je kongres podprl Fed v njegovem prizadevanju, da se reši dominacije ministrstva za finance. V naslednjih dvajsetih letih kongres ni izvajal večjih pritiskov, situacija pa se je spet spremenila v sedemdesetih letih z uvedbo rednih polletnih zaslišanj v komitejih kongresa v zvezi z izvajanjem denarne politike in z večkratnimi zakonskimi napadi na poseben status Fed-a. Z regresijsko analizo je bilo ugotovljeno, da so imele pripombe zaskrbljenosti senatorjev glede stanja gospodarstva na zaslišanjih kongresnih komitejev statistično značilen učinek na obrestno mero federalnih rezerv v mesecu po zaslišanju, pripombe članov predstavniškega doma pa niso imele statistično značilnega učinka na obrestno mero federalnih rezerv. Uradniki Fed-a so se očitno odzvali samo na izraze zaskrbljenosti senatorjev, vzrok temu pa je, da morajo imenovanje članov Odbora guvernerjev potrditi senatorji, ne pa tudi člani predstavniškega doma.

Formalni pritiski zasebnega sektorja finančnih storitev (predvsem bančništvo) se kažejo predvsem skozi smernice Federalnega svetovalnega sveta (Federal Advisory Council), ki zastopa bančne interese glede vodenja denarne politike, tvorci le-te pa te smernice upoštevajo občasno. Obstajajo pa tudi drugačni, bolj prikriti pritiski bančnih lobijev na denarne oblasti, ki pa ponavadi potekajo skozi neposredno komunikacijo z izvršilno in zakonodajno vejo oblasti ter z vodstvom Fed-a. In ne nazadnje, tudi vpliv imenovanja igra pomembno vlogo, saj lahko administracija z imenovanjem pravih oseb v FOMC doseže, da le-ti sprejemajo zelene odločitve.

Zaradi prevelikega vpliva politikov na denarno politiko in posledično višje inflacije Havrilesky predlaga sprejetje reform. Zavzema se za uvedbo bodisi zlatega standarda ali natančnih pravil o rasti denarnih agregatov ter za sprejetje ukrepov, ki bi povečali avtonomijo

Fed-a ter zmanjšali njegovo tajnost, saj bi to izboljšalo rezultate boja proti inflaciji, vendar hkrati ugotavlja, da možnosti za takšne reforme niso velike. Politiki preprosto nimajo interesa, da bi se odpovedali pritiskom na izvajalce denarne politike, saj bi s tem izgubili možnost, da zadovoljijo interese svojih interesnih skupin in si na ta način zmanjšali verjetnost ponovne izvolitve, centralni bankirji pa na drugi strani tudi ne želijo zmanjšanja svojih birokratskih pristojnosti, ki bi jih v primeru sprejetja zlate valute izgubili (Havrilesky, 1995, str. 11-22).

2.7.5 Razvidnost (transparentnost) delovanja

Stopnja razvidnosti delovanja centralne banke se nanaša na:

- število ciljev, ki so dodeljeni posamezni centralni banki,
- natančnost operativne definicije dodeljenih ciljev,
- jasnost strategije denarne politike, ki jo centralna banka uporablja pri doseganju teh ciljev,
- enostavnost instrumentov, ki jih centralna banka uporablja pri izvrševanju strategije denarne politike,
- količino, pravočasnost in kakovost informacij, ki jih posreduje javnosti o tem, kako je organ, ki določa denarno politiko, prišel do te odločitve.

Do leta 1967 FOMC javnosti ni razkrival ukrepov na področju denarne politike, razen poročilo o ukrepih v zadnjih 12 mesecih, ki je bilo vključeno v letno poročilo Odbora guvernerjev v kongresu. Od leta 1967 do 1975 je FOMC obveščal javnost o ukrepih, ki so bili sprejeti na rednih sestankih z 90-dnevnim zamikom, od leta 1976 je bil zamik 30 dni, od leta 1982 pa je objava zapisnika vsakega sestanka približno 45 dni. Leta 1994 se je FOMC odločil za objavo takojšnjega sporočila za javnost, kadar je bila sprejeta odločitev o spremembi denarne politike, drugače pa je še vedno veljal 45-dnevni zamik. Terminologija, ki jo je FOMC uporabljal za sporočanje odločitev javnosti, je bila precej posredna. Tako je npr. izjava, da komite namerava rahlo dvigniti obstoječo stopnjo pritiska na rezervne pozicije pomenila takojšen dvig obrestne mere federalnih rezerv. Šele od avgusta 1997 je veljalo, da je vsako navodilo FOMC-a newyorškemu trgovalnemu pultu, ki je objavljeno v zapisnikih komiteja, jasno izražalo namene glede obrestne mere federalnih rezerv, tako glede takojšnjih sprememb denarne politike kot tudi glede preferenc (nagnjenosti-bias) denarne politike med samimi sestanki FOMC-a. Od maja 1999 se napoved FOMC-a glede preferenc denarne politike, ki se bo izvajala v obdobju med sestanki, objavi takoj po vsakem sestanku v sporočilu za javnost, ne glede na dejstvo, ali se je komite odločil za spremembo denarne politike. Ta napoved je bila izražena v obliki ocene relativnih tveganj, ki so jih za doseganje dveh temeljnih ciljev Fed-a, to je cenovne stabilnosti in vzdržne gospodarske rasti (tim. balance of risks), predstavljali ekonomski in finančni dogodki v bližnji prihodnosti. Če je npr. FOMC ocenil, da se tveganje »nagiba« k razmeram, ki lahko privedejo do povečanega inflacijskega pritiska, potem je bilo pričakovati, da bo denarna politika preferirala višjo obrestno mero federalnih rezerv. V juniju 2003 je komite ločil oceni tveganja bodoče inflacije

in tveganja doseganja vzdržne gospodarske rasti in je lahko izrazil zaskrbljenost glede neugodnih gibanj za vsako od dveh kategorij posebej. Do aprila 2005 so bile te ugotovitve lahko samo ugotovitve, odtlej pa je vsaki takšni oceni oziroma izjavi morala slediti ustrezna aktivnost denarne politike (Poole, 2006a, str. 9).

Zapisnik sestanka FOMC-a o denarni politiki vključuje natančno oceno ameriških in mednarodnih ekonomskih in finančnih pogojev, pridobljeno na podlagi vseh informacij, ki jih je moč pridobiti do sestanka. V zapisnikih so zabeležena glasovanja članov o odločitvah glede denarne politike, prav tako pa tudi razprava pred glasovanjem. Člani, ki se z določeno obrestno mero federalnih rezerv niso strinjali, so v zapisniku navedeni. Je pa res, da so odločitve komiteja ponavadi sprejete soglasno.

2.7.6 Odgovornost (Accountability)

V demokratični ureditvi mora biti centralna banka, tako kot ostale vladne institucije, odgovorna ljudstvu in sicer neposredno ali pa posredno preko predstavnikov. Odgovornost centralne banke se lahko meri le na podlagi ciljev, ki so le-tej postavljeni. Odbor guvernerjev Fed-a, ki je pod nadzorom kongresa in je s tem njegova institucionalna neodvisnost okrnjena, je posredno odgovoren ljudstvu preko kongresa, ki ga je ljudstvo izvolilo.

2.8 DENARNA POLITIKA: STRATEGIJA, INSTRUMENTI IN DELOVANJE

Centralnim bankam se postavi cilj (končni cilj-goal) oziroma cilji (končni cilji), ki naj jih te dosegajo in vzdržujejo. Končni cilj je npr. cenovna stabilnost. Problem centralne banke je, da ne vpliva neposredno na končni cilj. Uporablja več instrumentov delovanja (tools), ki na končni cilj delujejo posredno ponavadi po daljšem obdobju (več kot leto). Zato centralna banka določi bližnje cilje (intermediate targets-npr. rast denarnega agregata M3), ki pa imajo neposreden vpliv na končni cilj. Vendar centralna banka tudi na bližnje cilje ne more neposredno vplivati z instrumenti delovanja, zato določi naslednjo skupino spremenljivk, ki jo imenujemo operativni cilji (operating targets), ki pa reagirajo na spremembe v uporabi instrumentov delovanja. Tako centralna banka uporablja operativne in bližnje cilje kot indikatorje pravilne smeri gibanja njene denarne politike, ki je usmerjena h končnemu cilju, z instrumenti delovanja pa popravlja vse odklone v smeri gibanja denarne politike (Mishkin, 2001, str. 458-459). Da bi dosegla končni cilj oz. cilje, odločevalno telo centralne banke določi niz postopkov, ki jih imenujemo strategija denarne politike, s katero vodi svoje dolgoročno delovanje.

Robert E. Hall in N. Gregory Mankiw se pri izvajanju denarne politike zavzemata za pravila denarne politike (policy rules), s katerimi se centralna banka zaveže, da ne bo izvajala denarnih presenečenj, s čimer je možno doseči nižjo inflacijo. S pravili denarne politike se centralna banka izogne političnim pritiskom, ki so zlasti v obdobjih pred volitvami veliki. Splošno pravilo denarne politike je, da centralna banka obdrži svoj bližnji cilj izvajanja

denarne politike znotraj vnaprej določenega pasu. Pravilo je torej določeno z izbiro bližnjega cilja in položaja ter širine pasu dovoljenega gibanja le-tega. Pri ocenjevanju zaželenosti določenega pravila so pomembne štiri značilnosti. Prva značilnost je učinkovitost. Dobra denarna politika naj bi povzročala minimalno spremenljivost cen pri dani ravni spremenljivosti zaposlenosti. Politika naj bi prispevala k precejšnji stabilnosti cen tako v modelu popolne denarne nevtralnosti, v katerem denarna politika nima pomembnega vpliva na realni sektor, kot v modelu, kjer denarna politika ima vpliv na zaposlenost. Druga značilnost je enostavnost. Pravilo, ki je enostavno, ima več možnosti, da se sprejme in da se uveljavi. Tretja značilnost je natančnost. Samo pri natančno določenem pravilu izvajanja denarne politike ne more biti dvoma, ali je centralna banka uspešna. Četrta značilnost je odgovornost. Denarna politika je bolj verodostojna, če je centralna banka odgovorna javnosti glede doseganja postavljenih ciljev. Vendar tudi pravila, ki izpolnjujejo vse štiri značilnosti, lahko pripeljejo do težav. Pravila, ki dosegajo optimalno ravnovesje med cenovno stabilnostjo in stabilnostjo zaposlenosti, lahko na drugi strani privedejo do velikih nihanj v obrestnih merah in deviznih tečajih, še posebej, če je nestanovitna politika v ostalih večjih državah (Hall, Mankiw, 1993, str. 2-5).

Obstajajo štiri temeljne strategije denarne politike, in sicer glede na bližnji cilj, ki ga nosilci denarne politike uporabljajo: količina denarja, inflacija, devizni tečaj in nominalni dohodek.

2.8.1 Količina denarja kot bližnji cilj denarne politike

Količina denarja kot bližnji cilj denarne politike je, podobno kot politika bližnjega cilja deviznega tečaja, lahko razumljiva javnosti. Informacija o tem, ali centralna banka dosega zastavljeni bližnji cilj, je znana zelo hitro. Zastavljeni bližnji cilj je rast določenega denarnega agregata (M1, M2, M3...) v določenem obdobju. Le-ta mora biti določen tako, da je v skladu z definicijo cilja cenovne stabilnosti, ki ga postavi centralna banka. Določitev rasti denarnega agregata hitro signalizira tako javnosti kot tudi trgom stanje denarne politike in namene centralne banke glede inflacijske stopnje, kar lahko utrdi inflacijska pričakovanja in vodi do nižje dejanske inflacije.

Seveda pa so tudi pri količini denarja kot bližnjem cilju denarne politike prisotni določeni problemi. Potrebna je namreč močna in zanesljiva povezava med inflacijo in ciljanim denarnim agregatom. Če je v gospodarstvu prisotna nestabilna obtočna hitrost denarja, je šibka tudi povezava med ciljanim agregatom in inflacijo. V tem primeru denarna politika bližnjega cilja količine denarja ne bo dala pravih rezultatov. Drugi pogoj za uspešnost te politike je, da je ciljani denarni agregat pod nadzorom centralne banke, se pravi, da se obnaša tako, kot želi centralna banka. In tretjič, zelo pomembno je stabilno povpraševanje po denarju. Oblasti centralnih bank se o rasti določenega denarnega agregata odločajo tudi na podlagi predvidenega bodočega povpraševanja po denarju. Če se ta spremeni, lahko pride do neželenih inflacijskih ali deflacijskih posledic (Jakše, 1998, str. 7-8).

2.8.2 Inflacija kot bližnji cilj denarne politike

Druga denarna politika, ki v zadnjih letih pridobiva na pomenu, je inflacija kot bližnji cilj denarne politike. Prva prednost te politike je njena razvidnost. Hkrati jasno zavezuje centralno banko k cenovni stabilnosti, saj le-ta na začetku nekega obdobja določi ciljno stopnjo inflacije v tem obdobju. Javnost tako zlahka ugotovi, ali je bila centralna banka v prizadevanjih za cenovno stabilnost uspešna. V nasprotju s politiko bližnjega cilja deviznega tečaja pa inflacija kot bližnji cilj omogoča denarni politiki, da se osredotoči na domače probleme in se lažje odziva na šoke, ne da bi se morala odzivati na razmere v tujini. In končno, prednost te denarne politike je, da so spremembe v obtočni hitrosti denarja nepomembne, saj pri tej politiki ni pomembno stabilno razmerje med količino denarja in inflacijo.

Pomanjkljivost te politike je, da inflacija ni kategorija, ki bi jo lahko denarne oblasti z lahkoto nadzirale, saj je odvisna od mnogih nedenarnih dejavnikov. Poleg tega so rezultati o doseženi inflacijski stopnji znani šele po določenem časovnem zamiku in je zaradi tega ta denarna politika nezmožna poslati javnosti in trgom takojšen signal o stanju denarne politike (Jakše, 1998, str. 8).

Prva centralna banka, ki se je odločila za inflacijsko ciljanje, je bila centralna banka Nove Zelandije, nato pa se je pridružilo precej držav. Čeprav včasih centralne banke ciljno stopnjo ali pa ciljno območje inflacije zgrešijo, pa se do sedaj še nobena država ni odpovedala tej denarni politiki, kar je možno pojasniti z dejstvom, da je v teh državah kombinacija vladne podpore inflacijskemu cilju ter odgovornost in razvidnost delovanja centralne banke ustvarila okvir, ki omogoča, da se razlogi, ki so pripeljali do nedoseganja inflacijskega cilja, predstavijo na način, ki resno ne ogroža verodostojnosti denarne politike (Roger, Stone, 2005, str. 37-38).

2.8.3 Devizni tečaj kot bližnji cilj denarne politike

Devizni tečaj kot bližnji cilj denarne politike vključuje navezavo domače valute na valuto večje države, v kateri vladata kredibilna denarna politika in nizka inflacija. Prednost deviznega tečaja kot bližnjega cilja denarne politike je preprostost in jasnost, kar omogoča javnosti, da z lahkoto spremlja delovanje in verodostojnost centralne banke. Druga prednost te politike je, da je v primeru, da je valuta države A, na katero se veže valuta države B, stabilna in vlada v državi A nizka inflacija, ta stabilnost in kredibilnost prenesena tudi na državo B. V državi B se znižajo inflacijska pričakovanja, kar lahko kmalu zniža inflacijsko stopnjo na raven tiste v večji državi A. Slabosti deviznega tečaja kot bližnjega cilja denarne politike pa je več. Država, ki veže tečaj svoje valute na drugo valuto, hkrati tudi posredno veže višino svojih obrestnih mer na tisto v drugi državi. S tem je določena tudi stopnja rasti denarja v obtoku, zato se država ne more denarno prilagajati domačim šokom. Tudi šoki, ki se pojavijo v sidrni državi, se prenesejo v drugo državo, kar lahko povzroči nihanje proizvoda. Druga

pomanjkljivost bližnjega cilja tečaja je, da lahko izpostavi valuto te države špekulativnim napadom, še zlasti, če v politiki te države ni prisotna kredibilnost. Če ima država veliko dolgov denominiranih v tujih valutah, lahko devalvacija domače valute vodi do neugodnih posledic, še zlasti v bilancah stanja bank in podjetij, kar lahko še poslabša finančno krizo. Devizni tečaj kot bližnji cilj denarne politike se zdi najbolj primeren za države: a) ki imajo malo možnosti doseči kredibilnost s svojo denarno politiko, b) kjer so šoki v gospodarstvu močno povezani s tistimi v sidrni državi, c) ki imajo trge delovne sile in proizvodov, ki so fleksibilni, d) ki imajo zdrav finančni sistem, e) ki imajo na voljo večje, nizkoinflacijske države, na valuto katere lahko navežejo svojo valuto (Jakše, 1998, str. 7).

2.8.4 Nominalni dohodek kot bližnji cilj denarne politike

Enakomerna rast nominalnega dohodka je denarna politika, ki jo podpira vedno več modernih makroekonomistov. V primeru nevtralnosti denarne politike pomeni enakomerna rast nominalnega dohodka gibanje ravni cen, ki je preprosto razmerje med ciljanim nominalnim dohodkom in ravnotežno ravnijo realnega dohodka. V primeru, da se raven realnega dohodka oz. ravnotežnega proizvoda ne spreminja brezciljno, bo rezultat cenovna stabilnost. V primeru ciljanja nominalnega dohodka in denarne politike, ki ni nevtralna, pa realni dohodek pade za odstotek v primeru, da je raven cen previsoka za en odstotek. Ciljanje nominalnega dohodka je ena od politik, ki spadajo v tim. razred »elastičnih cenovnih ciljev« (elastic price targets), njihova značilnost pa je, da imajo sicer določeno ciljno (želeno) raven cen, ki pa lahko od referenčne vrednosti odstopa kot posledica odstopanja stopnje zaposlenosti od ravnotežne vrednosti. Bolj elastične politike dovoljujejo večje cenovne deviacije za dano odstotno točko deviacije v zaposlenosti.

Pojavili sta se dve dilemi doseganja stabilnosti in sicer, ali naj denarna politika poskuša stabilizirati stopnjo rasti ali raven realnega proizvoda oziroma ali naj stabilizira stopnjo inflacije ali raven cen. Na podlagi opisanih vprašanj so se razvile tri inačice politik nominalnega dohodka:

- ciljanje stopnje rasti (growth-rate targeting), ki stopnjo rasti nominalnega dohodka zadrži na čimbolj konstantni številki,
- ciljanje ravni (level targeting), ki zadrži raven nominalnega dohodka kolikor je mogoče blizu poti, ki je bila določena ob uvedbi tega ciljanja,
- mešano ciljanje (hybrid targeting), ki zadrži stopnjo rasti nominalnega dohodka v naslednjih letih čim bližje konstanti, povečani za trenutno odstotkovno vrzeljo med realnim dohodkom in njegovo ravnotežno ravnijo.

Katero shemo ciljanja nominalnega dohodka sprejme centralna banka, je odvisno od relativnih stroškov spremenljivosti ravni cen, inflacijskih stopenj, ravni realnega dohodka in stopenj rasti realnega dohodka (Hall, Mankiw, 1993, str. 5-11, 26).

Strategija denarne politike FOMC-a, ki se je razvila skozi daljše obdobje, uporablja kombinacijo tako inflacije kot tudi količine denarja kot bližnjega cilja denarne politike, da doseže dva končna cilja in sicer cenovno stabilnost, ki pa ni številčno definirana in vzdržno stopnjo rasti proizvoda, ki pomeni stopnjo rasti agregatnega povpraševanja, ki je enaka potencialni stopnji rasti proizvoda.

Kar zadeva številčno opredelitev zelene stopnje inflacije, se mnogo avtorjev zavzema za določitev točne vrednosti oziroma območja zelenega gibanja inflacije v določenem obdobju, kot je primer v ECB-ju. William Poole trdi, da bi FOMC moral sprejeti formalni inflacijski cilj kot številčno vrednost, ki jo bi ameriška centralna banka zasledovala. To bi znižalo tveganja posameznikov in podjetnikov, ko bi sprejemali dolgoročne odločitve, hkrati pa naj bi omogočilo lažje doseganje drugih ciljev, tudi visoke stopnje zaposlenosti.

Izvirna oblika Philipsove krivulje je poudarjala negativno korelacijo med stopnjo inflacije in stopnjo brezposelnosti, vendar sta v šestdesetih letih dvajsetega stoletja Milton Friedman in Edmund Phelps razvila dolgoročno Philipsovo krivuljo, ki je vertikalna na stopnji brezposelnosti, ki je označena kot NAIRU (nonaccelerating inflation rate of unemployment) oziroma na stopnji brezposelnosti, ki ne pospešuje inflacije, pomeni pa, da bi inflacija stalno naraščala, če bi poskušali doseči stopnjo brezposelnosti, ki je nižja od naravne stopnje brezposelnosti. Cilja cenovne stabilnosti in vzdržljive stopnje rasti proizvoda nista substituta, temveč komplementarna cilja, kar pa ne pomeni, da odgovorni ne bi vodili aciklične denarne politike v primerih, ko to nizka stopnja inflacije omogoča. Ravno opredelitev formalnega inflacijskega cilja naj bi povečala verodostojnost Fed-a in mu omogočila lažje izvajanje aciklične denarne politike. Bolj kot bi bil Fed jasen in natančen glede dolgoročnega inflacijskega cilja, bolj zaupljiva bi postala javnost v ocenjevanju sposobnosti centralne banke, da doseže zastavljeni cilj. Takšna odločitev bi povečala odgovornost Fed-a, prav tako pa bi okvir inflacijskega ciljanja omogočil centralni banki, da javnosti bolje pojasni svoje odločitve glede denarne politike in tveganja, na katera v tem procesu naleti (Poole, 2006, str. 155-163).

Čeprav FOMC ni sprejel formalnega inflacijskega cilja oziroma dovoljenega območja gibanja dolgoročne inflacijske stopnje, pa večina analitikov ameriške denarne politike v zadnjih letih meni, da je FOMC imel tim. implicitni inflacijski cilj, ki pa ni bil javen. Šlo naj bi za določeno spodnjo in zgornjo mejo zaželenih dolgoročnih inflacijskih stopnj, kar je bilo moč razbrati iz zapisnikov srečanj FOMC-a. Objave, kot je: »tveganje, da inflacijska stopnja postane nezaželeno nizka, je glavna skrb centralne banke v bližnji prihodnosti«, je pomembna pri oblikovanju inflacijskih pričakovanj v družbi. Eden od indikatorjev inflacijskih pričakovanj je razlika med donosi na dolgoročne nominalne zakladne vrednostne papirje (nominal Treasury securities) in na primerljive zakladne vrednostne papirje, ki so indeksirani in so obresti, ki se izplačujejo, povečane za rast cen življenjskih potrebščin (Thornton, 2006, str. 1).

2.8.5 Pregled strategij denarne politike Fed-a skozi čas

Od sredine sedemdesetih let do konca osemdesetih je Fed uporabljal obliko denarnega ciljanja, da bi dosegel končna cilja cenovne stabilnosti in vzdržne stopnje rasti proizvoda. Strategija denarne politike je kombinirala denarni bližnji cilj (denarni agregat) s ciljno vrednostjo operativnega cilja (operating target), s katerim je Fed denarno politiko izvajal; obrestna mera federalnih rezerv (federal funds rate), sposojene in nesposojene rezerve (borrowed, non-borrowed reserves) (Apel, 2003, str. 133).

2.8.5.1 Ponudba in povpraševanje po bančnih rezervah

Fed oskrbuje depozitne institucije z rezervami na dva načina: z operacijami na odprtem trgu, kjer se z nakupi/prodajami vladnih obveznic povečuje/zmanjšuje količina nesposojenih rezerv bank (nonborrowed reserves) ter z diskontno politiko, kjer z določanjem diskontne stopnje in količine posojil upravlja z višino sposojenih rezerv (borrowed reserves). Nesposojene in sposojene rezerve skupaj določajo ponudbo bančnih rezerv. Na drugi strani je povpraševanje bank po rezervah odvisno od predpisane stopnje obveznih rezerv in od presežnih rezerv, ki jih banke želijo držati. Ponudba in povpraševanje po rezervah določita obrestno mero federalnih rezerv. Na podlagi teorij terminske strukture in strukture tveganja (term and risk structure) obrestnih mer in na podlagi empiričnih podatkov obstaja povezava med obrestno mero federalnih rezerv in drugimi dolgoročnimi obrestnimi merami preko krivulj donosnosti. Terminalska struktura obrestnih mer določa, da so krivulje donosnosti za finančna sredstva s podobnim tveganjem, likvidnostjo in davčno obravnavo nagnjene (usmerjene) navzgor. Če Fed povečuje ponudbo rezerv in pride do znižanja obrestne mere federalnih rezerv, posamezniki pričakujejo, da bo poleg padca trenutnih in bodočih obrestnih mer na kratkoročne finančne instrumente, padla tudi obrestna mera dolgoročnih finančnih instrumentov podobnih lastnosti (tveganje, likvidnost, davčna obravnavo). Razlog je v teoriji pričakovanj glede terminske strukture obrestnih mer (expectations theory of the term structure), ki trdi, da je dolgoročna obrestna mera povprečna vrednost trenutne in pričakovanih bodočih vrednosti kratkoročnih obrestnih mer. Zaradi znižanja obrestne mere na dolgoročne finančne instrumente pride do sprememb v povpraševanju po denarju in do sprememb denarnega multiplikatorja m , ki povezuje količino denarja v obtoku M s primarnim denarjem MB , ki ga tvorita gotovina in celotne rezerve (sposojene in nesposojene). Enačbo lahko zapišem kot:

$$M = m \cdot MB = m(TR + C); TR = BR + NBR,$$

kjer so TR celotne rezerve, C gotovina, BR sposojene rezerve, NBR nesposojene rezerve, m denarni multiplikator, M je količina denarja v obtoku in MB primarni denar. Fed lahko s spreminjanjem obrestne mere federalnih rezerv vpliva na poslovne odločitve podjetij, gospodarsko rast, zaposlenost, inflacijo... (Miller, 1993, str. 654-668).

2.8.5.2 Obdobje od 1975-1978: denarni agregati kombinirani s ciljano obrestno mero federalnih rezerv

FOMC je zaradi vedno višjih inflacijskih stopenj marca 1975 pričel določati in javno objavljati tolerančna območja gibanja stopenj rasti različnih denarnih agregatov (M1, M2, M3) in bančnih kreditov v naslednjih 12 mesecih. Poleg ciljanih stopenj rasti količine denarja je FOMC v diskusijah o oblikovanju direktive trgovalnemu pultu v New Yorku vključil tudi ciljano območje gibanja obrestne mere federalnih rezerv (Apel, 2003, str. 133). Ker je bil npr. bližnji cilj denarne politike količina denarja v obtoku M^* , je bilo potrebno doseči nominalno obrestno mero, pri kateri bi javnost povpraševala po količini denarja M^* , to je obrestna mera $r_n(M^*)$.

Ob dani terminski strukturi in strukturi tveganja obrestnih mer, ki jih predstavljajo krivulje donosnosti zakladnih obveznic in federalnih rezerv, mora FOMC le določiti obrestno mero federalnih rezerv $r_f(M^*)$, pri kateri sta doseženi $r_n(M^*)$ in M^* (Miller, 1993, str. 670). Glede na ozko območje gibanja obrestne mere federalnih rezerv med pol in eno odstotno točko v obdobju med sestanki FOMC-a in glede na nasprotovanje ideji, da bi se na sestankih dovolilo večje variacije v gibanju obrestne mere federalnih rezerv, ciljane stopnje rasti denarnih agregatov mnogokrat niso bile spoštovane (dosežene). V mnogih primerih so bile dovoljene prilagoditve obrestne mere federalnih rezerv neskladne z dovoljenimi letnimi pasovi gibanja stopnje rasti denarnih agregatov, ki jih je določil FOMC, kar je privedlo do tega, da je gibanje obrestne mere federalnih rezerv zaostajalo za gibanjem kratkoročnih obrestnih mer (Apel, 2003, str. 133).

2.8.5.3 Obdobje od 1979-1989: denarni agregati kombinirani s ciljanjem nesposojenih rezerv (1979-1982) ter s ciljanjem sposojenih rezerv (1983-1989)

V poznih sedemdesetih letih je zaradi vedno višje inflacije in sprejetja Zakona o polni zaposlenosti in uravnoteženi rasti, ki je še poudaril pomembnost cenovne stabilnosti, prišlo do sprememb. Oktobra 1979 je tedanji predsednik Odbora guvernerjev Paul Volcker spremenil strategijo delovanja FOMC-a. Z operacijami na odprtem trgu se je nadziralo in vplivalo na nesposojene bančne rezerve. Nesposojene rezerve naj bi se gibale po ciljani poti (target path) v skladu s ciljano stopnjo rasti količine denarja v obtoku. Fed je zaupal v dolgoročno odvisnost med rastjo denarnih agregatov, še posebej M1 in stopnjo inflacije. Pri novem pristopu pa je močno nihala obrestna mera federalnih rezerv. Nova strategija je igrala pomembno vlogo pri zniževanju inflacije v zgodnjih osemdesetih letih.

Uporabnost ciljanja nesposojenih rezerv kot načina zniževanja inflacijske stopnje je bila kritično odvisna od obstoja zanesljivega razmerja med denarnimi agregati in nominalnim dohodkom. Toda v letu 1982 je prišlo do nestabilnosti v povpraševanju po denarju, še posebej sta postala nestabilna denarni agregat M1 ter obtočna hitrost denarja. Obstoječa procedura ciljanja nesposojenih rezerv, pri kateri se ne upošteva premikov, ki se lahko pojavijo v povpraševanju po denarju, je pomenila, da bi imela dana raven nesposojenih rezerv nehotene

učinke na realno ali nominalno agregatno povpraševanje preko spremembe obrestne mere. Za primer, nenadno zmanjšanje v povpraševanju po denarnem agregatu M1 ob konstantni ravni nesposojenih rezerv bi pomenilo znižanje obrestnih mer federalnih rezerv, ker bi imele depozitne institucije presežne rezerve. Znižanje obrestnih mer bi imelo vpliv na proizvod ali raven cen ali na obe kategoriji. Tako razmerje med stopnjo rasti denarnega agregata M1 in stopnjo inflacije ni bilo več stabilno.

Zaradi teh razlogov je FOMC leta 1982 še enkrat spremenil svojo strategijo delovanja in dal glavni poudarek na sposojene rezerve. Na kratko, FOMC je določil ciljano raven sposojenih rezerv, z operacijami na odprtem trgu spreminjal količino nesposojenih rezerv z namenom, da se je doseglo ravnotežno obrestno mero federalnih rezerv, pri kateri so si depozitne institucije bile pripravljene sposoditi ravno ciljano količino sposojenih rezerv (Miller, 1993, str. 680). Nova procedura ni več upoštevala ciljane stopnje rasti denarnega agregata M1, saj od 1986 Fed ni več uradno objavljal letne stopnje rasti M1.

2.8.5.4 Obdobje od 1990 naprej: uporaba in analiza množice ekonomskih in finančnih spremenljivk z obrestno mero federalnih rezerv kot operativnim ciljem

V devetdesetih letih je FOMC spreminjal obrestno mero federalnih rezerv in diskontno stopnjo, četudi so bili denarni agregati znotraj ciljanega območja in obratno. Tako je leta 1994 precej dvignil ciljano obrestno mero federalnih rezerv, četudi so bile stopnje rasti M2 in M3 v spodnjem delu dovoljenega območja, nasprotno pa je leta 1998 navkljub hitri rasti denarnih agregatov M2 in M3, FOMC celo znižal obrestno mero federalnih rezerv. Strategija denarne politike se je v devetdesetih bolj odzivala na signale, povezane s pričakovanim bodočim gibanjem proizvoda gleda na potencialni proizvod in na pričakovano bodoče gibanje cen, manj pa na signale gibanja denarnih agregatov. Leta 1998 se je tako FOMC osredotočil na možne posledice ruske in azijske dolžniške krize na ameriške finančne trge in agregatno povpraševanje, nevarnost deflacije, povečano previdnost pri posojilodajalcih ter možno znižanje gospodarske rasti pod potencialno in tako opravičil znižanje obrestne mere federalnih rezerv. Tako je prišlo do znižanja le-te na podlagi preventivnega delovanja, da bi se ohranila ekonomska rast tudi ob nastopu pričakovanih eksternih šokov, ki so opisani zgoraj.

V zgodnjih devetdesetih je torej poudarek operativnega cilja denarne politike prešel iz ciljanja sposojenih rezerv na ciljanje obrestne mere federalnih rezerv. Povezava med sposojenimi rezervami in obrestno mero federalnih rezerv je bila oslABLJENA kot posledica pomembnega znižanja obveznih rezerv, prenehanja rutinskega diskontnega posojanja in javne zaskrbljenosti glede finančnega zdravja depozitnih institucij. Depozitne institucije so se namreč bale uporabljati možnost diskontnega posojanja pri Fed-u, saj bi javnost to lahko razumela kot simptom finančnih težav. Fed obrestne mere federalnih rezerv ni mogel več nadzirati s ciljanjem ravni sposojenih rezerv in tako so od avgusta 1997 direktive FOMC-a newyorškemu trgovalnemu pultu eksplicitno izražene v obliki ciljane obrestne mere federalnih rezerv, od leta 2000 pa FOMC na podlagi sprememb Zakona o polni zaposlenosti in uravnoveženi rasti ne določa več letnih ciljanih območij gibanja denarnih agregatov, predsedniku Odbora

guvernerjev pa ni več potrebno pred kongresnimi odbori dvakrat letno predstavljati odklonov denarnih agregatov od prej objavljenih območij gibanja (Apel, 2003, str. 135-136)

2.8.5.5 Taylorjevo pravilo in denarna politika Fed-a

V svojem delu *Discretion versus policy rules in practice* (1993) avtor Taylor trdi, da je FOMC v obdobju od 1987-1992 vodil strategijo denarne politike, ki je temeljila na preprosti enačbi z majhnim številom spremenljivk. Takšno strategijo denarne politike danes imenujemo Taylorjevo pravilo. FOMC naj bi prilagajal realno kratkoročno obrestno mero na podlagi trenutne vrednosti vrzeli v proizvodni in trenutnega odklona inflacije od ciljne vrednosti. Na primer, če je trenutna vrzel v proizvodni (razlika med agregatnim povpraševanjem in potencialnim proizvodom) pozitivna in/ali trenutna stopnja inflacije višja od ciljne inflacijske stopnje, FOMC toliko poveša nominalno obrestno mero, da doseže dvig realne obrestne mere nad dolgoročno ravnotežno vrednost. Dolgoročno ravnotežna vrednost realne obrestne mere, ki se imenuje »nevtralna stopnja« (neutral rate), je obrestna mera, ki prevladuje, ko je vrzel v proizvodni zaprt in stopnja inflacije enaka ciljni stopnji inflacije.

Enačbo lahko zapišem kot:

$$r_t = r^* + \alpha(y_t - y^*) + \beta(\pi_t - \pi^*)$$

kjer je r_t trenutna realna obrestna mera, definirana kot nominalna obrestna mera, zmanjšana za ciljano stopnjo inflacije ($i_t - \pi^*$), kjer i_t predstavlja nominalno obrestno mero, ki je instrument denarne politike Fed-a; r^* je dolgoročno ravnotežna vrednost realne obrestne mere (nevtralna stopnja); y_t je trenutna realna vrednost agregatnega povpraševanja; y^* je potencialna raven proizvoda; π_t je trenutna stopnja inflacije; π^* je ciljana stopnja inflacije, ki jo določi Fed; α in β sta koeficienta, ki predstavljata uteži, ki jih Fed uporabi za dva temeljna cilja denarne politike, to je ohranjanje vzdržne stopnje rasti proizvoda in cenovne stabilnosti (to je nizko stopnjo inflacije π^*).

Fed pri tej strategiji denarne politike spreminja kratkoročno nominalno obrestno mero, da bi zvišal ali znižal realno obrestno mero nad ali pod nevtralno stopnjo, odvisno od tega, ali je vsota proizvodne ($y_t - y^*$) in inflacijske ($\pi_t - \pi^*$) vrzeli, ki sta uteženi s koeficientoma α in β , pozitivna ali pa negativna. Če je trenutna realna obrestna mera nižja od r^* , vodi Fed restriktivno denarno politiko, če pa je trenutna realna obrestna mera nad r^* , se Fed poslužuje ekspanzivne denarne politike (Apel, 2003, str. 138-139). Prisotnost tako inflacijske kot tudi proizvodne vrzeli v Taylorjevem pravilu pomeni, da mora Fed poskrbeti ne samo za nizko inflacijo, ampak tudi minimizirati nihanje proizvoda okoli potencialne ravni, kar je v skladu z izjavami uradnikov Fed-a, da sta kontroliranje inflacije in stabiliziranje realnega proizvoda med najpomembnejšimi skrbmi ameriške centralne banke. Omenjeno pravilo zlasti dobro pojasnjuje določanje obrestne mere federalnih rezerv v obdobju predsedovanja predsednika Odbora guvernerjev Alana Greenspana (Mishkin, 2001, str. 475).

