

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRIMERJAVA UČINKOVITOSTI POLITIKE KVANTITATIVNEGA  
SPROŠČANJA AMERIŠKE IN EVROPSKE CENTRALNE BANKE**

Ljubljana, september 2016

JASMINA KOVAČIČ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Jasmina Kovačič, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Primerjava učinkovitosti politike kvantitativnega sproščanja ameriške in evropske centralne banke, pripravljena v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Vasjo Rantom

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 28.09.2016

Podpis študentke: Jasmina Kovačič

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 DENARNA POLITIKA .....</b>	<b>4</b>
1.1 Denarna politika ECB .....	5
1.1.1 Institucionalni okvir skupne denarne politike ECB.....	5
1.1.2 Strategija denarne politike ECB .....	7
1.1.3 Instrumenti denarne politike ECB .....	11
1.2 Denarna politika FED .....	13
1.2.1 Institucionalni okvir denarne politike FED .....	13
1.2.2 Strategija denarne politike FED .....	15
1.2.3 Instrumenti denarne politike FED .....	16
1.3 Nestandardni ukrepi denarne politike .....	17
1.3.1 Kvantitativno sproščanje in njegova vloga pri delovanju transmisijskega mehanizma denarne politike .....	21
1.3.2 Program kvantitativnega sproščanja ECB .....	24
1.3.3 Program kvantitativnega sproščanja FED .....	30
1.3.4 Primerjava programov kvantitativnega sproščanja v ZDA in Evroobmočju	34
<b>2 FISKALNI OKVIR POLITIKE KVANTITATIVNEGA SPROŠČANJA V EVROOBMOČJU IN ZDA .....</b>	<b>36</b>
2.1 Fiskalna politika v EU in evroobmočju .....	38
2.1.1 Institucionalni okvir fiskalne politike EU in evroobmočju .....	38
2.1.2 Ukrepi fiskalne politike EU v času krize.....	44
2.2 Fiskalna politika ZDA .....	49
2.2.1 Institucionalni okvir fiskalne politike ZDA .....	49
2.2.2 Ukrepi fiskalne politike ZDA v času krize.....	50
<b>3 PREGLED UČINKOV POLITIKE KVANTITATIVNEGA SPROŠČANJA V RAZMERAH EKSPANZIVNE FISKALNE POLITIKE ZDA IN RESTRIKTIVNE FISKALNE POLITIKE EU.....</b>	<b>53</b>
3.1 Finančne in gospodarske razmere v evroobmočju in ZDA v začetku finančne krize .....	53
3.2 Pregled učinkov politike QE v ZDA in EU .....	55
3.2.1 Prikaz gibanja obrestnih mer od začetka finančne krize do danes .....	56

3.2.2.	Prikaz gibanja ključnih makroekonomskih spremenljivk od začetka finančne krize do danes.....	57
3.2.3	Pregled učinkov programa QE .....	59
3.2.3.1	Vpliv na obrestne mere .....	59
3.2.3.2	Vpliv na makroekonomske spremenljivke.....	64
3.3	Primerjava učinkovitosti ukrepa kvantitativnega sproščanja v ZDA in evroobmočju.....	65
<b>4</b>	<b>PRIHODNJA RAZMIŠLJANJA O IZHODNI STRATEGIJI NESTANDARDNE DENARNE POLITIKE .....</b>	<b>66</b>
	<b>SKLEP.....</b>	<b>70</b>
	<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>	<b>74</b>
	<b>PRILOGE</b>	

#### **KAZALO TABEL**

Tabela 1:	Primerjava ključnih značilnosti ECB in FED	17
Tabela 2:	Pregled nestandardnih ukrepov ECB, sprejetih v različnih časovnih obdobjih od leta 2008 dalje	19
Tabela 3:	Primerjava programov QE, ki sta ju izvajali ECB in FED	34
Tabela 4:	Obseg javnofinančnih izdatkov držav članic na državni ravni in ravni EU v obdobju od 2007 do 2015 (% BDP)	39
Tabela 5:	Obseg javnofinančnega primanjkljaja držav članic na državni ravni in ravni EU v obdobju od 2007 do 2015 (% BDP)	45
Tabela 6:	Obseg javnega dolga držav članic na državni ravni v obdobju od 2007 do prvega kvartala 2016 (% BDP)	46
Tabela 7:	Obseg javnofinančnih izdatkov, javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga na zvezni ravni ZDA v obdobju od 2007 do 2014 (% BDP)	50

#### **KAZALO SLIK**

Slika 1:	Stabilnost usmeritev startegije denarne politike ECB	11
Slika 2:	Shematični prikaz delovanja transmisijskega mehanizma denarne politike v primeru izvajanja ukrepa QE	24
Slika 3:	Razporeditev mesečnega nakupa vrednostnih papirjev v Evrosistemu	28
Slika 4:	Grafični prikaz vpliva nestandardnih ukrepov denarne politike ECB na višino in strukturo sredstev bilance stanja Evrosistema od leta 2007 dalje	29

	(v mio EUR)	
Slika 5:	Grafični prikaz vpliva nestandardnih ukrepov denarne politike ECB na višino in strukturo obveznosti bilance stanja Evrosistem od leta 2007 dalje (v mio EUR)	30
Slika 6:	Grafični prikaz vpliva QE na višino in strukturo sredstev bilance stanja FED od leta 2007 dalje (v mio USD)	33
Slika 7:	Grafični prikaz vpliva QE na višino in strukturo obveznosti bilance stanja FED od leta 2007 dalje (v mio USD)	33
Slika 8:	Višina sredstev ECB in FED v septembru 2016 (v mio EUR)	35
Slika 9:	Struktura portfelja vrednostnih papirjev v imetju za namene denarne politike ECB na dan 16. september 2016 (v %)	35
Slika 10:	Struktura portfelja vrednostnih papirjev v imetju za namene denarne politike FED na dan 21. september 2016 (v %)	36
Slika 11:	Gibanja stopnje inflacije, stopnja rasti BDP in stopnje brezposelnosti v evroobmočju v obdobju 1999-2009 (v %)	54
Slika 12:	Gibanja stopnje inflacije, stopnja rasti BDP in stopnje brezposelnosti v ZDA v obdobju 1999-2009 (v %)	55
Slika 13:	Gibanje donosnosti ameriških dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev (5-letne, 10-letne, 20-letne in 30-letne) in ključne kratkoročne obrestne mere FED-a v obdobju 2006-2016 (v %)	56
Slika 14:	Gibanje donosnosti evropskih dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev (5-letne, 10-letne, 20-letne in 30-letne) v obdobju 2006-2015 (v %)	57
Slika 15:	Gibanje stopnje inflacije, stopnja rasti BDP in stopnje brezposelnosti v ZDA v obdobju 2007-2016 (v %)	58
Slika 16:	Gibanje stopnje inflacije, stopnja rasti BDP in stopnje brezposelnosti v evroobmočju v obdobju 2007-2016 (v %)	59
Slika 17:	Gibanje donosnosti ameriških dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti v obdobju november 2008-december 2012 (v %)	61
Slika 18:	Gibanje donosnosti evropskih dolgoročnih državnih obveznic različnih ročnosti v obdobju 2008-2012 (v %)	63



## UVOD

Kvantitativno sproščanje (angl. *Quantitative easing*, v nadaljevanju QE) oziroma razširjen program nakupa dolgoročnih vrednostnih papirjev (državnih obveznic ali druge vrste vrednostnih papirjev) na sekundarnem trgu od bank ter pokojninskih in investicijskih skladov je eden od nestandardnih ukrepov, ki ga v okviru svoje denarne politike izvajajo vse večje svetovne centralne banke od razvoja svetovne finančne krize dalje (izjema je Japonska, ki je uvedla ta ukrep že leta 2001). Cilj izvajanja ukrepa je preprečiti deflacijo in z znižanjem vrednosti valute ter s povečanjem likvidnosti bank spodbuditi agregatno povpraševanje in gospodarsko rast ter posredno vplivati na stabilnost cen v srednjeročnem obdobju.

V normalnih časih so centralne banke zgolj z uporabo standardnih ukrepov denarne politike, s katerimi so usmerjale ključne obrestne mere, učinkovito upravljale likvidnostno stanje na denarnih trgih in na ta način ohranjale stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Z zlomom svetovnega finančnega in gospodarskega sistema v letu 2008, ko so se države soočile s hitrim krčenjem gospodarstva, porastom brezposelnosti ter javnofinančnimi neravnotežji, se je izkazalo, da uporaba standardnih ukrepov denarne politike s strani velikih centralnih bank industrijsko razvitih držav ni več zadoščala za doseganje primarnih ciljev denarne politike. Delovanje transmisijskih mehanizmov, preko katerih so centralne banke z izvajanjem ukrepov v normalnih časih zagotavljale stabilnost cen, je bilo namreč ovirano. Izredne razmere v gospodarstvu so zahtevale usklajeno in celovito delovanje ekonomskih politik.

Stagniranje gospodarstva, omejenost uporabe standardnih ukrepov denarne politike do točke, ko se kratkoročne nominalne obrestne mere oziroma ključne obrestne mere znižajo na efektivno spodnjo mejo (problem likvidnostne pasti), posledično ovirano delovanje transmisijskega mehanizma denarne politike in grozeče deflatorno okolje je centralne banke spodbudilo k sprejetju vrste nestandardnih ukrepov denarne politike (angl. *Balance sheet policies*), med njimi tudi ukrep QE, s katerimi so želele odpraviti nepravilno delovanje posameznih segmentov finančnih trgov in s tem ohraniti ustrezne transmisije denarne politike na gospodarstvo. Ti ukrepi so rezultat izrednega odzivanja na izjemne razmere v gospodarstvu in so po svojem ustroju začasne narave (Evropska centralna banka, 2010, str. 17).

V tem obdobju je podpora ekspanzivni denarni politiki Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) in ameriške centralne banke Federalni rezervni sistem (v nadaljevanju FED) pri stabilizaciji finančnega sistema in vzpostavitvi okolja za stabilno dolgoročno gospodarsko rast predstavljalo izvajanje fiskalne politike Evropske unije (v nadaljevanju EU) in Združenih držav Amerike (v nadaljevanju ZDA). V okviru centralizirano vodene fiskalne politike ZDA so bili od začetka finančne krize sprejeti številni zakoni, ki so

spodbujali ekspanzivno fiskalno politiko, osredotočeno na reševanje nepremičninske krize, finančnih institucij in insolventnih gospodarskih družb, odpravo kreditnega krča, preprečitev propada ameriške avtomobilske industrije, ustvarjanje novih in ohranjanje obstoječih delovnih mest, ustvarjanje najvišje ravni odgovornosti in preglednosti davkoplačevalskega denarja ter spodbujanje gospodarske aktivnosti in investicij za zagotavljanje dolgoročne rasti.

Za razliko od centralizirane fiskalne politike ZDA je fiskalna politika EU decentralizirana, v domeni posameznih držav članic, pri čemer so se države članice skladno s fiskalnim Paktom za stabilnost in rast zavezale k prenosu nekaterih ključnih pravil za uravnoteženje javnih financ v nacionalni pravni red. Po izbruhu dolžniške krize v evroobmočju je bil v letu 2008 s ciljem obnoviti zaupanje na finančnih trgih preko stabilizacije finančnih sistemov in vzpostavitve okolja za stabilno dolgoročno gospodarsko rast sprejet Evropski načrt za oživitev gospodarstva. Skupni ukrepi držav članic so bili usmerjeni k povečanju kupne moči prebivalstva, zaposlovanja in gospodarske rasti. V okviru tega načrta se je večina držav članic EU tako kot večina držav po svetu odzvala na izredne razmere s sprejemom vrste ekspanzivnih fiskalnih ukrepov (javnofinančne spodbude), s katerimi so želele ublažiti negativne posledice krize na gospodarstvo. Po eni strani naj bi izvajanje teh ukrepov prispevalo k stabiliziranju finančnega sistema v evroobmočju, po drugi strani pa je vplivalo tudi na zelo visoke neposredne fiskalne stroške držav članic. Zaradi nezadostne fiskalne konsolidacije v času konjunktura je predvsem v ranljivih državah članicah nenadno poslabšanje gospodarske aktivnosti ter izvajanje ukrepov javnofinančnih spodbud privedlo do hitre rasti javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga. Povečevanje fiskalnih neravnovesij med državami članicami, kopičenje morebitnih obveznosti, povezanih z izvajanjem ukrepov za odzivanje na izredne razmere, ter negotova prihodnost glede gospodarske rasti in obrestnih mer je ogrozila dolgoročno vzdržnost javnih financ držav v evroobmočju. V ta namen so države članice v okviru svojih fiskalnih politik sprejele vrsto restriktivnih ukrepov, s katerimi so želele znižati javnofinančne primanjkljaje.

Poleg sprejetja Evropskega načrta za oživitev gospodarstva so bili v tem obdobju vzpostavljeni tudi Evropski mehanizem za finančno stabilizacijo, ki ga je leta 2012 nadomestil stalni mehanizem za zaščito finančne stabilnosti območja evra z zagotavljanjem finančne pomoči državam članicam, tj. Evropski mehanizem za stabilnost (angl. *European Stability Mechanism - ESM*), ter Junckerjev investicijski načrt (angl. *European Fund for Strategic Investment*, v nadaljevanju EFSI), ki je namenjen reševanju investicijske pasti.

V nasprotju z ukrepi standardne denarne politike obstaja malo dokazov o učinkovitosti ukrepa QE. Iz študij primerov večinoma izhaja, da je ta ukrep ob sočasnem izvajanju fiskalne politike v ZDA in EU vplival predvsem na povečanje finančnega premoženja (predvsem delniških naložb) in oslabitev menjalnega tečaja, medtem ko je bistveno manj



dokazov o tem, da je prispeval k večjemu povpraševanju in gospodarski rasti ter posredno vplival na pričakovano raven inflacije.

**Namen** magistrske naloge je, da ob upoštevanju razlik v finančnem in gospodarskem sistemu ter značilnosti fiskalne politike EU in ZDA predstavim učinkovitost nestandardnega ukrepa denarne politike, tj. QE, na izbrane ciljne makroekonomske spremenljivke v obdobju od začetka izvajanja tega ukrepa do danes. Glede na to, da so nestandardni ukrepi denarne politike po svojem ustroju začasne narave, pa je zadnji del naloge namenjen predstavitvi možne izhodne strategije tega ukrepa.

**Cilj** magistrske naloge je ugotoviti, ali je izvajanje ukrepa QE prispevalo k hitrejšemu okrevanju gospodarstva v razmerah ekspanzivne fiskalne politike ZDA ali v razmerah restriktivne fiskalne politike EU in kakšne bi bile morebitne posledice ukinitve tega ukrepa s strani ECB in FED na obe gospodarstvi. V ta namen bom obravnavala dve *hipotezi*:

1. Učinkovitost ukrepa QE na ciljne makroekonomske spremenljivke, kot so inflacija, gospodarska rast in zaposlenost, je bila večja v razmerah ekspanzivne fiskalne politike ZDA kot v razmerah restriktivne fiskalne politike EU.
2. Zaradi razlik v finančnem in gospodarskem sistemu bi se EU po prekinitvi izvajanja ukrepa QE soočila z večjimi posledicami za gospodarstvo kot ZDA.

Pri izdelavi magistrske naloge bom uporabila deskriptivni pristop, ki bo vključeval:

- metodo deskripcije (navedba teoretičnih izhodišč, opis pojavov in njihovih skupnih značilnosti: značilnosti finančnega in gospodarskega sistema evroobmočja in ZDA, njihovih denarnih in fiskalnih politik ter nestandardnega ukrepa QE in njegove vloge pri delovanju transmisijskega mehanizma denarne politike),
- komparativno metodo (primerjava ukrepa QE; primerjava učinkovitosti ukrepa QE v razmerah ekspanzivne fiskalne politike ZDA in restriktivne fiskalne politike EU na izbrane makroekonomske spremenljivke v obdobju od začetka izvajanja ukrepa do danes; primerjava morebitnih posledic izhodnih strategij ukrepa QE za gospodarstvi EU in ZDA),
- metodo kompilacije (povzetek ugotovitev drugih avtorjev).

Podatke bom pridobivala iz različnih virov, in sicer iz podatkovnih baz ustreznih institucij, strokovne literature, monografskih publikacij, domačih in tujih študij primerov ter iz strokovnih člankov.

# 1 DENARNA POLITIKA

Z denarno politiko centralna banka ureja količino denarja v obtoku in preko urejanja količine denarja v obtoku dosega cilje denarne politike (Ribnikar, 1999, str. 240). Pri vodenju denarne politike uporabljajo centralne banke instrumente oziroma ukrepe denarne politike. Delovanje instrumentov ekonomskih politik na njihove končne cilje poteka preko t.i. kanalov transmisijskega mehanizma. Pojem se običajno uporablja za analizo delovanja denarne in (manj) fiskalne politike preko tržnih instrumentov (pri danih institucionalnih in strukturnih razmerah). Končni cilji so običajno opredeljeni kot inflacija in zaposlenost, natančneje stabilnost cen (ob dosegljivi) polni zaposlenosti (Drenovec, 1999, str. 5).

Za transmisijo ukrepov denarne politike je značilno, da se razteza preko obdobja, ki ni natančno določeno, in se spreminja. Zaradi časovnih zamikov v transmisiji ukrepov denarne politike bodo spremembe, ki se jih uvaja danes, vplivale na raven cen šele po določenem obdobju, kar pa denarni politiki onemogoča ublažitev nepričakovanih šokov, ki vplivajo na stabilnost cen v kratkoročnem obdobju (npr. spremembe posrednih davkov, spremembe v cenah surovin na svetovnih trgih).

Zaradi negotovega učinkovanja denarne politike na realno gospodarstvo je zelo pomembno, da centralne banke na transparenten način sporočajo trgom, katere kratkoročne in dolgoročne cilje želijo dosežati z izvajanjem ukrepov denarne politike. Na ta način je izvajanje denarne politike bolj kredibilno in učinkovito. Transparentnost izvajanja denarne politike zahteva razumljivo in jasno opredeljevanje ciljev denarne politike, jasno predstavljanje odločitev denarne politike ter razlogov za take odločitve, poleg tega pa transparentnost napovedi za gospodarstvo omogoča vpogled v prihodnjo denarno politiko centralnih bank. Transparentnost centralnih bank omogoča, da se trgi lažje prilagodijo denarni politiki in minimizirajo negotovost njenega učinkovanja.

Ker centralne banke pri izvajanju denarne politike dosežajo končne cilje posredno in z zamikom, si določijo bližnje cilje, ki jih uravnavajo z instrumenti denarne politike, in preko njih dosežajo svoje končne cilje. Izbira (Mishkin & Stanley, 1998, str. 626) bližnjega cilja denarne politike je odvisna od merljivosti bližnjih ciljev, natančnosti nadzora bližnjih ciljev s strani centralne banke, poleg tega pa morajo biti bližnji cilji v močni vzročni zvezi s končnimi cilji denarne politike. Glede na bližnji cilj, ki ga zasledujejo nosilci denarne politike, ločimo štiri temeljne strategije denarne politike, to so: količina denarja, inflacija, devizni tečaj in nominalni dohodek.

## 1.1 Denarna politika ECB

### 1.1.1 Institucionalni okvir skupne denarne politike ECB

Nadgradnjo gospodarskemu povezovanju držav evroobmočja, ki se je začelo z ustanovitvijo Evropske unije leta 1957, je predstavljalo oblikovanje ekonomske in monetarne unije (v nadaljevanju EMU). EMU predstavlja zadnjo fazo ekonomske integracije v EU, ki temelji na usklajevanju ekonomskih in fiskalnih politik držav evroobmočja, skupni denarni politiki, skupni valuti (tj. evro) in skupni politiki deviznega tečaja.

Odločitev za oblikovanje EMU je sprejel Evropski svet na zasedanju v Maastrichtu decembra leta 1991, pozneje pa je bila vključena v Pogodbo o Evropski uniji oz. Maastrichtsko pogodbo (v nadaljevanju PEU), ki je določila trifazno oblikovanje EMU. Zadnja tretja faza se je začela 1. januarja 1999 z uvedbo nove skupne valute evro in s prenosom pristojnosti glede vodenja denarne politike na Evrosistem, pri čemer je bil pogoj uvedbe evra v posamezni državi članici EU izpolnjevanje zahtevanih konvergenčnih kriterijev. Ti kriteriji so opredeljeni v členu 140(1) Pogodbe o delovanju Evropske unije (v nadaljevanju PDEU) in Protokolu (št. 13) o konvergenčnih merilih. Ločijo se na pravne konvergenčne kriterije, ki pomenijo skladnost nacionalne zakonodaje z določbami PDEU (zagotovitev popolne neodvisnosti nacionalne centralne banke), in ekonomske konvergenčne kriterije, s katerimi se z določenimi merili preverja doseganje visoke stopnje trajnostne konvergence. Ta merila so:

- doseganje visoke stopnje stabilnosti cen (povprečna stopnja inflacije, zabeležena v enem letu pred pregledom, ki ne presega za več kakor 1,5 odstotne točke stopnje inflacije največ treh držav članic z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen. Višina inflacije se izračuna z uporabo indeksa cen življenjskih potrebščin na primerljivi osnovi, upošteva se razlike v definicijah posameznih držav);
- vzdržnost stanja javnih financ
  - javno-finančni primanjkljaj ne sme presegati 3% BDP, razen če se ni to razmerje znatno in stalno zmanjševalo ter doseglo ravni blizu referenčne vrednosti oziroma če ni preseganje referenčne vrednosti le izjemno in začasno, razmerje pa ostaja blizu referenčne vrednosti;
  - javni dolg ne sme presegati 60% BDP, razen če se to razmerje znižuje v zadostnem obsegu in se dovolj hitro približuje referenčni vrednosti;
- trajnost dosežene konvergence
  - eno leto pred pregledom povprečna dolgoročna nominalna obrestna mera države članice ne presega za več kakor 2 odstotni točki dolgoročne obrestne mere v največ treh državah članicah z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen;

- Obrestne mere se izračunajo na podlagi dolgoročnih državnih obveznic ali primerljivih, upoštevaje razlike v definicijah posameznih držav članic;
- sodelovanje v mehanizmu deviznih tečajev evropskega monetarnega sistema ERM (ERM II po letu 1999) najmanj dve leti pred pregledom v okviru dovoljenih meja brez devalvacije glede na evro.