2.8.6 Glavni instrumenti delovanja Fed-a

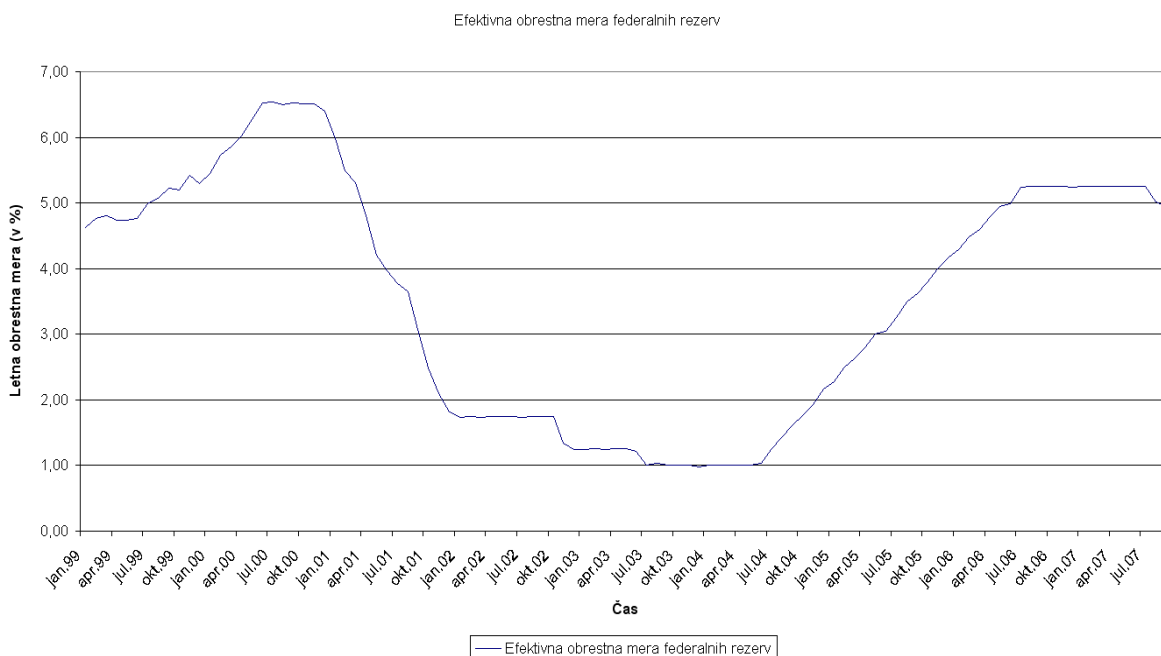
Instrumenti delovanja denarne politike Fed-a so posli začasnega nakupa vrednostnih papirjev (repurchase agreements), vzajemne prodajno-nakupne transakcije (matched sale-purchase transactions), neposredni nakupi in prodaje (outright purchases and sales); vse tri se izvaja preko operacij na odprtem trgu, diskontna stopnja, obvezne rezerve (reserve requirements), moralno prepričevanje (moral suasion), nadzor posojil (credit controls) in določanje kritja nakupa vrednostnih papirjev (margin-requirement).

2.8.6.1 Posli začasnega nakupa vrednostnih papirjev

Najpomembnejši način delovanja Fed-a so operacije na odprtem trgu, s katerimi se cilja objavljeno obrestno mero federalnih rezerv. Obrestna mera federalnih rezerv je obrestna mera preko noči na sredstva, ki si jih depozitne institucije medsebojno posojajo in sposojajo, da bi zagotovile zahtevam obveznih rezerv in željam po presežnih rezervah. Je tržno določena kratkoročna obrestna mera. Kadar zraste ali pade nad ali pod ciljano stopnjo, ki jo določi FOMC, se Fed vključi v operacije na odprtem trgu, da poveča ali absorbira likvidnost depozitnih institucij. Kot že omenjeno, je FOMC za to aktivnost pooblastil newyorško Federalno rezervno banko. Če želi Fed povečati likvidnost depozitnih institucij, trgovalni pult pri newyorški Federalni rezervni banki sklene kratkoročne posle začasnega nakupa vrednostnih papirjev s pooblaščenimi partnerji, ki so pomembni borzni trgovci z ameriškimi vladnimi obveznicami in obveznicami zveznih agencij. Račun sistema odprtega trga (System Open Market Account-SOMA) kupi obveznice od trgovcev, ki se obvežejo, da jih bodo po vnaprej določeni ceni odkupili na določen datum. Kadarkoli trgovec z obveznicami vstopi v posel začasnega nakupa s trgovalnim pultom, prvotna transakcija poveča rezerve depozitnih institucij, saj Fed kreditira račun rezerv v banki borznega trgovca. Fed določi celoten znesek poslov začasnega nakupa, ki so potrebni, da se doseže ciljano višino rezerv, ki so potrebne za ciljano obrestno mero federalnih rezerv. Dražbe poslov začasnega nakupa so odvisne od tržnih razmer in splošne direktive glede vodenja denarne politike, ki jo določi FOMC in ponavadi potekajo večkrat na teden. Posli začasnega nakupa vrednostnih papirjev imajo dospelost med enim in devetdeset dnevi, večina jih dospe v sedmih dneh. Vrednostni papirji, ki se uporabljajo v teh transakcijah, so predvsem ameriške kratkoročne zakladne menice (US Treasury bills) z dospelostjo enega leta ali manj. Federalna rezervna banka v New Yorku uredi vse ponudbe trgovcev v padajočem vrstnem redu in sprejme ponudbe z najvišjimi ponujenimi stopnjami ter sklene posle začasnega nakupa s toliko ponudniki, da so porabljena celotna sredstva, ki so bila predvidena za trgovce. Tak način določanja obrestne mere federalnih rezerv se imenuje ameriška dražba poslov začasnega nakupa vrednostnih papirjev s spremenljivo stopnjo.

Na sliki 1 je prikazano gibanje efektivne obrestne mere federalnih rezerv⁷ (effective federal funds rate) v obdobju od januarja 1999 do septembra 2007.

Slika 1: Gibanje efektivne obrestne mere federalnih rezerv v obdobju od januarja 1999 do septembra 2007 v ZDA



Vir: Effective Federal Funds Rate, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007

2.8.6.2 Vzajemne prodajno-nakupne transakcije

Kadar želi Fed absorbirati rezerve depozitnih institucij, sklene s pooblaščenimi trgovci z obveznicami vzajemno prodajno-nakupno transakcijo, v kateri je pogodbeno določena takojšnja prodaja vrednostnih papirjev sodelujočemu trgovcu ter vzajemen enakovreden kasnejši nakup istih vrednostnih papirjev od trgovcev. Vzajemne prodajno-nakupne transakcije se uporabljajo manj kot posli začasnega nakupa, saj se rezerve samodejno znižajo, če dospel posli začasnega nakupa niso podaljšani (obnovljeni).

2.8.6.3 Neposredni nakupi in prodaje

Poleg poslov začasnega nakupa vrednostnih papirjev in vzajemnih prodajno-nakupnih transakcij Fed občasno izvaja neposredne nakupe in prodaje vladnih vrednostnih papirjev. Ta način operacij na odprtem trgu predstavlja alternativni način povečanja oziroma zmanjšanja likvidnosti depozitnih institucij. V nasprotju z začasnim povečanjem ali zmanjšanjem likvidnosti, do katere pride pri uporabi poslov začasnega nakupa ali vzajemnih prodajno-

⁷ Efektivna obrestna mera federalnih rezerv je dnevno tehtano povprečje obrestnih mer sklenjenih poslov.

nakupnih transakcij, so neposredni nakupi in prodaje trajne narave, ker kasneje ne predvidevajo nasprotne transakcije. Neposredni nakupi in prodaje predstavljajo majhen odstotek celotnih operacij na odprtem trgu, ki jih izvaja Fed, za primer, v letu 1998 so neposredni nakupi ameriških zakladnih menic in obveznic federalnih agencij znašali 3,5 milijarde, posli začasnega nakupa pa 797 milijard ameriških dolarjev.

2.8.6.4 Diskontna stopnja

Posojanje Fed-a po diskontni stopnji, ki jo določi Odbor guvernerjev v posvetu z vsemi dvanajstimi Federalnimi rezervnimi bankami, predvsem olajšuje prilagoditve bilanc posameznih bank, ki se soočajo z začasnimi, nepredvidenimi spremembami v njihovi strukturi sredstev in obveznosti do virov sredstev. Vloga diskontne stopnje se je skozi čas spreminjala, v dvajsetih letih je bila najpomembnejši instrument izvajanja denarne politike, saj finančni trgi niso bili tako dobro razviti. Danes so finančni trg obveznic, medbančni trg posojil ter enotnost finančnega trga na celotnem področju ZDA omogočili, da operacije na odprtem trgu s trgovci z obveznicami omogočajo depozitnim institucijam zadostno likvidnost, da ohranijo medbančno obrestno mero čez noč (obrestno mero federalnih rezerv) blizu ciljne vrednosti, ki jo določi Fed. Glede na majhen obseg posojanja na diskontnem oknu (discount window), je namen sprememb diskontne stopnje predvsem v njenem približanju tržnim obrestnim meram ali pa kot sredstvo sporočanja javnosti, kakšno je stanje denarne politike. Od sprejetja Zakona o deregulaciji depozitnih institucij in denarnem nadzoru imajo vse depozitne institucije z depoziti, ki so podvrženi določilom o obveznih rezervah, dostop do diskontnega okna Fed-a.

Trije tipi posojil diskontnega okna so: kratkoročno prilagoditveno posojilo (short-term adjustment credit), sezonsko posojilo (seasonal credit) in razširjeno posojilo (extended credit).

V vsakem primeru se Federalna rezervna banka sama odloči, kdaj bo odobrila posojilo depozitni instituciji. Diskontno okno naj bi se uporabljalo kot varnostni ventil na trgu rezerv. Ker je osnovna diskontna stopnja, to je stopnja, ki se zaračuna na posojila depozitnim institucijam za kratkoročno prilagoditveno posojilo, ponavadi pod kratkoročnimi obrestnimi merami denarnega trga, obstaja interes posojilnih institucij, da rezerve pridobijo na diskontnem oknu. Ravno zaradi tega dejstva Federalne rezervne banke same določijo, komu bodo sredstva odobrili.

Kratkoročno prilagoditveno posojilo ponavadi Federalna rezervna banka odobri depozitni instituciji v povezavi z njenimi likvidnostnimi težavami, nastalimi kot posledica nepričakovanega znižanja depozitov. Sezonska posojila so namenjena predvsem majhnim posojilnim kmetijskim institucijam, pri katerih se povpraševanje po posojilih močno poveča v obdobjih sajenja in rasti kmetijskih pridelkov. Razširjena posojila se ponavadi odobrijo v okviru posojil depozitnim institucijam, ki imajo finančne težave, vendar imajo hkrati obete, da se bodo težave rešile na ustrezen način, npr. s prevzemom s strani druge uspešne depozitne

institucije. Diskontni stopnji, ki se ju zaračuna za sezonsko posojilo in razširjeno posojilo, sta višji kot osnovna diskontna stopnja in sta bližje tržnim obrestnim meram (Apel, 2003, str. 139-142).

2.8.6.5 Obvezne rezerve

Tretji instrument se manj uporablja, pri njem pa Fed določi odstotkovno izraženo obvezno rezervo, ki jo morajo deponitne institucije držati za svoje transakcijske vloge. Te rezerve deponitne institucije morajo biti ali v obliki gotovine ali pa kot njeni depoziti pri Fed-u. S spreminjanjem obveznih rezerv ameriška centralna banka preko spremembe denarnega multiplikatorja vpliva na količino denarja v obtoku in količino posojil. Izraženo z enačbama:

$$\Delta M = \Delta m \cdot MB \text{ in } \Delta L = \Delta m_L \cdot MB,$$

kjer so: m denarni multiplikator, m_L posojilni multiplikator, M in L količina denarja v obtoku in količina posojil, MB pa primarni denar. Če so obvezne rezerve stabilne, potem je stabilen tudi denarni multiplikator, Fed pa količino denarja raje spreminja z operacijami na odprtem trgu.

2.8.6.6 Ostali instrumenti izvajanja denarne politike

Fed včasih uporabi svojo avtoriteto in vpliv in skuša preko moralnega prepričevanja doseči obnašanje finančnih institucij, ki je v skladu z interesom javnosti. Tako npr. v obdobju višje inflacije Fed svetuje finančnim institucijam, naj znižajo obseg danih posojil in na ta način »ohladijo« pregreto gospodarstvo.

Z določanjem kritja nakupa vrednostnih papirjev (margin requirement) Fed določa, koliko odstotkov vrednosti nakupa delnic si lahko kupci delnic sposodijo, npr. če je kritje 20 %, si lahko kupci delnic sposodijo največ v višini 80 % vrednosti nakupa delnic. Tako Fed nadzira in občasno omejuje špekulativno naravo borznega trga. Nadzor posojil pomeni, da Fed z različnimi ukrepi omejuje obseg predvsem potrošniških posojil, ki jih banke dajejo prebivalstvu, da bi se na ta način znižala inflacija, tako je leta 1980 ameriški predsednik Carter prepričal Fed, da je uvedel 15 % obvezno rezervo na nezavarovana potrošniška posojila, kar pa je privedlo do recesije v letih 1981-1982 (Miller, 1993, str. 419-424).

3 PREDSTAVITEV EVROPSKE CENTRALNE BANKE

3.1 ZGODOVINSKO OZADJE EVROPSKE CENTRALNE BANKE (ECB)

Ideja o oblikovanju denarne unije s skupno valuto z Evropsko centralno banko na čelu se je pojavila že pred Maastrichtsko pogodbo (1992), ki je določila organizacijsko strukturo, pristojnosti in funkcije Evropske centralne banke. Tako so v Haagu na vrhu predsednikov držav in vlad šestih ustanovnih članic Skupnosti⁸ (Francija, Nemčija, Italija, Belgija, Nizozemska, Luksemburg) decembra 1969 sprejeli dogovor, da mora Skupnost v etapah delovati v smeri vzpostavitve Ekonomske in denarne unije (Economic and Monetary Union-EMU).

Wernerjev odbor, ustanovljen 1970, je predlagal, da se dopolni Rimsko pogodbo (Treaty of Rome-1957), ki je pomenila začetek delovanja Evropske gospodarske skupnosti. Določili naj bi se trdni in nesprenljivi devizni tečaji med valutami držav članic, čemur bi sledila ustanovitev Evropskega sistema centralnih bank, ki bi bil odgovoren za določanje skupne denarne politike za celotno Skupnost (Apel, 2003, str. 1-4). Marca 1971 se je šest članic Skupnosti dogovorilo za oblikovanje sistema postopnega zmanjševanja tečajnih nihanj valut držav članic. Sistem je postal poznan kot »kača v tunelu« in je začel delovati v aprilu 1972. Devizni tečaji valut sodelujočih članic so lahko nihali v pasu 4,5 % okoli centralne paritete tečaja ameriškega dolarja. Leta 1973 je bil ustanovljen Evropski sklad za denarno sodelovanje (European Monetary Cooperation Fund) kot zametek bodoče organiziranosti centralnih bank, leta 1974 pa je bila sprejeta odločitev o doseganju visoke stopnje konvergence v državah Evropske gospodarske skupnosti in Direktiva o stabilnosti, rasti in polni zaposlenosti (Scheller, 2004, str. 18).

Dejstvi zloma Bretton-Woodskega mednarodnega denarnega sistema ter nemško mnenje, da je evropska gospodarska in politična unija predpogoj za oblikovanje denarne unije, sta prisilila Svet finančnih ministrov Skupnosti oz. Ekonomsko-finančni svet (Ecofin Council), da je za nedoločen čas odložil oblikovanje pravnega okvira za vzpostavitev Evropske centralne banke ter skupne valute. V sredi sedemdesetih let je pritisk divergentnih politik posameznih držav, ki so bile odgovor na gospodarske šoke v tem obdobju, privedel do krčenja denarne ureditve »kače v tunelu« le na nemško marko, valute držav Beneluksa in dansko krono, ostale države pa so iz sistema izstopile, poleg tega se je Evropski sklad za denarno sodelovanje izkazal kot neučinkovita institucija, ker države članice in njihove centralne banke niso bile pripravljene nanj prenesti svojih funkcij. Marca 1979 je proces denarne integracije ponovno oživel z ustanovitvijo Evropskega denarnega sistema (European Monetary System-EMS). Podobno kot »kača v tunelu« je bil tudi Evropski denarni sistem zgrajen na mreži trdnih, vendar prilagodljivih deviznih tečajev med valutami sodelujočih članic, novost pa je

⁸ Pojem Skupnosti ima lahko več pomenov: lahko gre za Evropsko gospodarsko skupnost, ki se je kasneje preimenovala v Evropsko skupnost, lahko pa gre za tri Evropske skupnosti prvega stebra Evropske unije. Podrobnosti v prilogi 1.

bila evropska denarna enota ECU (European Currency Unit), ki je bila opredeljena kot košarica valut držav članic, ki so bile v košarici zastopane s točno določenimi deleži. ECU je služil kot mera vrednosti, v kateri so bile denominirane operacije in intervencije na kreditnih trgih ter kot likvidna rezerva in sredstvo poravnave med sodelujočimi centralnimi bankami, poleg tega je v mehanizmu deviznih tečajev (Exchange Rate Mechanism) ECU predstavljala numéraire (enota mere), v katerem so bili izražene centralne paritete tečajev sodelujočih valut. Članice EMS-a so ustvarile področje, v katerem se je povečala denarna stabilnost, kontrola kapitalskih tokov pa se je zmanjševala. Omejitev gibanja deviznih tečajev je pripomogla k zniževanju inflacij v teh državah, prišlo je do konvergence inflacijskih stopenj, visoke stabilnosti deviznih tečajev, kar je privedlo do boljših gospodarskih rezultatov nasploh.

Denarne politike teh držav so sicer bile v konvergenčnem procesu, vendar pa so bile na področju fiskalnih politik razlike med državami precejšnje. Nekatere države so imele stalno visoke proračunske primanjkljaje, posledično so zašle v krize deviznih tečajev, breme problematičnih javnih financ pa so nosile denarne politike (Scheller, 2004, str. 19).

Šele v poznih osemdesetih letih, ko so bili v skladu z Enotnim evropskim aktom (Single European Act 1986) sprejeti ukrepi za oblikovanje enega (single) trga in ko je bil sprejet dogovor, da bo v novi Maastrichtski pogodbi (Pogodbi o Evropski uniji) steber politične unije predstavljala skupna zunanja in varnostna politika (Common Foreign and Security Policy), so bili izpolnjeni pogoji za sprejem Delorjevega poročila o Ekonomski in denarni uniji kot osnova za pogajanja, ki so pripeljala do določil v Maastrichtski pogodbi, ki z dopolnili Pogodbe o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti le-to spreminja v Pogodbo o Evropski skupnosti ter v njej opredeljuje Evropsko centralno banko in eno valuto.

Pogodba o Evropski skupnosti je torej sestavni del Maastrichtske pogodbe oziroma Pogodbe o Evropski uniji. Prednosti enega trga bi se izrazile le ob uvedbi ene valute (single currency), ki bi zagotovila večjo transparentnost cen za potrošnike in investitorje, odpravila tečajno tveganje, znižala transakcijske stroške in posledično povečala blagostanje. Delorjev odbor je priporočil sprejem ene valute, na območju ene valute (single currency area) pa bi denarno politiko oblikoval in izvajal Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ki bi ga poleg Evropske centralne banke sestavljale vse centralne banke držav, ki bodo vključene v Ekonomsko in denarno unijo. Struktura ESCB-ja naj bi bila federativna in naj bi temeljila na modelu ameriškega Fed-a. Po drugi strani pa določene naloge, instrumenti denarne politike in osnovni cilj ECB/ESCB-ja, kot so določeni v Maastrichtski pogodbi, v protokolu, ki določa delovanje Evropske centralne banke in v ostali sekundarni zakonodaji, temeljijo na nemški centralni banki (Deutsche Bundesbank), kakršna je bila pred uvedbo ene valute evra (Apel, 2003, str. 3).

Za to odločitev je bilo več razlogov: prvič, nemška Bundesbanka je delovala v skladu z zmagovito ideologijo v Evropi in sicer, da je predpogoj dolgoročne gospodarske rasti nizka inflacija, drugič, nemški centralni banki je v svoji zgodovini dejansko uspelo uresničiti svoj

cilj nizkih inflacijskih stopenj. Tretji razlog je dejstvo, da navkljub uspešnosti še nekaterih držav v borbi proti inflaciji (npr. Nizozemska), je bila Nemčija tista država, katere ekonomska moč v Evropi je bila tako odločilna, da je njena valuta nemška marka postala sidrna valuta v Evropskem denarnem sistemu (European monetary system) (Marshall, 1999, str. 416). Delorjevo poročilo je predlagalo, da se Ekonomsko in denarno unijo (EMU) doseže v treh stopnjah:

- stopnja ena naj bi se osredotočila na dovršitev notranjega trga, zmanjšanje razlik med ekonomskimi politikami držav članic, odpravljanje ovir finančne integracije in poglobljanje denarnega sodelovanja,
- stopnja dva naj bi služila kot prehodno obdobje do končne stopnje, v kateri bi se vzpostavili osnovni organi in organizacijske strukture EMU-ja, poleg tega pa bi se še okrepila gospodarska konvergenca,
- v tretji stopnji bi nepovratno fiksirali devizne tečaje, različnim institucijam in telesom Skupnosti pa bi bile dodeljene polne denarne in gospodarske odgovornosti.

Besedilo sporazuma in protokolov, ki določa gospodarsko in denarno politiko, je bilo rezultat pogajanj na medvladni konferenci o EMU-ju, ki se je začela 15. decembra 1990 in zaključila leto kasneje s sklenitvijo Maastrichtske pogodbe oz. Pogodbe o Evropski uniji.

Pogodba, ki je stopila v veljavo 1. novembra 1993, je ustanovila Evropsko unijo in dopolnila ustanovne sporazume Evropskih skupnosti (kronologijo evropskega institucionalnega razvoja glej v Prilogi 1). V amandmajih k Pogodbi o ustanovitvi Evropske gospodarske skupnosti je poglavje o gospodarski in denarni politiki, ki je postavilo temelje za EMU ter določilo načrt za njeno uresničenje, ena od prvotnih treh Skupnosti (Evropska gospodarska skupnost) je bila preimenovana v Evropsko skupnost.

Organiziranost, pooblastila in funkcije Evropske centralne banke so določene v členih 105 do 115 v Pogodbi o Evropski skupnosti in v Protokolu št. 18, kjer je Statut Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke, poleg teh je pomemben tudi protokol s Statutom Evropskega denarnega inštituta (European Monetary Institute-EMI) (Scheller, 2004, str. 21).

Protokol 18, ki vsebuje 53 členov, skupaj s členi Maastrichtske pogodbe določa vlogo ECB-ja v oblikovanju in izvajanju denarne politike na območju ene valute. Ekonomsko-finančni svet je obdržal pooblastila na področju oblikovanja splošnih smernic vodenja makroekonomskih politik v državah članicah Evropske unije (EU), v izvajanju nadzora izpolnjevanja maastrichtskih kriterijev javnega dolga in proračunskega primanjkljaja, v harmoniziranju davčne zakonodaje v državah članicah EU-ja in v oblikovanju politike deviznega tečaja evra, kar je deljena odgovornost ECB-ja in Ekonomsko-finančnega sveta (Apel, 2003, str. 4).

3.2 REALIZACIJA EMU-JA IN UVEDBA EVRA

3.2.1 Prva stopnja EMU-ja

Na podlagi Delorjevega poročila se je Evropski svet (European Council) v juniju 1989 odločil, da se prva stopnja uresničitve Ekonomske in denarne unije prične 1. julija 1990, ko so bile odpravljene vse omejitve v gibanju kapitala med državami članicami. Komite guvernerjev centralnih bank članic Evropske gospodarske skupnosti je spodbujal koordinacijo denarnih politik držav članic s ciljem doseči cenovno stabilnost.

3.2.2 Druga stopnja EMU-ja

Ustanovitev Evropskega denarnega inštituta (EMI) 1. januarja 1994 je pomenila začetek 2. stopnje EMU-ja. Komite guvernerjev se je preoblikoval v Svet Evropskega denarnega inštituta, katerega glavni nalogi sta bili:

- okrepiti sodelovanje centralnih bank in koordinacijo denarnih politik,
- izvesti potrebne priprave za ustanovitev Evropskega sistema centralnih bank, za izvajanje ene denarne politike in za izdajo skupne valute v tretji stopnji EMU-ja.

Decembra 1995 je Evropski svet v Madridu potrdil, da se bo tretja stopnja EMU-ja pričela 1. januarja 1999, izbrali so ime za eno valuto in sicer evro ter objavili zaporedje dogodkov, ki bodo vodili do uvedbe evra. Evropski denarni inštitut je predvidel triletno prehodno obdobje z začetkom 1. januarja 1999, v katerem bi se različne skupine gospodarskih akterjev (finančni sektor, nefinančni podjetniški sektor, javni sektor, javnost) prilagodile skupni valuti. Decembra 1996 je Evropski denarni inštitut Evropskemu svetu predstavil poročilo, ki je bilo osnova za Resolucijo Evropskega sveta o temeljnih elementih novega mehanizma deviznih tečajev ERM II, ki je bila sprejeta v juniju 1997 in je pomenila bodoče urejanje razmerij deviznih tečajev med evrom in valutami držav članic Evropske unije, ki niso sprejele evra. Prav tako v decembru 1996 je EMI Evropskemu svetu in javnosti predstavil obliko bankovcev evra, ki jih je ESCB dal v obtok 1. januarja 2002. Junija 1997 je Evropski svet sprejel Pakt o stabilnosti in rasti, ki je dopolnil določila Maastrichtske pogodbe in katerega namen je zagotavljanje proračunske discipline znotraj EMU-ja. Države članice so izvajale ukrepe za izpolnjevanje konvergenčnih kriterijev (člen 121 Pogodbe o Evropski skupnosti) ter zahteve za pravno konvergenco (člen 109 Pogodbe o Evropski skupnosti), ki se je nanašala predvsem na statutarna določila njihovih centralnih bank, ki so se pripravljale za vstop v Evrosistem.

Dokončne odločitve glede EMU-ja so bile sprejete maja 1998, ko se je Evropski svet soglasno odločil, da 11 članic Evropske unije izpolnjuje pogoje za prevzem skupne valute 1. januarja 1999, te države so bile Belgija, Nemčija, Španija, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Finska, medtem ko sta se Danska in Velika Britanija odločili, da ne vstopita v tretjo stopnjo EMU-ja, Grčija in Švedska pa nista izpolnili konvergenčnih kriterijev. Grčija se je pridružila evroobmočju 1. januarja 2001 in tako

povečala število sodelujočih držav v EMU-ju na 12, 1. januarja 2007 pa je število sodelujočih držav v EMU-ju na 13 povečala Slovenija.

Finančni ministri držav članic, ki so sprejele evro, guvernerji centralnih bank teh držav, Evropska komisija in Evropski denarni inštitut so sklenili, da bodo takratni centralni paritetni tečaji v mehanizmu deviznih tečajev ERM uporabljeni za določitev dokončnih tečajev zamenjave posameznih valut v evro.

25. maja 1998 je Evropski svet imenoval predsednika, podpredsednika in še štiri člane Izvršilnega odbora ECB-ja (Executive board ECB) v skladu s 50. členom Statuta ESCB-ja in na podlagi priporočila Ekonomsko-finančnega sveta in mnenj Evropskega parlamenta ter Sveta Evropskega denarnega inštituta, Izvršilni odbor ECB-ja je postal operativen 1. junija 1998, na dan, ko je začela delovati Evropska centralna banka. Prenehal je obstajati Evropski denarni inštitut, ki je vso infrastrukturo ter osebje prenesel na ECB, kar je pripomoglo k dejstvu, da je bilo mogoče izvesti vse priprave za nastanek Evrosistema in začetek tretje stopnje EMU-ja sedem mesecev kasneje in za uvedbo evrske gotovine 1. januarja 2002.

3.2.3 Tretja stopnja EMU-ja

Tretja in zadnja stopnja EMU-ja se je pričela 1. januarja 1999, tečaji zamenjave (conversion rates) valut 11 držav, ki so od začetka sodelovale v EMU-ju, so bili nepreklicno fiksirani, ECB pa je prevzela odgovornost za izvajanje denarne politike na evroobmočju. Evro je kot obračunska enota zamenjal 11 nacionalnih valut že 1. 1. 1999, vendar so lahko v prehodnem triletnem obdobju (do 31. 12. 2001) vsi agenti v negotovinskem plačevanju uporabljali tako evre kot tudi nacionalne valute, prav tako je bila pasiva in aktiva lahko izražena v obeh oblikah. Evro se je uporabljal za trgovanje z dolžniškimi instrumenti in za delovanje plačilnih sistemov, predvsem sistema TARGET. Operacije denarne politike v Evrosistemu so se izvajale izključno v evrih. S pričetkom tretje stopnje EMU-ja je bil finančni sektor tisti, ki se je najhitreje prilagodil, podjetniški sektor je v prehodnem obdobju postopno prešel na evro, medtem ko so posamezniki pričeli evro v večji meri uporabljati šele z uvedbo evrske gotovine 1. januarja 2002.

Takrat so bili v obtok na območju 12 držav članic EMU-ja dani bankovci in kovanci evra in le-ta je postal edino zakonito plačilno sredstvo konec februarja 2002, ko je to funkcijo izgubila gotovina vseh valut držav članic, to je belgijskih frankov, nemških mark, grških drahm, španskih pezet, francoskih frankov, irskih funtov, italijanskih lir, luksemburških frankov, nizozemskih guldov, avstrijskih šilingov, portugalskih eskudov in finskih mark.

EMU je bila oblikovana v okviru Evropskih skupnosti, ki so se od nastanka leta 1952 precej spreminjale in o katerih več v Pravni osnovi delovanja ECB-ja in kronologiji evropskega integriranja v dodatku. Evropska unija ima od 1. januarja 2007 27 članic, 12 novih članic pa je

zavezanih, da izpolnijo konvergenčne kriterije in prevzamejo evro ter vstopijo v Evrosistem (Scheller, 2004, str. 22-28).

3.3 PRAVNA OSNOVA DELOVANJA ECB-ja IN EMU-ja

Zametke Evropske centralne banke lahko najdemo v Pogodbi o Evropski skupnosti, in sicer v smislu specifičnega pravnega in institucionalnega okvira znotraj Evropske skupnosti. Evro in Evropsko centralno banko od nacionalnih valut in nacionalnih centralnih bank namreč loči njun nadnacionalen status znotraj skupnosti suverenih držav. Za razliko od npr. ameriške centralne banke Fed, ki je denarna avtoriteta nacionalne države ZDA, je ECB osrednja denarna oblast, ki izvaja denarno politiko na gospodarskem področju, ki ga sestavlja 13 drugače avtonomnih držav.

Trenutno EU ni pravna oseba. Temelji na dveh Evropskih skupnostih (prvi steber) in politikah ter oblikah sodelovanja (druga dva stebra), ki so določene v Pogodbi o EU-ju. Prvi steber⁹ predstavljata Evropska gospodarska skupnost (European Economic Community-EEC), ki se je z Maastrichtsko pogodbo preimenovala v Evropsko skupnost in Evropska skupnost za jedrsko energijo (European Atomic Energy Community-EAEC ali Euratom). Evropska skupnost in Evropska skupnost za jedrsko energijo sta nadnacionalne narave, delujoči v mejah pooblastil, ki so jih nanju prenesle države članice. Drugi in tretji steber EU-ja predstavljajo medvladni dogovori o skupni zunanji in varnostni politiki ter pravosodnem in notranjem sodelovanju v kriminalnih zadevah.

Pravni temelji EMU-ja so vsebovani v Pogodbi o Evropski skupnosti, kjer so bile pristojnosti Evropske gospodarske skupnosti razširjene na denarno področje. Kar zadeva denarno politiko, so določila podana v Statutu ESCB (Statute of the ESCB), ki je v obliki protokola dodan Pogodbi o Evropski skupnosti in tako predstavlja integralni del primarne zakonodaje Skupnosti, kar pomeni, da je EMU opredeljen z zakonodajo Skupnosti in ne z zakonodajo, ki bi nastala na podlagi medvladne konference. Ta pristop je zgradil in razvil obstoječe institucionalne okvire in močno olajšal vzpostavitev ECB-ja kot organizacije, ki je neodvisna od držav članic in teles Skupnosti.

Pogodba o Evropski skupnosti v zvezi z EMU-jem tudi predvideva sekundarno zakonodajo Skupnosti, ki zadeva vse vidike EMU-ja, ki niso opredeljeni v primarni zakonodaji, npr. zakonodajo v zvezi z evrom. Naslednji uredbi predstavljata jedro zakonodaje Skupnosti v zvezi z evrom:

- Uredba sveta št. 1103/97, dopolnjena z Uredbo Sveta št. 2595/2000 in Uredba sveta št. 974/98, dopolnjena z Uredbo sveta št. 2596/2000, ki opredeljujejo uvedbo evra,

⁹ Tretja Skupnost, to je Evropska skupnost za premog in jeklo, ki je bila ustanovljena 1952 s Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti za premog in jeklo v Parizu, je prenehala obstajati v juliju 2002, saj je poteklo 50 let od ustanovitve, to je pogodbeno obdobje trajanja organizacije.

- Uredba sveta št. 2866/98, dopolnjena z Uredbo sveta št. 1487/2000 o menjalnih tečajih med evrom in valutami držav članic, ki bodo evro sprejele.

Trenutni Pogodbi o EU-ju in Evropski skupnosti naj bi nadomestila Pogodba o ustavi za Evropo, ki jo je dogovorila Konvencija o prihodnosti Evrope v letu 2003 in je bila sprejeta na medvladni konferenci junija 2004. Ker je bila pogodba na referendumu v Franciji in na Nizozemskem zavrnjena, je bil junija 2007 na zasedanju Evropskega sveta sprejet osnutek nove pogodbe o Evropski uniji (kasneje je bila poimenovana Lizbonska pogodba), ki ne bo v obliki ustave, povzema pa precej določil neuspešne Pogodbe o ustavi za Evropo. Če bo ratificirana v vseh 27 članicah EU-ja, bo nova pogodba poenostavila in razjasnila pravni in institucionalni okvir Evropske unije, ne bo pa prinesla sprememb v mandatu, nalogah, statusu in pravni ureditvi ECB-ja in ESCB-ja.

3.4 ECB, ESCB IN EVROSISTEM

Pogodba o Evropski skupnosti določa, da funkcije centralnega bančništva na evroobmočju izvaja Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ker pa le-ta ni pravna oseba, so pravi izvajalci temeljnih nalog ESCB-ja Evropska centralna banka in centralne banke članic evroobmočja. ECB in centralne banke članic evroobmočja skupaj delujejo kot Evrosistem.

3.4.1 ESCB in Evrosistem kot temeljna povezava med ECB-jem in nacionalnimi centralnimi bankami

ESCB torej sestavljajo ECB in trenutno 27 centralnih bank držav članic Evropske unije. Bistvena zakonodaja s področja ESCB-ja je Protokol o statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke (Statut ESCB), ki je priložen Pogodbi o Evropski skupnosti.

Ker ESCB ni pravna oseba, nima svojih organov odločanja in ne more sprejemati odločitev. Namesto tega so ECB in centralne banke držav članic EU-ja pravne osebe in akterji, ki delujejo v skladu s svojimi cilji in določili Pogodbe o Evropski skupnosti in Statuta ESCB-ja ter na podlagi odločitev, sprejetih v organih odločanja ECB-ja. ESCB predstavlja institucionalni okvir, ki vzpostavlja temeljno povezavo med ECB-jem in nacionalnimi centralnimi bankami, ki zagotavlja, da je odločanje centralizirano ter da so naloge, ki jih je Pogodba o Evropski skupnosti dodelila ESCB-ju, izvajane skupno in dosledno v skladu s porazdelitvijo pooblastil in ciljev sistema.

3.4.2 ECB kot specializirana organizacija v okviru zakonodaje Skupnosti

Pogodba o Evropski skupnosti je ECB določila kot specializirano, neodvisno organizacijo, zadolženo za vodenje denarne politike in izvajanje sorodnih funkcij. Je pravna oseba s svojimi organi odločanja in pooblastili. Njen status pravne osebe je podan v členu 107(2) Pogodbe o Evropski skupnosti in v členu 9.1 Statuta ESCB-ja. Lahko razpolaga s premožninami in

nepremičninami in je stranka v sodnih postopkih, lahko sklepa mednarodne sporazume na področju njenega delovanja in sodeluje v mednarodnih organizacijah, kot so Mednarodni denarni sklad, Banka za mednarodne poravnave in Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj.

3.4.3 Institucionalni status ECB-ja

ECB ni institucija Skupnosti v pravem pomenu besede, saj so v členu 7 Pogodbe o Evropski skupnosti kot institucije Skupnosti našteje Evropski parlament, Svet EU-ja, Evropska komisija, Računsko sodišče in Sodišče Evropskih skupnosti. Pravna osnova ESCB-ja in ECB-ja je v členu 8 Pogodbe o Evropski skupnosti, ki določa poseben položaj ECB-ja znotraj celotnega konteksta Evropske skupnosti, saj pristojnosti ECB-ju niso delegirane s strani drugih institucij Skupnosti, ampak so dodeljene neposredno ECB-ju v pogodbi.