Skupna denarna politika se v evroobmočju določa centralizirano s strani ECB, izvaja pa se decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank držav članic Evrosistema, ki so dolžne na svojem področju izvajati skupno denarno politiko v skladu z navodili ECB.

Pravno podlago skupni evropski denarni politiki v evroobmočju predstavlja PDEU in Protokol (št. 4) o Statutu Evropskega sistema centralnih bank in ECB (v nadaljevanju Statut), ki je eden od protokolov k tej pogodbi. Za njeno vodenje je od 1. januarja 1999 pristojna ECB kot nadnacionalna institucija EMU, ki izvaja svoje naloge popolnoma neodvisno. ECB in nacionalne centralne banke držav članic evroobmočja skladno s členom 1 Statuta tvorijo Evrosistem, medtem ko ECB in nacionalne centralne banke vseh držav članic EU, tudi tistih, ki niso uvedle evra, sestavljajo Evropski sistem centralnih bank (v nadaljevanju ESCB). PDEU se sklicuje na ESCB in ne na Evrosistem, saj je bila oblikovana pod predpostavko, da bodo sčasoma vse države članice uvedle evro. A za države članice, ki niso uvedle evra, ne veljajo nekatere določbe iz te pogodbe, ki se nanašajo na ESCB. Nacionalne centralne banke teh držav so obdržale svoja pooblastila na področju vodenja denarne politike v skladu z nacionalnim pravom in ne sodelujejo v procesu odločanja in izvajanja skupne denarne politike.

Skladno s členom 127(1) in členom 282(2) PDEU je **poglavitni cilj** ESCB ohranjanje stabilnosti cen v celotnem evroobmočju, ostali cilji pa so temu cilju izrecno podrejeni. Ta cilj je osnovno vodilo denarne politike v vseh državah članicah EU, ki želijo vzpodbujati gospodarsko rast s stabilnim in predvidljivim ekonomskim okoljem in nizko inflacijsko stopnjo (Festič, 1998, str. 54). Med alternativnimi denarnimi strategijami za doseganje cilja stabilnosti cen kot so denarno ciljanje, inflacijsko ciljanje in ciljanje deviznega tečaja je ECB izbrala nekakšno kombinacijo denarnega ciljanja, torej kontrole rasti denarnih agregatov, in inflacijskega ciljanja (Mrak, 2002, str. 411).

Brez poseganja v ta cilj podpira ESCB tudi splošne ekonomske politike v Uniji z namenom prispevati k doseganju njenih ciljev, ki so opredeljeni v členu 3 PEU. To je sotrajnostni razvoj na temelju uravnotežene gospodarske rasti in stabilnosti cen, visoko konkurenčno socialno tržno gospodarstvo, usmerjeno v polno zaposlenost in socialni napredek ter visoka raven varstva in izboljšanja kakovosti okolja. Pri uresničevanju svojih ciljev mora ESCB ravnati po načelu odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco, pri čemer daje prednost učinkovitemu razporejanju virov.

**Temeljne naloge** ESCB so določene s členom 127(2) PDEU, podrobneje pa so opredeljene v Statutu, in vključujejo:

- opredelitev in izvajanje denarne politike Unije,
- opravljanje deviznih poslov skladno z določbami člena 219 omenjene pogodbe,
- imeti in upravljati uradne devizne rezerve držav članic,
- podpiranje nemotenega delovanja plačilnih sistemov.

Skladno s členom 129(1) PDEU sta organa odločanja ECB Svet ECB in Izvršilni odbor. Svet ECB je najvišji organ ECB, ki ga sestavljajo člani Izvršilnega odbora in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav evroobmočja. Oblikuje denarno politiko Unije in, v kolikor je primerno, sprejema sklepe glede bližnjih denarnih ciljev, ključnih obrestnih mer in zagotavljanja rezerv v ESCB ter oblikuje potrebne smernice<sup>1</sup> za njihovo izvajanje.

Izvršilni odbor kot operativni organ odločanja izvaja denarno politiko skladno s smernicami in sklepi, ki jih sprejme Svet ECB, pri čemer daje nacionalnim centralnim bankam potrebna navodila.

Poleg tega lahko Izvršilni odbor dobi nekatera prenesena pooblastila, v kolikor se Svet ECB tako odloči. Nacionalne centralne banke so sestavni del ESCB in delujejo skladno s smernicami in navodili ECB. Poleg teh dveh organov sodi med organe odločanja ECB tudi Razširjen svet, ki pa ni pristojen za sprejemanje odločitev glede denarne politike evroobmočja, temveč je njegova naloga, da prispeva k usklajevanju denarnih politik držav članic, ki še niso prevzele evra, in sodeluje pri pripravah na morebitno širitev evroobmočja. Njegovi člani so predsedniki in podpredsedniki ECB ter guvernerji nacionalnih centralnih bank vseh držav članic EU.

Izvršilni odbor pri zasledovanju poglobitnega cilja ESCB, tj. ohranjanje stabilnosti cen, svoje odločitve opira na dvostebni strategiji denarne politike, izvaja pa jih z instrumenti denarne politike. Dvostebno startegijo denarne politike podrobneje razlagam v naslednjem poglavju.

### **1.1.2 Strategija denarne politike ECB**

Strategija denarne politike predstavlja celovit okvir za usklajen in sistematičen način sprejemanja odločitev o denarni politiki, ki temeljijo na celoviti oceni tveganj za cenovno stabilnost. Vključuje nekatera ključna načela, ki veljajo za uspešno denarno politiko, kot so:

---

<sup>1</sup>Smernica Evropske centralne banke (EU) 2015/510 z dne 19. decembra 2014 o izvajanju okvira denarne politike Evrosistema (ECB/2014/60), ki je bila že trikrat prenovljena (nazadnje 18. novembra 2015).

- denarna politika mora temeljito zasidrati inflacijska pričakovanja, kar prispeva k preglednosti in odgovornosti ECB,
- usmerjena mora biti naprej,
- srednjeročno usmerjena in
- široko zasnovana.

Za uspešno denarno politiko je tako značilno, da načrtuje vnaprej, stabilnost cen pa lahko vzdržuje samo v daljšem, srednjeročnem časovnem obdobju. Pri tem se namenoma ohranja določeno nejasnost glede časovnega okvira, saj časovnega razpona, v katerem se izvaja denarna politika, zaradi značilnosti transmisije ukrepov denarne politike (delovanje s časovnim zamikom) ni priporočljivo vnaprej natančno določiti. S srednjeročno usmeritvijo pridobi ECB potrebno prilagodljivost za ustrezno odzivanje na različne gospodarske šoke, ki se lahko pojavijo.

Skladno s strategijo denarne politike zasleduje ECB dva bližnja cilja, to sta količina denarja v obtoku (denarno ciljanje) in inflacija (inflacijsko ciljanje). Inflacijsko ciljanje se osredotoča na inflacijo, ki je notranji proces, saj inflacijska pričakovanja gospodarskih subjektov vplivajo na inflacijsko stopnjo, medtem ko je denarno ciljanje osredotočeno na instrumente denarne politike.

Glavni elementi strategije denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB 13. oktobra 1998, so:

- količinska opredelitev stabilnosti cen,
- pomembna vloga rasti denarja v obtoku pri presoji tveganj za stabilnost cen in
- široko zastavljena ocena napovedi gibanja cen, ki temelji na dvostebnem pristopu (ekonomski in denarni analizi).

Poglavitni cilj ECB je ohranjanje stabilnosti cen v celotnem evroobmočju. Z ohranjanjem stabilnosti cen se zagotavlja (Evropska centralna banka, 2008a, str. 29-33) višji življenjski standard, blaži negotovost glede gibanja splošne ravni cen in s tem izboljšuje preglednost relativnih cen, zmanjšuje premije za inflacijska tveganja in obrestne mere, preprečuje nepotrebne ukrepe za zavarovanje pred tveganjem, zmanjšuje izkrivljanja, ki jih povzročata davčni in socialni sistem, povečuje prednosti hranjenja gotovine, preprečuje samovoljno razporejanje premoženja in dohodka ter prispeva k finančni stabilnosti.

Svet ECB je leta 1998 z namenom natančnejše določitve tega cilja objavil njegovo količinsko opredelitev, ki pomaga zasidrati inflacijska pričakovanja in prispeva k preglednosti in odgovornosti ECB. Opredelitev se glasi (Evropska centralna banka, 2008a, str. 9):

»Cenovna stabilnost je opredeljena kot medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (angl. *Harmonised Index of Consumer Prices*, v nadaljevanju HICP) v evroobmočju glede na prejšnje leto, ki je manjše kot 2 odstotka, vendar blizu te meje. Cenovna stabilnost se ohranja na srednji rok«.

Na kratek rok lahko ECB s spreminjanjem kratkoročnih nominalnih obrestnih mer na denarnem trgu vpliva na realna gospodarska gibanja (npr. na obseg proizvodnje in raven zaposlenosti), na dolgi rok pa preko spreminjanja količine denarja v obtoku vpliva na splošno raven cen. Zaradi odvisnosti obsega in intenzivnosti različnih učinkov od gospodarskih razmer traja običajno kar nekaj časa, preden začne denarna politika vplivati na cenovna gibanja. Za cene je namreč značilno, da so na kratek rok posamične cene lepljive in se nekaj časa ne morejo spremeniti, medtem ko so na dolgi rok prožne in se lahko odzivajo na spremembe v ponudbi in povpraševanju.

Po drugi strani pa denarna politika ne more aktivno vplivati na realni dohodek in raven zaposlenosti, saj ju na dolgi rok določajo realni dejavniki (tj. dejavniki na ponudbeni strani). Med te dejavnike štejemo tehnološki napredek, povečevanje prebivalstva in vse vidike institucionalnega okvira gospodarstva (lastninske pravice, davčna politika, socialna politika in drugi predpisi, ki določajo prožnost trgov in vplivajo na spodbude za ponudbo dela in kapitala ter vlaganje v človeške vire).

Strategija denarne politike temelji na dveh stebrih, ki predstavljata osnovo celoviti analizi vseh dejavnikov tveganja za ohranitev stabilnosti cen in odločitvam denarne politike ECB (Slika 1). Na osnovi te ocene Svet ECB določa raven kratkoročnih obrestnih mer, ki najučinkoviteje omejujejo inflacijske in deflacijske pritiske ter zagotavljajo cenovno stabilnost na srednji rok (Evropska centralna banka, 2008a, str. 9).

Svet ECB pri določanju ustrezne in zanesljive denarne politike v okviru dvostebnega pristopa navzkrižno primerja informacije iz kratkoročnejše usmerjene ekonomske analize z informacijami iz dolgoročnejše usmerjene denarne analize. Navzkrižna primerjava zagotavlja upoštevanje vseh relevantnih informacij, ki so potrebne za ugotavljanje prihodnjih cenovnih gibanj. Dvostebni pristop strategije denarne politike tako predstavlja načelo vsestranske analize dveh medsebojno dopolnjujočih se pogledov na cenovna gibanja in kot tak zagotavlja, da so sprejete odločitve v zvezi z denarno politiko zanesljive in da temeljijo na različnih analitičnih izhodiščih.

Prvi steber, t.i. **ekonomska analiza**, se osredotoča predvsem na tekoča gospodarska in finančna gibanja ter s tem povezana kratkoročna in srednjeročna tveganja za stabilnost cen. Pri tem analizira ekonomske in finančne dejavnike kot so gibanje v celotni proizvodnji, fiskalno politiko, skupno povpraševanje in posamezne komponente, širok nabor stroškovnih in cenovnih kazalcev, razmere na trgu kapitala in dela, gibanje deviznih tečajev, svetovno gospodarstvo in plačilno bilanco, finančne trge ter finančni položaj

sektorjev evroobmočja. Ti dejavniki omogočajo oceno dinamike gospodarske dejavnosti v realnem sektorju in analizo kratkoročnih gibanj cen glede na razmerje med ponudbo in povpraševanjem na trgu blaga, storitev in proizvodnih faktorjev.

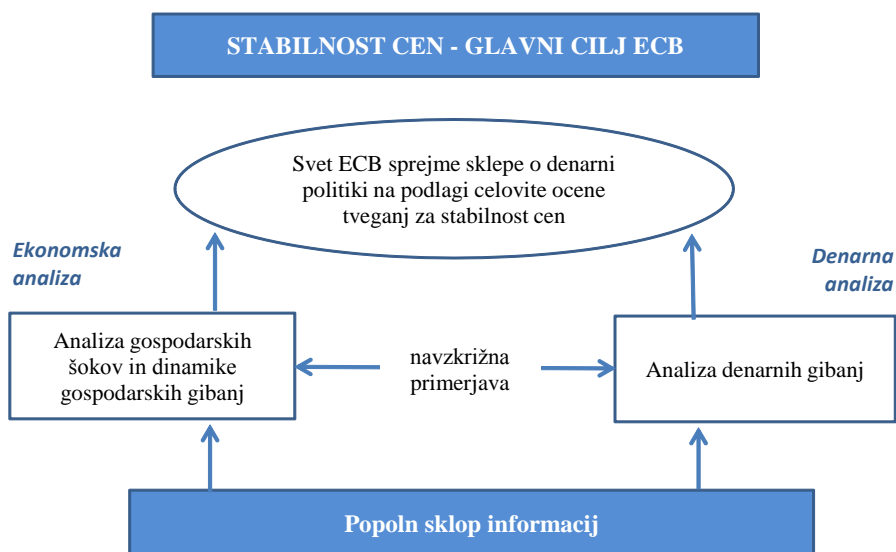
Drugi steber, ki ga predstavlja t.i. **denarna analiza**, posebno pozornost posveča spremljanju in preučevanju denarja. Zasnovan je na dolgoročnem tesnem odnosu med rastjo količine denarja v obtoku in ravni cen ter na dejstvu, da denarni trendi vodijo v inflacijske trende. Uporablja se predvsem kot sredstvo za srednjeročno in dolgoročno navzkrižno primerjanje kratkoročnih in srednjeročnih kazalcev, ki izhajajo iz ekonomske analize, in so pomembni za odločitve o denarni politiki ECB. Dodelitev osrednje vloge denarju je zato tudi orodje, ki potrjuje srednjeročno usmeritev strategije.

Inflacija je na srednji in dolgi rok denarni pojav, kar pomeni, da na dolgi rok raven cen določajo neposredno spremembe v količini denarja v obtoku, ki se gibljejo sorazmerno z njo. Referenčno vrednost denarja podrobneje obravnava kvantitativna teorija denarja, po kateri je sprememba količine denarja v obtoku enaka spremembi nominalnih transakcij (približek: sprememba realnega proizvoda plus sprememba ravni cen minus sprememba obtočne hitrosti denarja na trgu). Spremenljivka sprememba obtočne hitrosti denarja na trgu je opredeljena kot hitrost, s katero denar prehaja od enega imetnika k drugemu, kar določa, koliko denarja je potrebnega za določeno raven nominalnih transakcij. Po tej teoriji obseg proizvodnje na dolgi rok določajo dejavniki realne strani (npr. proizvodne priložnosti, okusi in preference potrošnikov), medtem ko hitrost kroženja na dolgi rok določajo plačilne navade, finančni in gospodarski dogovori o izvajanju transakcij ter stroški in dohodki od imetij v denarju namesto v drugih sredstvih. Iz tega sledi, da je raven ponudbe denarja, ki jo s svojimi odločitvami določajo centralne banke, na dolgi rok povezana z ravni cen (Evropska centralna banka, 2008a, str. 47).

Skladno z načelom »dolgoročne nevtralnosti« denarja tako velja, da bo na dolgi rok ob predpostavki, da vsi ostali dejavniki ostanejo nespremenjeni, sprememba količine denarja v obtoku, ki ga zagotavlja centralna banka, povzročila samo premik splošne ravni cen, ne bo pa trajno vplivala na realna gospodarska gibanja.



Slika 1: Stabilnost usmeritev strategije denarne politike ECB



Vir: European Central bank, *The Monetary Policy of the ECB 2011, 2011a*, str. 83.

### 1.1.3 Instrumenti denarne politike ECB

Za vodenje skupne denarne politike ima ECB na voljo vrsto instrumentov, pri čemer je izbira odvisna od strukturnega položaja denarnega trga, tj. od razmerja med avtonomnim povpraševanjem po likvidnosti in avtonomno ponudbo likvidnosti. Osnovni koncept denarne politike Evrosistema in s tem instrumentov denarne politike je zasnovan na predpostavki o strukturnem primanjkljaju (Banka Slovenije, 2016a).

Skladno s Smernico ECB o instrumentih in postopkih denarne politike Evrosistema (ECB/2011/14), ki predstavlja del pravnega okvira Evrosistema za instrumente in postopke denarne politike, ima ECB pri vodenju skupne denarne politike na voljo tri osnovne skupine instrumentov, ki sodijo v sklop standardnih instrumentov, ter preko spreminjanja količine denarja v obtoku vplivajo na raven kratkoročnih obrestnih mer na denarnem trgu. Ti so:

- operacije odprtega trga,
- odprte ponudbe in
- obvezne rezerve.

Svet ECB lahko skladno z 20. členom Statuta z dvotretinjsko večino oddanih glasov odloči o uporabi drugih operativnih metod denarnega nadzora, ki se mu zdijo primerne, z upoštevanjem 2. člena o ohranjanju stabilnosti cen. Okvirne značilnosti orodij denarne politike ECB so podane v nadaljevanju.

**Operacije odprtega trga** so najpomembnejši instrument za uravnavanje obrestnih mer in likvidnosti na denarnem trgu ter signaliziranje osnovne usmeritve denarne politike. Pobudo zanj daje ECB, ki hkrati odloča o instrumentu in pogojih za njegovo izvršitev. Pri tem instrumentu gre za posredovanje na finančnih trgih z dokončnimi nakupi in prodajami (promptno in terminsko) ali z začasnim nakupom in s posojanjem ali zadolževanjem na podlagi terjatev in tržnih instrumentov, izraženih v evrih ali drugih valutah, pa tudi plemenitih kovinah. Za izvajanje operacij odprtega trga je na voljo pet vrst instrumentov: povratne transakcije, dokončne transakcije, izdaja dolžniških certifikatov ECB, valutne zamenjave in zbiranje vezanih depozitov. Operacije odprtega trga se lahko izvršijo v obliki standardnih avkcij, hitrih avkcij in dvostranskih postopkov. Glede na cilje, rednost in postopke se lahko operacije odprtega trga delijo na štiri kategorije (Banka Slovenije, 2016d):

- Operacije glavnega refinanciranja so najpomembnejši instrument med operacijami odprtega trga Evrosistema in zagotavljajo večino refinanciranja finančnemu sektorju. So redne povratne transakcije za povečanje likvidnosti, organizirane tedensko, z običajno dospelostjo enega tedna, izvajajo se na podlagi standardnih avkcij po vnaprej objavljenem urniku in so zavarovane s primernim finančnim premoženjem. Nacionalne centralne banke jih izvajajo decentralizirano.
- Operacije dolgoročnejšega refinanciranja zagotavljajo dodatno dolgoročnejše refinanciranje nasprotnim strankam. So povratne transakcije za povečanje likvidnosti, organizirane mesečno, z običajno dospelostjo treh mesecev in se izvajajo na podlagi standardnih avkcij po vnaprej objavljenem urniku.
- Operacije finega uravnavanja se izvajajo občasno s ciljem uravnavanja likvidnosti na trgu in uravnavanja obrestnih mer, z namenom izravnati učinke nepričakovanih nihanj likvidnosti na trgu na obrestne mere. V prvi vrsti se izvajajo kot povratne transakcije, vendar so lahko tudi v obliki dokončnih transakcij, valutnih zamenjav in zbiranja vezanih depozitov. Običajno jih izvajajo nacionalne centralne banke na podlagi hitrih avkcij ali dvostranskih postopkov. Svet ECB lahko odloči, da v izrednih okoliščinah dvostranske operacije finega uravnavanja lahko izvaja tudi sama ECB.
- Strukturne operacije uporabi ECB, ko želi prilagoditi strukturno pozicijo Evrosistema nasproti finančnemu sektorju. Sem sodijo izdaja dolžniških certifikatov ECB, povratne transakcije in dokončne transakcije. Strukturne operacije v obliki povratnih transakcij in izdaje dolžniških instrumentov izvajajo nacionalne centralne banke na podlagi standardnih avkcij. Strukturne operacije v obliki dokončnih transakcij se izvajajo na podlagi dvostranskih postopkov.

Cilj **odprtih ponudb** je (začasno) povečevati ali zmanjševati likvidnost čez noč, signalizirati splošno usmeritev denarne politike in določiti zgornjo in spodnjo mejo nihanj obrestnih mer na trgu čez noč. Instrument vključuje uporabo mejnega depozita z namenom deponiranja presežnih sredstev čez noč pri nacionalni centralni banki in mejnega posojila z

namenom pridobivanja potrebne likvidnosti čez noč od nacionalne centralne banke na podlagi ustreznega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev. Obrestna mera mejnega posojila praviloma predstavlja zgornjo mejo obrestne mere na trgu čez noč, obrestna mera mejnega depozita pa spodnjo mejo obrestne mere na trgu čez noč. Nasprotno strank, ki izpolnjujejo splošna merila primernosti<sup>2</sup>, lahko na lastno pobudo dostopajo do omenjenih instrumentov. Odprte ponudbe decentralizirano upravljajo nacionalne centralne banke.

Sistem **obveznih rezerv** se uporablja za kreditne institucije s sedežem v državah članicah evroobmočja predvsem s ciljem stabiliziranja obrestnih mer na denarnem trgu in ustvarjanja oziroma povečanja strukturnega likvidnostnega primanjkljaja. Slednje lahko izboljša sposobnost Evrosistema, da deluje kot učinkovit ponudnik likvidnosti. Rezerve, ki jih je dolžna zagotoviti vsaka institucija, se določijo glede na postavke njene bilance stanja. Rezervna imetja institucij se obrestujejo po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja. Pravila za izračun in določitev zahtevanih obveznih rezerv lahko opredeli Svet ECB. Ob kršitvah ima ECB pravico zaračunati kazenske obresti in sprejeti druge sankcije s primerljivim učinkom.