3.4.4 Centralne banke evroobmočja kot sestavni del Evrosistema

Vse nacionalne centralne banke v Evrosistemu so pravne osebe znotraj nacionalne zakonodaje posamične države, ki ji centralna banka pripada. Člen 105 Pogodbe o Evropski skupnosti in člen 14.3 Statuta ESCB-ja določata, da so te banke sestavni del Evrosistema, po členu 12.1 statuta pa izvajajo tiste naloge Evrosistema, ki jim jih je naložila ECB v skladu z načelom decentralizacije. Da bi se lahko posamezne centralne banke vključile v Evrosistem, je bilo potrebno prilagoditi nacionalne zakonodaje držav zakonodaji Skupnosti, predvsem kar zadeva neodvisnost nacionalnih centralnih bank in njihovih organov odločanja od oblasti posamezne članice EU-ja. Neodvisnost je pogoj za delovanje nacionalnih bank in njihovih guvernerjev v Evrosistemu, ki je nadnacionalni projekt. Nacionalne banke lahko v skladu s Statutom izvajajo naloge, ki niso povezane z Evrosistemom pod pogojem, da le-te niso v neskladju s cilji in nalogami Evrosistema. Izvajajo naloge v obliki finančnih in administrativnih storitev vladi posamezne države ter v nadziranju finančnih institucij v teh državah.

3.4.5 Centralne banke držav članic EU-ja, ki ne sodelujejo v Evrosistemu

Te centralne banke so članice ESCB-ja, toda njihov status je poseben. Odgovorne so za denarne politike v svojih državah in nudijo pomoč pri zbiranju statističnih podatkov. Sodelujejo v mehanizmu deviznih tečajev ERM II, ki predstavlja okvir sodelovanja teh centralnih bank na denarnem področju in področju deviznih tečajev z Evrosistemom, ne sodelujejo pa v temeljnih procesih odločanja Evrosistema glede vodenja denarne politike v evroobmočju (Scheller, 2004, str. 41-45).

3.4.6 Osnovne institucionalne značilnosti ECB-ja, ESCB-ja in Evrosistema

ECB skupaj s 27 centralnimi bankami članic EU-ja sestavlja Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ECB skupaj s centralnimi bankami držav, ki so uvedle evro, pa Evrosistem oziroma evroobmočje. Člen 105(2) Pogodbe o Evropski skupnosti in člen 3.1 Statuta ESCB-ja določata, da Evrosistem izvaja naslednje osnovne naloge:

- določi in izvaja denarno politiko v evroobmočju,
- izvaja operacije na deviznem trgu,
- hrani uradne devizne rezerve držav članic evroobmočja in jih upravlja,
- podpira nemoteno delovanje plačilnih sistemov.

Poleg teh nalog pa skrbi tudi za izdajanje evro bankovcev v evroobmočju in za zbiranje statističnih podatkov, potrebnih za opravljanje nalog Evrosistema. Evrosistem se drži načela decentraliziranosti, kar pomeni, da ECB v meri, ki je mogoča in primerna, prepušča izvajanje nalog Evrosistema centralnim bankam evroobmočja. Decentraliziranost velja za operacije na odprtem trgu, ki jih izvajajo centralne banke evroobmočja skupaj z bankami v svoji državi, medtem, ko se odločitve o denarni politiki (višina obrestne mere, količina posojil bankam v Evrosistemu) sprejemajo v ECB-ju.

3.4.7 Vloga ECB-ja v Evrosistemu

Statut ESCB-ja določa, da ECB zagotavlja, da naloge Evrosistema izvede sama ali pa s pomočjo nacionalnih bank. Glavne značilnosti ECB-ja so:

- da je center odločanja ESCB-ja in Evrosistema,
- da zagotavlja natančno izpolnjevanje svojih politik,
- da ima regulatorna pooblastila in pravico določati sankcije,
- da predlaga zakonodajo Skupnosti s področja denarne politike in svetuje institucijam Skupnosti in članicam EU-ja glede zakonodajnih osnutkov,
- da izvaja tiste naloge bivšega Evropskega denarnega inštituta, ki jih je v tretji stopnji EMU-ja še vedno potrebno izvajati zaradi dejstva, da še niso vse države EU-ja vključene v EMU.

V ESCB-ju in Evrosistemu odločata dva glavna organa odločanja ECB-ja, in sicer Svet ECB-ja (Governing Council) in Izvršilni odbor ECB-ja (Executive Board), tretji organ odločanja Razširjeni svet ECB-ja (General Council) pa bo obstajal, dokler bodo posamezne članice EU-ja zunaj evroobmočja. Organi odločanja ECB-ja imajo dvojno funkcijo; upravljajo Evropsko centralno banko in upravljajo z Evrosistemom in ESCB-jem. Drugi vidik je za nas pomembnejši.

3.4.8 Organi odločanja (upravljavski organi) v ECB-ju

3.4.8.1 Svet ECB

Svet ECB (Governing Council) je najvišji organ odločanja Evrosistema in je odgovoren za sprejemanje odločitev glede vodenja denarne politike v evroobmočju ter za sprejemanje najpomembnejših in strateško pomembnih odločitev za Evrosistem. Sestavlja ga šest članov Izvršilnega odbora ECB-ja in trenutnih trinajst guvernerjev centralnih bank evroobmočja. Guvernerje 13 centralnih bank članic evroobmočja za dobo najmanj pet let imenujejo parlamenti ali vlade njihovih držav. Člani izvršilnega odbora sodelujejo v odločanju Sveta ECB-ja z enakimi pravicami in odgovornostmi kot guvernerji nacionalnih centralnih bank. Sodelovanje članov izvršilnega odbora v odločanju sveta zagotavlja, da odločitve sveta upoštevajo strokovnost tistih, ki so odgovorni za izvajanje politik ECB-ja. Na sestankih sveta lahko sodelujeta tudi predsednik Ekonomsko-finančnega sveta in član Evropske komisije (ponavadi komisar za ekonomske in denarne zadeve), ki pa ne smeta glasovati.

3.4.8.1.1 Pristojnosti Sveta ECB-ja

V skladu s členom 12.1 Statuta ESCB-ja je Svet ECB-ja odgovoren za vse odločitve, razen za tiste, ki so izrecno rezervirane za sprejemanje v okviru Izvršilnega odbora. Še posebej je odgovoren za oblikovanje denarne politike v evroobmočju (določitev strategije denarne politike ECB-ja in operativnega okvirja, sprejemanje ključnih odločitev glede npr. višine ključne obrestne mere in smernic za nacionalne centralne banke, ki jih le-te upoštevajo pri izvajanju operacij denarne politike). Ostale pristojnosti Sveta ECB-ja so izdajanje smernic za vse ostale operacije nacionalnih centralnih bank, odobritev izdaje bankovcev in kovancev evrov v evroobmočju, sprejemanje pravil za standardizacijo poročanja o operacijah nacionalnih centralnih bank in njihovega računovodenja (accounting), predlaganje zakonodaje Skupnosti in svetovanje ECB-ju, odločanje o zastopanju Evrosistema na mednarodni ravni, odločanje o razporeditvi finančnih virov ECB-ja in razdelitvi finančnih rezultatov, sprejemanje letnih poročil in letnih računovodskih izkazov ECB-ja.

Odločitve se v Svetu ECB-ja sprejemajo z navadno večino, predsednik sveta pa ima odločilni glas v primeru izenačenega glasovanja. Vsak glas člana Sveta ECB-ja ima enako težo, ne glede na dejstvo, ali npr. predstavlja Luksemburg ali pa Nemčijo. Dvotretjinska večina je zahtevana za primer, da svet ugotovi, da funkcije neke nacionalne centralne banke, ki niso neposredno povezane z delovanjem Evrosistema, prihajajo v konflikt s cilji in nalogami Evrosistema ter za primer, da se svet odloči za operativne metode denarne politike, ki niso opredeljene v Statutu ESCB-ja. Soglasnost je zahtevana v primeru spreminjanja Statuta ESCB. V primeru glasovanja o finančnih zadevah (odločanje o povečanju vpisanega kapitala ECB-ja, sprememba ključa vplačil kapitala, prenos deviznih rezerv na ECB, razporeditev dohodka centralnih bank, razporeditev čistega dobička ali izgube ECB-ja), se upošteva delež posameznih centralnih bank članic evroobmočja v vpisanem kapitalu ECB-ja. Ko bo v evroobmočju več kot 15 članic in s tem tudi število guvernerjev nacionalnih centralnih bank v

Svetu ECB-ja večje od 15, bo spremenjen način glasovanja tako, da bo število guvernerjev z volilno pravico omejeno na 15. Šest članov izvršilnega odbora bo imelo stalen glas, guvernerji pa bodo glasovali na podlagi sistema rotacije. Oblikovane bodo skupine guvernerjev, v katerih bodo glasovi rotirali. Ta sistem bo deloval do številke 27 članic evroobmočja, ko bi bile oblikovane tri skupine. V prvi skupini 5 držav z največjim deležem v skupnem BDP-ju evroobmočja in največjim deležem v celotni aktivni agregirane bilance stanja denarnih finančnih institucij v evroobmočju bodo 4 rotirajoči glasovi, v drugi skupini 14 držav bo 8 rotirajočih glasov, v tretji skupini 8 držav pa 3 rotirajoči glasovi.

3.4.8.1.2 Sestanki Sveta ECB-ja in zaupnost zapisnikov

Svet ECB-ja se sestaja dvakrat mesečno, kjer na prvem mesečnem sestanku izvede temeljito analizo denarnih in gospodarskih gibanj v evroobmočju in sprejme ustrezne ukrepe, ki so predstavljeni na tiskovni konferenci s strani predsednika in podpredsednika sveta. Drugi mesečni sestanek je ponavadi osredotočen na teme, ki so povezane z drugimi nalogami in odgovornostmi ECB-ja in Evrosistema. Statut ESCB-ja določa, da je potek sestankov tajen, zato zapisniki le-teh niso objavljeni, kar pa ne pomeni, da javnost ni obveščena o različnih vidikih razprave v Svetu ECB-ja.

3.4.8.2 Izvršilni odbor ECB-ja

Izvršilni odbor ECB-ja je operativni organ odločanja v ECB-ju. Odgovoren je za vse odločitve, ki se sprejemajo dnevno, saj mora ECB reagirati na hitro spreminjajoče pogoje na denarnih in kapitalskih trgih. Izvršilni odbor ECB-ja ima šest članov in ga sestavljajo predsednik in podpredsednik ECB-ja ter štirje drugi člani, vsi s poklicnimi izkušnjami iz bančnega in denarnega področja. Izvršilni odbor izvaja denarno politiko v skladu s smernicami in odločitvami, ki jih sprejme Svet ECB-ja. Člani Izvršilnega odbora ECB-ja so imenovani za mandat osmih let (brez možnosti ponovnega imenovanja), imenujejo jih predsedniki vlad in držav članic evroobmočja na priporočilo finančnih ministrov evroobmočja po posvetovanju z Evropskim parlamentom in Svetom ECB-ja.

3.4.8.2.1 Obveznosti izvršilnega odbora

Glavne obveznosti izvršilnega odbora so:

- priprava sestankov Sveta ECB-ja (priprava dnevnega reda, potrebnih dokumentov in predlogov za morebitne odločitve Sveta ECB-ja),
- izvajanje denarne politike evroobmočja v skladu s smernicami in odločitvami Sveta ECB-ja ter v tem procesu dajanje potrebnih navodil nacionalnim centralnim bankam evroobmočja,
- vodenje tekočih poslov ECB-ja (organiziranje notranje strukture ECB-ja, postavitvev pravil za izbiranje, imenovanje in napredovanje osebja ECB-ja),

- izvajanje določenih pooblastil, dodeljenih s strani Sveta ECB-ja (sprejem in objava mesečnih poročil, konsolidiranih računovodskih izkazov, upravljanje z deviznimi rezervami ECB-ja ter sprejem sankcij za tretje osebe, ki ne upoštevajo določil ECB-ja).

Izvršilni odbor se sestaja enkrat tedensko, odloča z navadno večino, v primeru izenačenja ima odločilni glas predsednik. Predsednik izvršilnega odbora (hkrati tudi predsednik ECB-ja) ima v Statutu ESCB-ja določenih kar nekaj pomembnih vlog, ki so v njegovi odsotnosti prenesena na podpredsednika. Ima sedež v vseh treh organih odločanja ECB-ja, odločilni glas v Svetu ECB-ja in Izvršilnem odboru ECB-ja, predstavlja Evropsko centralno banko na mednarodni ravni, predstavi letno poročilo ECB-ja Evropskemu parlamentu in Svetu EU-ja, lahko sodeluje na sestankih Ekonomsko-finančnega sveta (Scheller, 2004, str. 51-61).

3.4.8.3 Razširjeni svet ECB-ja

Tretji organ odločanja v ECB-ju je Razširjeni svet ECB-ja, ki ga sestavljajo predsednik in podpredsednik ECB-ja in 27 guvernerjev centralnih bank vseh članic Evropske unije, ustanovljen pa je bil za prehodno obdobje, ko nekatere centralne banke članice ESCB-ja še niso članice Evrosistema. Razširjeni svet koordinira denarno politiko med Evrosistemom in »zunanji« centralnimi bankami, sodeluje pri nadzoru kreditnih institucij v Evropski uniji in v pripravah držav zunaj evroobmočja, ki so že dale prošnjo za vstop v to območje, na nepreklicno fiksacijo tečaja svoje valute na evro (Apel, 2003, str. 8). Preostali štirje člani Izvršilnega odbora ECB-ja lahko na sestankih sodelujejo, ne morejo pa glasovati. Prav tako lahko sodelujeta predsednik Ekonomsko-finančnega sveta in član Evropske komisije, vendar brez volilne pravice. Razširjeni svet tudi nadzira delovanje mehanizma deviznih tečajev ERM II in ocenjuje vzdržnost deviznih tečajev med valuto posamezne države, ki ne sodeluje v evroobmočju in evrom. Sestaja se štirikrat letno, predseduje pa jim predsednik ECB-ja (Scheller, 2004, str. 61-62).

3.4.9 Dohodek ECB-ja

Centralne banke evroobmočja so delničarji ECB-ja, prav tako prejemajo prihodek iz naslova izdaje bankovcev (seigniorage) Evrosistema. Nacionalne centralne banke so edini vpisniki in lastniki kapitala ECB-ja. Delež posamezne nacionalne centralne banke se določi v skladu s ključem za vpis kapitala ECB-ja. Ta ključ je odvisen od deleža države članice v prebivalstvu EU-ja in deleža države članice v bruto domačem proizvodu EU-ja. Nacionalne centralne banke držav članic EU-ja, ki so uvedle evro, so vplačale celoten delež v kapitalu ECB-ja. Nacionalne centralne banke držav članic EU-ja, ki še niso uvedle evra, pa niso vplačale svojega deleža v celoti, temveč so vplačale 7 % zneska, ki bi ga sicer morale vplačati, če bi uvedle evro. Trenutno skupni znesek vpisanega kapitala ECB-ja vseh nacionalnih centralnih bank znaša nekaj nad 5,7 milijarde EUR (Sklep Evropske centralne banke ECB/2006/23, str. 4). Podatke o vplačanem kapitalu NCB-jev glej v Prilogi 8.

Kapital ECB-ja in njene devizne rezerve ECB-ju prinašajo redni dohodek, s katerim pokriva svoje administrativne stroške za plače, storitve in najem prostorov. Kot delničarji ECB-ja pa so centralne banke evroobmočja upravičene do deleža dobička, ki ga ustvari ECB, delež pa je sorazmeren deležu vplačanega kapitala. Osemdeset odstotkov dobička, ki izvira iz denarne politike ECB-ja, naj bi se razdelilo nacionalnim centralnim bankam sorazmerno z njihovim deležem v kapitalu ECB-ja. Dvajset odstotkov nerazdeljenega dobička naj bi šlo v rezerve ECB-ja (Ribnikar, 1999, str. 17).

Statut ESCB-ja tudi določa, da vsaka centralna banka v evroobmočju svoj prihodek iz izdaje bankovcev ECB-ja, ki izhaja iz razlike med prihodki aktivne centralne banke in odhodki pasive (bankovci v obtoku, obveznosti iz naslova depozitov kreditnih institucij, rezerve kreditnih institucij), to je izplačane obresti kreditnim institucijam za njihove rezerve, vplača v poseben sklad. Iz sklada nato vsaka centralna banka evroobmočja prejme delež prihodkov iz izdaje bankovcev, delež pa je enak deležu vplačanega kapitala v ECB-ju. Do leta 2007 je veljala posebna shema prejemanja prihodka iz izdaje bankovcev, kjer je bila upoštevana razlika med povprečno vrednostjo bankovcev v obtoku centralnih bank v evroobmočju v obdobju od julija 1999 do junija 2001 in povprečno vrednostjo bankovcev v obtoku, ki bi bila izdana v obtoku vsake članice evroobmočja, če bi se upošteval delež vplačanega kapitala v ECB-ju.

3.4.10 Devizne rezerve ECB-ja

Nacionalne centralne banke držav članic, ki so uvedle evro, morajo na ECB prenesti del svojih deviznih rezerv. Pri tem ECB določi skupno vrednost vseh svojih deviznih rezerv, nacionalna centralna banka evroobmočja pa vplača tolikšen del te skupne vrednosti kot izhaja iz njenega ključa za vpis kapitala ECB-ja. Skupni znesek deviznih rezerv ECB-ja je bil v avgustu 2007 določen v višini približno 30 milijard EUR. Del deviznih rezerv, ki ni bil prenesen na ECB, še vedno ostane v upravljanju pri nacionalni centralni banki. Tako je bil v istem obdobju obseg deviznih rezerv celotnega evroobmočja več kot 146 milijard EUR (Official reserve assets, other foreign currency assets and related short-term liabilities: 1.1.1. Foreign currency reserves (in convertible foreign currencies), 2007), glej Prilogo 9.

Evrosistem lahko sam izvaja intervencije na deviznem trgu ali pa v okviru koordinirane intervencije skupaj z drugimi centralnimi bankami. Intervencija je lahko opravljena s strani ECB-ja, s strani nacionalnih centralnih bank v imenu ECB-ja ali pa kot kombinacija obeh. Da lahko izvaja nalogo intervencij na deviznem trgu, ECB drži in upravlja uradne devizne rezerve držav članic, ki sodelujejo v evroobmočju. Januarja 1999 je prvotnih 11 centralnih bank članic evroobmočja na ECB preneslo devizne rezerve v vrednosti približno 40 milijard evrov in sicer predvsem ameriške dolarje (gotovina in obveznice), poleg njih še japonske jene (gotovino in obveznice) ter 750 ton zlata. Prispevek vsake centralne banke je enak deležu njenega prispevka v kapitalu ECB-ja. ECB centralnim bankam za prenos njihovih deviznih rezerv plačuje prilagojeno obrestno mero glavnega refinanciranja (adjusted main refinancing rate), ki upošteva ničeln donos na del deviznih rezerv v obliki zlata.

Na priporočilo ECB-ja in Evropske komisije je Ekonomsko-finančni svet maja 2000 sprejel odredbo, ki Svetu ECB-ja dovoljuje od sodelujočih centralnih bank v evroobmočju zahtevati dodatne devizne rezerve in sicer največ v protivrednosti 100 milijard evrov. Devizne rezerve, ki jih nacionalne centralne banke niso prenesle na ECB, lahko le-te upravljajo, vendar vse transakcije na deviznem trgu nadzira ECB, da bi se zagotovila enotnost denarne politike in politike deviznega tečaja v Evrosistemu (Apel, 2003, str. 8-13).

3.5 GLAVNI STATUTNI CILJI ESCB-ja IN NJIHOVA RAZLAGA

V skladu s členom 105(1) Pogodbe o Evropski skupnosti je glavni cilj ESCB-ja ohranjati cenovno stabilnost. Ne glede na ta cilj pa naj podpira splošno gospodarsko politiko v Skupnosti z namenom doseganja ciljev Skupnosti, med drugimi visoke stopnje zaposlenosti in vzdržne ter neinflatorne gospodarske rasti. Poleg tega naj bi ESCB deloval v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco. Ker se člen 105(1) ne nanaša na članice EU-ja, ki še niso sprejele evra, je potrebno termin ESCB-ja razumeti kot Evrosistem.

Cilj ohranjanja cenovne stabilnosti v Evrosistemu kot glavni cilj je bil v pogodbi naveden iz več razlogov. Desetletja izkušenj in mnogo ekonomskih študij je pokazalo, da denarna politika lahko največ prispeva k izboljšanju gospodarskih obetov in dvigu življenjske ravni prebivalcev s trajnim ohranjanjem cenovne stabilnosti. Teorija in praksa denarne politike kažeta, da lahko le-ta v končni fazi vpliva edino na raven cen v gospodarstvu. Tako je cenovna stabilnost edini uresničljiv srednjeročni cilj denarne politike, ker ne more trajno vplivati na realne spremenljivke v gospodarstvu (Scheller, 2004, str. 45).

3.5.1 Podpora splošnim gospodarskim politikam

Z uresničevanjem svojega mandata ohranjanja cenovne stabilnosti v evroobmočju ECB ustvarja stabilno okolje in podpira splošne gospodarske politike Skupnosti, ki se lahko izvajajo kar se da učinkovito in s tem prispeva k doseganju ciljev vzdržne in neinflatorne gospodarske rasti in visoke zaposlenosti. Na realne spremenljivke (npr. realni dohodek) lahko dolgoročno vplivajo faktorji ponudbene strani (tehnologija, rast prebivalstva, prožnost trgov in učinkovitost institucionalnega okvirja gospodarstva). Tako je odgovornost fiskalne in strukturne politike, da povečata možnosti rasti v gospodarstvu.

Mandat ECB-ju, da podpira splošne gospodarske politike v evroobmočju, ne določa, da mora le-ta poleg cilja cenovne stabilnosti dosegati in biti odgovorna tudi za dodatne cilje. Nasprotno, pogodba določa, da ECB upošteva ostale cilje Skupnosti pri doseganju svojega glavnega cilja cenovne stabilnosti. Ker denarna politika lahko kratkoročno vpliva na realno aktivnost gospodarstva, naj bi se ECB izogibala povzročanju pretiranih nihanj v proizvodni in zaposlenosti pod pogojem, da to ne ogroža doseganja njenega glavnega cilja. Prav tako mandat za podporo splošnim gospodarskim politikam v Skupnostih od ECB-ja ne zahteva, da

svojo denarno politiko vnaprej koordinira s politikami Skupnosti, je pa dialog med ECB-jem in Skupnostmi vsekakor pomemben.

Pogodba o Evropski skupnosti tudi zavezuje Evrosistem načelom odprtega trga in svobodne konkurence. Evrosistem to dosega na več načinov. ECB z doseganjem cenovne stabilnosti prispeva k boljšemu delovanju cenovnega mehanizma, ki je temeljni element dobro delujočega tržnega gospodarstva in ki spodbuja učinkovito alokacijo virov. Instrumenti denarne politike Evrosistema temeljijo na tržnih mehanizmih, kreditne institucije pa imajo enakovreden dostop do instrumentov Evrosistema (Scheller, 2004, str. 47).

Da bi se postavil kvantitetni cilj denarne politike (kvantitativna opredelitev cenovne stabilnosti), mora cenovni indeks, ki se ga izbere za merjenje uspešnosti izvajanja denarne politike, izpolnjevati nekaj pogojev. Ti so: kredibilnost indeksa v očeh javnosti, visoka stopnja zanesljivosti (popravki cenovnega indeksa ne smejo biti pogosti) in razpoložljivost indeksa z zadostno pravočasnostjo in pogostnostjo (Issing, 2003, str. 12-13).

Čeprav je cenovna stabilnost določena v Pogodbi o Evropski skupnosti kot glavni cilj ECB-ja, pa je bila opredelitev cenovne stabilnosti podana oktobra 1998, ko je Svet ECB-ja razglasil kvantitativno opredelitev cenovne stabilnosti, ki je medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (Harmonised Index of Consumer Prices-HICP) v evroobmočju za manj kot 2 %, to pa je potrebno dosegati srednjeročno. HICP je tehtano povprečje indeksov cen življenjskih potrebščin držav v evroobmočju (Scheller, 2004, str. 46, 80).

Odločitev za določen kvantitativni cilj, ki ga centralna banka zasleduje skozi daljše obdobje, zahteva, da se upošteva tako inflacijske stroške kot tudi morebitne koristi nizkih inflacijskih stopenj. Med stroške inflacije štejemo predvsem nepravilno alokacijo virov, ki jo povzročijo izkrivljene relativne cene, inflacijski davek na realno premoženje, vpliv inflacije na porazdelitev dohodka, vpliv ravni inflacije na negotovost in premijo tveganja, stroške, nastale s spreminjanjem cen ter stroške, ki nastanejo zaradi vpliva inflacije na davčni sistem. Na drugi strani je nekaj argumentov, zaradi katerih je mogoče tolerirati nizke inflacijske stopnje, predvsem se omenjajo štirje:

- a) Možnost pozitivne napake v merjenju inflacije, kar pomeni, da bi izmerjena stroga cenovna stabilnost (nična inflacija) pomenila deflacijo.
- b) Zaradi prisotnosti nominalne rigidnosti cen in plač navzdol lahko pride do počasnega prilagajanja relativnih cen na gospodarske šoke, zato naj bi bila nizka inflacijska stopnja dobrodošla, saj naj bi omogočala realno prilagajanje gospodarstva različnim šokom. Možna je namreč realna prilagoditev plač in cen ob njihovi dani nominalni rigidnosti. Pomembnost nominalne rigidnosti v praksi je precej negotova, saj naj bi vedno večja fleksibilnost trgov dela, pozitiven trend v rasti produktivnosti ter večji

pomen fleksibilnega dela plač zaposlenih zniževali pomembnost nominalne rigidnosti plač in cen.

- c) Stalna prisotnost znatnih in trajnih razlik v povprečni inflaciji med različnimi regijami evroobmočja lahko poviša strošek nominalne rigidnosti v državah z inflacijskimi stopnjami, ki so nižje od povprečja v evroobmočju ali potisne druge države v obdobja dolgotrajne deflacije. Inflacijske razlike so in morajo biti normalna značilnost kateregakoli valutnega območja in so sestavni del prilagoditvenega mehanizma, ki se odziva na šoke ponudbe in povpraševanja v gospodarstvu. Razlike v povprečni inflaciji med različnimi regijami evroobmočja so lahko posledica začasnih in strukturnih faktorjev. Začasni faktorji vključujejo različno dinamiko posameznih komponent cenovnega indeksa, razlike v nacionalnih davčnih politikah, razlike v vzorcih cenovnih in stroškovnih šokov na gospodarstva in različni položaji držav v ekonomskih ciklih. Med strukturnimi faktorji je najpomembnejši tim. Balassa-Samuelsonov učinek, ki razlike v stopnjah inflacije med posameznimi državami pojasnjuje z razlikami v relativnih trendih produktivnosti med menjalnim in nemenjalnim sektorjem v teh državah, kar pa je zlasti pomembno med državami, ki so na precej različni ravni BDP-ja na prebivalca, kar je v evroobmočju le delno uresničeno.
- d) Spodnja nična meja nominalnih obrestnih mer in tveganje dolgotrajne deflacije oziroma deflacijske spirale v celotnem evroobmočju. Če namreč v gospodarstvu vlada nična inflacija (torej popolna stabilnost cen), je velika verjetnost, da se nominalne obrestne mere približajo spodnji meji 0 %, kar pomeni, da je tako močno okrnjena sposobnost centralne banke, da se odzove na deflacijske šoke, saj obrestne mere ni mogoče nižati. Zaradi tega so zaželeno rahle pozitivne inflacijske stopnje in sicer nad 1 % letne inflacije, ko naj bi po razpoložljivih študijah bilo tveganje ničnih nominalnih obrestnih mer in deflacijske spirale minimalno (Issing, 2003, str. 13-17).

V maju 2003 je Svet ECB-ja zaradi zgoraj omenjenih razlogov dodal določilo, da se v doseganju cenovne stabilnosti teži k inflacijski stopnji, ki je pod, vendar blizu 2 % v srednjeročnem obdobju. Svet je z opredelitvijo, da naj se cenovna stabilnost doseže v srednjeročnem obdobju upošteval kratkoročna gibanja cen, ki jih denarna politika ne more nadzirati. Srednjeročna orientacija dovoljuje postopen in pretehtan odziv na ekonomske šoke, s čimer se je mogoče izogniti nepotrebni spremenljivosti obrestnih mer in realne ekonomske aktivnosti. Odločitev, da se številčno definira cenovna stabilnost, odraža željo ECB-ja, da se usidrajo cenovna pričakovanja ter da se s tem poveča odgovornost centralne banke (Issing, 2000, str. 194-195). ECB se je z omenjeno številčno opredelitvijo želela tudi izogniti tveganju deflacije. ECB je določila samo zgornjo mejo inflacije zaradi možnih napak v merjenju indeksa cen življenjskih potrebščin, ki so pogoste, nastanejo pa zaradi spreminjajočih se vzorcev v potrošnji in v spremembah kakovosti blaga in storitev, ki so vključene v košarico indeksa. Odklon je pozitiven, torej je indeks cen življenjskih potrebščin precenjen in je

dejanska inflacija nižja. Z osredotočenjem na harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP), ki se meri za celotno evroobmočje, ECB sprejema odločitve na podlagi podatkov, ki upoštevajo gibanja v celotnem evroobmočju in se ne ozira na regionalna oz. nacionalna gibanja. ECB prilagodi nacionalne indekse cen življenjskih potrebščin, ki se razlikujejo zaradi konceptualnih razlik v metodah merjenja med državami članicami in jih tako naredi primerljive, nato pa iz 13 indeksov cen življenjskih potrebščin držav članic evroobmočja sestavi tehtano povprečje 13 indeksov. Utež vsake države je enaka deležu te države v celotnih zasebnih izdatkih za končno potrošnjo v evroobmočju. Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin vsak 18. dan v mesecu (podatek velja za prejšnji mesec) objavi Eurostat, ki je statistična agencija Evropske komisije. Določilo, da je cenovno stabilnost v višini približno 2 % letne inflacije potrebno dosegati srednjeročno, upošteva kratkoročno nihanje cen, ki ga povzročajo spremembe v posrednih davkih in cenah hrane in energije, ki jih denarna politika ne more nadzirati. ECB ne reagira na omenjena nihanja pod pogojem, da se le-ta ne prelijejo v dvigovanje drugih cen in plač. Strategija ECB-ja bolj upošteva gibanje ožjega indeksa (vse postavke, ki so zajete v HICP, razen hrane, energije, alkohola in tobaka, kar predstavlja približno 30 % celotnega indeksa), ki je poznan kot jedrna stopnja inflacije (core rate of inflation) (Apel, 2003, str. 66-67).

3.6 NEODVISNOST ECB-ja

3.6.1 Institucionalna neodvisnost

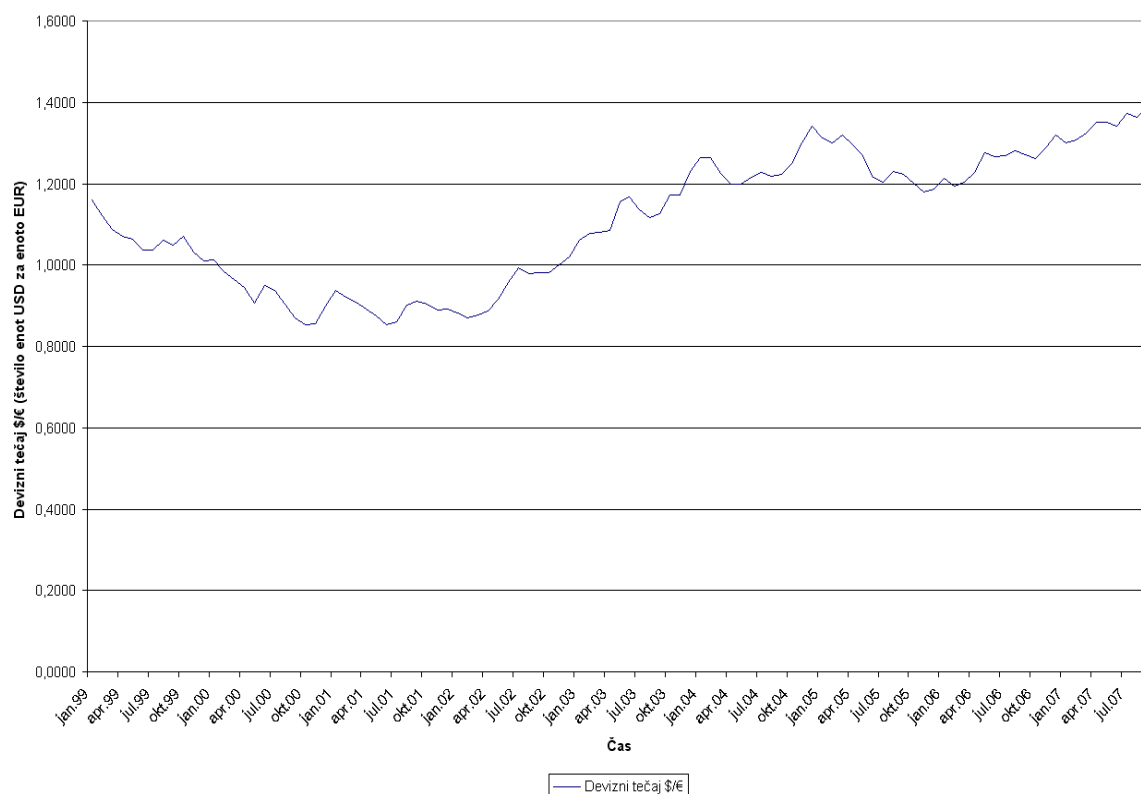
Pogodba o Evropski skupnosti in Statut ESCB-ja določata, da ne ECB ne katerakoli nacionalna centralna banka niti katerikoli član njihovih organov odločanja ne sme iskati ali sprejemati navodil institucij oz. teles Skupnosti, vlad članic ali kateregakoli drugega telesa. V primeru ECB-ja institucionalna neodvisnost ne pomeni, da denarna oblast ne komunicira z ostalimi telesi EU-ja, ki so pristojna za gospodarsko politiko v evroobmočju, kot sta npr. Ekonomsko-finančni svet ali Evropski parlament. Pomeni pa, da mora biti institucionalna neodvisnost ECB-ja v njenih formalnih stikih z drugimi telesi EU-ja (izmenjava informacij in pogledov) spoštovana. Kot je bilo že omenjeno, je centralna banka, ki mora zasledovati več ciljev, podvržena večjemu političnemu pritisku kot centralna banka, ki ima samo en primarni cilj. ECB mora prvenstveno zasledovati samo en cilj, to je cenovno stabilnost, ostale cilje (gospodarska rast, visoka zaposlenost...) pa le, če ne ogrožajo cenovne stabilnosti. Zaradi tega je ECB-ju dodeljena visoka stopnja institucionalne neodvisnosti.

3.6.2 Operativna neodvisnost

Po določilih Maastrichtske pogodbe oziroma v njej vsebovane Pogodbe o Evropski skupnosti ECB in Evrosistem nista dolžna delovati kot posojilodajalec v skrajni sili (»lender of last resort«), kadar je ogrožena stabilnost finančnega sistema ali pa je ogrožena katera od kreditnih institucij. Dolžnost ohranjanja stabilnosti finančnih sistemov je še vedno na posameznih državah v evroobmočju. Operativna neodvisnost ECB-ja na tem področju ni omejena. Omejena pa je na področju politike deviznega tečaja, saj si ECB in Evrosistem

delita pristojnosti z Ekonomsko-finančnim svetom, ki je odgovoren za definiranje režima deviznega tečaja evra proti valutam držav, ki niso v Skupnosti, centralni banki pa je prepuščeno odločanje o tem, kdaj in kako bo izvajala intervencije v okviru danega režima deviznega tečaja. Intervencije ne smejo ogroziti cenovne stabilnosti. To pomeni, da v primeru, da Ekonomsko-finančni svet določi fiksni tečaj za neko valuto, ki zahteva devizno intervencijo centralne banke, s katero bi se močno povečala količina denarja v obtoku, nastane situacija, ki je v nasprotju s temeljnim ciljem ECB-ja. Le-ta lahko od Ekonomsko-finančnega sveta zahteva spremembo centralne paritete ali pa preneha z intervencijo. V Pogodbi o Evropski skupnosti je zapisano, da lahko Ekonomsko-finančni svet ob soglasju vseh finančnih ministrov evroobmočja in na priporočilo ECB-ja ali komisije EU-ja sklene formalne sporazume o režimu deviznega tečaja evra v odnosu do valut držav, ki niso v Skupnosti. V primeru, da ni formalnega sporazuma, lahko Ekonomsko-finančni svet ob kvalificirani večini finančnih ministrov evroobmočja in na priporočilo ECB-ja ali komisije Evrosistemu izda splošne smernice glede vodenja devizne politike, kar pa bi se zgodilo v primeru očitne neustreznosti tečaja evra do neke druge valute. Svet ECB-ja se tako prosto odloča o intervencijah na deviznem trgu.

Slika 2: Gibanje deviznega tečaja \$/€ v obdobju od januarja 1999 do septembra 2007



Vir: Federal Reserve Statistical Release - G.5 Foreign Exchange Rates (Monthly), 2007

3.6.3 Osebna neodvisnost

Osebna neodvisnost članov organov odločanja centralne banke je lahko ogrožena zaradi pogojev trajanja njihovih položajev. Maastrichtska pogodba in interna pravila ECB-ja zagotavljajo visoko stopnjo osebne neodvisnosti članov Sveta ECB-ja, ko se odločajo o denarni politiki. Članov Izvršilnega odbora ECB-ja ne morejo odpoklicati organi, ki so jih imenovali, torej predsedniki držav ali vlad evroobmočja, guvernerjev nacionalnih bank pa ne njihove vlade ali parlamenti, razen če gre za resno kršitev ali nezmožnost izpolnjevati pogoje, ki so potrebni za izvajanje dolžnosti. Člana izvršilnega odbora lahko odpokliče le Sodišče Evropskih skupnosti na zahtevo Sveta ECB-ja ali izvršilnega odbora, vendar le v primeru, da gre za resno kršitev ali nezmožnost izpolnjevati pogoje, ki so potrebni za izvajanje dolžnosti. Osemletni mandat članov izvršilnega odbora je neobnovljiv, da bi se preprečilo morebitno preračunljivo obnašanje članov z namenom biti ponovno izvoljen. Mandati guvernerjev nacionalnih bank so obnovljivi, vendar mora mandat trajati najmanj pet let, da bi se zmanjšala nevarnost, da bi se guverner s svojimi odločitvami prikupil trenutni vladi svoje države, ki bi ga posledično ponovno imenovala.