## 1.2 Denarna politika FED

### 1.2.1 Institucionalni okvir denarne politike FED

Federalni rezervni sistem (angl. *Federal Reserve System*, v nadaljevanju FED) je bil ustanovljena 23. decembra 1913 z uveljavitvijo Akta o zveznih rezervah (angl. *Federal Reserve Act - FRA*). FRA predstavlja najpomembnejši pravni akt, ki opredeljuje FED. Zagotavlja pravno podlago nacionalni valuti in denarnemu sistemu, katerega vloga je učinkovito odzivanje na napetosti v bančnem sistemu in zagotavljanje stabilnega finančnega sistema. FED velja za neodvisno centralno banko, ki sprejema odločitve brez ratifikacije s strani predsednika države, in ki je pod nadzorom kongresa. Za razliko od ECB, pri kateri je poglobitni cilj ohranjanje stabilnosti cen v celotnem evroobmočju, pri čemer so ostali cilji temu cilju izrecno podrejeni, ima FED dva poglobitna cilja. Poleg ohranjanja stabilnosti cen zasleduje tudi cilj vzdržne gospodarske rasti (vključuje zmerno višino dolgoročnih obrestnih mer in polno zaposlenost). Ker FED daje enako težo zasledovanju obeh ciljev, stabilnost cen ni količinsko ovrednotena. Po besedah Alana Greenspana je stabilnost cen dosežena, ko gospodarski subjekti pri sprejemanju odločitev ne upoštevajo bodočih sprememb splošne ravni cen.

---

<sup>2</sup>**Splošna merila primernosti**, ki jih morajo izpolnjevati slovenske nasprotno stranke, da lahko pri Banki Slovenije dostopajo do instrumentov denarne politike (Banka Slovenije, 2016b):

- so obvezniki obveznih rezerv v skladu s členom 19.1 Statuta ESCB in ECB,
- nad njimi se vrši primerna oblika nadzora,
- imajo odprt poravnalni račun v sistemu TARGET2-Slovenija in so vpisane v poslovni register v Republiki Sloveniji.

FED sestavljajo Svet guvernerjev (angl. *Board of Governors*), dvanajst Federalnih rezervnih bank (angl. *Federal Reserve district banks*), banke članice (angl. *Member banks*) in ostale depozitarne institucije.

Svet guvernerjev (v nadaljevanju Svet) kot glavni organ odločanja v FED-u s sedežem v Washingtonu je sestavljen iz sedmih guvernerjev, od katerih ima vsak štirinajstletni neponovljiv mandat in na vsake dve leti enemu od njih poteče mandat. Guvernerji so imenovani s strani predsednika države na priporočilo in ob potrditvi senata. Svet vodi predsednik in namestnik predsednika, ki sta imenovana s strani senata za štiriletno mandatno obdobje. Istočasno v Svetu ne more biti več kot en guverner iz posamezne Federalne rezervne banke. Svet se financira iz neodvisnega vira prihodka t.i. *seignioragea* Federalnih rezervnih bank in ne iz državnega proračuna, zato ni odgovoren Zveznemu računskemu sodišču. Presežek dohodkov gre v državno blagajno (angl. *U.S. Treasury*). S takšnim načinom financiranja se zagotavlja neodvisnost FED-a. Glavne naloge Sveta (What is the purpose of the Federal Reserve System, 2016) so:

- opredeljuje in izvaja denarno politiko v smeri doseganja vzdržne gospodarske rasti in stabilnosti cen;
- nadzoruje in regulira banke ter druge finančne institucije z namenom zaščititi pravice potrošnikov;
- ohranja stabilnosti finančnega sistema;
- vladi, finančnim institucijam in tujim uradnim institucijam zagotavlja določene finančne storitve ter podpira nemoteno delovanje plačilnega sistema.

FED sestavlja dvanajst operativnih enot t.i. Federalnih rezervnih bank, ki so locirane v večjih državnih mestih. Njihovo delovanje nadzoruje Svet guvernerjev. Svojo dejavnost financirajo z opravljanjem storitev za banke, iz donosov na državne obveznice, prihodkov iz naslova držanja tujih valut ter obresti na posojila depozitarnih institucij. Presežek dohodka gre v državno blagajno. Vsaka od dvanajstih Federalnih rezervnih bank ima svoje delničarje (banke članice), devet direktorjev in predsednika. Direktorji posamezne Federalne rezervne banke s triletnim mandatom so razvrščeni v tri razrede. V razredu A so trije direktorji, ki zastopajo bančni sektor, v razredu B so trije direktorji, ki zastopajo gospodarstvo, in v razredu C so trije direktorji, ki zastopajo javni sektor. Direktorje razreda A in B imenujejo banke članice, direktorje razreda C pa Svet. Mandati direktorjev so razporejeni tako, da se vsako leto izbere en direktor iz vsakega razreda. Glavna naloga Federalnih rezervnih bank je nadziranje bank članic in izvajanje denarne politike skozi t.i. Federalni komite za operacije na odprtem trgu (angl. *Federal Open Market Committee - FOMC*), ki je sestavljen iz sedmih članov Sveta in petih predstavnikov Federalnih rezervnih bank. FOMC sprejema pomembne odločitve v zvezi z operacijami na odprtem trgu in ostalimi ukrepi denarne politike.

FED nastopa v več vlogah (Jakše, 2007, str. 22-23): (i) kot fiskalni agent finančnega ministrstva ZDA, (ii) kot posojilodajalec v skrajni sili (angl. *Lender of last resort*), (iii) kot skrbnik plačilnega sistema in (iv) kot zvezna finančna varnostna mreža. FED v vlogi fiskalnega agenta nadzoruje mehanizme in postopke, preko katerih finančno ministrstvo prebivalstvu izdaja nove vrednostne papirje. V vlogi posojilodajalca v skrajni sili nastopa v primeru nelikvidnih, a solventnih depozitnih institucij, ki jim pomaga s premostitvenimi kratkoročnimi posojili. Z vidika izpostavljenosti mora pri tem upoštevati odgovornost za celoten finančni sistem. Kot skrbnik plačilnega sistema nadzoruje različne aktivnosti nacionalnega plačilnega sistema, preko katerega potekajo finančne transakcije med gospodinjstvi, podjetji in finančnimi institucijami. FED poleg zasebnih klirinških hiš opravlja pomembno vlogo v sistemu poravnave, za kar tudi zaračunava nadomestilo. Zvezna finančna varnostna mreža predstavlja različne zaščitne ukrepe zvezne vlade, s katerimi se preprečuje množične finančne stečaje in paniko. Ta mreža deluje preko treh nivojev, v dveh igra glavno vlogo FED kot skrbnik finančnega sistema in kot posojilodajalec v skrajni sili, tretji nivo pa predstavlja Agencija za zavarovanje vlog, ki v primerih, ko postane finančna institucija nesolventna, poskrbi za zavarovanje malih delničarjev.

## **1.2.2 Strategija denarne politike FED**

Strategija denarne politike FED, 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 ni številčno definirana, in vzdržno stopnjo rasti proizvoda, ki pomeni stopnjo rasti agregatnega povpraševanja, ki je enaka potencialni stopnji rasti proizvoda (Jakše, 2007, str. 35).

Z določitvijo rasti denarnega agregata centralna banka lahko hitro signalizira tržnim udeležencem usmerjenost svoje denarne politike glede inflacijske stopnje, kar lahko vodi v utrditev inflacijskih pričakovanj in posledično do nižje dejanske inflacije. Uspešnost te politike je odvisna od stabilne obtočne hitrosti denarja, ki pogojuje močno povezavo med ciljanim denarnim agregatom in inflacijo, od nadzora centralne banke nad ciljanim agregatom ter od stabilnega povpraševanja po denarju.

Prednost strategije, ki zasleduje inflacijo kot bližnji cilj denarne politike, je njena jasnost, kar omogoča tržnim udeležencem lažje spremljanje kredibilnosti delovanja centralne banke, poleg tega pa zanjo ni pomembno stabilno razmerje med količino denarja v obtoku in inflacijo. Po drugi strani pa je pomanjkljivost te strategije, da je inflacijo težko nadzirati, saj je odvisna od mnogih nendenarnih dejavnikov. Poleg tega pa denarna politika lahko vpliva na inflacijsko stopnjo z določenim časovnim zamikom, kar ustvarja lahko pozitivna ali negativna inflacijska pričakovanja pri tržnih udeležencih. Čeprav včasih centralne banke ciljano stopnjo ali pa ciljano 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 (Jakše, 2007, str. 33).

### 1.2.3 Instrumenti denarne politike FED

Za vodenje denarne politike ima FED na razpolago tri osnovne skupine inštrumentov, ki sodijo v sklop standardnih instrumentov denarne politike. Ti so:

- operacije na odprtem trgu,
- diskontna stopnja in
- obvezne rezerve.

**Operacije na odprtem trgu** predstavljajo najpomembnejše orodje za uravnavanje obrestnih mer in likvidnosti na denarnem trgu (angl. *Federal funds market*) ter signalizirajo osnovne usmeritve denarne politike. Ciljno vrednost medbančne obrestne mere (angl. *Federal funds rate*) določa FOMC, ki jo želi preko izvajanja operacij na odprtem trgu tudi doseči. V primeru, ko želi FED znižati ključno obrestno mero, kupuje državne vrednostne papirje od bank, s čimer se povečajo rezerve teh bank. Nakup tako povzroči povečanje ponudbe rezerv v bančnem sistemu, kar povzroči padec ključne obrestne mere. Med operacije na odprtem trgu sodijo posli začasnega nakupa vrednostnih papirjev, vzajemne prodajno-nakupne transakcije in neposredni nakupi in prodaje.

**Diskontna stopnja** predstavlja orodje za uravnavanje diskontne stopnje, ki predstavlja obrestno mero na kratkoročna posojila pri Federalnih rezervnih bankah, in je običajno nižja od medbančne obrestne mere. V dvajsetih letih prejšnjega stoletja, ko finančni trgi še niso bili dobro razviti, je bila najpomembnejši instrument izvajanja denarne politike. Danes pa operacije na odprtem trgu zagotavljajo depozitnim institucijam preko ohranjanja ciljne vrednosti medbančne obrestne mere čez noč, določene s strani FOMC, zadostno likvidnost. Preko diskontne stopnje FED signalizira tržnim udeležencem svojo prihodnjo denarno politiko. Obstajajo tri vrste posojil diskontnega okna: (i) kratkoročno prilagoditveno posojilo, ki ga FED odobri depozitni instituciji, ki je zaradi nepričakovanega znižanja depozitov zašla v likvidnostne težave, (ii) sezonska posojila, namenjena majhnim posojilnim kmetijskim institucijam, ki povprašujejo po posojilih v času kmetijske sezone in (iii) razširjena posojila, ki se običajno odobrijo depozitnim institucijam v finančnih težavah, za katere se pričakuje, da bodo finančne težave rešile na ustrezen način. Diskontni stopnji na sezonska in razširjena posojila sta višji od osnovne diskontne stopnje in bližji tržnim obrestnim meram.