Interna pravila ECB-ja prav tako zagotavljajo osebno neodvisnost vsakega člana Sveta ECB-ja pri njegovih odločitvah glede denarne politike na mesečnih sestankih. Zapisniki razprav Sveta ECB-ja ostanejo tajni, še posebej glasovanja posameznih članov. Objava argumentiranja in glasovanja članov bi lahko poslabšala njihovo osebno neodvisnost od njihovih vlad, ki bi nanje lahko izvajale posredne pritiske.

3.6.4 Razvidnost (transparentnost) delovanja

Če ponovim, stopnja razvidnosti delovanja centralne banke je odvisna od števila ciljev, ki so dodeljeni posamezni centralni banki, natančnosti operativne definicije dodeljenih ciljev, jasnosti strategije denarne politike, ki jo centralna banka uporablja pri doseganju teh ciljev, enostavnosti instrumentov, ki jih centralna banka uporablja pri izvrševanju strategije denarne politike, količine, pravočasnosti in kakovosti informacij, ki jih posreduje javnosti o tem, kako je organ, ki določa denarno politiko, prišel do te odločitve.

Razvidnost delovanja ECB-ja je precejšnja, saj ji je dodeljen le en cilj, to je doseganje cenovne stabilnosti, poleg tega je Svet ECB-ja podal kvantitativno definicijo cenovne stabilnosti, opredelil pa je tudi strategijo denarne politike, s katero dosega cenovno stabilnost, to je strategija, ki temelji na dveh stebrih (o njej več kasneje). Izvršilni odbor je javnosti podrobno razložil instrument obrestne mere, ki jo uporablja Evrosistem, to je obrestna mera glavnega refinanciranja (main refinancing rate) s spodnjo in zgornjo obrestno mero. Po vsakem mesečnem sestanku o denarni politiki ECB in nacionalne centralne banke evroobmočja objavijo kratko sporočilo o odločitvah, ki so bile sprejete v zvezi z denarno politiko. Temu sledi tiskovna konferenca predsednika in podpredsednika ECB-ja, na kateri predsednik pojasni razloge za sprejete odločitve, nekaj dni kasneje pa se to pojasnilo pojavi še

v mesečnem biltenu ECB-ja, kjer je vključena tudi ocena Sveta ECB-ja o verjetnih vplivih bodočih gospodarskih in finančnih gibanj na cenovno stabilnost in s tem posledično prihodnjo denarno politiko. ECB je pogosto kritizirana, ker ne objavlja uradnih zapisnikov sej Sveta ECB-ja. Interna postopkovna pravila ECB-ja določajo 30 letno obdobje, preden se odpravi tajnost zapisnikov, le-ti pa naj bi bili tajni zaradi odprave nevarnosti poskusov nacionalnega vplivanja na člane sveta.

Na začetku delovanja se je Svet ECB-ja odločil, da ne bo objavljal napovedi oziroma projekcij inflacije in ostalih makroekonomskih kazalnikov, domnevno zaradi dejstva, da bi javnost objavo projekcij gibanja inflacijskih stopenj razumela kot dejstvo, da ECB zasleduje inflacijo kot bližnji cilj denarne politike. Šele konec leta 2000 je ECB v decembrskem mesečnem biltenu objavila interne projekcije, ki jih je pripravilo osebje ECB-ja skupaj z nacionalnimi centralnimi bankami evroobmočja, in sicer dvoletno napoved gibanja inflacije in rasti realnega BDP-ja v evroobmočju ob podmeni konstantnih kratkoročnih obrestnih mer in konstantnega tečaja evra.

3.6.5 Odgovornost (Accountability)

Glede na visoko stopnjo institucionalne neodvisnosti, je ECB odgovorna prebivalcem evroobmočja. Čeprav ECB poroča Evropskemu parlamentu, le-ta nima pravne moči spreminjati osnovnih določil in formalnih pogojev delovanja Evrosistema, saj so le-ti vsebovani v Pogodbi o Evropski uniji, ki pa jo lahko spremenijo edino pogajanja med vladami vseh držav članic Evropske unije, rezultat pogajanj pa mora biti soglasno potrjen s strani vseh nacionalnih parlamentov in Evropskega parlamenta. Evropski parlament lahko samo izvaja pritisk na Svet ECB-ja, da spremeni svoja postopkovna pravila (rules of procedures), kot sta objava zapisnika in objava napovedi gospodarskih gibanj. Evropski parlament ima zgolj pregled nad delovanjem ECB-ja, ne pa tudi možnosti pravno določati delovanje le-te. Ne predsednik ECB-ja ne katerikoli drug član izvršilnega odbora ne poroča pred nacionalnimi parlamenti ali njihovimi odbori. Seveda pa guvernerji nacionalnih centralnih bank iz evroobmočja lahko pred parlamentarnimi odbori svojih držav razložijo odločitve ECB-ja, seveda pod pogojem, da ne izdajo zaupnih informacij iz Sveta ECB-ja (npr. načine glasovanja) in da ne sprejemajo nobenih navodil od odbornikov.

Pogodba o Evropski skupnosti zahteva, da ECB poda letno poročilo Evropskemu parlamentu, Svetu ministrov, Evropski komisiji in Evropskemu svetu. Po predstavitvi letnega poročila ECB-ja, ki ga Odboru za ekonomske in monetarne zadeve Evropskega parlamenta in plenarnemu zasedanju parlamenta predstavi predsednik in podpredsednik ECB-ja, Evropski parlament opravi plenarno debato. Predsednik ECB-ja prav tako štirikrat letno nastopi pred Odborom za ekonomske in monetarne zadeve v Evropskem parlamentu, da izmenja mnenja o tekočem in nedavnem delovanju ECB-ja. Statut ESCB-ja zahteva, da ECB izdaja četrtletna poročila, vendar se je ECB odločila, da izdaja mesečne biltene (Monthly Bulletin), v katerih ECB javnosti obširno pojasni odločitve, ki jih je sprejel Svet ECB-ja, člani izvršilnega odbora

pa z javnostjo pogosto komunicirajo v obliki rednih nagovorov in intervjujev (Apel, 2003, str. 33-63).

3.7 DENARNA POLITIKA: STRATEGIJA, INSTRUMENTI IN DELOVANJE

Svet ECB-ja se ni odločil ne za čisto obliko denarnega ciljanja ne za strategijo inflacijskega ciljanja, da bi dosegel glavni (končni) cilj cenovne stabilnosti. Odločil se je za kombinacijo obeh strategij, ki je poimenovana strategija denarne politike zasnovana na dveh stebrih.

3.7.1 Strategija denarne politike Evrosistema

Strategija denarne politike zasnovana na dveh stebrih ocenjuje bodoča cenovna gibanja na podlagi dveh stebrov:

- a) referenčne denarne vrednosti opredeljene kot rast širšega denarnega agregata,
- b) analize mnogih ekonomskih in finančnih spremenljivk.

V strategiji ECB-ja odločitve o denarni politiki temeljijo na izčrpni analizi tveganj, ki se lahko pojavijo pri doseganju cenovne stabilnosti. Analiza dveh stebrov je zasnovana z namenom, da se upošteva vse pomembne informacije v oceni tveganj za doseganje cenovne stabilnosti in da se upošteva različne poglede in navzkrižno preveri informacije ter se na ta način ugotovi splošno sliko tveganj pri doseganju cenovne stabilnosti (The Monetary Policy of the ECB, 2004, str. 55).

3.7.1.1 Prvi steber: referenčna denarna vrednost

Širši denarni agregat M3 ima pomembno vlogo kot bližnji cilj zasledovanja cenovne stabilnosti iz dveh razlogov. Prvič, ECB verjame, da je na srednji in dolgi rok inflacija denarni fenomen in drugič, ker denarna politika vpliva na inflacijo z dolgim odlogom, je v trenutku, ko se inflacija že izrazi kot makroekonomski problem, za ukrepanje z denarno politiko že prepozno. Zato ECB verjame, da trenutni odkloni stopenj rasti širšega denarnega agregata od določene referenčne stopnje rasti signalizirajo denarni oblasti povečana bodoča tveganja za doseganje cenovne stabilnosti. Seveda pa vsak odklon širšega denarnega agregata od referenčne vrednosti ne vodi do samodejne spremembe denarne politike. Najprej pride do nadaljnje analize, da se prepozna in interpretira vzroke odklona. Samo v primeru ugotovitve, da odklon predstavlja grožnjo ohranjanju cenovne stabilnosti, bi ECB spremenila denarno politiko in tako denarni agregat ponovno približala referenčni vrednosti.

3.7.1.1.1 Širši denarni agregat M3

Širši denarni agregat M3 sestavljajo: gotovina v obtoku, depoziti čez noč (overnight deposits), depoziti z dospelostjo do dveh let, depoziti, unovčljivi v roku od 0 dni do treh mesecev, začasni nakupi (repurchase agreements), dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo do dveh let, skladi denarnega trga (money market funds) in vrednostni papirji denarnega trga (money market papers). Referenčna vrednost denarne rasti temelji na razmerju med količino denarja na eni strani ter ravniyo cen, realnim proizvodom in obtočno hitrostjo denarja na drugi. Gre za tim. Fisherjevo enačbo denarja, ki je lahko predstavljena kot:

$$M = (PQ)/V,$$

kjer M predstavlja količino denarja v obtoku, P raven cen, Q realni proizvod in V obtočno hitrost denarja. Srednjeročna stopnja inflacije naj bi bila enaka stopnji rasti širšega denarnega agregata M3, ki se jo prilagodi z ocenjeno rastjo v obtočni hitrosti denarja ter zmanjša za trendno stopnjo rasti realnega proizvoda:

$$\Delta M = \Delta Q + \Delta P - \Delta V,$$

$$\text{torej } \Delta P = \Delta M + \Delta V - \Delta Q.$$

Referenčna vrednost rasti širšega denarnega agregata M3 naj bi bila v skladu s srednjeročno cenovno stabilnostjo. Decembra 1998 je Svet ECB-ja postavil referenčno vrednost in sicer 4,5 % letno rast M3 ob predpostavkah 2-2,5 % realne rasti BDP-ja in znižanja obtočne hitrosti denarja za 0,5 do 1 % letno (Scheller, 2004, str. 85). Svet ECB-ja nadzira gibanje denarnega agregata M3 v primerjavi z referenčno vrednostjo na podlagi trimesečnih drsečih povprečij mesečnih stopenj rasti M3. Prav tako ECB analizira gibanje komponent M3 (gotovina v obtoku, vezani depoziti...) ter spremembe v količini odobrenih kreditov zasebnemu sektorju. Takšna analiza pripomore k boljšemu uvidu v gibanje širšega denarnega agregata M3 v primerjavi z referenčno vrednostjo in v likvidnostne pogoje v gospodarstvu ter v posledice, ki jih imajo le-ti za cenovno stabilnost. ECB poudarja, da njena strategija denarne politike ni običajno denarno ciljanje oziroma količina denarja kot bližnji cilj denarne politike; M3 je uporabljen kot nominalno sidro in vodilo v izvajanju denarne politike, kot referenčna in ne kot ciljna vrednost.

Zvezo med dejansko denarno rastjo in vnaprej objavljeno referenčno vrednostjo predvidene rasti denarnega agregata redno in temeljito analizira Svet ECB-ja in v primeru, da se svet odloči za ignoriranje odklona denarne rasti od referenčne vrednosti, javnosti in trgom pojasni razloge za takšno odločitev oziroma poskrbi, da le-ti razumejo vzroke za neukrepanje centralne banke.

3.7.1.2 Drugi steber: analiza številnih ekonomskih in finančnih spremenljivk

Ocene inflacije oz. deflacije v evroobmočju so usmerjene v prihodnost. Ker ocena bodoče inflacije ni enoznačno povezana s širšim denarnim agregatom M3 in njegovo referenčno vrednostjo, se do le-te pride z analizo številnih ekonomskih in finančnih spremenljivk, med katerimi so tudi anketni podatki o potrošniški in poslovni klimi v evroobmočju in institucionalne napovedi bodoče inflacije in stopenj rasti BDP-ja. Formalna analiza ocene bodoče inflacije je vsebovana v dveh projekcijah predvidene inflacije, ki ju vsako leto objavi ECB. Ti rezultati se mesečno popravijo, da upoštevajo tudi učinke sprememb v denarni politiki in deviznem tečaju evra. Svet ECB-ja poudarja, da vključitev inflacijskih projekcij v drugi steber ne pomeni izvajanje strategije denarne politike inflacijskega ciljanja, temveč je projekcija inflacije le ena od številnih spremenljivk, ki so vključene v drugi steber.

Da bi ugotovila osnovne tendence gibanja inflacije v prihodnosti, ECB preuči proizvodno vrzel v evroobmočju, ki se izraža v dinamiki pogojev povpraševanja in ponudbe. Pozitivna proizvodna vrzel pomeni, da je agregatno povpraševanje večje kot potencialni proizvod in da obstaja precejšnja nevarnost inflatornih pritiskov. Na strani povpraševanja raziskuje in ocenjuje gibanje stopenj rasti realnega BDP-ja v evroobmočju in komponent te rasti, kot so ocenjeni strukturni proračunski saldi v državah evroobmočja, izdatki za investicije, izvoz zmanjšan za uvoz in izdatki za potrošnjo. Gibanje teh komponent ECB analizira s pomočjo indeksov potrošniškega in poslovnega zaupanja, dolgoročnih realnih obrestnih mer, nominalnega efektivnega deviznega tečaja evra proti najpomembnejšim svetovnim valutam. Pomembna so tudi gibanja cen na delniških trgih, saj dvig cen delnic preko dohodkovnega in premoženjskega učinka (income and wealth effect) vpliva na premoženje gospodinjstev in posledično na potencialno povečanje potrošnje in agregatnega povpraševanja, kar lahko vodi do povečanih inflatornih pritiskov. Gibanje deviznega tečaja ima prav tako lahko posledice za cenovno stabilnost, saj lahko zaradi povečanih uvoznih cen nastanejo inflatorni pritiski. Spremembe v deviznem tečaju lahko vplivajo tudi na cenovno konkurenčnost domačih proizvodov na mednarodnih trgih in s tem vplivajo na pogoje povpraševanja in na cenovne pritiske (Scheller, 2004, str. 84).

Poleg tega pri ocenjevanju agregatnega povpraševanja upošteva tudi trenutno sestavo industrijske proizvodnje, gibanje naročil, prodajo na drobno ter rast zaposlenosti. Na strani ponudbe ECB uporablja kazalnika, kot sta sprememba zaposlenosti v odstotnih točkah ter odstotkovna sprememba stroškov dela na enoto proizvoda. Raziskuje komponento dela v proizvodnem procesu, da bi ocenila gibanje proizvodnih stroškov ter njihov sedanji in bodoči vpliv na cene. Zanimiva je tudi kapitalska sestavina v proizvodnem procesu (capital component of the production process), ki se izraža skozi stopnjo izkoriščenosti kapitala (capital utilisation rate). Za določitev vrzeli med agregatnim povpraševanjem in agregatno ponudbo, ECB upošteva razliko med dejansko stopnjo rasti realnega BDP-ja in trendno stopnjo rasti BDP-ja v evroobmočju, ki je približek potencialne stopnje proizvoda. Trendno stopnjo rasti BDP-ja se spreminja zaradi izvajanja strukturnih sprememb na trgih dela in

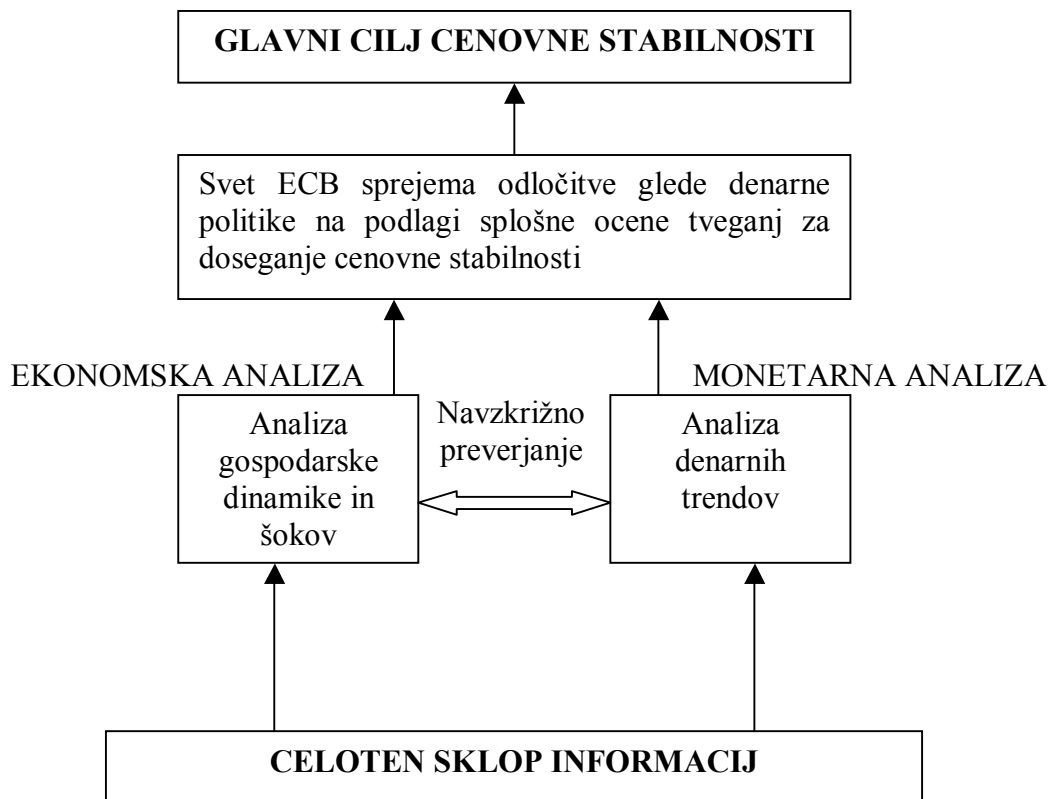
proizvodov v državah članicah kot tudi zaradi pričakovanih učinkov uvajanja novih tehnologij na produktivnost dela.

Za oceno bodočih cenovnih gibanj ECB uporablja tudi pomembne finančne kazalnike, kot je mesečno gibanje povprečnih dolgoročnih donosov na desetletne vladne obveznice v evroobmočju. Spremembe v donosu dolgoročnih obveznic ob dani premiji tveganja in dani realni obrestni meri vključujejo spremembe v pričakovani stopnji inflacije, ki so posledica spremenjenih pričakovanj ekonomskih agentov, ki sodelujejo na trgu obveznic. Naslednji dolgoročni pokazatelj pričakovane inflacije, ki ga uporablja ECB, je razmik med donosom obveznic, ki so vezane na indeks cen in donosom primerljivih nominalnih obveznic. Razmik med obema donosoma ob dani premiji tveganja predstavlja inflacijska pričakovanja (Apel, 2003, str. 79).

Strategija denarne politike ECB-ja je bila oblikovana z namenom, da se ne izgubi nobena pomembna informacija o gospodarstvu in da se upošteva različne analitične perspektive na jasen način. En vidik te strategije se nanaša na različne časovne perspektive, ki so pomembne za analizo in sicer upošteva spoznanja, da so dolgoročna gibanja cen odvisna od trendne rasti količine denarja v obtoku, medtem ko kratkoročna pogosta nihanja cen odražajo medsebojna vplivanja pogojev povpraševanja in ponudbe v kratkem obdobju. Drug vidik strategije dveh stebrov je njena uporaba za zbiranje in podajanje informacij Svetu ECB-ja in javnosti. Medtem ko konvencionalna makroekonomska analiza poleg analize realnih ekonomskih trendov ne upošteva dovolj ekonomskih pojavov, ki so po svoji naravi denarni, pa je ECB s strategijo dveh stebrov poskrbela, da se pri sprejemanju denarnih odločitev upoštevajo tudi leti (Issing, 2003, str. 25-26).

Če povzamem, strategija denarne politike ohranjanja cenovne stabilnosti na srednji rok temelji na dveh stebrih; prvi steber predstavlja referenčna vrednost za rast širšega denarnega agregata M3, drugi steber je ocena tveganj za cenovno stabilnost, ki temelji na analizi številnih finančnih, ekonomskih in anketnih podatkov (Apel, 2003, str. 64-80). Pristop dveh stebrov zagotavlja navzkrižno primerjavo podatkov, ki izhajajo iz kratkoročne ekonomske analize s tistimi iz dolgoročne denarne analize. Navzkrižna primerjava podatkov pripomore k ugotovitvi, ali je denarna politika pravilno naravnana. Sprejemanje denarnih odločitev in ocenjevanje njihovih učinkov na podlagi ne samo kratkoročnih analiz ekonomskih in finančnih šokov in makroekonomskih projekcij, temveč tudi na podlagi denarnih in likvidnostnih podatkov, omogoča ECB-ju, da sega njen horizont preko trenutnih šokov in ohranja trdno srednjeročno orientacijo. Pristop je grafično prikazan na sliki 3:

Slika 3: Strategija denarne politike ECB-ja, temelječa na dveh stebrih



Vir: The Monetary Policy of the ECB, 2004, str. 66.

3.7.2 Instrumenti denarne politike ECB-ja ali Evrosistema

Denarna politika mora biti usmerjena v prihodnost, ker so v transmisijem mehanizmu precejšnji zamiki. Prispevala naj bi k znižanju inflacijskih pričakovanj in k zmanjšanju nihanj v gospodarskih gibanjih. Transmisijski mehanizem denarne politike se začne s centralno-bančnim upravljanjem likvidnosti in uravnavanjem kratkoročnih obrestnih mer. Denarni trg kot del finančnega trga igra odločilno vlogo v transmisiji odločitev denarne politike, saj je to prvi trg, na katerega spremembe denarne politike vplivajo. Globok in povezan denarni trg je bistven za učinkovito denarno politiko, saj omogoča enakomerno porazdelitev centralno-bančne likvidnosti in homogeno stopnjo kratkoročnih obrestnih mer v celotnem evroobmočju (The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, 2006, str. 21).

V skladu s strategijo denarne politike ECB usmerja kratkoročno obrestno mero denarnega trga (short-term money market rate) z uravnavanjem likvidnostne situacije na denarnem trgu, poleg tega spreminja pogoje, pod katerimi je Evrosistem pripravljen vstopati v transakcije z denarnim trgom. S tem pokaže naravnost denarne politike.

Operativni okvir Evrosistema temelji na določbah Statuta ESCB-ja in člena 105 Pogodbe o Evropski skupnosti, ki določa, da naj Evrosistem deluje v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, pri čemer daje prednost učinkovitemu razporejanju virov. Deluje tudi v skladu s sledečimi načeli:

- operativna učinkovitost, ki omogoča, da se odločitve denarne politike čim hitreje in natančneje izrazijo v spremembah kratkoročnih obrestnih mer,
- enaka obravnava finančnih institucij, ne glede na njihovo velikost in lokacijo v evroobmočju,
- decentralizirano izvajanje operacij denarne politike Evrosistema, in sicer preko nacionalnih centralnih bank,
- preprostost, razvidnost (transparentnost), zveznost, varnost in stroškovna učinkovitost.

Preprostost in razvidnost zagotavljata, da so nameni vodenja denarne politike pravilno razumljeni. Načelo zveznosti je namenjeno izogibanju prepogostemu spreminjanju instrumentov in postopkov, načelo varnosti zahteva, da so finančna in operativna tveganja v Evrosistemu znižana na minimum (vsako posojanje kreditnim institucijam mora biti zavarovano). Stroškovna učinkovitost pomeni znižanje stroškov delovanja tako Evrosistema kot njegovih sodelujočih strank (counterparties) (Scheller, 2004, str. 86-87).

Instrumenti denarne politike se razvrščajo v tri skupine: v posle ali operacije na odprtem trgu, v odprto ponudbo bankam, da pridejo do denarja centralne banke ali se tega denarja prek nje znebijo in v obvezne rezerve bank. Glede na pomembnost operacij na odprtem trgu je pomembno, katera (finančna) aktiva so tista, ki jih lahko centralne banke Evrosistema kupujejo ali prodajajo. Pri operacijah na odprtem trgu gre lahko za transakcije ali posle, ki jim čez čas sledi nasprotna operacija ali pa ne in gre preprosto za nakupe (prodaje) ali dokončne nakupe (prodaje).

3.7.2.1 Operacije ali posli na odprtem trgu

Obstajajo štiri vrste različnih operacij na odprtem trgu. Te operacije so: operacije glavnega refinanciranja (main refinancing operations), dolgoročneje operacije refinanciranja (longer-term refinancing operations), operacije finega uravnavanja (fine tuning operations) ter strukturne operacije (structural operations). V večini primerov gre pri teh štirih vrstah poslov za operacije, ki jim čez čas sledijo nasprotna operacije (reverse transactions). Gre začasne transakcije. Povečanju (zmanjšanju) količine primarnega denarja sledi čez čas, čez dva tedna ali čez tri mesece, zmanjšanje (povečanje) količine primarnega denarja. Možno pa je seveda, da gre preprosto za neposredne nakupe ali prodaje s strani centralnih bank (outright purchases/sales). Takšne operacije uporabljajo samo v primeru, če gre za fino uravnavanje ali za spreminjanje tako imenovanega strukturnega položaja denarnega trga. (Ribnikar, 1999a, str. 13). Čeprav so vse odločitve v zvezi z operacijami na odprtem trgu sprejete na ravni Sveta ECB-ja/Izvršilnega odbora ECB-ja, je izvršitev teh operacij decentralizirana in se izvaja v

nacionalnih centralnih bankah evroobmočja. Sodelujoče stranke v teh operacijah so kreditne institucije v evroobmočju.

Operacije glavnega refinanciranja so najpomembnejši instrument denarne politike ECB-ja, preko katerega ECB posoja likvidnost bankam ali pa odkupuje presežke likvidnosti od bank. Izvajajo se vsak teden ob torkih, dospelost je dva tedna, izvajajo se decentralizirano prek nacionalnih centralnih bank, opravljajo se na podlagi dražbe s fiksno obrestno mero oziroma dražbe s spremenljivo obrestno mero (fixed/variable rate tender). Sodelujejo lahko vse banke.

Pri dražbah s fiksno obrestno mero kreditne institucije naznanijo lokalnim nacionalnim centralnim bankam, koliko denarja želijo pridobiti pri fiksni obrestni meri (repo rate), ki jo objavi Izvršilni odbor ECB-ja. V postopku dodelitve se vsa povpraševanja kreditnih institucij seštejejo. V primeru, da kumulativen znesek prejetih povpraševanj presega znesek likvidnosti, ki ga je določil Izvršilni odbor ECB-ja, se prejetim povpraševanjem zadosti s postopkom »pro rata« v skladu z deležem predvidenega zneska likvidnosti v kumulativnem znesku povpraševanj. Likvidnostni znesek ECB določi na podlagi predvidevanj o likvidnostnih potrebah v celotnem evroobmočju. Pri dražbah s spremenljivo obrestno mero morajo kreditne institucije navesti ne samo količino zelenega denarja, temveč tudi obrestno mero, po kateri želijo transakcijo izvesti. Povpraševanja so navedena po padajočem vrstnem redu glede na ponujeno obrestno mero in tisto z najvišjo obrestno mero ima prednost in najprej prejme zelena sredstva, nato je na vrsti povpraševanje z naslednjo najvišjo ponujeno obrestno mero in tako naprej, dokler ni izčrpan celoten predviden znesek likvidnosti. Dražba s spremenljivo obrestno mero omogoča, da tržno povpraševanje po likvidnosti določi obrestno mero glavnega refinanciranja. Obstajata dve različici dražb s spremenljivo obrestno mero in sicer nizozemska ter ameriška dražba. Evrosistem je pričel izvajati operacije glavnega refinanciranja v januarju 1999 in sicer kot dražbe s fiksno obrestno mero, junija 2000 pa je prešel na dražbe s spremenljivo obrestno mero (ameriška dražba), kjer Izvršilni odbor ECB-ja objavi minimalno obrestno mero, ki jo morajo ponuditi kreditne institucije v »tekmi« za omejena likvidnostna sredstva (glej Prilogo 10) (Apel, 2003, str. 81-84).

Dolgoročneje operacije refinanciranja so instrument z ročnostjo treh mesecev, s katerim ECB zagotavlja del potrebne likvidnosti v bančnem sistemu, ki je rezultat permanentno deficitarne strukturne pozicije denarnega trga. Izvajajo se enkrat na mesec (prvo sredo enomesečnega obdobja, ko se računajo obvezne rezerve, to je med 24. tekočega in 23. naslednjega meseca), njihovo dospelost je tri mesece, izvajajo se prav tako decentralizirano prek nacionalnih centralnih bank v obliki standardne ponudbe in v poštev pridejo enako kot pri glavnem refinanciranju vsa aktiva. Pri teh poslih centralne banke ne določajo obrestne mere, kar pomeni, da se licitira cena ali obrestna mera. ECB ne želi vsiljevati finančnemu trgu svoje obrestne mere, čeprav gre še vedno za kratkoročno (trimesečno) obrestno mero. Ta obrestna mera, na katero seveda lahko posredno vplivajo ECB in nacionalne centralne banke, naj bi kazala razmere na denarnem trgu (Ribnikar, 1999a, str. 13-14).

Z operacijami finega uravnavanja se lahko povečuje ali zmanjšuje likvidnost bank. V te posle gredo centralne banke ad hoc. Pri večanju likvidnosti bank se uporablja hitra ponudba ali dražba (quick tender) in bilateralni postopek, kar pomeni, da ne gre za licitacijo, ampak za posel z eno ali več bankami. Lahko se izvaja tudi v obliki regionalnega finega uravnavanja, kjer se poveča ali zmanjša likvidnost le na posameznih nacionalnih denarnih trgih v evroobmočju, kjer je prišlo do asimetričnega likvidnostnega nihanja med dvema ali več državami v evroobmočju. Instrumenti ali mehanizmi finega uravnavanja so poleg začasnih in dokončnih nakupov ter prodaj še valutne zamenjave in zbiranje vezanih vlog. Pri valutnih zamenjavah gre za hkratni promptni nakup (prodajo) in terminsko prodajo (nakup) deviz, to je tujega denarja. V primeru Evrosistema je domača valuta evro in deviza ameriški dolar ali kakšna druga tuja valuta. Z valutnimi zamenjavami se povečuje likvidnost bančnega sistema, če gre za promptni nakup deviz (in njihovo terminsko prodajo), ali pa se le-ta absorbira, če gre za promptni nakup evrov (in njihovo terminsko prodajo) s kakšnim tujim denarjem. Vnaprej niso določeni niti dnevi, kdaj pride do teh poslov, niti ni standardizirana dospelost valutnih zamenjav. Te zamenjave se opravijo s hitrimi ponudbami ali licitacijami in/ali bilateralno.

S strukturnimi operacijami ECB spreminja tako imenovani strukturni položaj denarnega trga. Izvajajo se v rednih in nerednih terminih, ni standardnega dospelja, opravljajo se decentralizirano in v poštev pridejo vsa aktiva. Poleg dokončnih nakupov in prodaj se kot instrument za spreminjanje strukturnega položaja denarnega trga in sicer za zmanjševanje likvidnosti bank uporablja še izdajanje dolžniških papirjev ali potrdil (Ribnikar, 1999a, str. 14).

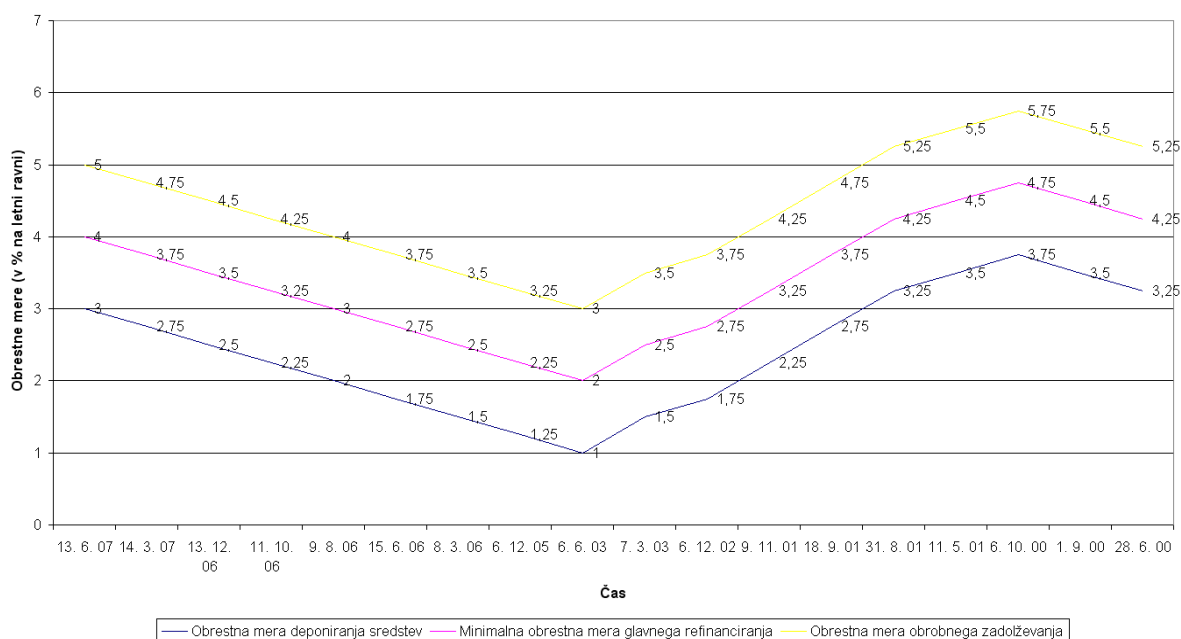
3.7.2.2 Odprte možnosti bank zadolžiti se pri centralni banki ali pri njej naložiti odvečni (primarni) denar (standing facilities)

Pri obravnavanih instrumentih pod naslovom operacije na odprtem trgu je iniciativa na strani centralnih bank, ki od bank kupijo neka aktiva ali jih jim prodajo. Pri instrumentih, ki so obravnavani v tem odstavku, so bankam odprta vrata centralnih bank za to, da pridejo do likvidnosti, ali pa se znebijo odvečne likvidnosti. Gre za dve vrsti instrumentov: za možnost (obrobnega) zadolževanja (marginal lending facility) in za možnost deponiranja sredstev (marginal deposit facility). Banke se lahko v okviru instrumenta obrobne ali dodatne zadolžitve zadolžijo čez noč. Obrestna mera, ki jo plačajo, je navadno zgornja meja (najvišja) obrestne mere (ceiling) za zadolžitev čez noč na medbančnem trgu, ki je merjena z EONIA (Euro OverNight Index Average). Do denarja lahko pridejo ali prek posla začasnega nakupa s strani centralne banke ali prek lombardnega posojila. Banke lahko čez noč deponirajo sredstva pri nacionalnih centralnih bankah. Te vloge se obrestujejo in ta obrestna mera je najnižja spodnja meja (floor) obrestne mere EONIA za posojanje in izposojanje denarja čez noč. Razpon med obrestnima merama za možnost obrobnega zadolževanja in za možnost deponiranja sredstev je 2 odstotni točki, se pa obrestni meri gibljeta v skladu z gibanjem (minimalne) obrestne mere glavnega refinanciranja, ki je v sredini razpona.

3.7.2.3 Obvezne ali najmanjše rezerve bank (minimum reserves)

V okviru Evrosistema poznajo najprej osnovo za rezerve (reserve base) in to so vse vloge, vsi dolžniški vrednostni papirji in posli začasnih nakupov. V osnovi niso obveznosti do drugih bank v okviru Evrosistema, do nacionalnih centralnih bank in do ECB-ja. Obvezne rezerve pa so predpisane samo za vse vloge in vrednostne papirje z dospelostjo do dveh let in znašajo 2 % osnove za rezerve, zmanjšane za pavšalno olajšavo 100.000 evrov, kar pomeni, da najmanjšim institucijam ni potrebno držati rezerv. Osnova za rezerve izhaja iz bilance stanja kreditne institucije ob koncu predhodnega meseca. Stanje obveznih rezerv se izračunava kot povprečje vsakodnevnega stanja v obdobju med 24. tekočega in 23. naslednjega meseca. Povprečje omogoča kreditni instituciji, da ima na določen dan nižje stanje obveznih rezerv, kot je zahtevano, pod pogojem, da ima nek drug dan v tem obdobju višje stanje in se tako doseže vrednost 2 % osnove za rezerve, ki je bila določena zadnji dan v predhodnem mesecu. Rezerve morajo kreditne institucije držati pri nacionalni centralni banki države, v kateri se nahajajo. Presežne rezerve lahko finančne institucije deponirajo v nacionalni centralni banki, v primeru prenizkih povprečnih obveznih rezerv pa si lahko preko obrobnega zadolževanja prav tako v nacionalni centralni banki denar izposodijo. Za vloge in vrednostne papirje z dospelostjo več kot dve leti se uporablja ničelna obvezna rezerva. Obvezne rezerve se obrestujejo z obrestno mero, ki se določa za glavne posle refinanciranja (Ribnikar, 1999a, str. 14-15). Na sliki 4 je grafično predstavljeno gibanje ključnih obrestnih mer Evropske centralne banke (več podatkov je na voljo v prilogi 10).