FED določi delež **obveznih rezerv**, ki ga morajo zagotavljati vse banke za svoje transakcijske vloge. Rezerve so lahko v obliki gotovine ali pa v obliki depozitov pri FED-u. S spreminjanjem obveznih rezerv FED preko multiplikatorja vpliva na količino denarja v obtoku ter količino posojil. Uporaba obveznih rezerv kot instrumentov denarne politike ni pogosta.

Poleg teh instrumentov pa uporablja FED tudi ostale instrumente, med katere sodijo moralno prepričevanje, nadzor posojil in določanje kritja nakupa vrednostnih papirjev. Z moralnim prepričevanjem želi FED doseči, da je obnašanje finančnih institucij skladno z interesom javnosti. Namen določanja kritja nakupa vrednostnih papirjev je občasno omejevanje špekulativne narave borznega trga. FED pri tem določi, koliko odstotkov vrednosti nakupa delnic si lahko kupci delnic sposodijo. Pri nadzoru posojil pa FED z namenom znižanja inflacije omejuje obseg predvsem potrošniških posojil, ki jih banke dajejo prebivalstvu.

*Tabela 1: Primerjava ključnih značilnosti ECB in FED*

	<b>ECB</b>	<b>FED</b>
<b>Organizacijska struktura</b>	ECB, nacionalne centralne banke držav članic evroobmočja	Svet guvernerjev, dvanajst Federalnih rezervnih bank, banke članice in ostale depozitarne institucije
<b>Organi odločanja in upravljanja</b>	Svet ECB, Izvršilni odbor ECB	Svet guvernerjev, FOMC
<b>Primarni cilji</b>	cenovna stabilnost (ostali cilji so temu cilju izrecno podrejeni)	cenovna stabilnost in vzdržna gospodarska rast (vključuje zmerno višino dolgoročnih obrestnih mer in polno zaposlenost)
<b>Instrumenti</b>	operacije odprtega trga, odprte ponudbe, obvezne rezerve	operacije odprtega trga, diskontna stopnja, obvezne rezerve
<b>Ključna obrestna mera</b>	obrestna mera operacij glavnega refinanciranja	obrestna mera zveznih rezerv
<b>Način vodenja</b>	neodvisno	neodvisno (brez ratifikacije s strani predsednika države) in pod nadzorom kongresa

*Povzeto in prirejeno po Gorše, Ukrepi centralnih bank (ECB in FED) v času finančne krize, 2009, str. 12, tabela 1.*

### **1.3 Nestandardni ukrepi denarne politike**

V normalnih časih so centralne banke zgolj z uporabo standardnih ukrepov denarne politike, s katerimi so usmerjale ključne obrestne mere, učinkovito upravljale likvidnostno stanje na denarnih trgih in na ta način ohranjale stabilnost cen v srednjeročnem obdobju.

Kmalu po propadu ameriške investicijske banke Lehman Brothers leta 2008 pa se je izkazalo, da je učinkovitost teh ukrepov v vedno bolj grozečem deflacijskem okolju in na točki, ko so ključne nominalne kratkoročne obrestne mere na efektivni spodnji meji, omejena. Govorimo o problemu »ničelne spodnje meje« oziroma likvidnostne pasti. V teh razmerah centralne banke s povečevanjem količine denarja v obtoku ne morejo več vplivati na dodatno znižanje ključnih nominalnih kratkoročnih obrestnih mer in vsa dodatna ponudba denarja s strani centralnih bank ob vedno nižjih obrestnih merah tako obtiči pri gospodarskih subjektih, ki držijo denar pri sebi bodisi zaradi razdolževanja bodisi zaradi tega, ker pričakujejo poslabšanje razmer v gospodarstvu (nevarnost deflacije, zmanjšanje agregatnega povpraševanja, itd.). Dodatna ponudba denarja s strani centralnih bank tako ne more več spodbuditi gospodarske aktivnosti. Delovanje transmisijskih mehanizmov denarne politike, preko katerih so centralne banke z izvajanjem ukrepov v normalnih časih zagotavljale stabilnost cen, je bilo ovirano.

Centralnim bankam ni preostalo drugega kot da so prešle svoj tradicionalni okvir izvajanja denarnih politik in z namenom ponovne vzpostavitve delovanja transmisijskih mehanizmov denarne politike sprejele vrsto nestandardnih ukrepov. Za te ukrepe je značilno, da preko vplivanja na inflacijska pričakovanja usmerjajo pričakovane srednjeročne in dolgoročne obrestne mere ter spreminjajo sestavo in razširjajo velikosti bilanc stanja centralnih bank. Zaradi vplivanja na bilance stanj centralnih bank se zanj v literaturi uporablja tudi izraz bilančne politike. Ti ukrepi so rezultat izrednega odzivanja na izjemne razmere v gospodarstvu in so po svojem ustroju začasne narave (Evropska centralna banka, 2009, str. 17).

Cilj izvajanja nestandardnih ukrepov je ublažiti neugodne učinke nedelujočih denarnih trgov na likvidnostni položaj bank ter podpreti pogoje financiranja in kreditne tokove v obsegu, ki presega učinke, ki bi jih bilo mogoče doseči samo z zniževanjem ključnih obrestnih mer centralnih bank (Evropska centralna banka, 2009, str. 17). Namen izvajanja teh ukrepov je ponovno vzpostaviti delovanje finančnih sistemov in zagotoviti nadaljnjo prilagoditev denarne politike, kar bi posledično vodilo v stabiliziranje razmer v gospodarstvu.

ECB se je na izredne razmere po letu 2008 odzvala s sprejemom vrste nestandardnih ukrepov (Tabela 2), s ciljem ponovno vzpostaviti ustrezen transmisijski mehanizem in s tem učinkovito izvajanje denarne politike, usmerjene k zagotavljanju stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju. Ti ukrepi se v grobem delijo v dve skupini:

- v prvo skupino (t.i. okrepljena kreditna podpora) sodijo ukrepi, ki predstavljajo nadgradnjo obstoječim standardnim ukrepom. Ti so: podaljšanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja (angl. *Targeted Long-Term Refinancing Operations*, v nadaljevanju TLTRO), zagotavljanje neomejene likvidnosti bankam po fiksni obrestni



meri v vseh operacijah refinanciranja ob primernem zavarovanju, zagotavljanje likvidnosti v tujih valutah predvsem v ameriških dolarjih, razširitev liste za zavarovanje terjatev primernega finančnega premoženja. Ti ukrepi so bili predvsem v začetnem obdobju finančne krize namenjeni zagotavljanju likvidnosti bančnemu sistemu;

- v drugo skupino pa sodijo novi ukrepi, s katerimi ECB izvaja obsežne intervencije na primarnem in sekundarnem trgu vrednostnih papirjev. Ti so: program odkupa vrednostnih papirjev (angl. *Securities Markets Programme*, v nadaljevanju SMP), program dokončnih denarnih transakcij oziroma dokončnih nakupov državnih vrednostnih papirjev na sekundarnem trgu (angl. *Outright Monetary Transaction*, v nadaljevanju OMT), program nakupa kritih obveznic (angl. *Covered Bond Purchase Programme*, v nadaljevanju CBPP), program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev (angl. *Asset-backet Securities Purchase Programme*, v nadaljevanju ABSPP), program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja (angl. *Public Sector Purchase Programme*, v nadaljevanju PSPP), program nakupa podjetniških vrednostnih papirjev (angl. *Corporate Sector Purchase Programme*, v nadaljevanju CSPP). Namen teh ukrepov je izboljšanje delovanja posameznih segmentov trgov dolžniških vrednostnih papirjev, zmanjšanje tveganja daljšega obdobja nizke inflacije in gospodarske rasti ter spodbuditev posojanja bank nefinančnemu sektorju.

*Tabela 2: Pregled nestandardnih ukrepov ECB, sprejetih v različnih časovnih obdobjih od leta 2008 dalje*

<b>Vrsta nestandardnega ukrepa</b>	<b>Program</b>	<b>Obdobje izvajanja</b>	<b>Ključne značilnosti</b>
Operacije odprtega trga preko avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo		Od oktobra 2008 do predvidoma zaključka zadnjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017	Zagotavljanje likvidnosti
Dolgoročne operacije odprtega trga z novimi ročnostmi	TLTRO	Od septembra 2007 dalje	Podaljšanje ročnosti od enega meseca do štirih let
Uvedba negativne obrestne mere mejnega depozita (in negativno obrestovanje presežnih rezerv bank)		Od junija 2014 dalje	
Zagotavljanje likvidnosti v tujih valutah (v ameriških dolarjih, nekaj časa tudi v švicarskih frankih)		Od decembra 2007 dalje	Zagotavljanje likvidnosti v ameriških dolarjih, nekaj časa tudi v švicarskih frankih
Dokočni nakupi dolžniških vrednostnih papirjev	SMP OMT CBPP1 CBPP2	2009-2012	Namenjeni izboljšanju delovanja posameznih segmentov trgov dolžniških vrednostnih papirjev in s tem učinkovitosti transmisijskega mehanizma

se nadaljuje

Tabela 2: Pregled nestandardnih ukrepov ECB, sprejetih v različnih časovnih obdobjih od leta 2008 dalje (nad.)

Vrsta nestandardnega ukrepa	Program	Obdobje izvajanja	Ključne značilnosti
	CBPP3 ABSPP PSPP CSPP	Od 2014 do predvideno konca marca 2017	Namenjeni zmanjšanju tveganja daljšega obdobja nizke inflacije in gospodarske rasti ter spodbuditi posojanja bank nefinančnemu sektorju
Razširitev primernega finančnega premoženja za zavarovanje posojil Evrosistema		Od 2008 do septembra 2018	Namenjen olajšanju dostopa bank do posojil Evrosistema preko sprostitve zahtev glede primernosti finančnega premoženja za zavarovanje (znižanje praga kreditne kvalitete z A- na BBB- za vse finančno premoženje razen za listinjene vrednostne papirje in začasna razširitev nabora primernega premoženja)
Razširitev nabora primernih nasprotnih strank pri operacijah finega uravnavanja		Od 2008 dalje	Operacije na voljo vsem nasprotnim strankam Evrosistema, ki lahko sodelujejo pri standardnih operacijah v okviru operacij odprtega trga

Vir: Banka Slovenije, *Nestandardni ukrepi, 2016c.*

Tudi FED se je na finančno krizo odzvala agresivno s sprejemom vrste nestandardnih ukrepov, ki so bili namenjeni zagotavljanju likvidnosti finančnim institucijam in izboljšanju finančnih pogojev na trgih. Ti ukrepi se delijo v tri skupine (Federal Reserve Bank, 2016):

- v prvo skupino sodijo ukrepi, ki so tesno povezani s tradicionalno vlogo centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili. Namenjeni so bili izboljšanju razmer na medbančnem trgu posojil. Ti ukrepi so diskontno okno, pomoč preko avkcij sredstev z daljšo zapadlostjo (angl. *Term Auction Facility - TAF*), pomoč kreditiranja primarnih trgovcev (angl. *Primary Dealer Credit Facility - PDCF*), pomoč dolgoročnejšega

posojanja vrednostnih papirjev (angl. *Term Securities Lending Facility - TSLF*) in sporazumi valutnih menjav (angl. *Currency swap agreements*);

- v drugo skupino sodijo ukrepi za zagotavljanje likvidnosti neposredno posojilojemalcem in investitorjem na ključnih kreditnih trgih. Ti ukrepi so: likvidnostna pomoč vzajemnim skladom denarnega trga (angl. *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility - AMLF*), program financiranja komercialnih zapisov (angl. *Commercial Paper Funding Facility – CPFF*), pomoč dolgoročnejšega posojanja s premoženjem zavarovanih vrednostnih papirjev (angl. *Term Asset-Backed Securities Loan Facility - TALF*) in program financiranja investitorjev na denarnem trgu (angl. *Money Market Investor Funding Facility - MMIFF*);
- v tretjo skupino sodijo ukrepi, namenjeni zagotavljanju delovanja kreditnih trgov, usmerjanju dolgoročnih obrestnih mer in prilagajanju finančnih pogojev na trgu. Med slednje sodita ukrepa t.i. smernice za naprej (angl. *forward guidance*) in program QE, ki je vključeval nakupe agencijskega dolga državno sponzoriranih agencij (v nadaljevanju agencijski dolg), agencijskih hipotekarnih vrednostnih papirjev (angl. *Agency Mortgage Backed Securities*, v nadaljevanju MBS) in zakladnih dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev.