Slika 4: Gibanje ključnih obrestnih mer Evropske centralne banke med 28. junijem 2000 in 13. junijem 2007 (v % na letni ravni)



Vir: Key ECB interest rates, ECB, 2007

V nadaljevanju so instrumenti denarne politike ECB-ja prikazani tudi v tabeli 2:

Tabela 2: Instrumenti denarne politike Evrosistema

Instrumenti denarne politike Evrosistema					
Instrumenti denarne politike	Vrsta instrumentov				
	Zagotavljanje likvidnosti	Absorpcija likvidnosti	Dospetje	Pogostost	Postopek
Operacije odprtega trga					
Glavno refinanciranje	Začasne transakcije	-	Dva tedna	tedensko	standardna dražba s fiksno/spremenljivo obrestno mero
Dolgoročneje refinanciranje	Začasne transakcije	-	tri mesece	mesečno	standardna dražba s spremenljivo obrestno mero
Fino uravnavanje	Začasne transakcije	valutne zamenjave	Ni standardizirana	neredno (občasno)	hitra dražba
	Valutne zamenjave	zbiranje vezanih vlog	-	-	bilateralni postopek
	Dokončni nakupi	dokončna prodaja	-	neredno (občasno)	bilateralni postopek
Strukturne operacije	Začasne transakcije	izdajanje dolžniških potrdil	standardizirano/nestandardizirano	Redno in neredno	standardna dražba
	Dokončni nakupi	dokončne prodaje	-	neredno (občasno)	bilateralni postopek
Odprte možnosti (odprta ponudba) za kreditne institucije					
Obrobna možnost zadolžitve	Začasna transakcija	-	Čez noč	Dosegljivo na željo kreditne institucije	
Možnost deponiranja presežkov likvidnosti	-	vloge (depoziti)	Čez noč	Dosegljivo na željo kreditne institucije	

Vir: Ribnikar, 1999a, str. 13 in Apel, 2003, str. 81, 84.

3.7.3 Poslovanje s tujino (External operations)

Člen 23 v Statutu ESCB-ja daje ECB-ju in nacionalnim centralnim bankam pravico, da:

- vzpostavijo povezave s centralnimi bankami in finančnimi institucijami v drugih državah ter z mednarodnimi organizacijami,
- kupujejo in prodajajo promptno in terminsko vse vrste deviznih sredstev in plemenitih kovin,
- upravljajo z deviznimi sredstvi, ki so v njihovi lasti,
- izvajajo vse vrste bančnih transakcij s tretjimi državami in mednarodnimi organizacijami, vključno z operacijami posojanja in izposojanja.

3.7.3.1 Devizne operacije

Najpomembnejša vrsta deviznih operacij Evrosistema so intervencije na deviznih trgih, ki se izvajajo z deviznimi rezervami, ki so v lasti ECB-ja. Lahko se izvajajo v valutah držav izven Evropske unije, npr. v ameriških dolarjih ali japonskih jenih, lahko pa v okviru mehanizma deviznih tečajev ERM II.

V skladu s Pogodbo o Evropski skupnosti in Statutom ESCB-ja morajo biti devizne operacije Evrosistema v skladu z institucionalnim okvirom politike deviznega tečaja v evroobmočju, kar pomeni, da lahko Ekonomsko-finančni svet s soglasjem članov sklene formalni sporazum o oblikovanju sistema deviznih tečajev za evro nasproti valutam izven EU-ja, v odsotnosti takšnega sporazuma pa lahko Ekonomsko-finančni svet s kvalificirano večino članov oblikuje splošne smernice za vodenje politike deviznega tečaja. Vsekakor pa morajo vsi ti ukrepi upoštevati glavni cilj ohranjanja cenovne stabilnosti in jih je mogoče sprožiti samo na priporočilo ECB-ja ali Evropske komisije, ki se predhodno posvetuje z ECB-jem. Ekonomsko-finančni svet je poudaril, da naj bi bil devizni tečaj evra posledica gospodarskih gibanj in ekonomske politike in ne neodvisni cilj Evropske centralne banke.

Do sedaj je ECB intervenirala dvakrat in sicer v letu 2000, ko je prišlo do takšne neuravnoteženosti deviznega tečaja evra, da bi to lahko slabo vplivalo na svetovno gospodarstvo in na cenovno stabilnost v evroobmočju. Od prvega trgovalnega dne 4. 1. 1999, ko je bil tečaj \$/€¹⁰ 1,1789 do 22. 9. 2000, ko je bil tečaj \$/€ 0,8450, ni bilo nobene intervencije, na omenjeni datum pa je ECB v sodelovanju z ameriški in japonski denarnimi oblastmi intervenirala, da bi podprla padajoči evro.

Mehanizem deviznih tečajev ERM II povezuje valute držav članic EU-ja zunaj evroobmočja z evrom. Povezava temelji na obojestransko sprejetem trdnem, vendar prilagodljivem osrednjem tečaju valute države nečlanice evroobmočja naproti evru in na pasu nihanja +/- 15 %. Možni so dogovori o ožjem pasu nihanja. Sodelovanje v ERM II je za države članice EU-

¹⁰ Devizni tečaj je izražen kot število ameriških dolarjev (USD) za en evro (EUR).

ja, ki še niso v evroobmočju, neobvezno, vendar je za prevzem evra potrebno dvoletno članstvo v mehanizmu. Odločitve o osrednjih tečajih in mejah dovoljenih nihanj sprejmejo finančni ministri držav članic evroobmočja, ECB-ja in finančni ministri ter guvernerji centralnih bank držav, ki sodelujejo v ERM II. V proceduri sodelujeta tudi komisija in Ekonomsko-finančni svet. Intervencija centralne banke je v primeru, da se devizni tečaj približa mejam pasu nihanja (fluctuation band) samodejna in neomejena, vendar pod pogojem, da ne pride do ogrožanja cenovne stabilnosti. V tem primeru je možna tudi prilagoditev osrednjega tečaja.

3.7.3.2 Upravljanje deviznih rezerv

Cilj upravljanja deviznih rezerv ECB-ja je, da ima le-ta ob vsakem trenutku zadosti likvidnih sredstev, ki zadostujejo za intervencijo na deviznem trgu. Poleg likvidnosti je tudi varnost glavna zahteva pri investiranju deviznih rezerv. Devizne rezerve ECB-ja upravljajo nacionalne centralne banke evroobmočja usklajeno s taktičnim investicijskim okvirom, ki ga določi Svet ECB-ja. Ta okvir določa razpršenost valut, barantanje (trade-off) med tveganjem sprememb obrestnih mer in donosnostjo ter zahteve glede likvidnosti in kreditnega tveganja.

3.7.4 Plačilni in klirinški sistemi

Naloga Evrosistema, da spodbuja tekoče delovanje plačilnih sistemov, je posebej poudarjena v členu 22 Statuta ESCB-ja, ki določa, da ECB in nacionalne centralne banke evroobmočja zagotovijo učinkovite in zanesljive plačilne in klirinške sisteme znotraj Skupnosti in v drugih državah. Učinkoviti in zanesljivi plačilno-klirinški sistemi so nepogrešljivi za vodenje uspešne denarne politike. Evrosistem uporablja plačilne sisteme za poravnavo dnevniških kreditnih poslov in poslov denarne politike. Ker morajo biti ti posli zavarovani, je sposobnost sodelujočih strank, da zagotovijo sredstva zavarovanja, odvisna od učinkovite in zanesljive infrastrukture poravnalnih in klirinških sistemov, od njih pa je odvisno tudi delovanje evro denarnega trga in ostalih nacionalnih in mednarodnih finančnih trgov. Med množico plačilno-klirinških sistemov, ki delujejo v Evrosistemu, je najpomembnejši sistem TARGET. Vseevropski samodejni ekspresni transferni sistem bruto poravnava v realnem času (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) TARGET je bil razvit za plačila velikih zneskov evrov v realnem času, postavlja enotne pogoje delovanja za vse tržne udeležence in predstavlja orodje za denarne transakcije med nacionalnimi centralnimi bankami Evrosistema in kreditnimi ustanovami, s katerimi se izvaja enotna denarna politika na hiter in zanesljiv način. Za ostala plačila (medbančna, komercialna plačila v evrih...) lahko tržni udeleženci uporabljajo TARGET ali pa kakšen drug plačilni sistem (Scheller, 2004, str. 90-100).

TARGET je sistem bruto poravnava v realnem času (BPRČ) za evro, ki je sestavljen iz nacionalnih sistemov bruto poravnava v realnem času, plačilnega sistema ECB-ja in medsebojnih povezav (interlinking). Posamezni nacionalni sistemi bruto poravnava v realnem času se povežejo s TARGET-om preko medsebojnih povezav ali pa z dvostransko povezavo.

Sistemi BPRČ držav, ki niso članice evroobmočja, se lahko na TARGET priključijo v primeru, da ti sistemi izpolnjujejo minimalne pogoje glede nadzora in da lahko poleg nacionalne valute procesirajo tudi evro. Ti priklopi so predmet sporazuma, v katerem se pristojna nacionalna centralna banka zaveže, da bo spoštovala pravila in procedure sistema TARGET, ki so določene v Smernicah ECB-ja glede sistema TARGET (Guideline of the European central bank of 30th December 2005 on a Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET), 2006, str. 4).

Ker je v TARGET vključenih 16 različnih nacionalnih sistemov BPRČ, je 19. 11. 2007 stopil v veljavo TARGET2 z enotno tehnično platformo, ki je pripravljen na vključitev novih članic EU-ja, pomembna značilnost novega sistema pa je, da v proces plačil niso več vključene nacionalne centralne banke s svojimi nacionalnimi sistemi BPRČ (The centralbanking system of euro area: From TARGET to TARGET2 innovation and transformation, 2006, str. 1-3).

Pregled nad delovanjem plačilnih sistemov v evroobmočju je v pristojnosti ECB-ja in nacionalnih centralnih bank, ECB je zadolžena za pregled delovanja evropskih plačilnih sistemov velikih plačil, ki delujejo v celotnem evroobmočju (med njimi TARGET), nacionalne centralne banke pa so odgovorne za domače plačilne sisteme (Scheller, 2004, str. 102).

3.8 SESTAVA KONSOLIDIRANE BILANCE STANJA EVROSISTEMA

Prikazana je konsolidirana bilanca stanja Evrosistema (dne 31. 3. 2006) v približnih razmerjih med posameznimi postavkami aktive (assets) in pasive (liabilities).

3.8.1 Aktiva bilance stanja Evrosistema

Najpomembnejša in najobsežnejša aktiva v konsolidirani bilanci stanja so posojila kreditnim institucijam v evroobmočju (približno 37,9 % celotne aktive), od teh največji del predstavljajo operacije glavnega refinanciranja (približno 26,6 % aktive), zlato in terjatve v zlatu znašajo približno 16,9 % aktive, terjatve do rezidentov izven evroobmočja v tuji valuti (približno 13,6 %), terjatve do rezidentov evroobmočja v tuji valuti (približno 2,4 %), terjatve do nerezidentov evroobmočja v evrih (približno 1,0 %), ostale terjatve do kreditnih institucij v evroobmočju v evrih (približno 0,6 %), vrednostni papirji rezidentov evroobmočja v evrih (približno 8,9 %), javni dolg v evrih (približno 3,8 %) ter ostala sredstva (približno 14,9 %).

3.8.2 Pasiva in kapital bilance stanja Evrosistema

Najpomembnejša in najobsežnejša pasiva v konsolidirani bilanci stanja so bankovci v obtoku (približno 55,4 % pasive), obveznosti do kreditnih institucij v evroobmočju v evrih (približno 15,5 %), od teh največ tekoči računi kreditnih institucij, ki služijo sistemu minimalnih rezerv (približno 15,5 %), obveznosti do rezidentov evroobmočja v evrih (približno 6,3 %), obveznosti do nerezidentov evroobmočja v evrih (približno 1,5 %), obveznosti do rezidentov

evroobmočja v tuji valuti (nekaj več kot 0 %), obveznosti do nerezidentov evroobmočja v tuji valuti (približno 0,9 %), ostale obveznosti do kreditnih institucij v evroobmočju v evrih (nekaj več kot 0 %), protipostavka posebnih pravic črpanja Mednarodnega denarnega sklada (približno 0,6 %), računi vrednotenja (revaluation accounts-približno 13,2 %), ostale obveznosti (približno 6,6 % pasive), kapital in rezerve pa skupaj s pasivo predstavljata enakovredno protipostavko aktivni in znašata 5,8 % le-te. (European central bank, Monthly bulletin april 2006, str. 105).

3.9 IZVAJANJE DENARNE POLITIKE V PRVIH LETIH DELOVANJA ESCB-ja

Od začetka tretje stopnje EMU-ja 1. januarja 1999 je bilo vodenje denarne politike v evroobmočju podvrženo glavnemu cilju ohranjanja cenovne stabilnosti na srednji rok. V prvih letih denarne unije je Svet ECB-ja ocenjeval stanje denarne politike na sestankih, ki so potekali vsakih štirinajst dni, v novembru 2001 pa se je svet odločil, da bo vodenje denarne politike ocenjeval samo na prvem sestanku vsak mesec, na katerem se tudi sprejemajo odločitve o obrestni meri, medtem ko se na drugem sestanku svet posveti drugim nalogam in odgovornostim ECB-ja in Evrosistema. V obdobju od 1999 do junija 2003 lahko glede vodenja denarne politike ločimo tri faze: na začetku leta 1999 je kombinacija dejavnikov, ki so vplivali na konvergenčni proces držav, ki so se priključile evroobmočju, povečal tveganje deflacije, zato je Svet ECB-ja v aprilu 1999 znižal obrestno mero glavnega refinanciranja na 2,5 %. Kasneje, med poletjem 1999 in koncem leta 2000, so se inflacijski pritiski krepili zaradi močne gospodarske rasti, naraščajočih uvoznih cen, ki so bile posledica naraščajočih cen nafte, šibkejšega deviznega tečaja in rasti količine denarja v obtoku. Posledično je Svet ECB-ja postopoma zvišal ključno obrestno mero za 2,25 odstotnih točk od novembra 1999 do oktobra 2000. Ob koncu leta 2000 je prevladovalo obdobje mešanih signalov, medtem ko je bilo od pomladi 2001 jasno, da se inflacijski pritiski postopoma umirjajo. Glavna razloga za znižane inflacijske pritiske sta bila umirjena gospodarska rast in močnejši evro. Svet ECB-ja je v obdobju od maja 2001 do junija 2003 postopoma znižal obrestno mero za 2,75 odstotnih točk. V nadaljevanju so podrobneje prikazani dogodki, ki so vplivali na vodenje denarne politike.

3.9.1 Pomembni dogodki v vodenju denarne politike

Konvergenčni proces, ki se je uspešno zaključil z začetkom tretje stopnje EMU-ja, ko je ECB prevzela odgovornost za denarno politiko v evroobmočju, je dosegel visoko cenovno stabilnost in nizke obrestne mere v državah, ki so se vključile v evroobmočje, zato je bila prva vrednost obrestne mere glavnega refinanciranja postavljena na 3 %. Na začetku leta 1999 so bila cenovna gibanja umirjena predvsem zaradi padajočih cen nafte in deregulacije v storitvenem sektorju. Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin se je gibal pod 1 %. Pojavilo se je tveganje nižje gospodarske rasti predvsem zaradi nižjega zunanjskega povpraševanja, ki je nastalo kot posledica azijske krize ob koncu leta 1997 in nestabilnosti na finančnih trgih zaradi ruske krize poletja 1998, hkrati je bila nevarnost deflacije vedno bolj

očitna. Od sredine februarja so cene nafte naraščale, nominalni efektivni tečaj evra je depreciiral, rast posojil zasebnemu sektorju je na letni ravni znašala 10 %, rast denarnega agregata M3 pa je bila nad referenčno vrednostjo 4,5 %. Ker stopnja rasti M3 ni bila pomembno različna od referenčne vrednosti in ker odkloni niso bili dolgotrajni, je ECB menila, da ne obstaja inflatorna nevarnost, zato je Svet ECB-ja aprila 1999 znižal ključno obrestno mero na 2,5 %.

Poleti 1999 je postalo jasno, da bo gospodarska rast v drugi polovici leta 1999 in v letu 2000 visoka ter da tudi drugi ekonomski kazalci kažejo na gospodarski dvig. Rast uvoznih cen je povečala pritisk na cenovno stabilnost v evroobmočju, cene nafte so naraščale, tečaj evra pa je močno depreciiral. Letni harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin je pričel naraščati in presegel mejo 2 %. Naraščajoče uvozne cene bi se lahko prelile v povečevanje plač in cen in tako zvišale dolgoročno inflacijska pričakovanja v javnosti. Drugi razlog za zaskrbljenost je bila visoka letna denarna rast, ki je dosegla 6 %. Dolgotrajna denarna ekspanzija je pomenila vedno večjo likvidnost v gospodarstvu. Posledično je Svet ECB-ja v obdobju od novembra 1999 do oktobra 2000 dvignil obrestno mero glavnega refinanciranja na 4,75 %.

Zaradi neprestanega padanja tečaja evra od leta 1998, je le-ta postal razlog za zaskrbljenost, saj bi lahko negativno vplival na svetovno gospodarstvo in na cenovno stabilnost v evroobmočju. Zato je ECB v sodelovanju z denarnimi oblastmi ZDA, Japonske, Velike Britanije in Kanade ob koncu leta 2000 zaustavila padajoči trend tečaja evra.

Zaradi rasti cen hrane (posledica živalskih bolezni, npr. parkljevka) je inflacija v evroobmočju naraščala in maja 2001 dosegla 3,4 % (kasneje je bila vrednost popravljena na 3,1 %). Hkrati so naraščale plače.

Na začetku leta 2001 je postala očitna upočasnjena gospodarska rast, prav tako je padla rast denarnega agregata M3 ter posojil prebivalstvu v evroobmočju, kar je prispevalo k manjšim inflatornim pritiskom, zato je Svet ECB-ja od maja do avgusta 2001 ključno obrestno mero znižal za pol odstotne točke.

Teroristični napadi na ZDA septembra 2001 so povečali gospodarsko negotovost in okrepili negativni trend ekonomske aktivnosti, zato je ECB ključno obrestno mero znižal za nadaljnjih 50 bazičnih točk. Čeprav je bila rast denarja precejšnja, to ni predstavljalo grožnje cenovni stabilnosti, saj je po negotovosti na finančnih trgih in padcu cen delnic prišlo do preusmeritve sredstev v varnejše in bolj likvidne kratkoročne naložbe, prav tako pa se je zmanjševala rast danih posojil prebivalstvu, zato je Svet ECB-ja novembra 2001 ključno obrestno mero znižal še za 50 bazičnih točk, tako je le-ta znašala 3,25 %.

V prvih mesecih leta 2002 je prišlo do okrepljene realne rasti BDP-ja v evroobmočju, vendar je še vedno vladala precejšnja negotovost, tudi zaradi nestanovitnosti na borznih trgih. V drugi polovici leta 2002 se je gospodarska rast ponovno znižala, povečane napetosti na

Bližnjem vzhodu so dvignile ceno nafte, prihajalo je do vedno večjega nezaupanja v zanesljivost finančnih in računovodskih izkazov podjetij ter do nižjih dobičkov podjetij, kot je bilo pričakovano, kar se je odrazilo v veliki nestanovitnosti (volatility) cen delnic ter v še nižji pričakovani gospodarski rasti v evroobmočju. Kljub temu je ostala inflacijska stopnja v letu 2002 nad 2 %, kar je bila deloma posledica naraščajočih cen hrane in nafte. Razlog za zaskrbljenost glede srednjeročne cenovne stabilnosti je bilo tudi dejstvo, da so stabilne komponente harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin ostale na visoki ravni navkljub nizki gospodarski aktivnosti ter da je rast nominalnih plač ostala relativno visoka, čeprav je naraščala brezposelnost. Nizka gospodarska aktivnost je vedno bolj postajala dejavnik, ki je omejil tveganje rasti cen, poleg nje je k temu prispevala tudi apreciacija tečaja evra pomladi 2002. Visoka denarna rast se je nadaljevala tudi v začetku leta 2003, kar je bila posledica povečane želje investitorjev po kratkoročni likvidnosti in manj tveganih finančnih sredstvih ter kot posledica relativno nizkih obrestnih mer v evroobmočju leta 2002, zaradi šibke ekonomske aktivnosti in skromne rasti posojil pa je bilo inflacijsko tveganje navkljub visoki denarni rasti nizko. Zato je ECB v decembru 2002 in juniju 2003 obrestno mero glavnega refinanciranja znižal še za 1,25 odstotne točke in sicer na 2 %, kar je pozitivno vplivalo na ekonomsko aktivnost v evroobmočju (The Monetary Policy of the ECB, 2004, str. 91-99).

3.10 MOŽNE TEŽAVE V DELOVANJU EMU-ja TER PREDLAGANE REŠITVE

Avtor Brendan Brown v delu »Euro on trial = to reform or split up?« nakazuje probleme, ki se pojavljajo v delovanju Ekonomske in denarne unije. Prvi problem je problem denarne unije, ki ni hkrati tudi močna politična unija. Tudi v primeru ZDA in Švice, ki sta federativna oziroma konfederativna država z eno valuto, prihaja do različnih stopenj rasti produktivnosti in priložnosti za investiranje v različnih predelih države, kar povzroči pritisk na rast ravni cen in ravni nominalnih plač v teh področjih. Če bi ta področja lahko vodila lastno denarno politiko, bi preko instrumenta obrestne mere znižala inflacijske pritiske. Tako pa se le-ti prenesejo na celotno državo.

Seveda je v primeru Švice in ZDA politična enotnost tako velika, da tudi korist večjega števila denarnih območij ne pretehta politične koristi enotne države. Drugače je v primeru EMU-ja, saj gre za nadnacionalni projekt, v katerem ni politične koristi enotne države, zato je nevarnost za razpad EMU-ja v primeru velikih razlik v inflacijskih stopnjah in ravni plač v posameznih državah članicah Ekonomske in denarne unije precejšnja.

Drugi problem je politična odtujenost ECB-ja, najbolj problematična je tajnost zapisnikov sej Sveta ECB-ja, saj naj bi volivci v državah EMU-ja bolj zaupali evropskim institucijam in ECB-ju, če bi bilo delo le-teh bolj transparentno, po mnenju Browna pa bi morali guvernerji nacionalnih centralnih bank svojim državljanom pojasniti svoj glas na sestankih Sveta ECB-ja.

Tretji problem je Pakt o stabilnosti in rasti, ki naj ECB-ju ne bi dovolj strogo preprečeval morebitnega reševanja posamezne države članice z visokim javnim dolgom. Neposredna monetizacija dolga je sicer z Maastrichtsko pogodbo prepovedana, vendar lahko ECB podpira banke, ki so absorbirale velike zneske javnega dolga, kar sicer lahko prepreči finančno krizo, vendar na račun povečane inflacije, kar škoduje vsem članicam EMU-ja. Poleg tega lahko visok proračunski primanjkljaj v veliki članici povzroči dvig obrestnih mer, kar zmanjša investicijske priložnosti v vseh državah članicah, manjše države pa izkoriščajo problem zastojkarstva (free-rider problem), saj so prepričane, da jih bo v primeru hudih javnih dolgov reševala ECB, zato bi bilo po mnenju Browna potrebno v paktu določiti, da mora vsaka država, ki zaide v hude fiskalne težave, sama izstopiti iz denarne unije in ponovno uvesti svoj denar.

Četrta težava je recesija v evroobmočju. V primeru, da ECB izčrpa vse razpoložljive denarne instrumente, da bi gospodarstvo dvignila iz recesije (obrestne mere se približujejo 0 %, inflacija je zelo nizka ali celo negativna), je po mnenju Browna primerno, da ECB skupaj z vladami članic koordinirano ukrepa proti deflaciji s kombinacijo denarnih in fiskalnih ukrepov, ki bi državam članicam omogočila izvajanje fiskalne politike in uporabo avtomatskih stabilizatorjev in diskretnih sprememb, ECB pa bi z agresivnim kupovanjem državnih obveznic in tuje valute hitro povečala količino primarnega denarja. Predlaga tudi organizacijske spremembe v ECB-ju in sicer, da bi se skrajšal mandat predsednika na štiri leta, ponovno pa bi lahko bil potrjen le z večino v Evropskem parlamentu. Če bi bil inflacijski cilj zgrešen tako v pozitivni smeri (previsoka inflacija) kot tudi negativni (deflacija), bi Svet EU-ja razpustil Izvršilni odbor ECB-ja in postavil novega (Brown, 2004, str. 139-167).

Avtor Willem H. Buiters predlaga spremembe Maastrichtske pogodbe, ki bi:

- omejile velikost Sveta ECB-ja na največ 9 članov ter Izvršilnega odbora ECB-ja na največ 4 člane, saj naj bi predvsem širitev evroobmočja preveč razširila članstvo v teh organih,
- ukinile klavzulo v členu 109, ki Ekonomsko-finančnemu svetu daje pooblastilo, da oblikuje »splošne smernice« politike deviznega tečaja, saj le-ta omejuje operativno neodvisnost ECB-ja,
- naložile ECB-ju odgovornost za sistemsko finančno stabilnost v evroobmočju, to je dodelitev vloge posojilodajalca v skrajni sili (lender of last resort),
- oblikovale telo, ki ima moč veta in moč oblikovanja zavezujočih priporočil glede postopkov, ki jih vodi ECB, telo naj bi sestavljali poslanci v Evropskem parlamentu in člani Sodišča Evropskih skupnosti.

Zavzema se tudi za objavo zapisnikov sestankov Sveta ECB-ja, prav tako glasovanj posameznih članov, boljšo koordinacijo denarnih in fiskalnih politik v evroobmočju. Zagovarja tudi povečanje moči Evropskega parlamenta, ki bi predstavljal močnejšo nadzorno funkcijo nad delovanjem ECB-ja (Buiters, 1999, str. 1-27).

4 PRIMERJAVA OBEH CENTRALNIH BANK

4.1 ORGANI ODLOČANJA V CENTRALNIH BANKAH: KDO POSTAVLJA VODILNE LJUDI

Glavni organ odločanja v Fed-u je Odbor guvernerjev, ki ima 7 članov guvernerjev, vsak ima 14-letni neponovljiv mandat, vsaki 2 leti pa se enemu od članov izteče mandat. Guvernerje imenuje predsednik ZDA na priporočilo in ob potrditvi senata. Enega od guvernerjev imenuje za predsednika Odbora guvernerjev (chairman), ki služi 4-letni mandat, enega pa za podpredsednika.

Kot že omenjeno, ima vsaka od 12 Federalnih rezervnih bank svoje delničarje, 9 direktorjev in predsednika. V vsakem od okrožij so banke članice-delničarji rezervne banke. Ti delničarji izberejo šest od devetih direktorjev za vsako rezervno banko. Devet direktorjev vsake Federalne rezervne banke je razvrščenih v tri razrede in sicer trije v razred A, ki zastopajo bančni sektor, trije v razred B, ki predstavljajo gospodarstvo in trije v razred C, kjer je zastopan javni sektor. Direktorje razreda A izvolijo banke članice in sicer naj bi eden predstavljal male banke, drugi srednje velike banke in tretji velike banke. Direktorje razreda B prav tako izberejo banke članice, so pa to ponavadi pomembni posamezniki iz gospodarskega ali kmetijskega sektorja. Tri direktorje razreda C pa imenuje Odbor guvernerjev, le-ti ne smejo biti zaposleni v bankah, ampak prihajajo iz javnega sektorja. Vsak direktor ima 3 letni mandat, mandati pa so razporejeni tako, da se vsako leto izbere en direktor iz vsakega razreda.

Predsednika in podpredsednika iz Odbora direktorjev vsake Federalne rezervne banke izbere Odbor guvernerjev in sicer sta izbrana med tremi direktorji razreda C za dobo 5 let, vendar se lahko mandat ponovi.

Svet ECB-ja je na drugi strani Atlantika najvišji organ odločanja v Evrosistemu in je odgovoren za sprejemanje odločitev glede denarne politike v evroobmočju ter za sprejemanje strateško pomembnih odločitev za Evrosistem. Sestavlja ga šest članov Izvršilnega odbora in trenutnih trinajst guvernerjev centralnih bank evroobmočja. Guvernerje 13 centralnih bank članic evroobmočja za dobo najmanj pet let imenujejo parlamenti ali vlade njihovih držav. Člani izvršilnega odbora sodelujejo v odločanju Sveta ECB-ja z enakimi pravicami in odgovornostmi kot guvernerji nacionalnih centralnih bank. Sodelovanje članov Izvršilnega odbora ECB-ja v odločanju sveta zagotavlja, da odločitve sveta upoštevajo strokovnost tistih, ki so odgovorni za izvajanje politik ECB-ja. Na sestankih sveta lahko sodelujeta tudi predsednik Ekonomsko-finančnega sveta in član Evropske komisije (ponavadi komisar za ekonomske in denarne zadeve), ki pa ne smeta glasovati.

Izvršilni odbor ECB-ja je operativni organ odločanja v ECB-ju. Odgovoren je za vse odločitve, ki se sprejemajo dnevno, saj mora ECB reagirati na hitro spreminjajoče pogoje na denarnih in kapitalskih trgih. Izvršilni odbor ECB-ja ima šest članov in ga sestavljajo

predsednik in podpredsednik ECB-ja ter štirje drugi člani, vsi s poklicnimi izkušnjami iz bančnega in denarnega področja. Izvršilni odbor izvaja denarno politiko v skladu s smernicami in odločitvami, ki jih sprejme Svet ECB-ja. Člani Izvršilnega odbora so imenovani za mandat osmih let (brez možnosti ponovnega imenovanja), imenujejo jih predsedniki vlad in držav članic evroobmočja na priporočilo finančnih ministrov evroobmočja po posvetovanju z Evropskim parlamentom in Svetom ECB-ja.

4.2 RAZLIKE V BLIŽNJIH IN KONČNIH CILJIH (TARGET IN GOALS) DENARNE POLITIKE

Edini končni cilj Evropske centralne banke je cenovna stabilnost, vsi ostali cilji so drugotnega pomena, pri ameriški centralni banki pa gre poleg doseganja cenovne stabilnosti tudi za doseganje vzdržne gospodarske rasti, visoke zaposlenosti, stabilnosti obrestnih mer, finančne stabilnosti ter stabilnosti deviznih trgov.

Denarna politika, ki v zadnjih letih vedno bolj pridobiva na pomenu, je inflacija kot bližnji cilj denarne politike. Vedno več centralnih bank na začetku nekega obdobja določi ciljano stopnjo inflacije v tem obdobju. V raziskavi avtorjev Levina, Nataluccija in Pigerja so bile v obdobju od leta 1994 do 2003 primerjane države, ki so se odločile za inflacijsko ciljanje (Avstralija, Kanada, Nova Zelandija, Švedska in Velika Britanija) s skupino držav, ki ne sledijo tej denarni politiki (ZDA, Japonska, Danska ter štiri od petih največjih članic evroobmočja, to so Francija, Nemčija, Italija in Nizozemska, ki so v raziskavi skupaj predstavljene kot evroobmočje). Avtorji ugotavljajo, da inflacijsko ciljanje igra pomembno vlogo v sidranju dolgoročnih inflacijskih pričakovanj. V nasprotju s to ugotovitvijo pa v ZDA in evroobmočju dolgoročne napovedi inflacije zasebnega sektorja (časovni horizont napovedi do 10 let) kažejo statistično značilno korelacijo s triletnim drsečim povprečjem odložene (lagged) inflacije, v državah, ki sledijo inflacijskemu ciljanju, pa te povezave na dolgi rok ni.

Model lahko predstavimo z enačbo:

$$\Delta \hat{\pi}_{i,t}^{(q)} = \lambda_i + \beta \Delta \bar{\pi}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

kjer $\hat{\pi}_{i,t}^{(q)}$ predstavlja inflacijska pričakovanja q let v prihodnosti v državi i , oblikovana v času t , $\bar{\pi}_{i,t}$ pa je triletno drseče povprečje inflacije v državi i , ki se konča v času t . Enačba je ocenjena tako za vzorec držav z inflacijskim ciljanjem kot tudi za vzorec držav z drugačno denarno politiko, ocenjen pa je β za obe skupini držav. V tabeli 3 so predstavljene ocene razmerja med realizirano inflacijo in pričakovano inflacijo za različne časovne horizonte. Te ocene kažejo, da so dolgoročna inflacijska pričakovanja veliko manj odzivna na trenutna inflacijska gibanja v državah, ki ciljajo inflacijo, kot v državah, ki tega ne počno. Za petletni časovni horizont je ocenjen odziv spremembe v pričakovani inflaciji na spremembo v odloženi dejanski inflaciji v državah brez inflacijskega ciljanja več kot trikrat višji kot tisti v

državah z inflacijskim ciljanjem. Za šest do desetletni časovni horizont je ocenjen odziv spremembe v pričakovani inflaciji na spremembo v odloženi dejanski inflaciji v državah brez inflacijskega ciljanja še vedno okoli 25 bazičnih točk, medtem ko je v državah z inflacijskim ciljanjem blizu nič. Iz navedenega lahko sklepamo, da so bile centralne banke teh držav, ki sledijo inflacijskemu ciljanju, uspešne v razdružitvi pričakovanj od realizirane inflacije, medtem ko to ni uspelo ne evroobmočju in ne ZDA (Levin, Natalucci, Piger, 2004, str. 1-11).

Tabela 3: Ocenjeni odziv spremembe v inflacijskih pričakovanjih na spremembo v realizirani inflaciji v % na letni ravni (standardne napake so v oklepajih)

	Časovni horizont (let v prihodnost)			
	1	3	5	6-10
Vzorec držav z inflacijskim ciljanjem	0,00 (0,10)	0,20 (0,06)	0,09 (0,05)	0,01 (0,05)
Evroobmočje in ZDA	-0,06 (0,19)	0,30 (0,12)	0,34 (0,11)	0,24 (0,08)

Vir: Levin, Natalucci, Piger, 2004, str. 11

Ne Evropska centralna banka ne Fed torej na spadata med centralne banke, ki ciljajo inflacijo. Prva sicer zasleduje neko inflacijsko območje in sicer inflacijsko stopnjo, ki je pod vendar blizu 2 % v srednjeročnem obdobju, vendar zaradi strategije dveh stebrov, s katero cilja tako na količino denarja kot tudi inflacijsko stopnjo, ne spada med centralne banke z inflacijskim ciljanjem, ameriška centralna banka pa se zaradi neobjavljene ciljane stopnje inflacije prav tako ne uvršča v skupino centralnih bank, ki so sprejele inflacijo kot bližnji cilj denarne politike (Dueker Michael J., Fischer Andreas M., 2006, str. 431-450). Obe centralni banki spadata v skupino držav s tim. IPSA (implicit price stability anchor) režimom, to je režimom implicitnega sidra cenovne stabilnosti. Za te države je značilno, da imajo v primerjavi z državami z inflacijskim ciljanjem manj razvidnosti in odgovornosti v delovanju, a kljub temu ponavadi uspevajo ohranjati nizko in stabilno inflacijsko stopnjo (Roger, Stone, 2005, str. 6).

Kar zadeva bližnje cilje denarne politike, ki imajo neposreden vpliv na končne cilje, gre pri ameriški centralni banki za strategijo denarne politike, ki se je razvila skozi daljše obdobje, uporabljala pa je kombinacijo tako inflacije kot tudi količine denarja kot bližnjega cilja denarne politike z namenom doseganja dveh končnih ciljev in sicer cenovne stabilnosti, ki pa ni številčno opredeljena in vzdržljive stopnje rasti proizvoda, ki pomeni stopnjo rasti agregatnega povpraševanja, ki je enaka potencialni stopnji rasti proizvoda, posledično pa želi dosegati tudi stopnjo brezposelnosti, ki je blizu naravni stopnji brezposelnosti.

Svet ECB-ja se ni odločil ne za čisto obliko denarnega ciljanja ne za strategijo inflacijskega ciljanja, da bi dosegel glavni (končni) cilj cenovne stabilnosti, ki je številčno opredeljen in sicer inflacijsko stopnjo, ki je pod vendar blizu 2 % v srednjeročnem obdobju. Odločil se je za

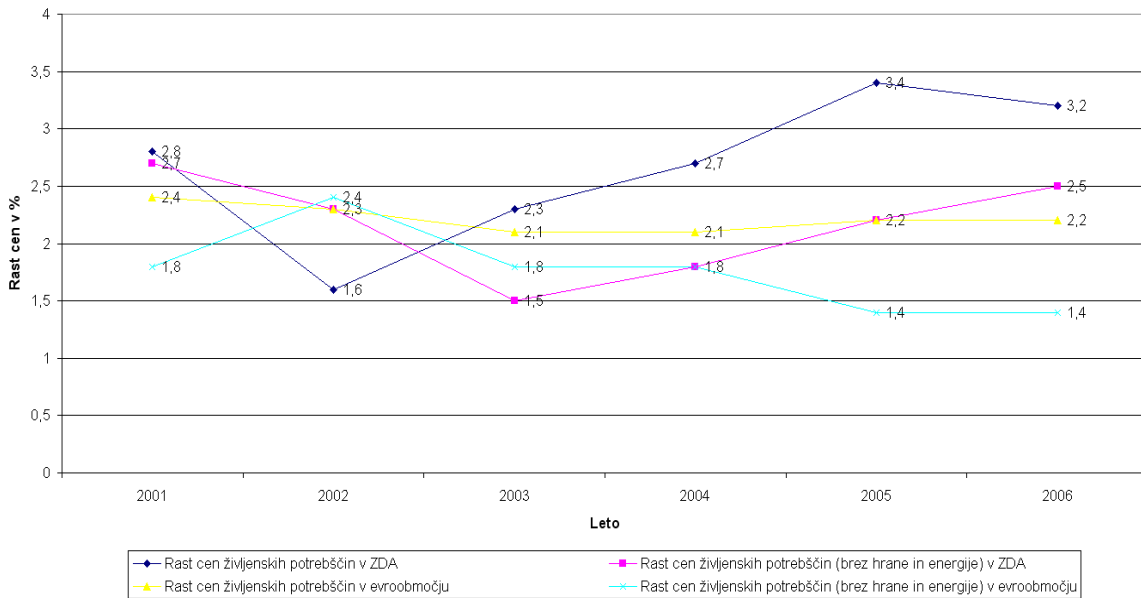
kombinacijo obeh strategij, ki je poimenovana strategija denarne politike zasnovana na dveh stebrih:

- a) referenčne denarne vrednosti opredeljene kot rast širšega denarnega agregata M3,
- b) analize mnogih ekonomskih in finančnih spremenljivk.

Dejstvo je, da Fed predvsem od polovice devetdesetih let prejšnjega stoletja analizira čedalje več ekonomskih, finančnih in političnih spremenljivk (politične krize v svetu) in se s tem na nek način približuje delovanju ECB-ja. Za obe centralni banki je bistveno, da v svojih analizah čim boljše predvidita bodoče predvideno gibanje proizvoda in cen, saj njuni ukrepi, npr. sprememba temeljne obrestne mere, deluje s časovnim zamikom na gospodarsko rast, cene in druge ekonomske parametre.

Na sliki 5 je prikazano gibanje inflacije v ZDA in evroobmočju v letih 2001 do 2006; tako rast cen življenjskih potrebščin kot tudi rast cen življenjskih potrebščin brez rasti cen hrane in energije.

Slika 5: Rast cen življenjskih potrebščin v ZDA in evroobmočju med leti 2001 in 2006 (v %)



Vir: Web browser for OECD statistics, OECD, 2007

4.3 TRANSMISIJSKI MEHANIZEM

Transmisijski mehanizmi so kanali, preko katerih sprememba denarne politike vpliva na spremembo bruto domačega proizvoda. Prisotna sta dva glavna pogleda na delovanje transmisijskega mehanizma, in sicer portfeljsko ravnotežje (Portfolio Equilibrium) ter dohodkovno-izdatkovna razlaga (Income-Expenditure Interpretation).

Prvi pogled obravnava posameznika s portfeljem pasiv in aktiv. Posameznik poskuša mejne donosnosti¹¹ vseh aktiv izenačiti. Če se poveča količina denarja v gospodarstvu, se nekateri portfelji povečajo, s tem pade mejna koristnost denarja in njegova mejna donosnost. Posamezniki menjajo denar za druge aktive, kar pripelje do sprememb v mejnih donosnostih ostalih aktiv. Med aktivami, ki jim zraste cena, so delnice, s tem zraste cena podjetij. Če sledimo Tobinovi q teoriji investiranja, ki q opredeljuje kot kvocient med tržno in knjigovodsko vrednostjo podjetja, potem povečan q pripelje do povečanega investiranja, za gospodinjstva pa igra pomembno vlogo tudi povečana mejna donosnost trajnih dobrin (consumer durables), posledično naraste potrošnja le-teh, pa tudi netrajnih dobrin zaradi znižanega varčevanja.

Drugi pogled prvega ne negira, vendar proces opisuje bolj podrobno in skozi spremembe obrestne mere. Če ponudba denarja naraste, obrestna mera pade. Ker so stroški sposojanja nižji, se podjetja odločijo za več posojil in investicij. Še zlasti je na spremembe obrestne mere »občutljivo« dolgoročno investiranje. Pomembni pa so še trije manj očitni kanali, ki zaradi nižje obrestne mere spodbujajo podjetja k investiranju. Prvi je učinek pričakovanj, saj ob ekspanzivni denarni politiki podjetja pričakujejo gospodarsko ekspanzijo in se odločijo za več investicij. Drugi kanal je racioniranje posojil (capital rationing). Ob znižanih obrestnih merah banke znižajo svoja merila glede dajanja posojil in le-ta odobrijo tudi strankam, ki bi jih drugače zavrnilo. Zaradi povečanih posojil se poveča potrošnja oziroma investicije. Tretji kanal pa deluje skozi cene delnic. Ker cene le-teh ob denarni ekspanziji narastejo, se vedno več podjetij odloča, da bodo investicije financirala z izdajo svojih delnic oziroma z dokapitalizacijo.

Spremembe v obrestni meri vplivajo na devizni tečaj. Ob dvigu obrestne mere tujci povečano povprašujejo po domačih vrednostnih papirjih, predvsem obveznicah. Ker te kupujejo z domačo valuto, se poveča povpraševanje po domači valuti, kar privede do rasti deviznega tečaja in posledično do padca izvoza in povečanega uvoza.

Pomembno vlogo pa igrajo tudi pričakovanja ljudi, saj ob podmenah, da vsi vedo, da je povečanje primarnega denarja inflatorno, da imajo vse pogodbe določbe indeksacije ter da zakoni in predpisi ne preprečujejo hitre prilagoditve inflaciji, bi se povečanje v stopnji rasti primarnega denarja nemudoma odrazilo v dvigu nominalne obrestne mere, realna obrestna

¹¹ Mejna donosnost je sestavljena iz denarne in pripisane donosnosti. Pripisana donosnost je npr. izboljšana likvidnost.

mera se ne bi spremenila, prav tako se ne bi povečale investicije in BDP, bi pa prišlo do takojšnjega povečanja inflacijske stopnje (Mayer, Duesenberry, Aliber, 1996, str. 457-465).

Glavna denarna instrumenta ECB-ja sta odprte možnosti bank zadolžiti se pri centralni banki ali pri njej naložiti odvečni (primarni) denar (standing facilities) in obrestna mera glavnega refinanciranja z dospelostjo dveh tednov. V evroobmočju lahko impulz denarne politike razumemo kot nepričakovano spremembo oz. nepričakovano ne-spremembo obrestne mere. Prilagoditve na denarnih trgih vplivajo tako na donose dolgoročnih obveznic, kot tudi na devizni tečaj in delniški trg. Prihaja tudi do sprememb obrestnih mer na trgu posojil. Evropsko gospodarstvo velja za bančno gospodarstvo, saj se podjetja v veliki meri financirajo preko bank, izkušnje pa kažejo, da so spremembe obrestnih mer posojil počasne, vendar so s temeljitim procesom restrukturiranja finančnega sektorja v evroobmočju, vedno večjo konkurenco finančnih storitev in zmanjšano vlogo bančnega sektorja, te spremembe vedno krajše.

Fagan, Henry in Mestre so leta 2001 s simulacijo makroekonomskega modela evroobmočja prikazali, kako spremembe kratkoročne nominalne obrestne mere in depreciacije efektivnega deviznega tečaja vplivajo na cene in realni BDP.

Tabela 4: Vpliv spremembe izbranih spremenljivk na inflacijo in rast BDP-ja v evroobmočju v % na letni ravni (ocene ECB-ja)

	Cene ¹²		Realni BDP	
	Po prvem letu	Po drugem letu	Po prvem letu	Po drugem letu
Povečanje kratkoročne obrestne mere ¹³	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6
Depreciacija deviznega tečaja ¹⁴	0,6	1,2	0,4	1,0

Vir: Issing, 2001, str. 62

Povečanju kratkoročne obrestne mere za eno odstotno točko prvo leto sledi padec realnega BDP-ja za 0,2 %, ob koncu drugega leta pa že za 0,6 %. Inflacija pade za 0,1 % na leto. Depreciaciji efektivnega deviznega tečaja (10 odstotnih točk) sledi rast BDP-ja po prvem letu za 0,4 %, po drugem letu pa za 1 %. Tudi inflacija se poviša. Ti rezultati pokažejo, da devizni tečaj nima zanemarljive vloge v pojasnjevanju sprememb harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin, saj predvsem cene energentov preidejo v inflacijo zaradi povišanja cen v zasebni potrošnji ter zaradi rasti cen stroškov surovin v proizvodnji, ki so prav tako v končni fazi prevaljene na zasebne potrošnike (Issing, 2001, str. 57-64).

¹² Spremembe cen in realnega BDP-ja glede na bazno leto v odstotkih.

¹³ Povečanje za eno odstotno točko, ki je vzdrževana skozi dve leti.

¹⁴ Depreciacija 10 odstotkov skozi dve leti v efektivnem smislu.

Štirje avtorji (Angeloni, Kashyap, Mojon in Terlizzese) v svojem članku ugotavljajo, kako denarna politika vpliva na proizvod in cene v ZDA in evroobmočju. Odzivni vzorci na spremembo denarne politike v smeri restrikcije so podobni v obeh območjih, saj je sprememba realnega proizvoda v obliki navzdol obrnjene grbine, torej kmalu po spremembi denarne politike pade, nato pa naraste na prvotno raven. Cene reagirajo z zamudo, postopoma padejo na novo nižjo raven, kar pa seveda nima trajnega vpliva na inflacijo. Prihaja pa do velikih razlik v spremembah relativne sestave proizvoda. V ZDA so bolj pomembni relativni premiki v potrošnji, v evroobmočju pa je glavno gonilo rasti proizvoda relativna rast investicij, saj ne prihaja do velikih sprememb v rasti potrošnje. Avtorji to razliko imenujejo uganka sestave proizvoda (the output composition puzzle) ter poskušajo najti vzroke zanjo.

Kaj je torej vzrok za visok padec potrošnje v ZDA ob dvigu obrestne mere? Ena skupina razlag išče razlog v relativnih stopnjah socialnega zavarovanja v ZDA in Evropi. V ZDA je raven socialnega zavarovanja v primeru izgube zaposlitve nižja kot v Evropi. Ob dvigu obrestne mere nezaposlenost bolj naraste v ZDA. Zaradi tega naj bi prebivalstvo povečalo previdnostno varčevanje (precautionary saving) in s tem znižalo potrošnjo. Različni modeli (strukturni modeli centralnih bank in modeli vektorskih avtoregresij (VAR models)) privedejo do različnih rezultatov, zato uganke na podlagi razlik v tveganju trga dela ni mogoče pojasniti.

Čeprav je socialna zaščita zaposlenih v evroobmočju večja kot v ZDA, še zlasti po prvem letu brezposelnosti, pa je v ZDA višja tim. tržna zaščita (market protection) in sicer predvsem zaradi trgov neposrednih zavarovanj (straight insurance markets) in zaradi transferov prerazdeljevanja tveganja med različnimi regijami (risk sharing transfers) ob gospodarskih depresijah, ki so v ZDA višji kot v evroobmočju. Ker nas zanima predvsem nezavarovano tveganje, ki so mu potrošniki podvrženi ob spremembah denarne politike, je bila narejena analiza gibanj razpoložljivega dohodka ob spremembah denarne politike. Tako VAR modeli kot strukturni modeli kažejo, da v evroobmočju padeta razpoložljivi dohodek in potrošnja za približno enak odstotek. Model ameriške centralne banke in ameriški VAR modeli pa kažejo, da je v primeru ZDA padec potrošnje približno dvakrat tolikšen kot padec razpoložljivega dohodka.

Zadnja možnost za pojasnitev razlik v odzivu potrošnje je v različnih premoženjskih učinkih spremenjene denarne politike na potrošnjo. Sestava premoženja gospodinjstev se med ZDA in evroobmočjem razlikuje, saj imajo Američani večji delež premoženja v finančni aktivni. Evropejci imajo v svoji finančni aktivni večji delež vladnih obveznic kot Američani, medtem ko imajo Američani več delnic podjetij in podjetniških obveznic. Ker pa ni mogoče direktno meriti odziva različnih oblik premoženja na spremembe obrestne mere, ni mogoče oceniti tega transmisijskega kanala (Angeloni et al., 2003, str. 1-2, 22-26). Uganka sestave proizvoda tako še naprej predstavlja zanimiv izziv za nadaljnje raziskave.

Zanimive so ugotovitve razlik v stopnjah regionalnih inflacijskih stopenj v ZDA in evroobmočju z modelom regionalne inflacije, kjer je bila narejena primerjava povprečne regionalne inflacije v ZDA in evroobmočju v obdobju od januarja 1996 do oktobra 2004 na podlagi podatkov za 70 regij v šestih državah evroobmočja (Nemčija, Avstrija, Finska, Italija, Španija, Portugalska) ter 11 velemestnih področjih v ZDA. Povprečna inflacija je bila v tem obdobju v ZDA rahlo višja (2,5 %) kot v regijah evroobmočja (2,18 %). V pojasnitvi regionalnih inflacijskih stopenj tako v ZDA kot v evroobmočju igrajo pomembno vlogo predvsem tri pojasnjevalne komponente skupnega valutnega območja in sicer skupna denarna politika, eksterna dogajanja (predvsem spremembe cen nafte) ter gibanja deviznega tečaja. Med vzorcema pa je po drugi strani velika razlika v stopnji inflacijske razpršitve (dispersion). Inflacijska razpršitev v evroobmočju je približno dvakrat višja kot v ZDA, saj prihaja do večje segmentacije na evropskih regionalnih trgih kot na ameriških. Eden od možnih vzrokov za višjo raznovrstnost (heterogenost) inflacijskih stopenj med posameznimi regijami v evroobmočju v primerjavi z regijami v ZDA so različne nacionalne politike v državah evroobmočja (v ZDA seveda ni različnih nacionalnih politik), drugi razlog pa je lahko tudi višje število evropskih regij, ki so zajete v vzorec (Beck, Hubrich, Marcellino, 2006, str. 3-29).

4.4 ODGOVORNOST (KOMU ODGOVARJA)

V demokratični ureditvi mora biti centralna banka, tako kot ostale vladne institucije, odgovorna ljudstvu in sicer neposredno ali pa posredno preko predstavnikov. Kar zadeva ameriško centralno banko, je jasno, da ima postavljenih več statutarne glavne cilje, poleg maksimalne zaposlenosti tudi stabilne cene in zmerne dolgoročne obrestne mere, ki pa niso jasno opredeljeni, zato je tudi odgovornost centralne banke omejena. Odbor guvernerjev v Fed-u je pod nadzorom kongresa in je s tem njegova institucionalna neodvisnost okrnjena. Ameriška centralna banka je posredno odgovorna ljudstvu preko kongresa, ki ga je ljudstvo izvolilo.

Glede na visoko stopnjo institucionalne neodvisnosti, je ECB odgovorna prebivalcem evroobmočja. Njen statutarne glavni cilj cenovne stabilnosti je jasno opredeljen. Čeprav ECB poroča Evropskemu parlamentu, le-ta nima pravne moči spreminjati osnovnih določil in formalnih pogojev delovanja Evrosistema, saj so le-ti vsebovani v Pogodbi o Evropski uniji, ki pa jo lahko spremenijo edino pogajanja med vladaми vseh držav članic Evropske unije, rezultat pogajanj pa mora biti soglasno potrjen s strani vseh nacionalnih parlamentov in Evropskega parlamenta. Evropski parlament lahko samo izvaja pritisk na Svet ECB-ja, da spremeni svoja postopkovna pravila, kot sta objava zapisnika in objava napovedi gospodarskih gibanj.

4.5 TRANSPARENTNOST (RAZVIDNOST) DELOVANJA

Zakaj je transparentnost oziroma razvidnost delovanja centralne banke pomembna? Možnih je več odgovorov, eden od razlogov je prav gotovo v demokratični odgovornosti javnosti, drugi pa je ekonomske narave. Tako ekonomska teorija kot praksa kažejo, da so učinki denarne politike na realno gospodarstvo (realni BDP, realne obrestne mere, stopnjo brezposelnosti, itd.) prehodni in začasni. Denarna politika naj bi imela trajen vpliv le na inflacijo, čeprav lahko negotovost glede denarne politike poveča kratkoročno negotovost in morda škoduje procesu gospodarske rasti. V takšnem svetu je pomembnost tržnih pričakovanj glede inflacijskih ciljev centralne banke glavni razlog za transparentnost le-te.

Denarna politika na kratkoročne realne spremenljivke ne bi imela nikakršnega vpliva v primeru popolne fleksibilnosti cen in plač. Ker je to daleč od realnosti, denarna politika seveda ima vpliv na realno gospodarstvo. Problem pa nastane, ker se ne ve natančno, kako se spremembe denarne politike odrazijo v spremenljivkah realne ekonomije. Potrebno je oceniti jakost odziva teh spremenljivk na spremembe denarne politike ter tudi, kako dolgo ti učinki trajajo.

Ker so učinki denarne politike na realno gospodarstvo negotovi tako glede jakosti kot tudi trajanja, je pomembno, da je centralna banka transparentna tako glede kratkoročnega cilja za realno gospodarstvo kot tudi glede dolgoročnega inflacijskega cilja. Transparentnost pomaga trgov, da se lažje prilagajajo denarni politiki skozi čas ter da minimizirajo negotovost, ki izhaja iz denarne politike (Poole, 2005, str. 4-5).

Ameriška in evropska centralna banka sta glede transparentnosti delovanja na visokem nivoju. Tako Evropska centralna banka kot tudi ameriški Fed podata informacije o razlogih za spremembo temeljne (ključne) obrestne mere (obrestna mera glavnega refinanciranja v primeru ECB-ja in obrestna mera federalnih rezerv v primeru Fed-a). Evropska centralna banka je zaradi zasledovanja le enega cilja, to je cenovne stabilnosti, v določeni prednosti glede razvidnosti delovanja, po drugi strani pa ameriški Fed objavlja bolj podrobne analize bodočih gospodarskih gibanj oziroma projekcij, predvsem pa je v prednosti glede razvidnosti zaradi objave zapisnikov glasovanj odločanja o vodenju denarne politike. Neobjava zapisnikov glasovanj je tudi eden glavnih očitkov Evropski centralni banki.

4.6 NAKLONJENOST GOSPODARSKI RASTI

Evropske države vso svojo pozornost namenjajo inflaciji in stopnji, ki jo želijo doseči, medtem ko rast, produktivnost in brezposelnost puščajo preveč ob strani. Potrebno je oblikovati zmes, mešanico ciljev, ki bi vsebovali vse zgoraj navedeno. Druga pomanjkljivost evropskih držav je prevelika širokosrčnost pri različnih ugodnostih, na primer pokojninah, dopustih. Očitno je, da gre v Evropi za vedno bolj prisoten trend podaljševanja delovne dobe,

saj je življenjska doba vse daljša, zdravstvo in življenjski standard vse boljša, zato je treba temu prilagoditi tudi upokojitveno starost (Matejčič, Pezdir, 2005, str. 14).

Poleg tega je v mnogih državah evroobmočja prisotno mnenje, da je potrebno reformirati Pakt o stabilnosti in rasti. Uvedba Ekonomske in denarne unije (EMU) je temeljila na tezi, da je denar nevtralen in da zato ne vpliva na realna gospodarska gibanja. Zato se je mogoče na državni ravni denarni politiki odpovedati in jo prenesti na raven EU-ja. Evropska centralna banka (ECB) bi naj vodila enotno denarno politiko, ki velja za vse države. Edina naloga denarne politike je, da skrbi za stabilnost cen. Na to glavno postavko se je dodala še fiskalna politika. Tudi fiskalna politika bi naj bila nevtralna, kar se tiče proticiklične politike. Fiskalna politika naj sledi pravilu, da so nacionalni proračuni na srednji rok vsaj izravnani. Po ekonomski doktrini v ozadju naj bi se države odpovedale tako denarni kot fiskalni politiki. Evropske države, ki imajo devet do desetodstotno brezposelnost, so se odpovedale keynesianski makroekonomski politiki, ki se je oblikovala prav posebej za to, da rešuje vprašanje brezposelnosti.

Alternativni predlog gre lahko v smeri vodenja drugačne fiskalne politike. Zgled je lahko Velika Britanija, ki je postavila tako imenovano "zlato fiskalno pravilo". Značilnost njenega fiskalnega pravila je, da izrecno priznava proticiklično fiskalno politiko. Dovoljen proračunski primanjkljaj se računa prek celega gospodarskega ciklusa in ne za vsako leto posebej. Druga značilnost je, da izrecno priznava razvojno vlogo fiskalni politiki. To se operativno kaže v načinu opredelitve vzdržnega proračunskega primanjkljaja. Slednji ni opredeljen statistično, temveč ekonomsko. Država se praviloma sme zadolževati za financiranje javnih investicij. Javne investicije namreč povečujejo proizvodne zmogljivosti in v tem smislu niso poraba, čeprav so javni izdatki. Tretja značilnost je, da se breme javnega dolga ne gleda izolirano v določenem letu, temveč spet čez celoten gospodarski cikel (Senjur, 2005, str. 14).

Nekateri finančni ministri držav Evropske unije v paktu stabilnosti še vedno vidijo "nosilni steber" EMU. Drugi govorijo, kako pomembno je ubogati "pravila igre". Tretji spet pravijo, da je obnovitev gospodarske rasti sicer ključnega pomena, vendar se mora gospodarska ozdravitev zgoditi v "skladu z duhom pakta". Na drugi strani Atlantika se zdijo ta razmišljanja nenavadna.

Zadnjič, ko je kakšna ameriška vlada v ozračju recesije skušala zagotoviti uravnotežen proračun, je bilo na začetku velike depresije pred več kot 70 leti, ko je državo vodil predsednik Herbert Hoover. Od takrat v ZDA prevladuje splošno prepričanje, da ciklične gospodarske težave narekujejo uporabo proračunskih primanjkljajev, s katerimi je mogoče ublažiti trpljenje, spodbuditi splošno porabo in pospešiti gospodarsko ozdravljenje.

Ekonomisti te ciklične fiskalne posege imenujejo "avtomatski stabilizatorji". Ko se zmanjšajo osebni prihodki, jim sledijo tudi državni prihodki. Zmanjšanje obsega pobranih davkov lahko

poveča razpoložljivi prihodek. Toda bolj pomembno je dejstvo, da se v obdobju upadanja zasebnih prihodkov povečujejo vladni izdatki za zdravstveno in socialno varstvo. To pa naglo vodi v obnovitev povpraševanja, obsega proizvodnje in vlaganj ter zaposlovanja. Padec davkov in povečanje porabe tako poglobljata proračunski primanjkljaj, a zdravo in koristno.

V ZDA ne zanikajo uporabnosti teh samodejnih fiskalnih stabilizatorjev. Prav nasprotno, kadar grozi recesija, poteka politična debata glede tega, ali jih je treba okrepiti z dodatnimi spodbudami prek namensko sprejete fiskalne politike. Nihče ne razmišlja o tem, kako bi izvedel dodatni zaviralni pritisk na gospodarstvo z zvišanjem davčnih stopenj ter krčenjem programiranih izdatkov. Niti demokratov niti republikancev ne zanima dušenje gospodarske dejavnosti. To ni stvar strankarske politike. Niti ni stvar fiskalne discipline. Kadar so se pojavili predlogi za kakšno uravnoteženo proračunsko dopolnilo v ameriški ustavi, so predlagatelji vedno tipično vključili tudi opozorilo, da ne velja v vojnem času ali med recesijo.

Pakt stabilnosti in gospodarske rasti je nastal predvsem na pobudo severnoevropskih držav, zlasti Nemčije in Nizozemske, ki sta se ponašali s tem, da tradicionalno ohranjata zmerno razmerje med dolgovi in BDP-jem in relativno nizko obrestno mero. Obstajal je strah pred tradicionalno visokim razmerjem med dolgovi in BDP-jem in relativno visokimi nominalnimi obrestnimi merami v južnoevropskih državah, kar naj bi bila posledica njihove domnevne popustljivosti inflaciji.

Severnoevropske države so se bale, da bi utegnilo deficitarno trošenje juga prej ali slej oblikovati pritisk za delno monetizacijo njegovih dolgov prek inflacije evra. Bolj natančno, njihovi voditelji so se bali, da bodo vlagatelji, pod vplivom iste bojazni, zahtevali višje obrestne mere. Namen Pakta o stabilnosti in rasti je bil obdržati javne dolgove v južni Evropi na nizki ravni in ohraniti nizke obrestne mere s prepričevanjem vlagateljev, da se nacionalni dolgovi ne bodo nikoli toliko povečali, da bi ustvarili resne inflacijske pritiske.

Toda težave Evropske unije so drugačne in sicer stagnacija proizvodnje, visoka brezposelnost, nizka rast produktivnosti, razsipna in krivična skupna kmetijska politika (CAP). Vsaj iz enega zornega kota je dobro, da je finančnim ministrom evrskega območja toliko do tega, da bi svoje nacionalne dolgove dolgoročno ohranili na nizki ravni: to je znamenje, da zmagoslavju nad inflacijo, doseženem v sedemdesetih letih prejšnjega stoletja, ne bodo zlahka obrnili hrbtna (Delong, 2003, str. 12). Po drugi strani pa je pomembna tudi višja gospodarska rast, saj bi bilo z njo mogoče zmanjšati enega največjih evropskih problemov, to je visoko brezposelnost.

Pakt o stabilnosti in rasti (PSR) poskuša preprečevati previsoke proračunske primanjkljaje z nadzorovanjem fiskalnih in ekonomskih politik in koordinacijo le-teh. Z jasnimi določili o sprožitvi mehanizma EDP (Excessive deficit procedure - Procedura previsokega proračunskega primanjkljaja) preprečuje oziroma popravlja previsoke proračunske

primanjkljaje v državah članicah. PSR se izvaja s preprečevalnimi (preventive arm) in popravljivimi (corrective arm) postopki.

Pred reformo PSR-ja so med preprečevalne postopke spadali letna oddaja programov stabilnosti, v katerih so države članice predstavile svoje načrtovane ekonomske in fiskalne politike, ki naj bi upoštevale srednjeročni cilj proračuna, to je proračun, ki je izravnano oziroma v presežku. Programe je pregledala komisija ter občasno tudi Ekonomsko-finančni svet (ECOFIN). Preprečevalni postopki so vključevali tudi ukrep zgodnjega opozorila, ko je Ekonomsko-finančni svet priporočil državam članicam ukrepe za znižanje potencialnih proračunskih primanjkljajev. Popravljalni postopki so bili bolj prisilne narave, saj so vsilili finančno disciplino državam, ki so presegle 3 % omejitev proračunskega primanjkljaja. Določene so bile izjemne okoliščine, pri katerih je bil dovoljen tudi proračunski primanjkljaj nad 3 % BDP-ja, in sicer v primeru padca BDP-ja v državi za 2 % ali več. Zadnji rok za popravo previsokega primanjkljaja je bil leto po nastanku le-tega, razen ob posebnih okoliščinah, ki pa niso bile opredeljene. Sankcije so bile v obliki brezobrestnega depozita, ki ga je morala država članica položiti na poseben račun, v primeru, da v dveh letih od izreka sankcij primanjkljaj ni bil odpravljen, pa se je depozit spremenil v globo.

Pogosta kritika prvotnega Pakta o stabilnosti in rasti je bila, da je preveč pozornosti posvečene formalnemu izpolnjevanju pravil, še zlasti kriterija glede državnega proračunskega primanjkljaja (delež državnega proračunskega primanjkljaja v BDP-ju ne sme preseči 3 %), ter kriterija glede javnega dolga (delež javnega dolga v BDP-ju ne sme preseči 60 %), premalo pa je upošteval ekonomske okoliščine. Tako naj bi zahteva o ohranjanju na splošno uravnoveženega proračuna ne upoštevala okoliščin v posamezni državi članici, še posebej kar zadeva potrebe po investicijah v javnem sektorju, stroške nujnih strukturnih reform. Postavljene so bile zahteve po upoštevanju srednjeročne fiskalne trdnosti, na pa dolgoročne. Kritiki so zlasti poudarjali neprimernost ukrepa zniževanja proračunskega primanjkljaja z restriktivno fiskalno politiko v obdobju nizke gospodarske rasti, saj to lahko ogrozi možnosti gospodarskega okrevanja.

Na zgoraj omenjene kritike so se v komisiji in v Ekonomsko-finančnem svetu odzvali leta 2005 in Pakt stabilnosti in rasti delno reformirali ter ga približali smislu proticiklične fiskalne politike, ki bolj upošteva gospodarske cikle, ki lahko trajajo več let. Temeljni določili o deležu 3 % proračunskega primanjkljaja v BDP-ju ter o deležu 60 % javnega dolga v BDP-ju ostajata nespremenjeni, prišlo pa je do nekaterih pomembnih sprememb, predvsem kar zadeva doseganje srednjeročnega proračunskega cilja, to je uravnovežen proračun oziroma proračun s presežkom. Po reformi vsaka država članica predstavi svoj specifičen srednjeročni cilj v svojem programu stabilnosti in konvergence, cilj se giblje med 1 % proračunskim primanjkljajem in presežkom. Države, ki ne dosegajo srednjeročnega cilja, sledijo tim. poti prilagajanja, ko se lahko letno zniža proračunski primanjkljaj za 0,5 % BDP-ja. V primeru

gospodarske ekspanzije naj bi bila ta številka višja, v obdobjih recesije pa nižja. Upoštevane so potrebe po investicijah v javnem sektorju ter strukturne reforme, še posebej reforme pokojninskih sistemov, pri katerih prihaja do uvedbe več stebrov, vendar morajo izpolnjevati kriterija dolgoročnega znižanja stroškov ter povečanega potenciala gospodarske rasti, kar naj bi zagotavljalo dolgoročno vzdržnost javnih financ.

V primeru popravljanih postopkov gre za več fleksibilnosti v izvajanju Procedure previsokega proračunskega primanjkljaja. Definicija resne gospodarske krize je negativna letna stopnja rasti realnega BDP-ja ali pa akumulirana izguba proizvoda skozi daljše obdobje, ker je le-ta rasel nižje od potencialne stopnje. Podaljšani so bili roki ukrepanj ob neizpolnjevanju kriterijev, dodano je bilo določilo, da v primeru, da država izvaja ukrepe znižanja primanjkljaja in če pride do nepričakovanih negativnih gospodarskih dogodkov s hudimi posledicami za javne finance, obstaja možnost nadaljnega podaljšanja rokov.

Reforma PRS-ja ni prinesla večjih sprememb v delovanju pakta, je pa zrahljala stroga pravila glede doseganja konvergenčnih kriterijev. S tem naj bi se povečala tudi pripravljenost držav članic, da vsaj na srednji rok izpolnjujejo kriterije. Posledično se evropsko gospodarstvo lahko tudi bolje prilagaja cikličnemu gibanju in se s tem približuje amerškemu načinu delovanja, vendar po drugi strani te spremembe v primeru novih in novih izgovorov držav lahko pomenijo še manj fiskalne discipline in s tem tudi nevarnost za denarno politiko, kar je razvidno tudi iz reakcije ECB-ja. V ECB-ju sicer pozdravljajo spremembe v preprečevalnih postopkih, vendar kritizirajo spremembe v popravljanih postopkih, predvsem povečano fleksibilnost in diskrecijske pravice, kar naj bi oslabilo PRS (Morris, Ongena, Schuknecht, 2006, str. 12-22).

Strategijo denarne politike ECB-ja kritizirajo tisti, ki se zavzemajo za pomembnejšo vlogo denarne politike pri finem uravnavanju realne gospodarske aktivnosti in vplivanju na stopnjo brezposelnosti. Eden od njihovih argumentov je, da ima lahko že začasen negativni trend v gospodarski aktivnosti, ki je lahko posledica restriktivne denarne politike, dolgotrajne (lahko tudi trajne) posledice glede brezposelnosti. Ljudje, ki postanejo brezposelni, izgubljajo motivacijo in postanejo manj zanimivi za delodajalce, v okviru pogajanj o plačah se sindikati z delodajalci pogajajo predvsem o rasti plač že zaposlenih ljudi in ne za povečanje zaposlovanja. Zaradi dolgotrajnih negativnih posledic restriktivne denarne politike centralni banki predlagajo, da se bolj osredotoči na gospodarsko rast, tudi če to pomeni višje inflacijsko tveganje.

Ker je Fed zadolžen za zagotavljanje stabilnosti finančnega sistema, je že večkrat finančno posredoval, še zlasti ob dogodkih, ki so se zgodili 19. 10. 1987 na tim. črni ponedeljek, ko je vrednost borznega indeksa Dow Jones padla za 22,5 %. Razlogi za katastrofalen padec delnic so bili naraščajoča proračunski in trgovinski primanjkljaj, pritiski na obrestne mere ter pomanjkanje likvidnosti na trgu delnic. Ameriška centralna banka je v naslednjih dneh preprečila finančno paralizo, to je stanje, ko podjetja in banke prenehajo z izplačili, ki si jih

dolgujejo, gospodarstvo pa se približa katastrofalni »ustavitvi«. Ameriška centralna banka je likvidnostno podprla banke, povečala ponudbo denarja s kupovanjem zakladnih vrednostnih papirjev in s tem znižala kratkoročne obrestne mere, kar je vrnilo optimizem na trge denarja, kapitala in v ameriško gospodarstvo nasploh (Greenspan, 2007, str. 100-122).

Čeprav je Fed pred borznim zlomom dvigoval obrestne mere zaradi nevarnosti cenovne nestabilnosti, je v primeru resnih težav v gospodarstvu, ko se je obetala gospodarska recesija, manj upošteval cenovno stabilnost in se posvetil predvsem spodbujanju ponovne oživitve gospodarske rasti. Podobno se je dogajalo po 11. 9. 2001, to je po napadu na trgovinska dvojčka v New Yorku. Očitno je torej, da je ameriško gospodarstvo skupaj s centralno banko bolj osredotočeno na gospodarsko rast, kot pa Evropska centralna banka na čelu evroobmočja.

Več podatkov o najpomembnejših ekonomskih kazalnikih v ZDA in evroobmočju glej v prilogah 2-7.

4.7 PRIMERJAVA STANJ NA TRGIH DELA V EVROOBMOČJU IN ZDA

Problem visokih stopenj brezposelnosti v mnogih državah članicah evroobmočja je v velikih strukturnih in institucionalnih rigidnostih trgov dela in trgov proizvodov, kar povzroča dolgotrajno brezposelnost.

Problem brezposelnosti v evroobmočju je že dalj časa precej večji kot v ZDA (glej tabelo 5).

Tabela 5: Primerjava stopenj brezposelnosti v ZDA, evroobmočju in državah članicah evroobmočja v letih 1999 do 2006 (v % delovne sile)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ZDA	4,2	4,0	4,8	5,8	6,0	5,5	5,1	4,6
Evroobmočje	9,1	8,2	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3
Belgija	8,5	6,9	6,6	7,5	8,2	8,4	8,4	8,2
Nemčija	8,2	7,5	7,6	8,4	9,3	9,7	10,7	9,8
Irska	5,7	4,2	4,0	4,5	4,7	4,5	4,3	4,4
Grčija	12,0	11,2	10,7	10,3	9,7	10,5	9,8	8,9
Španija	12,5	11,1	10,3	11,1	11,1	10,6	9,2	8,5
Francija	10,4	9,0	8,3	8,6	9,0	9,2	9,2	9,2
Italija	10,9	10,1	9,1	8,6	8,4	8,0	7,7	6,8
Luksemburg	2,4	2,3	2,0	2,7	3,7	5,1	4,5	4,7
Nizozemska	3,2	2,8	2,2	2,8	3,7	4,6	4,7	3,9
Avstrija	3,9	3,6	3,6	4,2	4,3	4,8	5,2	4,7
Portugalska	4,5	4,0	4,0	5,0	6,3	6,7	7,6	7,7
Finska	10,2	9,8	9,1	9,1	9,0	8,8	8,4	7,7
Slovenija	7,3	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0

Vir: Structural indicators, Employment. Eurostat., 2007

Eden od strukturnih dejavnikov, ki vpliva na rigidnost trga dela v evroobmočju, je problem slabše razvitosti storitvenega sektorja v evroobmočju v primerjavi z ameriškim, saj je ameriški storitveni sektor pomenil vir rasti zaposlovanja v devetdesetih letih. V evroobmočju so na trgu dela slabše zastopani predvsem ženske, mlajši in starejši delavci ter nižjekvalificirani delavci, medtem ko je brezposelnost kvalificiranih moških med 30. in 59. letom primerljiva z brezposelnostjo iste skupine v ZDA. Regionalne razlike v brezposelnosti v evroobmočju so precej večje kot v ZDA. Zlasti pereč je problem dolgotrajne brezposelnosti v evroobmočju, saj ljudje, ki so dolgotrajno brezposelni, le s težavo ponovno dobijo zaposlitev. Dolgotrajna brezposelnost namreč spodkopava človeški kapital ljudi; zaradi tega se podjetja težje odločijo za njihovo zaposlitev.