V nalogi se bom osredotočila na ukrep QE, ki ga podrobneje pojasnujem v naslednjem poglavju.

### **1.3.1 Kvantitativno sproščanje in njegova vloga pri delovanju transmisijskega mehanizma denarne politike**

QE oziroma razširjen program nakupa dolgoročnih vrednostnih papirjev (državnih obveznic ali druge vrste vrednostnih papirjev) na sekundarnem trgu od bank ter pokojninskih in investicijskih skladov je eden od nestandardnih ukrepov, ki ga v okviru svoje denarne politike izvajajo vse večje svetovne centralne banke. Cilj izvajanja ukrepa je preprečiti deflacijo in z znižanjem vrednosti valute ter s povečanjem likvidnosti bank spodbuditi agregatno povpraševanje in gospodarsko rast ter posredno vplivati na stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Centralne banke pri tem računajo na stabilno zvezo med ključno kratkoročno obrestno mero in drugimi obrestnimi merami finančnih trgov, ki usmerjajo odločitve med varčevanjem in izposojanjem ter končnim in investicijskim povpraševanjem. Premiki povpraševanja vplivajo na inflacijo in/ali proizvodnjo oziroma zaposlovanje (Drenovec, 1999, str. 22).

Z obsežnim nakupom dolgoročnih vrednostnih papirjev se vpliva na povišanje cen in znižanje realnih dolgoročnih obrestnih mer (donosnosti) teh papirjev. V primeru obsežnega nakupa dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev, ki predstavljajo merilo pri vrednotenju bolj tveganih dolgoročnih zasebnih vrednostnih papirjev, vpliva njihov nakup posredno

tudi na znižanje dolgoročnih obrestnih mer slednjih vrednostnih papirjev. Posledično se s tem znižajo nominalne dolgoročne obrestne mere, kar spodbudi dolgoročne investicije in v končni fazi agregatno povpraševanje. Centralne banke s tem ukrepom zagotavljajo bankam likvidnost z namenom vplivanja na povečanje zadolževanja gospodarstva. Obstaja tveganje, da banke te likvidnosti ne namenijo za financiranje novih kreditov, temveč jo obdržijo v obliki rezerv pri centralni banki. Tveganje je obvladano, vse dokler se ti nakupi izvajajo pri ključnih nominalnih kratkoročnih obrestnih merah na efektivni spodnji meji, saj v tem primeru banke z držanjem likvidnosti ne profitirajo, ker so obrestne mere na te depozite skoraj 0%. V nasprotnem primeru, bi se centralne banke soočile s povečanjem izpostavljenosti tveganju. Trenutno so obrestne mere na depozite marsikje (vključno z ECB) negativne.

Potencialno vplivanje izvajanja ukrepa QE na dolgoročne obrestne mere prikazuje (Fawley & Neely, 2013, str. 54) enačba za izračun pričakovane realne stopnje donosa na obveznice:

$$y_{t,t+n} = \bar{y}_{t,t+n} + TP_{t,n} - E_t\pi_n \quad (1)$$

V kateri predstavlja  $y_{t,t+n}$  pričakovano realno stopnjo donosa v času  $t$  in  $n$ -letne obveznice,  $\bar{y}_{t,t+n}$  povprečno pričakovano obrestno mero čez noč v naslednjih  $n$  letih v času  $t$ ,  $TP_{t,n}$  premijo za ročnost za  $n$ -let v času  $t$  in  $E_t\pi_n$  pričakovano povprečno stopnjo inflacije v naslednjih  $n$ -letih v času  $t$ .

Kot je razvidno iz enačbe (1) se dolgoročna realna stopnja donosa lahko zmanjša na tri načine: (i) s povečanjem pričakovane inflacije, (ii) z znižanjem pričakovane obrestne mere in (iii) z zmanjšanjem premije za ročnost.

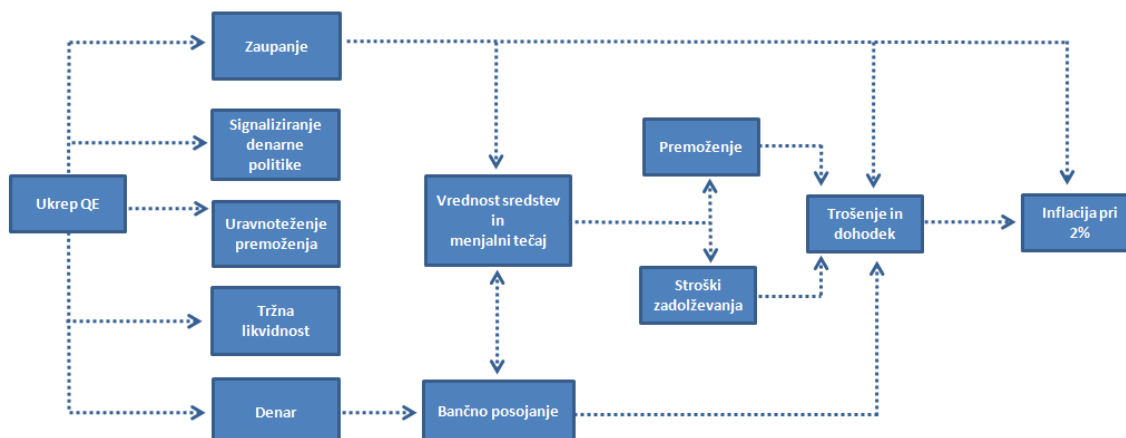
Izvajanje ukrepa QE vpliva na inflacijo in gospodarsko rast preko petih kanalov transmisijskega mehanizma denarne politike (Hausken & Ncube, 2013, str. 5-6), pri čemer je vpliv preko nekaterih kanalov večji, pri drugih pa zelo omejen, in sicer:

1. **Signalizacijski kanal.** Centralne banke z objavo ukrepa QE preko signalizacijskega kanala (angl. *Signaling channel*) transmisijskega mehanizma signalizirajo tržnim udeležencem prihodnjo denarno politiko. Z obsežnim nakupom dolgoročnih vrednostnih papirjev se centralne banke zavežejo, da v prihodnje ne bodo povečevale ključnih nominalnih kratkoročnih obrestnih mer, saj bi to vplivalo na znižanje vrednosti odkupljenih sredstev in posledično ustvarjanje njihove izgube.
2. **Kanala vrednosti premoženja.** Centralne banke z obsežnimi nakupi vrednostnih papirjev preko kanala vrednosti premoženja (angl. *Portfolio rebalancing channel*), ki predstavlja najpomembnejši kanal ukrepa QE, vplivajo na spremembo relativne ponudbe teh sredstev. Centralne banke zamenjajo dolgoročna in relativno nelikvidna

sredstva za kratkoročni visoko likvidni centralnobančni denar, kar vpliva na zmanjšanje likvidnostnega in ročnostnega tveganja premoženja zasebnega sektorja. Posledično izboljšanje bilančne pozicije vlagateljev in bank rahlja omejitve finančnega vzvoda, zaradi česar so banke pripravljene v večjem obsegu financirati zasebni sektor po nižjih stroških. Preko tega kanala naj bi se ponovno vzpostavilo zeleno stanje premoženjske bilance. Povečanje v relativnem povpraševanju povzroči povečanje cen odkupljenih sredstev in njihovih substitutov (povečanje premoženja) in znižanje njihove donosnosti (dolgoročne nominalne obrestne mere). To vzpodbudi porabo, da bi se proizvedla nova aktiva in tudi porabo tekočih storitev in ne samo nakupe obstoječih aktiv (Ribnikar, 2003, str. 130).

- 3. Kanal likvidnostne premije.** Z izvajanjem ukrepa QE se preko kanala tržne likvidnosti (angl. *Liquidity premia channel*) poveča likvidnost in izboljša delovanje finančnih trgov. Znižanje premije za likvidnost vpliva na povečanje vrednosti premoženja.
- 4. Kanal zaupanja.** Preko kanala zaupanja (angl. *Confidence channel*) naj bi centralne banke z izvajanjem ukrepa QE povrnilo zaupanje tržnih udeležencev na trgu, kar bi spodbudilo investicije in potrošnjo ter povečalo agregatno povpraševanje.
- 5. Kanal bančnega posojanja.** Preko kanala bančnega posojanja (angl. *bank lending channel*) naj bi centralne banke z izvajanjem ukrepa QE zagotavljale likvidnost bančnemu sistemu. S tem bi spodbudile banke k povečanju obsega financiranja novih kreditov. Vplivanje preko tega kanala je v času zaostrenih razmer v finančnem sistemu (še vedno značilen velik pritisk na zniževanje bilančnih vsot bank) zelo omejeno. Banke ta sredstva raje zadržijo v svojih bilancah v obliki likvidnostnih rezerv, namesto da bi jih sprostila v gospodarstvo preko financiranja novih kreditov. Razlogi za to so strožja regulativa, strah pred nelikvidnostjo, ponekod tudi nedokončan proces prestrukturiranja in visok delež nedonosnih posojil.

Slika 2: Shematični prikaz delovanja transmisijskega mehanizma denarne politike v primeru izvajanja ukrepa QE



Vir: Hausken & Ncube, *Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe*, 2013, str.6, slika 2.1.

### 1.3.2 Program kvantitativnega sproščanja ECB

V normalnih časih je ECB zagotavljala likvidnost bančnemu sektorju na tedenski ravni preko operacij odprtega trga po ključni obrestni meri (obrestna mera operacij glavnega refinanciranja). Komercialne banke so se na medbančnem denarnem trgu financirale po obrestni meri (angl. *Euro OverNight Index Average*, v nadaljevanju EONIA), ki je bila blizu ključne obrestne mere. EONIA je nihala v obrestnem koridorju, ki predstavlja razpon med obrestno mero mejnega posojila (zgornja meja) in obrestno mero za depozite (spodnja meja). Od začetka krize pa se je širina obrestnega koridorja večkrat spremenila. Zožitev širine obrestnega koridorja je vplivala na zmanjšanje volatilitnosti marže medbančne obrestne mere, zaradi česar se je zmanjšala likvidnost na medbančnem denarnem trgu.