Več dejavnikov vpliva na zmanjšanje zanimanja za delo v evroobmočju, predvsem visoki davki in prispevki za socialno varnost, ki znižajo neto plačo. Visoka socialna nadomestila v času brezposelnosti prav tako prispevajo k neaktivnosti brezposelnih, da bi našli službo. Možnost zgodnjega upokojevanja zmanjša interes starejših ljudi, da bi nadaljevali z zaposlitvijo. Visoki stroški dela zaradi visokih prispevkov za socialno varnost znižujejo povpraševanje podjetij po delu, število zaposlenih je posledično nižje. Visoki stroški dela so zlasti problematični za tiste skupine ljudi, katerih produktivnost je podpovprečna, predsem za mlade in nižjekvalificirane. Učinek zahteve po minimalni plači je pogosto negativen zlasti za zaposlovanje mlajših in nižjekvalificiranih oseb, če le-te dosejajo nižjo produktivnost.

Pomembne so tudi ovire v mobilnosti ljudi med področji z visoko in nizko stopnjo brezposelnosti v evroobmočju; te ovire so zlasti jezikovne in kulturne razlike med državami članicami ter problem prenosa pokojninskih pravic v drugo državo. Znotraj posamezne države pa predstavljata problem pomanjkanje cenovno dostopnih najemnin stanovanj ter nezadostna prometna infrastruktura, ki ljudi odvrča od vsakodnevnega prevoza na delo.

Vladno reguliranje mnogih področij ima lahko nehotene škodljive posledice za trg dela. Predvsem je lahko sporno pretirano poseganje države na področje zaščite zaposlenih pred odpustitvijo, saj to ponavadi podaljša povprečno trajanje brezposelnosti v gospodarstvu, zmanjša odstotek ljudi, ki sodelujejo na trgu dela ter upočasnijo prilagajanje zaposlovanja spreminjajočim se ekonomskim razmeram. Naslednja težava je pretirana birokracija, ki duši ustanavljanje podjetij oziroma na splošno škoduje podjetniškemu duhu. Mnogo teh problemov je prisotnih v evroobmočju, medtem ko je ameriški trg dela precej bolj fleksibilen (Developments in and Structural Features of the Euro Area Labour Markets, 2000, str. 71-72). Z reformami je mogoče doseči večjo fleksibilnost trgov dela v evroobmočju, vendar zaradi uveljavitve Bismarckovega modela socialne države v Evropi fleksibilnost ne bo nikdar takšna, kot je v ZDA.

Zaradi negativnih učinkov recesije na stopnjo brezposelnosti je še toliko bolj pomembno delovanje ECB-ja, ki preprečuje nastanek inflacije in še posebej njeno »vsidranje« v cenovna pričakovanja ljudi. Le tako ECB-ju ni potrebno posegati po restriktivni denarni politiki. Rešitev je vsekakor v strukturnih reformah trgov dela in proizvodov in ne v ekspanzivni denarni politiki, saj bi le-ta povzročila manjšo verodostojnost centralne banke pri doseganju cenovne stabilnosti na srednji rok. Izgubljen ugled si centralna banka težko povrne, poleg tega pa pri tem nastanejo visoki družbeni stroški (Issing, 2000, str. 196-197).

Višjo gospodarsko rast v evroobmočju bo mogoče doseči predvsem s spodbujanjem tehnološkega razvoja in večjim vlaganjem v raziskave in razvoj, saj je tudi cilj Lizbonske strategije, da Evropska unija do leta 2010 postane najbolj konkurenčno, dinamično ter na znanju temelječe gospodarstvo na svetu.

4.8 PRIMERJAVA NEODVISNOSTI CENTRALNIH BANK

Bernhard William v svojem članku o politični razlagi razlik v neodvisnosti centralnih bank trdi, da asimetrija informacij o izvajanju denarne politike povzroča potencialne konflikte med zakonodajnimi telesi, koalicijskimi partnerji in vladnimi ministri. V sistemih, kjer se politiki soočajo z različnimi idejami glede vodenja denarne politike in kjer lahko koalicijski partnerji kredibilno zagrozijo z odvzemom podpore vladi, se politiki odločajo za neodvisne centralne banke. Nasprotno pa je v sistemih, kjer zakonodajna telesa, koalicijski partnerji in vladni ministri delijo podobna razmišljanja glede denarne politike oziroma kjer je položaj vlade trden, centralna banka odvisna. Očitna je tudi povezava med federalno ureditvijo države in neodvisnostjo centralne banke, saj so politiki v velikih federalnih sistemih soočeni z množico

idej o vodenju denarne politike, ki izražajo regionalne razlike v gospodarski aktivnosti ter različne potrebe volivcev v različnih federalnih enotah države, kar ponovno privede do različnih idej o potrebnih korakih izvajanja denarne politike, posledično pa do želje politikov po neodvisni centralni banki (Bernhard, 1998, str. 23-24).

Še nekaj o državni oziroma regionalni »neodvisnosti« članov odločevalnih organov ECB-ja in Fed-a. V Svetu ECB-ja je trenutno 19 članov in sicer 6 članov izvršilnega odbora ter 13 guvernerjev centralnih bank članic evroobmočja. Pri glasovanju o vodenju denarne politike je močno prisotna regionalna oziroma državna komponenta v glasovanju (68,42 %), čeprav naj bi vsi člani sveta glasovali brez nacionalnih preferenc. Nekatere države imajo dvojni glas, saj imajo poleg svojega guvernerja v svetu tudi člana izvršilnega odbora. To so trenutno Francija, Grčija, Italija, Španija, Avstrija in Nemčija, ki imajo vsaka 10,52 % glasovalni delež, ostalih 13 držav članic pa 5,26 %. V nasprotju s to ureditvijo pa v Federalnem komiteju za operacije na odprtem trgu (FOMC) v ameriški centralni banki, kjer je od 12 članov 7 članov predstavnikov Odbora guvernerjev, ostalih 5 pa predsednikov Federalnih rezervnih bank, ki jih je 12. Regionalni interes je torej zastopan manjšinsko (41,6 %). Z vstopom novih članic Evropske unije v EMU se bo pomen držav nasproti nadvladani komponenti Izvršilnega odbora ECB-ja v Svetu ECB-ja še povečal, vendar le, kot že omenjeno, do številke 15 guvernerjev s pravico glasovanja, saj bo uveden sistem rotacije.

Avtorja Meade in Sheets v članku na podlagi analiz glasovanj (glasovanja članov so tajna) dokazujeta, da se število glasov za oziroma proti bolj restriktivni denarni politiki ujema s številom držav, ki imajo inflacijo višjo oziroma nižjo od povprečne inflacije v evroobmočju. V primeru glasovanj v Federalnem komiteju za operacije na odprtem trgu je bilo z analizo glasovanj ugotovljeno, da so predsedniki Federalnih rezervnih bank v svojih glasovanjih bolj naklonjeni restriktivni denarni politiki kot pa člani Odbora guvernerjev. Pri glasovanju posameznih regionalnih predstavnikov igra pomembno vlogo primerjava med stopnjo brezposelnosti v določenem območju ZDA in stopnjo brezposelnosti na ravni ZDA. Če je prva nižja, se član FOMC-a zavzema za restriktivno denarno politiko in obratno. (Meade, Sheets, 2002, str. 14-22). Očitno je torej, da predstavniki držav oziroma regij v evropski in ameriški centralni banki ne morejo mimo svoje regionalne oziroma državne pripadnosti, čeprav bi morali v primeru ZDA upoštevati le nacionalni interes celotne države, v primeru EMU-ja pa nadvladani evropski interes po stabilni evropski valuti.

Kar zadeva različne oblike neodvisnosti centralne banke (institucionalna, operativna, osebna), je vsaj s formalnega gledišča mogoče trditi, da je Evropska centralna banka bolj neodvisna od ameriškega Fed-a, saj ne sme prejemati nikakršnih navodil od drugih vej oblasti, Fed pa jih v obliki zakonov, sprejetih v kongresu. Tudi pomen statutarnih ciljev, torej temeljnih smernic delovanja ameriške centralne banke se je skozi zgodovino spreminjal predvsem v ameriškem kongresu, medtem ko gre pri ECB-ju za stalnico; zasledovanje cenovne stabilnosti. Ker je Fed v nasprotju z ECB-jem zadolžen za stabilnost finančnega sistema, je to lahko dodaten pritisk na njegovo neodvisnost. Intervencije na deviznem trgu so lahko dodaten razlog za okrnjeno

neodvisnost Fed-a, saj ameriško finančno ministrstvo igra pomembno vlogo pri odločitvah o intervencijah, medtem ko v primeru ECB-ja Ekonomsko-finančni svet le redko vpliva na devizne intervencije, pa tudi v tem primeru ne sme biti kršen cilj cenovne stabilnosti.

4.9 KONVERGENCA CEN V EVROOBMOČJU IN ZDA

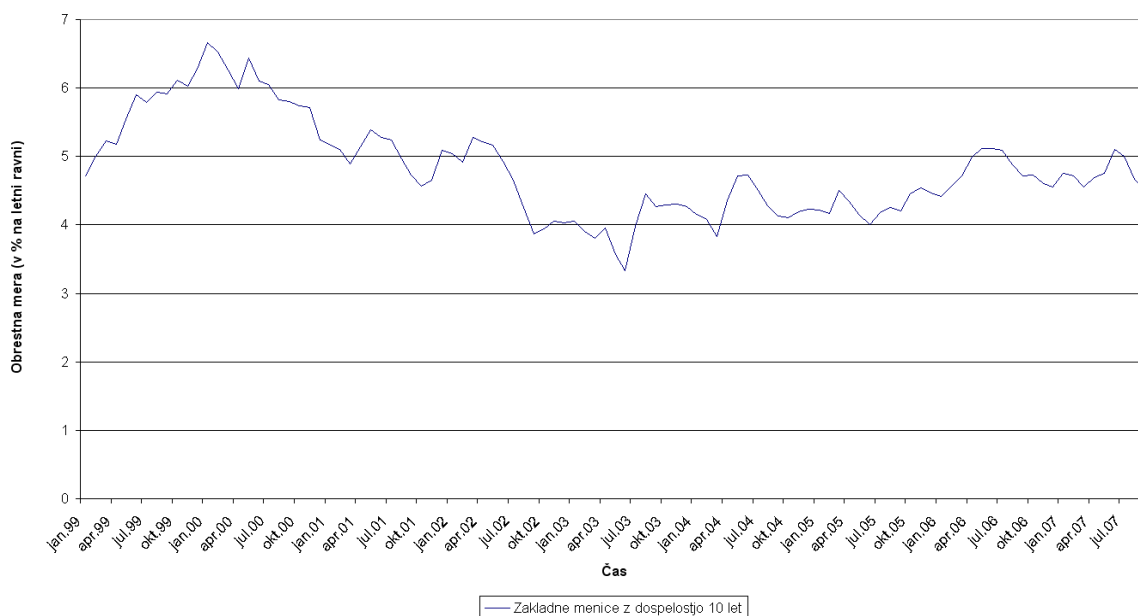
Rogers v svojem članku primerja konvergenco cen v Evropi in ZDA v letih od 1990 do 2001. Temeljna ugotovitev je, da se je v letih 1991 do 1994 v Evropi zgodilo precejšnje zmanjšanje razpršenosti cen trgovanih dobrin (tradable goods) med posameznimi kraji (seveda to hkrati pomeni večjo konvergenco cen) v evroobmočju ter da je s tem cenovna razpršenost v evroobmočju postala zelo podobna tisti v ZDA. Tudi pri netrgovanih dobrinah (nontradable goods) je prišlo do znižanja razpršenosti cen, vendar je bilo le-to manjše. Glavna razloga za konvergenco sta predvsem davčna harmonizacija (predvsem davka na dodano vrednost) v državah EMU-ja ter manjše razlike v dohodkih prebivalcev teh držav, manj pomembno vlogo pa imata tudi nastanek enotnega trga in s tem večja odprtost v trgovanju in večja skladnost v denarni politiki, predvsem kar zadeva stabilnost deviznega tečaja. V ZDA do pojava konvergence pri trgovanih dobrinah ne prihaja, saj je trg že dolgo davčno in trgovalno enoten. Ker prihaja do konvergence cen v Evropi, to pomeni, da se v državah z začetno nižjo ravnijo cen obeta v procesu konvergence višja stopnja inflacije, kar bo še posebej pomembno v prihodnjih članicah evroobmočja iz vzhodne Evrope. Konvergenca cen je navadno predhodni dogodek sprejetju enotne valute, kar pomeni, da nanjo vplivajo predvsem realni dejavniki v posameznih gospodarstvih (Rogers, 2002, str 1-3, 27).

4.10 GOSPODARSKA IN FINANČNA PREPLETENOST GOSPODARSTEV ZDA IN EVROOBMOČJA

Gospodarstvi ZDA in evroobmočja sta skozi zgodovino postajali vedno bolj medsebojno odvisni, velik korak k povezanosti je bil narejen po drugi svetovni vojni z Marshallovim planom, zares velik skok pa je nastal z nastankom EMU-ja leta 1999. Finančni trgi evroobmočja reagirajo na makroekonomske novice iz ZDA v večji meri kot obratno. Poleg splošne povezanosti ameriških denarnih trgov in denarnih trgov evroobmočja pa na evropske trge močno vplivajo zlasti štiri makroekonomske objave v ZDA, to so zaupanje potrošnikov (consumer confidence), prodaja na drobno, industrijska proizvodnja in PMI indeks (Purchasing Managers index), ki je eden izmed najboljših indikatorjev o proizvodnji podjetij. Tržni udeleženci uporabljajo PMI (Purchasing Managers Index) za spremljanje inflacijskih pritiskov kot tudi proizvodne aktivnosti v gospodarstvu (Jukič, 2006, str. 16). Te objave vplivajo tako na cene delnic, kot na pričakovano obrestno mero, saj udeleženci trgov spreminjajo tako pričakovanja glede gibanj v domačem gospodarstvu kot tudi glede sprememb v denarni politiki. Pomembno vlogo v izražanju inflacijskih pričakovanj predstavljajo obrestne mere dolgoročnih zakladnih menic (npr. desetletnih zakladnih menic), ki se v primeru pričakovanja nižjih inflacijskih stopenj znižajo.

Na sliki 6 je predstavljeno gibanje letne obrestne mere za zakladne menice z dospelostjo 10 let v ZDA.

Slika 6: Gibanje letne obrestne mere za zakladne menice z dospelostjo 10 let v ZDA v obdobju od januarja 1999 do septembra 2007



Vir: 10-Year Treasury Constant Maturity Rate, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007

Medtem ko so evropski trgi reagirali na dogodke v ZDA že pred letom 1999, pa je učinek prelitja (spillover effect) oziroma vpliv evropskih gospodarskih podatkov na ZDA očiten šele od nastanka EMU-ja. Ker so gospodarske objave v ZDA objavljene pred evropskimi, so postale vodilni kazalci za evroobmočje, kar pomeni, da investitorji v evroobmočju dajejo vedno večji pomen ameriškim kazalcem, s katerimi predvidijo gibanja v evropskem gospodarstvu. Finančna prepletenost ameriških in evropskih finančnih trgov je posledica povečane realne integracije ameriških trgov in trgov evroobmočja v zadnjih letih, ki so posledica odpravljanja ovir v trgovini (Fratzcher, Ehrmann, 2004, str 4-6, 22).

Avtorja Agresti M.-B. in Mojon Benoit v svojem članku analizirata podobnosti in razlike v gospodarskih ciklih ZDA in evroobmočja. Na podlagi podatkov za države bodočega evroobmočja in ZDA v letih od 1970 do 2000 sta prišla do ugotovitev, da so se poslovni cikli v ZDA in evroobmočju gibali zelo usklajeno. Tako se nizi podatkov o potrošnji in investicijah gibljejo prociklično z gospodarsko aktivnostjo, medtem ko je pri zalogah opazen zamik dveh do treh četrtletij. Potrošnja se je gibala manj spremenljivo kot proizvod, medtem ko so investicije več kot dvakrat bolj volatilne od proizvoda. Inflacija se prav tako giblje prociklično, je pa moč zaznati večjo korelacijo med ravniyo cen in bodočim BDP-jem kot pa s tekočim BDP-jem. Višji ravni cen približno po dveh do treh četrtletjih sledi znižanje ravni

BDP-ja. Obrestne mere (kratkoročne realne in nominalne, dolgoročne nominalne) so prociklične, korelacija med obrestnimi merami in proizvodom pa doseže najvišjo pozitivno vrednost z ničelnim oziroma rahlo negativnim časovnim zamikom. Povišanju obrestnih mer sledi znižanje proizvoda s približno enoletnim zamikom, nominalna kratkoročna obrestna mera pa je tista, ki je najbolj negativno korelirana z bodočim BDP-jem. Glavni razliki med značilnostmi poslovnih ciklov v ZDA in evroobmočju pa sta predvsem dejstvi, da se rast delnic v ZDA zgodi približno pol leta pred rastjo BDP-ja, medtem ko to za evroobmočje ni značilno ter da je korelacija med preteklim proizvodom in sedanjo inflacijo v evroobmočju manj izrazita kot v ZDA. Seveda je potrebno ponovno poudariti, da se vse zgornje ugotovitve nanašajo na obdobje do leta 2000, ko je evroobmočje v resnici šele zaživelo (Agresti, Mojon, 2003, str. 30-33).

4.11 NADZORNA VLOGA FED-a IN ECB-ja

Ameriška centralna banka nadzoruje tiste državne banke, ki so članice Fed-a, nadzoruje pa tudi bančne holdinške družbe in nebančne podružnice (non-bank subsidiaries), ki so v lasti oziroma pod nadzorom bančnih holdinških družb. Nebančne podružnice bančnih holdinških družb so: hipotekarne banke (mortgage banking companies), finančne družbe (finance companies), borzni posredniki (securities brokers and dealers), investicijske banke (investment banks) in družbe za upravljanje premoženja in investicijsko svetovanje (trust companies). Fed nosi tudi odgovornost za nadzor vseh tujih bank, ki delujejo v ZDA, neposredno pa regulira podružnice tistih tujih bank, ki imajo državno licenco (Howells, Bain, 2005, str. 105).

V primeru Evropske centralne banke je odgovornost za doseganje finančne stabilnosti in nadzorovanje bančnega sektorja ostala v zadolžitvah nacionalnih oblasti, vseeno pa Pogodba o Evropski skupnosti določa tri pomembne aktivnosti, ki jih izvaja Evrosistem:

- a) nadzorovanje finančne stabilnosti z namenom odkrivanja potencialnih težav na določenih trgih in ocene stopnje prožnosti finančnega sistema v evroobmočju,
- b) svetovanje pristojnim organom v zvezi z oblikovanjem in dopolnjevanjem finančnih pravil in zahtev glede nadzora,
- c) podpiranje ukrepov za ohranitev finančne stabilnosti in učinkovito reševanje finančnih kriz, vključno s podpiranjem nemotenega sodelovanja med centralnimi bankami in nadzornimi institucijami.

Na koncu poglavja o primerjavi obeh centralnih bank podajam tabelo 6, kjer so na kratko predstavljene vse temeljne značilnosti ameriškega Fed-a in Evropske centralne banke.

Tabela 6: Povzetek institucionalnih značilnosti Evropske centralne banke/Evrosistema ter ameriškega Federalnega rezervnega sistema

	ECB/Evrosistem	Fed
Glavni statutarne cilj(i)	Cenovna stabilnost	Maksimalna zaposlenost, stabilne cene in zmerne dolgoročne obrestne mere.
Razlaga glavnih statutarne ciljev	Letna stopnja inflacije, ki ne presega 2 % v srednjeročnem obdobju.	Nedoločena nizka stopnja inflacije in zdržna (uravnotežena) rast proizvoda.
Strategija denarne politike za doseganje in ohranjanje ciljev	Strategija denarne politike zasnovana na dveh stebrih: a) referenčne denarne vrednosti opredeljene kot rast širšega denarnega agregata, b) analize mnogih ekonomskih in finančnih spremenljivk.	Se je razvijala skozi čas, v sedemdesetih in osemdesetih letih prejšnjega stoletja temeljila na denarnem ciljanju (količina denarja v obtoku), danes se uporablja analiza velikega števila ekonomskih in finančnih spremenljivk, da se oceni potreba po spremembi obrestne mere federalnih rezerv, da bi se dosegalo oba glavna statutarne cilja.
Glavni upravljavski organi	Svet ECB, Izvršilni odbor ECB.	Federalni komite za operacije na odprtem trgu, Odbor guvernerjev.
Institucionalna neodvisnost		
Ali je centralni banki dan nedvoumen statutarne določen mandat?	Da.	Ne.
Ali lahko centralna banka dobiva navodila od drugih vej oblasti?	Ne.	Da, v obliki zakonov, sprejetih v kongresu, npr. Zakon o polni zaposlenosti in uravnoteženi rasti.
Operativna neodvisnost		
Ali ima centralna banka edina zakonsko pooblastilo operativno opredeliti pomen svojih statutarne ciljev?	Da.	Ne, saj ima kongres možnost, da zakonsko opredeli operativni pomen statutarne ciljev.
Ali ima centralna banka zakonsko pooblastilo, da postavlja strategijo	Da.	V splošnem da, toda kongres je občasno zakonsko določil okvire strategije denarne

denarne politike, določa bližnje cilje in uporablja instrumente delovanja za dosego teh ciljev?		politike Fed-a.
Ali lahko pride do konflikta interesov med odločitvami centralne banke o denarni politiki in odgovornostjo le-te, da štiti bančni sistem?	Ne.	Da, saj je Fed zadolžen za zagotavljanje stabilnosti finančnega sistema.
Kakšna so pooblastila centralne banke v zvezi z oblikovanjem formalnega režima deviznega tečaja?	Ekonomsko-finančni svet se po posvetovanju z ECB-jem upoštevajoč cilj cenovne stabilnosti odloči za režim deviznega tečaja.	Finančno ministrstvo.
Kakšna so pooblastila centralne banke v zvezi z intervencijami na deviznem trgu?	O teh odloča Svet ECB-ja, razen če so dane direktive s strani Ekonomsko-finančnega sveta, vendar direktiva ne sme biti v nasprotju s ciljem cenovne stabilnosti.	Finančno ministrstvo in FOMC v tesnem in stalnem posvetovanju in sodelovanju; delitev odgovornosti ni jasna.
Osebna neodvisnost		
Imenovanje predsednika in ostalih članov organov odločanja v centralni banki	Predsedniki držav ali vlad v evroobmočju na predlog Ekonomsko-finančnega sveta ter po posvetovanjih s Svetom ECB-ja ter Evropskega parlamenta za obdobje osmih let, predsednika in ostale člane izvršilnega odbora lahko razreši samo Sodišče Evropskih skupnosti.	Predsednik ZDA s strinjanjem senata. Predsednik Odbora guvernerjev Fed-a je imenovan za štiriletni mandat, ki pa je podaljshljiv, predsednika in ostale člane odbora lahko odpokliče samo kongres.
Imenovanje ostalih članov organov odločanja	Guvernerji nacionalnih centralnih bank v evroobmočju so imenovani v skladu z nacionalnimi zakoni, z najmanj petletnim mandatom, ki je podaljshljiv. Ne morejo biti arbitrarno odpuščeni.	Predsedniki Federalnih rezervnih bank so imenovani za petletni podaljshljivi mandat s strani direktorjev bank, potrdi pa jih Odbor guvernerjev, razrešijo jih lahko direktorji, vendar ne zaradi njihovega delovanja v FOMC-u.
Zahteve glede poklicne usposobljenosti	Člani izvršilnega odbora morajo imeti primerno izobrazbo in	Brez zahtev.

	morajo biti poklicno usposobljeni.	
Centralizacija ali decentralizacija v izvajanju denarne politike?	Operacije na odprtem trgu s kreditnimi institucijami izvajajo nacionalne centralne banke.	Vse operacije na odprtem trgu so centralizirane v Federalni rezervni banki v New Yorku, posojila diskontnega okna izvajajo v svojih območjih Federalne rezervne banke.
Razvidnost in odgovornost delovanja		
Glavni statutarni cilji; ali je cenovna stabilnost najpomembnejši cilj?	Da.	Ne.
Glavni statutarni cilji; ali je zelena stopnja inflacije številčno opredeljena?	Da.	Ne.
Takojšna objava odločitev o vodenju denarne politike?	Da, kar vključuje izčrpno izjavo in tiskovno konferenco po vsakem sestanku glede vodenja denarne politike.	Da, od 1994 se poda kratka izjava, kjer so pojasnjeni razlogi za spremembo denarne politike.
Objava pričakovanih bodočih gibanj kratkoročne obrestne mere?	Da, na tiskovni konferenci lahko predsednik in podpredsednik v pogovoru z novinarji neformalno podata nekaj indicev o možnem bodočem gibanju obrestne mere.	Da, od leta 1999 takoj po sprejeti odločitvi o spremembi denarne politike.
Objava zapisnikov?	Ne.	Da, s šest tedenskim zamikom in z glasovi članov organov odločanja.
Objava internih napovedi/projekcij?	Da, projekcij.	Da, napovedi stopnje rasti BDP-ja, stopnje nezaposlenosti in inflacijskih stopenj v dveh poročilih na leto, ki se predstavijo v kongresu.
Redna kongresna/parlamentarna zaslišanja?	Da, odgovornost javnosti preko Evropskega parlamenta, toda Evropski parlament ne more spremeniti statusa ECB.	Da, odgovorna kongresu z dvema poročiloma o izvajanju denarne politike vsako leto in nadzorom Kongresa ZDA nad Odborom guvernerjev.

Vir: Apel, 2003, str. 34-38.

5 ZAKLJUČEK

V tem magistrskem delu sem prikazal temeljne značilnosti centralnih bank dveh najpomembnejših svetovnih ekonomskih območij, to je centralnih bank Združenih držav Amerike in evroobmočja. Gre za Federalni rezervni sistem ali skrajšano Fed ter za Evropsko centralno banko (ECB).

Gospodarski območji ZDA in evroobmočja sta močno prepleteni. Medtem ko so evropski trgi reagirali na dogodke v ZDA že pred letom 1999, pa je učinek prelitja (spillover effect) oziroma vpliv evropskega gospodarskega dogajanja na ZDA očitni šele od uvedbe evra. Investitorji v evroobmočju dajejo vedno večji pomen ameriškim kazalcem, s katerimi predvidijo gibanja v evropskem gospodarstvu. Finančna prepletenost ameriških in evropskih finančnih trgov je posledica povečane realne integracije ameriških trgov in trgov evroobmočja v zadnjih letih, ki so posledica odpravljanja ovir v trgovini.

Zaradi visoke stopnje povezanosti obeh gospodarskih območij je zelo pomembno smotrno delovanje obeh centralnih bank, ki s svojimi odločitvami vplivata ne samo na gospodarska gibanja v svojih območjih, temveč tudi na ekonomijo onstran Atlantika.

Zgodovina obeh institucij je precej različna. Centralna banka ZDA je nastala leta 1913, v že oblikovani enotni nacionalni državi z jasnimi cilji glede svoje vloge v prihodnosti (seveda se je ta spreminjala v skladu z geostrateškimi spremembami v svetu), medtem ko je Evropska centralna banka nastala kot nadnacionalni projekt evropskih narodov leta 1999, vendar skupnost teh narodov (Evropska unija) še danes ni enotna o svoji prihodnosti ter o stopnji nadaljnjega povezovanja (konfederacija, federacija, morda Združene države Evrope).

Zgodovinska pogojenost nastanka obeh bank je vplivala na določitev glavnih statutarnih ciljev obeh bank. Zlasti zaradi slabe izkušnje Evrope s hiperinflacijo v Nemčiji po prvi svetovni vojni, je po drugi svetovni vojni nastala nemška centralna banka Bundesbank, ki je zelo strogo in uspešno dosegala cenovno stabilnost. Na njenem modelu je nastala Evropska centralna banka, ki mora slediti le enemu statutarno določenemu cilju, to je doseganju cenovne stabilnosti. Poleg tega cilja pa naj podpira splošno gospodarsko politiko v Skupnosti z namenom doseganja ciljev Skupnosti, med drugimi visoke stopnje zaposlenosti in vzdržne ter neinflatorne gospodarske rasti.

Na drugi strani Atlantika je zlasti po veliki gospodarski krizi leta 1929 prišlo do poudarjene vloge države v reševanju gospodarske krize, do zblizanja s keynesianizmom. Posledično sprejeta Zakon o zaposlenosti in Zakon o polni zaposlenosti in uravnoveženi rasti sta bila pomembna tudi za ameriško centralno banko, saj določata glavne statutarne cilje, ki jih Fed zasleduje; to so maksimalna zaposlenost, stabilne cene in zmerne dolgoročne obrestne mere.

Zaradi dejstva, da je med glavnimi statutarnimi cilji Fed-a tudi maksimalna zaposlenost, je bilo v zgodovini ameriške centralne banke kar nekaj vsaj posrednih poskusov ameriške vlade in Kongresa ZDA, da bi vplivali na denarno politiko Fed-a, saj je od gospodarskih razmer odvisen rezultat volitev.

Ali lahko centralna banka dobiva navodila od drugih vej oblasti? S tem vprašanjem se odpira temeljno vprašanje neodvisnosti centralnih bank. Evropska centralna banka je bolj neodvisna od ameriškega Fed-a, saj je določeno, da ne ECB ne katerakoli nacionalna centralna banka niti katerikoli član njihovih organov odločanja ne sme iskati ali sprejemati navodil institucij oz. teles Skupnosti, vlad članic ali kateregakoli drugega telesa, ameriška centralna banka pa navodila sprejema v obliki zakonov, sprejetih v Kongresu ZDA. Smernice delovanja ameriške centralne banke so se skozi zgodovino spreminjale predvsem v ameriškem kongresu, medtem ko je temeljna smernica delovanja ECB-ja, to je zasledovanje cenovne stabilnosti, od ustanovitve nespremenjena.

V nasprotju z ECB-jem je ameriška centralna banka zadolžena za stabilnost finančnega sistema. To je lahko dodaten pritisk na njegovo neodvisnost. Poleg tega ameriško finančno ministrstvo igra odločilno vlogo na deviznem trgu, zato je operativna neodvisnost Fed-a močno omejena, saj v večini primerov igra vlogo agenta finančnega ministrstva pri transakcijah na deviznem trgu. V primeru ECB-ja Ekonomsko-finančni svet le redko vpliva na devizne intervencije, pa tudi v tem primeru ne sme biti kršen cilj cenovne stabilnosti.

Odnos obeh centralnih bank do gospodarske rasti je različen. Ker ameriški Fed nima točno opredeljene ciljne letne inflacijske stopnje, hkrati pa ima med cilji maksimalno zaposlenost, je naklonjenost Fed-a višji gospodarski rasti tudi za ceno nekoliko višje stopnje inflacije večja kot pri Evropski centralni banki. Le-ta naj bi sledila le cilju inflacijske stopnje, ki je pod, vendar blizu 2 % v srednjeročnem obdobju. Gospodarska rast evroobmočja je seveda pomembna, vendar mora biti ta neinflatorna.

Tudi statistični podatki, ki so na voljo v prilogah (zlasti v prilogah 2 in 4) potrjujejo, da je ameriška centralna banka manj občutljiva na nekoliko višjo stopnjo inflacije, medtem ko je hkrati ameriško gospodarstvo v primerjavi z gospodarstvom evroobmočja dosegalo višje stopnje gospodarske rasti.

Velik problem gospodarstev v evroobmočju je relativno visoka stopnja brezposelnosti. Razlog relativno visoke brezposelnosti v evroobmočju je v velikih strukturnih in institucionalnih rigidnostih trgov dela in trgov proizvodov, kar povzroča dolgotrajno brezposelnost. Nadalje je prisoten problem slabše razvitosti storitvenega sektorja v evroobmočju v primerjavi z ameriškim. Ameriški storitveni sektor je pomenil vir rasti zaposlovanja v devetdesetih letih. V evroobmočju so regionalne razlike v brezposelnosti precej večje kot v ZDA. Zlasti pereč je problem dolgotrajne brezposelnosti v evroobmočju, saj ljudje, ki so dolgotrajno brezposelni, le s težavo ponovno dobijo zaposlitev.

Zaradi negativnih učinkov recesije na stopnjo brezposelnosti je še toliko bolj pomembno delovanje ECB-ja, ki preprečuje nastanek inflacije in še posebej njeno »vsidranje« v cenovna pričakovanja ljudi. Le tako ECB-ju ni potrebno posegati po restriktivni denarni politiki. Rešitev za doseganje nižje stopnje brezposelnosti je vsekakor v strukturnih reformah trgov dela in proizvodov in ne v ekspanzivni denarni politiki, saj bi le-ta povzročila manjšo verodostojnost centralne banke pri doseganju cenovne stabilnosti na srednji rok. Izgubljen ugled si centralna banka težko povrne, poleg tega pa pri tem nastanejo visoki družbeni stroški.

Menim, da je zelo pomembno, da ECB v primerjavi z ameriškim Fed-om ohrani svojo višjo stopnjo neodvisnosti in še naprej sledi cilju cenovne stabilnosti. Stvar vladnih ukrepov držav članic evroobmočja pa je doseganje višje gospodarske rasti, predvsem s spodbujanjem tehnološkega razvoja in večjim vlaganjem v raziskave in razvoj.

6 LITERATURA

1. Agresti M.-B., Mojon Benoit: Some stylised facts on the euro area business cycle. Monetary policy transmission in the euro area-a study by the Eurosystem monetary transmission network. Cambridge, New York : Cambridge University Press, 2003, str. 15-36
2. Angeloni Ignazio et al.: The output composition puzzle: a difference in the monetary transmission mechanism in the euro area and U.S. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 2003. 52 str.
3. Apel Emmanuel: Central banking systems compared : the ECB, the pre-euro Bundesbank, and the Federal Reserve System. New York : Routledge, 2003. 219 str.
4. Beck Günter W., Hubrich Kirstin, Marcellino Massimiliano: Regional inflation dynamics within and across euro area countries and a comparison with the US. ECB- Working paper series no. 681. Frankfurt am Main : ECB, 2006. 57 str.
5. Bernhard William: A Political Explanation of Variations in Central Bank Independence. Urbana : Department of Political Science-University of Illinois at Urbana-Champaign, 1998. 46 str.
6. Brown Brendan: Euro on trial = to reform or split up?. London : Pelgrave, 2004. 188 str.
7. Buitter Willem H.: Alice in Euroland. Cambridge : University of Cambridge, 1999. 27 str.
8. Delong Bradford J.: Herbert Hoover in Pakt stabilnosti. Finance, Ljubljana, 21. 7. 2003, str. 12.
9. Dueker Michael J., Fischer Andreas M.: Do inflation targeters outperform non-targeters?. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Saint Louis, september/oktober 2006, str. 431-450
10. Fratzscher Marcel, Ehrmann Michael: Equal size, equal role? Interest rate interdependence between the euro area and the United States. International Finance Discussion Papers Number 800. Washington (D.C.) : Board of Governors of the Federal Reserve System, 2004. 39 str.
11. Greider William: Secrets of the temple: How the Federal Reserve runs the country. New York : Touchstone, 1989. 677 str.
12. Greenspan Alan: The Age of Turbulence: Adventures in a New World. New York : The Penguin Press, 2007. 531 str.
13. Havrilesky Thomas: The pressures on American monetary policy. 2nd ed. Boston : Kluwer Academic Pub., 1995. 381 str.
14. Howells P. G. A., Bain K.: The economics of money, banking and finance: a European text. 3rd ed.: Harlow : Prentice Hall/Financial Times, 2005. 602 str.
15. Hubbard R.Glenn: Money, the financial system, and the economy. 2nd ed. Reading : Addison-Wesley, 1997. 759 str.
16. Issing Otmar: Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2003. 336 str.
17. Issing Otmar: Monetary policy in the euro area : strategy and decision making at the European Central Bank. Cambridge : Cambridge University Press, 2001. 199 str.

18. Issing Otmar: Why price stability?. First ECB Central Banking Conference. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2000, str. 179-202
19. Jaffe Dwight M.: Money, banking, and credit. New York : Work Publ., 1989. 699 str.
20. Jakše Gorazd: Ekonomski odnosi med Evropsko denarno unijo ter potencialnimi bodočimi članicami v njej. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1998. 50 str.
21. Janša Mateja: Sistem ekonomske politike v ZDA. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1995. 54 str.
22. Johnson Hazel J: Financial institutions and markets: a global perspective. New York : McGraw-Hill, 1993. 560 str.
23. Jukič Anton: Vpliv objav ekonomskih podatkov na trgovanje. Ljubljana : Poteza d.o.o., 2006. 29 str.
24. Kidwell David S., Peterson Richard L., Blackwell David W.: Financial institutions, markets, and money. 7th ed. Forth Worth: The Dryden Press : Harcourt College Publishers, cop., 2000. 872 str.
25. Kunst Ivan: Ameriški federalni rezervni sistem. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1984. 63 str.
26. Levin Andrew T., Natalucci Fabio M., Piger Jeremy M.: The macroeconomic effects of inflation targeting. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Saint Louis, 2004. 52 str.
27. Marshall Matt: The bank : the birth of Europe's central bank and the rebirth of Europe's power. London : Random House Business Books, 1999. 434 str.
28. Matejčič Katarina, Pezdir Rado: Klein: Osredotočenost na inflacijo ni dovolj. Finance, Ljubljana, 29. 3. 2005, str. 14.
29. Mayer Martin: The Fed : The Inside Story of How the World's Most Powerful Financial Institution Drives the Markets. New York : The Free Press, 2001. 350 str.
30. Mayer Thomas, Duesenberry James Stemble, Aliber Robert Z.: Money, banking and the economy. 6th ed. New York, London : W.W. Norton, 1996. 594 str.
31. Meade Ellen E., Sheets Nathan D.: Regional influences on U.S. monetary policy: some implications for Europe. International Finance Discussion Papers Number 721. Washington D.C. : Board of Governors of the Federal Reserve System, 2002. 36 str.
32. Miller Roger LeRoy, VanHoose David D.: Modern money and banking. 3rd ed. New York : McGraw-Hill, 1993. 794 str.
33. Mishkin Frederic S: The economics of money, banking, and financial markets. 6th ed. Boston : Addison-Wesley, 2001. 737 str.
34. Morris R., Ongena H., Schuknecht L.: The reform and implementation of the Stability and Growth Pact. ECB- Occasional paper series no. 47. Frankfurt am Main : ECB, 2006. 49 str.
35. Narat Matej: Bančni sistem Združenih držav Amerike (organizacija in struktura). Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1992. 56 str.
36. Olson Mark W.: Implementing the Gramm-Leach-Bliley Act: Two Years Later. Washington D.C. : The Federal Reserve Board, 2002. 5 str.
37. Orphanides Athanasios: The road to price stability. Washington D.C. : Federal Reserve Board, 2006. 11 str.

38. Poole William: FOMC Transparency. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Saint Louis, January/February 2005, str. 1-9.
39. Poole William: Inflation targeting. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Saint Louis, May/June 2006, str. 155-163.
40. Poole William: The Fed's Monetary Policy Rule. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Saint Louis, January/February 2006a, str. 1-11.
41. Ribnikar Ivan: Evropski sistem centralnih bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999, 3, str. 16-18.
42. Ribnikar Ivan: Instrumenti denarne politike Evropske centralne banke ali Evrosistema. Bančni vestnik, Ljubljana, 1999a, 9, str. 12-15.
43. Roger Scott, Stone Mark: On target? The international experience with achieving inflation targets. International Monetary Fund Working Paper WP/05/163. Washington D.C. : International Monetary Fund, 2005. 68 str.
44. Rogers John H.: Monetary union, price level convergence, and inflation: How close is Europe to the United States?. International Finance Discussion Papers Number 740. Washington D.C. : Board of Governors of the Federal Reserve System, 2002. 49 str.
45. Rothbard Murray N.: The Case Against the Fed. Auburn (Alabama) : Ludwig von Mises Institute, 1994. 158 str.
46. Scheller Hanspeter K.: The European Central Bank: history, role and functions. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004. 227 str.
47. Senjur Marjan: Pakt stabilnosti in rasti je treba spremeniti. Finance, Ljubljana, 26. 1. 2005, str. 15.
48. Thornton L. Daniel: The Fed's Inflation Objective. Saint Louis : Federal Reserve Bank of St. Louis-Monetary Trends, 2006, str. 1.

7 VIRI

1. 10-Year Treasury Constant Maturity Rate. Washington D.C. : Board of Governors of the Federal Reserve System. [URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/data/GS10.txt>], 2007.
2. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act. [URL: <http://www.answers.com/Depository%20Institutions%20Deregulation%20and%20Monetary%20Control%20Act>], 12. 4. 2006.
3. Developments in and Structural Features of the Euro Area Labour Markets. European Central Bank Monthly Bulletin, Frankfurt am Main : ECB, April 2000, str. 55-77.
4. Effective Federal Funds Rate. Washington D.C. : Board of Governors of the Federal Reserve System. [URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/data/FEDFUNDS.txt>], 2007.
5. EVROTERM večjezična terminološka zbirka. [URL: <http://www.gov.si/evroterm/>], različni datumi.
6. Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991. Washington D.C. : The Library of Congress THOMAS. [URL: <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d102:SN00543:@@@D&summ2=m&>], 26. 7. 2006.
7. Federal reserve act and other statutory provisions affecting the Federal reserve System: as amended through april 20, 1983. Washington (D.C.) : Board of Governors of the Federal Reserve System, 1983. 536 str.
8. Federal Reserve Statistical Release-G.5 Foreign Exchange Rates (Monthly). Washington DC : Board of Governors of the Federal Reserve System, [URL: <http://www.federalreserve.gov/releases/g5/>], 2007.
9. Grad, Škerlj, Vitorovič: Veliki angleško-slovenski slovar-elektronska izdaja. Ljubljana : DZS d.d., Založništvo literature, 1997.
10. Guideline of the European central bank of 30 December 2005 on a Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET) (ECB/2005/16) (2006/21/EC) (Uradni list Evropske unije I 18, 2006).
11. Key ECB interest rates. ECB-Statistics-Monetary operations-Key interest rates. Frankfurt am Main, [URL: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>], 2007.
12. Inštitut za slovenski jezik Frana Ramovša ZRC SAZU in avtorji: Slovar slovenskega knjižnega jezika-elektronska izdaja. Ljubljana : DZS d.d., Založništvo literature
13. Monthly bulletin 2006,4. Frankfurt am Main : ECB, 2006. 200 str.
14. Monthly bulletin 2007,1. Frankfurt am Main : ECB, 2007. 197 str.
15. Official reserve assets, other foreign currency assets and related short-term liabilities:
 - 1.1.1. Foreign currency reserves (in convertible foreign currencies). Frankfurt am Main : ECB. [URL: http://www.ecb.int/stats/external/reserves/html/assets_8.804.E.en.html], 2007.
16. Sklep EVROPSKE CENTRALNE BANKE z dne 15. decembra 2006 o določitvi pogojev za prenose kapitalskih deležev Evropske centralne banke med nacionalnimi centralnimi bankami in za uskladitev vplačanega kapitala (ECB/2006/23) (2007/44/ES) (Uradni list Evropske unije L 24, 2007).

17. Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin. Washington D.C. : Federal Reserve System, January 2007. 65 str.
18. Structural indicators, Employment. Eurostat. [URL: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=detailref&language=en&product=STRIND_EMPLOI&root=STRIND_EMPLOI/emploi/em071], 23. 10. 2007.
19. The centralbanking system of euro area: From TARGET to TARGET2- innovation and transformation. Frankfurt am Main : The Eurosystem, 2006. 8 str.
20. The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks. Frankfurt am Main : The Eurosystem, 2006. 34 str.
21. The monetary policy of the ECB. Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004, 126 str.
22. The World Factbook 2007. Washington, D.C. : Central Intelligence Agency, 2007.
23. Šega Lidija: Veliki moderni poslovni slovar: angleško-slovenski. Ljubljana : Cankarjeva založba, 1997, 957 str.
24. Web browser for OECD statistics. Pariz : OECD. [URL: <http://stats.oecd.org/wbos/default.aspx>], 2007.
25. World Economic Outlook Database. Washington D.C. : International Monetary Fund, October 2007. 257 str.

SLOVAR PREVODOV ANGLEŠKIH IZRAZOV

- Account Manager - upravnik računa; soodgovoren za operacije na odprtem trgu v ZDA.
- Adjusted main refinancing rate - prilagojena obrestna mera glavnega refinanciranja.
- Board of Governors-Odbor guvernerjev (Fed).
- Board of Governors of the National Currency - Odbor guvernerjev nacionalne valute.
- Capital component of the production process - kapitalska sestavina v proizvodnem procesu.
- Capital equipment - investicijska oprema.
- Capital rationing - racioniranje posojil.
- Capital utilisation rate - stopnja izkoriščenosti kapitala.
- Ceiling - zgornja meja (najvišja) obrestne mere za zadolžitev čez noč na medbančnem trgu.
- Check clearing and collection - obračun in unovčevanje (poravnava) čekov.
- Checking accounts - tekoči računi.
- Commodity money - blagovni denar.
- Comptroller of the currency - nadzornik valute; je institucija, ki je zadolžena za nadzor zasebnih bank v ZDA z nacionalno ustanovno listino-nacionalnih bank.
- Consumer Advisory Council - Potrošniški svetovalni svet.
- Consumer confidence - zaupanje potrošnikov.
- Consumer durables - trajne dobrine.
- Conference of Governors of the Federal Reserve Banks - Konferenca guvernerjev Federalnih rezervnih bank.
- Conversion rates - tečaji zamenjave.
- Core rate of inflation - jedrna stopnja inflacije; vse postavke, ki so zajete v HICP, razen hrane, energije alkohola in tobaka, kar predstavlja približno 30% celotnega indeksa.
- Corrective arm - popravljalni postopki; postopki v zvezi z izvajanjem Pakta o stabilnosti in rasti.
- Council of Economic Advisors - Svet ekonomskih svetovalcev.
- Counterparties - sodelujoče stranke.
- Coupon - periodični obrestni kupon obveznic.
- Court of Finance - Finančni zbor.
- Credit controls - nadzor posojil.
- Credit unions - kreditne zadruge.
- Dealers - borzni posredniki, ki trgujejo za svoj račun.
- Deferred-availability cash items - gotovinska sredstva z odloženo razpoložljivostjo.
- Discount window - diskontno okno; diskontna posojila Federalnega rezervnega sistema.
- European Monetary Cooperation Fund - Evropski sklad za denarno sodelovanje.

- Executive Board - Izvršilni odbor ECB.
- Expectations theory of the term structure - teorija pričakovanj glede terminske strukture obrestnih mer.
- Extended credit - razširjeno posojilo; posojilo diskontnega okna.
- Federal funds rate - obrestna mera federalnih rezerv (medbančna obrestna mera za depozite čez noč); ključna obrestna mera Fed-a.
- Federal Reserve Board - Odbor federalnih rezerv.
- Federal Reserve district banks - dvanajst Federalnih rezervnih bank.
- Federally chartered corporation - zvezno ustanovljena korporacija.
- Financial holding companies - finančne holdinške družbe.
- Fine tuning operations - operacije finega uravnavanja – instrument ECB, ki se izvaja občasno za stabiliziranje nepredvidenih nihanj v likvidnosti bančnega sistema in obrestnih mer na denarnem trgu.
- Fixed/variable rate tender - dražba s fiksno obrestno mero oziroma dražba s spremenljivo obrestno mero.
- Floor - najnižja spodnja meja obrestne mere za deponiranje sredstev bank čez noč pri nacionalnih centralnih bankah v evroobmočju.
- Fluctuation band - meje pasu nihanja deviznega tečaja.
- Foreign official deposits - tuji državni depoziti.
- Free banking - svobodno bančništvo.
- Free-silver movement - Gibanje za prosto kovanje srebrnega denarja.
- General Council - Razširjeni svet ECB.
- Goal - končni cilj.
- Governing Council - Svet ECB.
- Greenbacks - zelenohrbtniki; valuta v ZDA v 19. stoletju.
- Income and wealth effect - dohodkovni in premoženjski učinek.
- Income-Expenditure Interpretation - dohodkovno-izdatkovna razlaga.
- Intermediate targets - bližnji cilji.
- Lender of last resort - posojilodajalec v skrajni sili.
- Longer-term refinancing operations - dolgoročnejshe operacije refinanciranja; instrument, s katerim ECB zagotavlja del potrebne likvidnosti v bančnem sistemu, ki je rezultat permanentno deficitarne strukturne pozicije denarnega trga z ročnostjo treh mesecev.
- Main refinancing operations - operacije glavnega refinanciranja; so najpomembnejši instrument denarne politike ECB, preko katerega ECB posoja likvidnost bankam ali pa odkupuje presežke likvidnosti od bank.
- Main refinancing rate - obrestna mera glavnega refinanciranja; ključna obrestna mera ECB.
- Margin-requirement - določanje kritja nakupa vrednostnih papirjev.

- Marginal deposit facility - možnost deponiranja sredstev; banke lahko čez noč deponirajo sredstva pri nacionalnih centralnih bankah v evroobmočju po vnaprej določeni obrestni meri.
- Marginal lending facility - možnost obrobnega zadolževanja; banke se lahko v okviru instrumenta obrobne ali dodatne zadolžitve pri ECB zadolžijo čez noč.
- Matched sale-purchase transactions - vzajemne prodajno-nakupne transakcije.
- Member banks - banke članice.
- Minimum reserves - obvezne ali najmanjše rezerve bank (ECB).
- Money market funds - skladi denarnega trga.
- Money market papers - vrednostni papirji denarnega trga.
- Moral suasion - moralno prepričevanje.
- Mortgage banking companies - hipotekarna banka
- Mutual savings banks - vzajemne hranilnice in posojilnice.
- National Monetary Commission - Nacionalna denarna komisija.
- Natural rate of unemployment - naravna stopnja brezposelnosti.
- New York Clearing House Association - Združenje newyorških klirinških hiš.
- Non-bank subsidiaries - nebančne podružnice.
- Nontradable goods - netrgovane dobrine.
- Operating targets - operativni cilji.
- Output composition puzzle - uganka sestave proizvoda.
- Outright purchases and sales - neposredni nakupi in prodaje.
- Overnight deposits - depoziti čez noč.
- Portfolio Equilibrium - portfeljsko ravnotežje.
- Precautionary saving - previdnostno varčevanje.
- Preventive arm - preprečevalni postopki; postopki v zvezi z izvajanjem Pakta o stabilnosti in rasti.
- Quick tender - hitra ponudba ali dražba.
- Representative money - zastopstveni denar.
- Repurchase agreements - posli začasnega nakupa vrednostnih papirjev.
- Reserve Association Board - Odbor združenja rezerv.
- Reserve base - osnova za rezerve; pomembna pri izračunu obveznih rezerv.
- Reserve requirements - obvezne rezerve (Fed).
- Revaluation accounts - računi vrednotenja; postavka v pasivi bilance stanja Evrosistema.
- Reverse repurchase agreements - pogodbe o povratni prodaji.
- Reverse transactions - nasprotno operacije.
- Risk sharing transfers - transferi prerazdeljevanja tveganja med različnimi regijami.
- Rules of procedure - postopkovna pravila.
- Savings&loans associations - hranilnice in posojilnice.
- Seasonal credit - sezonsko posojilo; posojilo diskontnega okna.

- Secretary of the Treasury - finančni minister ZDA.
- Securities brokers and dealers - borzni posredniki.
- Securities houses - borzno-posredniške hiše.
- Short-term adjustment credit - kratkoročno prilagoditveno posojilo; posojilo diskontnega okna.
- Short-term money market rate - kratkoročna obrestna mera denarnega trga.
- Spillover effect - učinek prelitja.
- Standing facilities - odprte možnosti bank zadolžiti se pri centralni banki ali pri njej naložiti odvečni (primarni) denar.
- Straight insurance markets - trgi neposrednih zavarovanj.
- Structural operations - strukturne operacije; z njimi ECB spreminja tako imenovani strukturni položaj denarnega trga.
- Term and risk structure - teorija terminske strukture in strukture tveganja obrestnih mer.
- Thrift Institutions Advisory Council - Svetovalni svet hranilnic.
- Tools - instrumenti delovanja.
- Tradable goods - trgovane dobrine.
- Trade-off - barantanje.
- Trading Desk - trgovalni pult.
- Treasury bills - kratkoročne zakladne menice.
- Trust companies - družbe za upravljanje premoženja in investicijsko svetovanje.
- U.S. savings bonds and notes - zvezne hranilne obveznice.

SEZNAM UPORABLJENIH KRATIC

- BDP - bruto domači proizvod.
- BPRČ - bruto poravnava v realnem času.
- BR (borrowed reserves) - sposojene rezerve.
- C (cash) - gotovina.
- CAP (Common Agricultural Policy) - skupna kmetijska politika.
- CHIPS (Clearing House Interbank Payment System) - avtomatizirani sistem medbančnih obračunov v ZDA.
- DIDMCA (Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act) - Zakon o deregulaciji depozitarnih institucij in denarnem nadzoru.
- EAEC (European Atomic Energy Community ali Euratom) - Evropska skupnost za jedrsko energijo.
- ECB (European central bank) - Evropska centralna banka.
- ECOFIN - Ekonomsko-finančni svet.
- ECU (European Currency Unit) - Evropska denarna enota.
- EDP (Excessive deficit procedure) - procedura previsokega proračunskega primanjkljaja.
- EEC-(European Economic Community) - Evropska gospodarska skupnost.
- EMI (European Monetary Institute) - Evropski denarni inštitut.
- EMU (Economic and Monetary Union) - Ekonomska in denarna unija.
- EMS (European Monetary System) - Evropski denarni sistem.
- EONIA (Euro OverNight Index Average) - obrestna mera za posojila čez noč, izračunana na podlagi ponderiranega povprečja vseh nezavarovanih posojil čez noč na medbančnem trgu v evroobmočju.
- ERM (Exchange Rate Mechanism) - mehanizem deviznih tečajev.
- ERM II (Exchange Rate Mechanism II) - mehanizem deviznih tečajev, ki je pogoj za vstop novih držav v EMU in prevzem evra.
- ESCB (European system of central banks) - Evropski sistem centralnih bank.
- EU - Evropska unija.
- FAC (The Federal Advisory Council) - Federalni svetovalni svet.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) - Agencija za zavarovanje vlog (ZDA).
- FOMC (Federal Open Market Committee-FOMC) - Federalni komite za operacije na odprtem trgu.
- GAO (General Accounting Office) - Zvezno računsko sodišče ZDA.
- HICP (Harmonised Index of Consumer Prices) - harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin.
- IPSA (implicit price stability anchor) regime - režim implicitnega sidra cenovne stabilnosti.
- MB (money base) - primarni denar.
- MDS - Mednarodni denarni sklad.

- NAIRU (nonaccelerating inflation rate of unemployment) - stopnja brezposelnosti, ki ne pospešuje inflacije.
- NBR (non-borrowed reserves) - nesposojene rezerve.
- OMIC (Open Market Investment Committee) - Komite za vlaganja na odprtem trgu.
- OMPC (Open Market Policy Conference) - Konferenca za politiko odprtega trga.
- PSR - Pakt o stabilnosti in rasti (Stability and Growth Pact).
- SAFER (Signaling from the Administration to the FEderal Reserve) - signaliziranje vlade ameriški centralni banki (kakšno denarno politiko si vlada želi).
- SDR (Special Drawing Rights) - posebne pravice črpanja, košarica valut Mednarodnega denarnega sklada, ki se poleg drugih valut uporablja za devizne rezerve centralnih bank članic Mednarodnega denarnega sklada.
- SEC (Securities and Exchange Commision) - Komisija za borzne vrednostne papirje.
- SOMA (System Open Market Account) - račun sistema odprtega trga.
- TARGET (Transeuropean Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) - Vseevropski samodejni ekspresni transferni sistem bruto poravnav v realnem času TARGET.
- TR (total reserves) - celotne rezerve.

PRILOGE

Priloga 1: Kronologija evropskega integriranja

- Julija 1952 Belgija, Nemčija, Francija, Italija, Luksemburg in Nizozemska ustanovijo Evropsko skupnost za premog in jeklo (European Coal and Steel Community-ECSC),
- iste države januarja 1958, ko začne veljati Rimska pogodba, ustanovijo Evropsko gospodarsko skupnost (European Economic Community-EEC) in Evropsko skupnost za jedrsko energijo (European Atomic Energy Community-EAEC ali Euratom),
- julija 1967 začne veljati Pogodba o združitvi (Merger Treaty), ki je določila eno komisijo in en svet za tedaj tri Evropske skupnosti,
- Danska, Irska in Velika Britanija se januarja 1973 pridružijo trem Evropskim skupnostim,
- Grčija se trem Evropskim skupnostim pridruži januarja 1981,
- Španija in Portugalska se pridružijo trem Evropskim skupnostim januarja 1986,
- februarja 1986 je sprejet Enotni evropski akt (Single European Act), ki je uvedel prilagoditve, ki so bile potrebne za vzpostavitev notranjega trga,
- novembra 1993 stopi v veljavo Pogodba o Evropski uniji oz. Maastrichtska pogodba, ki ustanovi Evropsko unijo, ki sloni na treh stebrih: a) treh Evropskih skupnostih (Evropska gospodarska skupnost se preimenuje v Evropsko skupnost), b) skupni zunanji in varnostni politiki in c) sodelovanju na področju pravosodja in notranjih zadev,
- Avstrija, Finska in Švedska se pridružijo Evropski uniji januarja 1995,
- maja 1999 stopi v veljavo Amsterdamska pogodba, spremenila in preštevilčila je Pogodbo o EU-ju in Pogodbo o Evropski skupnosti,
- julija 2002 je 50 let po ustanovitvi prenehala obstajati Evropska skupnost za premog in jeklo, ki je svoja sredstva in pristojnosti prenesla na Evropsko skupnost,
- Pogodba iz Nice (februar 2003) je v glavnem zadevala reformo institucij, da bi lahko Evropska unija učinkovito delovala po širitvi na 25 držav članic. Pogodba iz Nice, prejšnja Pogodba o Evropski uniji in Pogodba o Evropski skupnosti so bile združene v eno samo prečiščeno besedilo,
- Konvencija o prihodnosti Evrope je v letu 2003 pripravila osnutek Pogodbe o ustavi za Evropo,
- maja 2004 so se Evropski uniji pridružile Češka, Estonija, Ciper, Latvija, Litva, Madžarska, Malta, Poljska, Slovaška in Slovenija, kar je število članic povečalo na 25,
- junija 2004 so članice EU-ja sprejele Pogodbo o ustavi za Evropo, ki pa je bila v postopku ratificiranja zavrnjena na referendumih v Franciji in na Nizozemskem,
- januarja 2007 ste se Evropski uniji pridružili Romunija in Bolgarija,
- oktobra 2007 na zasedanju Evropskega sveta na Portugalskem sprejeta nova pogodba o Evropski uniji (Lizbonska pogodba), ki ne bo v obliki ustave, povzema pa precej

določil neuspešne Pogodbe o ustavi za Evropo. Potrebna bo ratifikacija pogodbe v vseh članicah EU-ja.

Priloga 2: Tabela primerjave realne rasti BDP-ja v ZDA in evroobmočju v letih 1989-2006

	ZDA	Evroobmočje
Realna rast BDP (v %)		
1889-1998 (desetletno povprečje)	3,0	-
1999	4,4	3,0
2000	3,7	3,8
2001	0,8	1,9
2002	1,6	0,9
2003	2,5	0,8
2004	3,6	2,0
2005	3,1	1,5
2006	2,9	2,8

Vir: World Economic Outlook Database, 2007, str. 215

Priloga 3: Tabela primerjave komponent realne rasti BDP-ja (letna sprememba v %) v ZDA in evroobmočju v letih 1999-2006

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ZDA								
Končna potrošnja gospodinjstva	5,1	4,7	2,5	2,7	2,8	3,6	3,2	3,1
Končna potrošnja država	3,1	1,7	3,1	4,3	2,5	1,5	0,8	1,4
Bruto investicije v osnovna sredstva	8,2	6,1	-1,7	-3,5	3,2	6,1	5,8	2,6
Domača potrošnja skupaj	5,4	4,5	1,8	1,8	2,8	3,8	3,3	2,7
Spremembe zalog ¹⁵	-	-0,1	-0,9	0,4	-	0,4	-0,2	0,1
Saldo menjave s tujino	-1,0	-0,9	-0,2	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	-0,1
Evroobmočje								
Končna potrošnja gospodinjstva	3,4	3,1	2,0	0,8	1,2	1,6	1,5	1,8
Končna potrošnja država	1,9	2,3	2,0	2,4	1,8	1,3	1,3	1,9
Bruto investicije v osnovna sredstva	6,3	5,0	0,5	-1,5	1,2	2,3	2,6	5,0
Domača potrošnja skupaj	3,7	3,3	1,7	0,6	1,3	1,6	1,6	2,6
Spremembe zalog	-0,1	-	-0,4	-0,3	0,2	0,2	0,1	-
Saldo menjave s tujino	-0,5	0,5	0,7	0,5	-0,6	0,2	-0,2	0,2

Vir: World Economic Outlook Database, 2007, str. 217-218

¹⁵ Spremembe izražene kot odstotek BDP v preteklem obdobju.

Priloga 4: Tabela primerjave inflacijskih stopenj (letne odstotne spremembe potrošniških cen) v ZDA, evroobmočju in v posameznih članicah evroobmočja v letih 1999-2006

Letna odstotna sprememba potrošniških cen	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ZDA	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2
Evroobmočje¹⁶	1,1	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2
Nemčija	0,6	1,4	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8
Francija	0,6	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9
Italija	1,7	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2
Španija	2,2	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6
Nizozemska	2,0	2,3	5,1	3,8	2,2	1,4	1,5	1,7
Belgija	1,1	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3
Avstrija	0,5	2,0	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7
Finska	1,3	2,9	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3
Grčija	2,1	2,9	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3
Portugalska	2,2	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0
Irska	2,5	5,2	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7
Luksemburg	1,0	3,2	2,7	2,1	2,0	2,2	2,5	2,7
Slovenija	6,2	8,8	8,4	7,5	5,6	3,6	2,5	2,5

Vir: World Economic Outlook Database, 2007, str. 224

¹⁶ Merjeno s HICP harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin, ki ga objavlja Eurostat.

Priloga 5: Tabela primerjave podatkov o tekočem računu plačilne bilance v ZDA, evroobmočju in v posameznih članicah evroobmočja v letih 1999-2006

Primankljaj/presežek tekočega računa plač. bilance (v % BDP-ja)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ZDA	-3,2	-4,3	-3,8	-4,4	-4,8	-5,5	-6,1	-6,2
Evroobmočje	0,4	-0,6	0,1	0,7	0,5	1,1	0,3	-
Nemčija	-1,3	-1,7	-	2,0	1,9	4,3	4,6	5,0
Francija	3,1	1,6	1,9	1,4	0,8	0,1	-1,1	-1,2
Italija	0,7	-0,5	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,5	-2,4
Španija	-2,9	-4,0	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,6
Nizozemska	3,8	1,9	2,4	2,5	5,5	8,5	7,7	8,6
Belgija	7,9	4,0	3,4	4,6	4,1	3,5	2,6	2,0
Avstrija	-3,2	-2,5	-1,9	0,3	-0,2	1,7	2,1	3,2
Finska	5,9	8,7	9,6	10,1	6,4	7,7	4,9	5,2
Grčija	-5,4	-6,8	-6,3	-5,6	-5,6	-5,0	-6,4	-9,6
Portugalska	-8,5	-10,2	-9,9	-8,1	-6,1	-7,7	-9,7	-9,4
Irska	0,2	-0,4	-0,6	-1,0	-	-0,6	-3,5	-4,2
Luksemburg	10,7	13,2	8,8	11,6	8,0	11,8	11,1	10,6
Slovenija	-3,3	-2,7	0,2	1,0	-0,8	-2,7	-1,9	-2,5

Vir: World Economic Outlook Database, 2007, str. 233

Priloga 6: Tabela javnofinančnega salda širše države¹⁷ (general government) v ZDA in evroobmočju med leti 2001 do 2006 (v % BDP)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ZDA						
Proračunski primanjkljaj/presežek	-0,4	-3,8	-4,8	-4,4	-3,6	-2,6
Neto javni dolg ¹⁸	35,6	38,4	41,4	43,2	44,2	44,1
Bruto javni dolg	53,7	56,1	59,4	60,4	60,9	60,2
Proizvodna vrzel ¹⁹	0,7	-0,4	-0,6	-	0,2	0,3
Evroobmočje						
Proračunski primanjkljaj/presežek	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,6	-1,6
Neto javni dolg	58,5	58,5	59,8	60,3	60,9	58,9
Bruto javni dolg	68,3	68,2	69,3	69,7	70,4	68,6
Proizvodna vrzel	1,3	0,1	-1,0	-1,0	-1,4	-0,6

Vir: World Economic Outlook Database, 2007, str. 229

¹⁷ Poleg proračuna države (v primeru evroobmočja skupine držav) je upoštevan tudi sistem zdravstvenega zavarovanja.

¹⁸ Neto javni dolg je opredeljen kot bruto javni dolg zmanjšan za finančna sredstva države v širšem smislu, ki vključujejo sredstva sistema zdravstvenega zavarovanja.

¹⁹ Proizvodna vrzel je dejanski proizvod (BDP) zmanjšan za potencialni proizvod, izražena kot odstotek potencialnega proizvoda.

Priloga 7: Povzetek virov in porab varčevanja v ZDA in evroobmočju v letih 2001 do 2006 (v % BDP)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ZDA						
Varčevanje	16,4	14,2	13,3	13,8	14,0	14,1
Investicije	19,1	18,4	18,4	19,4	19,9	20,0
Neto posojanje	-2,8	-4,2	-5,1	-5,5	-6,0	-5,9
Tekoči transferi	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
Faktorski dohodki	1,3	0,5	0,1	0,5	0,5	0,5
Bilanca virov ²⁰	-3,6	-4,0	-4,5	-5,2	-5,7	-5,7
Evroobmočje						
Varčevanje	21,3	20,8	20,8	21,6	21,1	21,6
Investicije	21,0	20,0	20,1	20,4	20,8	21,6
Neto posojanje ²¹	0,2	0,8	0,7	1,2	0,4	0,1
Tekoči transferi	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Faktorski dohodki	-0,6	-0,9	-0,8	-0,2	-0,3	-0,2
Bilanca virov	1,5	2,3	2,1	2,1	1,5	1,2

Vir: World Economic Outlook Database, 2007, str. 242

²⁰ Bilanca virov=varčevanje-investicije-tekoči transferi-faktorski dohodki.

²¹ Zaradi asimetrij v statistikah plačilnih bilanc in izpuščenih podatkov neto posojanje ni vedno enako razliki med varčevanjem in investicijami.

Priloga 8: Vplačani kapital nacionalnih centralnih bank

	Delež, vplačan na 31. december 2006 (EUR)	Delež, vplačan z učinkom od 1. januarja 2007 (EUR)	Znesek prenosa (EUR)
<i>Sodelujoča NCB</i>			
Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique	141 910 195,14	142 334 199,56	+424 004,42
Deutsche Bundesbank	1 176 170 750,76	1 182 149 240,19	+5 978 489,43
Bank of Greece	105 584 034,30	104 659 532,85	-924 501,45
Banco de España	432 697 551,32	434 917 735,09	+2 220 183,77
Banque de France	827 533 093,09	828 813 864,42	+1 280 771,33
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51 300 685,79	51 183 396,60	-117 289,19
Banca d'Italia	726 278 371,47	721 792 464,09	-4 485 907,38
Banque centrale du Luxembourg	8 725 401,38	9 073 027,53	+347 626,15
De Nederlandsche Bank	222 336 359,77	224 302 522,60	+1 966 162,83
Oesterreichische Nationalbank	115 745 120,34	116 128 991,78	+383 871,44
Banco de Portugal	98 233 106,22	98 720 300,22	+487 194,00
Banka Slovenije	1 302 967,30	18 399 523,77	+17 096 556,47
Suomen Pankki	71 711 892,59	71 708 601,11	-3 291,48
<i>Nesodelujoča NCB</i>			
Bulgarian National Bank	0	3 561 868,99	+3 561 868,99
Česká národní banka	5 680 859,54	5 597 049,87	-83 809,67
Danmarks Nationalbank	6 101 159,01	6 104 332,92	+3 173,91
Eesti Pank	694 915,90	686 727,37	-8 188,53
Central Bank of Cyprus	506 384,90	503 653,84	-2 731,06
Latvijas Banka	1 160 010,95	1 134 330,06	-25 680,89
Lietuvos bankas	1 723 656,30	1 684 760,40	-38 895,90
Magyar Nemzeti Bank	5 408 190,75	5 299 051,33	-109 139,42
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	252 023,87	250 818,81	-1 205,06
Narodowy Bank Polski	20 013 889,41	19 657 419,83	-356 469,58
Banca Națională a României	0	10 156 951,89	+10 156 951,89
Národná banka Slovenska	2 783 948,38	2 727 956,95	-55 991,43
Sveriges riksbank	9 400 451,41	9 400 866,26	+414,85
Bank of England	56 022 530,23	56 187 041,67	+164 511,44
Skupaj: ²²	4 089 277 550,12	4 127 136 230,00	+37 858 679,88

Vir: Sklep EVROPSKE CENTRALNE BANKE z dne 15. decembra 2006 o določitvi pogojev za prenose kapitalskih deležev Evropske centralne banke med nacionalnimi centralnimi bankami in za uskladitev vplačanega kapitala (ECB/2006/23) (2007/44/ES) (Uradni list Evropske unije L 24/8, 2007)

²² Zaradi zaokroževanja se skupne vsote lahko ne ujemajo natančno s seštevki vseh prikazanih števil.

Priloga 9: Devizne rezerve ECB-ja in evroobmočja (v mio EUR)

	Evroobmočje	ECB
December 1999	227.153	42.315
Januar 2000	233.021	42.965
Februar 2000	233.691	40.728
Marec 2000	239.943	42.755
April 2000	251.272	45.452
Maj 2000	245.822	43.006
Junij 2000	239.938	43.292
Julij 2000	246.109	43.780
Avgust 2000	252.470	47.521
September 2000	256.767	44.877
Oktober 2000	264.130	46.255
November 2000	250.421	39.739
December 2000	234.233	37.967
Januar 2001	243.774	38.920
Februar 2001	241.100	39.550
Marec 2001	249.019	39.531
April 2001	240.884	37.992
Maj 2001	253.658	42.344
Junij 2001	252.853	42.974
Julij 2001	246.608	42.659
Avgust 2001	234.376	38.494
September 2001	233.565	37.256
Oktober 2001	239.775	40.999
November 2001	241.918	40.992
December 2001	235.414	41.421
Januar 2002	245.266	43.930
Februar 2002	242.112	42.911
Marec 2002	238.605	42.198
April 2002	227.577	40.373
Maj 2002	218.569	38.343
Junij 2002	207.779	37.675
Julij 2002	215.629	39.125
Avgust 2002	213.802	37.903
September 2002	217.982	38.230
Oktober 2002	215.610	37.665
November 2002	213.600	36.979
December 2002	205.355	37.289
Januar 2003	198.218	34.385
Februar 2003	194.399	33.894
Marec 2003	187.110	32.753
April 2003	182.212	33.111
Maj 2003	172.141	31.413
Junij 2003	175.271	31.585
Julij 2003	173.960	33.375
Avgust 2003	179.058	33.974
September 2003	170.208	32.258

Oktober 2003	169.406	31.970
November 2003	159.902	31.157
December 2003	148.304	28.583
Januar 2004	154.542	30.147
Februar 2004	145.177	28.045
Marec 2004	144.510	29.112
April 2004	147.904	29.502
Maj 2004	144.583	29.248
Junij 2004	147.140	29.207
Julij 2004	147.976	29.833
Avgust 2004	143.730	29.005
September 2004	142.237	29.591
Oktober 2004	139.683	29.485
November 2004	135.667	27.920
December 2004	132.662	26.998
Januar 2005	140.115	28.187
Februar 2005	133.579	26.650
Marec 2005	135.804	27.862
April 2005	138.308	28.591
Maj 2005	141.415	29.854
Junij 2005	143.718	31.170
Julij 2005	142.372	31.358
Avgust 2005	142.316	31.075
September 2005	144.402	31.783
Oktober 2005	144.584	31.720
November 2005	146.311	32.341
December 2005	141.848	31.225
Januar 2006	143.539	31.137
Februar 2006	145.095	32.115
Marec 2006	136.192	29.253
April 2006	133.731	29.779
Maj 2006	133.897	30.186
Junij 2006	132.772	28.746
Julij 2006	134.895	30.314
Avgust 2006	135.167	29.786
September 2006	139.486	30.484
Oktober 2006	140.480	30.238
November 2006	137.459	29.381
December 2006	139.454	29.597
Januar 2007	145.400	32.213
Februar 2007	144.845	32.003
Marec 2007	141.990	29.891
April 2007	141.064	29.821
Maj 2007	141.725	30.168
Junij 2007	143.485	30.705
Julij 2007	146.248	31.559
Avgust 2007	146.229	30.374

Vir: Official reserve assets, other foreign currency assets and related short-term liabilities:
1.1.1. Foreign currency reserves (in convertible foreign currencies). Frankfurt am Main :
ECB, 2007, [http://www.ecb.int/stats/external/reserves/html/assets_8.804.E.en.html].

Priloga 10: Gibanje ključnih obrestnih mer Evropske centralne banke v obdobju od januarja 1999 do junija 2007 (v % na letni ravni)

Datum (velja od)	Možnost deponiranja sredstev	Operacije glavnega refinanciranja		Možnost obrobnega zadolževanja
		Dražbe s fiksno obrestno mero	Dražbe z variabilno obrestno mero Minimalna obrestna mera glavnega refinanciranja	
13.6.2007	3,00	-	4,00	5,00
14.3.2007	2,75	-	3,75	4,75
13.12.2006	2,50	-	3,50	4,50
11.10.2006	2,25	-	3,25	4,25
9.8.2006	2,00	-	3,00	4,00
15.6.2006	1,75	-	2,75	3,75
8.3.2006	1,50	-	2,50	3,50
6.12.2005	1,25	-	2,25	3,25
6.6.2003	1,00	-	2,00	3,00
7.3.2003	1,50	-	2,50	3,50
6.12.2002	1,75	-	2,75	3,75
9.11.2001	2,25	-	3,25	4,25
18.9.2001	2,75	-	3,75	4,75
31.8.2001	3,25	-	4,25	5,25
11.5.2001	3,50	-	4,50	5,50
6.10.2000	3,75	-	4,75	5,75
1.9.2000	3,50	-	4,50	5,50
28.6.2000	3,25	-	4,25	5,25
9.6.2000	3,25	4,25	-	5,25
28.4.2000	2,75	3,75	-	4,75
17.3.2000	2,50	3,50	-	4,50
4.2.2000	2,25	3,25	-	4,25
5.11.1999	2,00	3,00	-	4,00
9.4.1999	1,50	2,50	-	3,50
22.1.1999	2,00	3,00	-	4,50
4.1.1999	2,75	3,00	-	3,25
1.1.1999	2,00	3,00	-	4,50

Vir: Key ECB interest rates, ECB, 2007