Konec leta 2008 so se razmere na finančnih trgih evroobmočja, ki temelji predvsem na bančnem sektorju, zaostriale. Povečano likvidnostno in kreditno tveganje na medbančnem denarnem trgu je povzročilo akutno bančno krizo, ki se je odražala v zmanjšanju obsega trgovanja na tem trgu in v močnem povečanju volatilitnosti obrestnih mer (EONIA, EURIBOR in EUREPO). Banke so zmanjšale obseg posojil na medbančnem denarnem trgu in postavljale večje zahteve glede zavarovanj. Na trgih državnih obveznic so se začele povečevati razlike v donosnostih državnih obveznic držav evroobmočja. Od začetka finančne krize leta 2008 do aprila 2010 je ECB izvajala predvsem ukrepe, ki so bili namenjeni kreditni podpori finančnim institucijam, natančneje stabiliziranju bančnega sektorja. Ob sočasnem nižanju ključne obrestne mere je izvajala ukrepe, kot so zagotavljanje neomejene likvidnosti bankam po fiksni obrestni meri v vseh operacijah refinanciranja ob primernem zavarovanju, zagotavljanje likvidnosti v tujih valutah

predvsem v ameriških dolarjih, razširitev liste za zavarovanje terjatev primernega finančnega premoženja, podaljšanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja na 6 in 12 mesecev (angl. *Long-Term Refinancing Operations*, v nadaljevanju LTRO) in prvi program CBPP1. Obseg programa LTRO po obeh ročnostih je skupaj znašal 742 mrd EUR, program CBPP1 pa 61 mrd EUR. Slednji je bil namenjen nadaljnjemu zniževanju obrestnih mer na denarnem trgu, izboljševanju pogojev financiranja za banke in podjetja na primarnem trgu kritih obveznic, spodbujanju kreditnih institucij k večjemu posojanju denarnih sredstev ter izboljšanju likvidnosti na sekundarnem trgu kritih obveznic. Z znižanjem ključne obrestne mere iz 4,25% na 1,0% je ECB do januarja 2009 zmanjšala razpon obrestnih mer znotraj obrestnega koridorja iz 200 bazičnih točk na 100 bazičnih točk, ga do aprila 2009 povečala za 200 bazičnih točk in ponovno zmanjšala po maju 2009 za 150 bazičnih točk (Rodriguez & Carrasco, 2014, str. 9). Z izvajanjem teh ukrepov se je obseg bilance stanja ECB v tem obdobju povečal za skoraj 30% (v normalnih časih se je povečal za približno 4%).

Od začetka evropske dolžniške krize v maju 2010 (z začetkom v Grčiji), ko so začele zahtevane donosnosti državnih obveznic perifernih držav strmo naraščati (predvsem Grčije, Irske, Portugalske in Španije), do avgusta 2011 se je ECB na razmere odzvala s programom SMP v obsegu 100 mrd EUR (predhodnik QE) in podaljšanjem ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja na tri leta (angl. *Very Long-Term Refinancing Operations*, v nadaljevanju VLTRO). S programom SMP je ECB zagotavljala likvidnost na slabo delujočih segmentih javnega in zasebnega obvezniškega trga. Od aprila 2011 do avgusta 2011 so se razmere na trgu relativno stabilizirale, zaradi česar se je ECB odločila, da postopno dvigne ključno obrestno mero z 1,00% na 1,50%.

V obdobju od avgusta 2011 do maja 2013 se je dolžniška in finančna kriza v evroobmočju začela ponovno stopnjevati. V bančnem sektorju je vladala negotovost, močno se je povečalo povpraševanje bank po likvidnosti iz previdnostnih ukrepov in prišlo je do hitrega razdolževanja, kar je privedlo do kreditnega krča. Znatno povečanje donosnosti državnih vrednostnih papirjev perifernih držav evroobmočja je predstavljalo resno grožnjo celotni evropski monetarni uniji. ECB ni preostalo drugega, kot da bančnemu sistemu zagotovi neomejeno financiranje. 26. julija 2012 je Mario Draghi napovedal, da bo ECB naredila vse, da ohrani enotnost denarne politike in normalno delovanje transmisijskega mehanizma. To je pomenilo, da se bodo nestandardni ukrepi denarne politike izvajali toliko časa, kolikor bo potrebno. ECB je nastopila v vlogi posojilodajalca v skrajni sili. Ključna obrestna mera se je znižala na 0,75%, julija 2011 se je ponovno začel izvajati ukrep SMP (dosežen maksimalen znesek nakupa državnih obveznic zadolženih držav v višini 220 mrd EUR) in zaradi poslabšanja razmer na trgu kritih obveznic se je odredil drugi program CBPP2 v višini 16 mrd EUR. Najpomembnejši ukrep, ki ga je ECB v tem obdobju napovedala, je bil ukrep OMT, ki je nadomestil program SMP. Za razliko od programa SMP so bili nakupi v okviru tega programa pogojeni (države, katerih obveznice

je kupovala ECB, so morale izpolnjevati določene zahteve, dane s strani EFSM), obseg nakupov je bil neomejen (oziroma je bila zgornja meja nakupov določena z doseganjem primarnega cilja denarne politike ECB) in zaradi pogojevanja nakupov je bila zagotovljena njihova transparentnost. Ukrep v praksi ni bil uporabljen, a je njegova objava pomembno prispevala k zmanjšanju donosnosti državnih vrednostnih papirjev perifernih držav v evroobmočju in posledično k povečanju ponudbe posojil s strani bank v teh državah privatnim posojilojemalcem v Evropi.

V obdobju od januarja 2013 do maja 2013 so se napetosti na denarnem in obvezniškem trgu nekoliko umirile in banke so začele z odplačevanjem kreditov (možnost predčasnega odplačila VLTRO), kar se je odrazilo v močnem zmanjšanju obsega bilance stanja ECB in presežnih rezerv oziroma presežne likvidnosti. To se je nadaljevalo tudi v obdobju od junija 2013 do maja 2014. Po eni strani je to nakazovalo, da banke niso odvisne od likvidnosti ECB, po drugi strani pa, da banke teh presežnih rezerv niso uporabile za financiranje gospodarstva, ampak so se raje razdolževale. Hitro zmanjšanje presežnih rezerv je vplivalo na povečanje EONIA glede na ključno obrestno mero, kar je posledično vodilo v volatilitnost obrestnih mer na denarnem trgu. ECB je glede na razmere in ob upoštevanju splošne ocene inflacijskih obetov v novembru 2013 znižala ključno obrestno mero za 25 bazičnih točk na raven 0,25%. Z znižanjem ključne obrestne mere se je razpon obrestnih mer znotraj obrestnega koridorja zmanjšal s 150 bazičnih točk na 75 bazičnih točk.

V sredini leta 2013 je ECB predstavila nov ukrep t.i. smernice za naprej, ki je predstavljal novost v njeni komunikacijski strategiji. S tem ukrepom se je napovedala ohranitev ključnih obrestnih mer na nižjih nivojih za daljše časovno obdobje, pri čemer se bo spremljalo prihodnja gospodarska in denarna gibanja. Na ta način je ECB želela vplivati na zmanjšanje negotovosti in volatilitnosti obrestnih mer na trgu. Ukrep se ni izkazal za učinkovitega, saj je bil opredeljen preveč ohlapno.

V letu 2014 je ECB napovedala vrsto ukrepov za odpravljanje deflacijskega tveganja, v septembru znižala ključno obrestno mero na raven 0,05%, obrestno mero mejnega posojila na 0,30% in obrestno mero za depozite na -0,20%. Razpon obrestnih mer znotraj obrestnega koridorja se je tako znižal na 50 bazičnih točk, s čimer je bila tehnično dosežena efektivna spodnja meja. Zožanje obrestnega koridorja omogoča centralnim bankam natančnejše usmerjanje obrestne mere in hkrati preprečuje prevelika nihanja obrestnih mer na denarnem trgu. Eden izmed ukrepov, ki jih je napovedala, je bil podaljšanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja (TLTRO) na štiri leta v obsegu 400 mrd EUR, ki je bil namenjen izključno povečanju bančnega kreditiranja nefinančnih družb in gospodinjstev (izključene hipoteke), s čimer naj bi se povečalo delovanje transmisijskega mehanizma denarne politike.



Kljub vsem sprejetim nestandardnim ukrepom denarne politike in zaznanemu postopnemu okrevanju gospodarstva se je evroobmočje še vedno soočalo z grožnjo deflacije. Večina kazalnikov dejanske in pričakovane inflacije je bila kot posledica zniževanja cen energetov in obsežnih neizkoriščenih proizvodnih zmogljivosti na zgodovinsko nizkih ravneh, kar bi lahko preko sekundarnih učinkov na oblikovanje plač in cen negativno vplivalo na srednjeročna cenovna gibanja. Za ohranitev gospodarskega okrevanja in zagotovitev stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju pa je bilo v teh razmerah nujno potrebno krepiti zaupanje tako med potrošniki za spodbuditev trošenja, med podjetji za nadaljevanje zaposlovanja in investiranja ter med bankami za povečanje kreditiranja.

V ta namen je Svet ECB dne 22. januarja 2015 objavil program QE oz. t.i. razširjen program nakupa vrednostnih papirjev (angl. *Asset Purchase Programme – APP*), s katerim se je nakup vrednostnih papirjev zasebnega sektorja razširil še z nakupom obveznic, ki so jih izdale države v evroobmočju, agencije in evropske institucije. Z objavo APP je ECB sporočil svojo namero o občutnem povečanju bilance stanja Evrosistema, s čimer naj bi zagotovil zadostno denarno spodbudo za odpravo povišanega tveganja predolgega obdobja nizke inflacije. Za razliko od drugih nestandardnih ukrepov denarne politike ECB ta ukrep v večjemu obsegu vpliva na obseg bilance stanja centralne banke. A glavni namen izvajanja tega ukrepa ni bil povečevanje obsega bilance stanja centralne banke, temveč izkoristiti številne nove kanale transmisijskega mehanizma denarne politike za prenos ekspanzivno naravnane denarne politike v gospodarstvo.

Program se izvaja na način, da ECB s centralnobančnim denarjem na sekundarnem trgu kupuje obveznice, predvidene s programom. Nakupom na primarnem trgu se izogiba, ker bi to pomenilo neposredno financiranje. Nakupi potekajo decentralizirano preko nacionalnih centralnih bank v evroobmočju, s čimer ECB mobilizira svoje vire. Prodajalci (komercialne banke, druge finančne institucije) vrednostnih papirjev se lahko odločijo, da z denarjem od prodaje kupujejo drugo premoženje ali pa ga namenijo za financiranje posojil realnemu gospodarstvu. V obeh primerih naj bi to prispevalo k blažitvi finančnih razmer in posledično doseganju stabilnosti cen v evroobmočju.

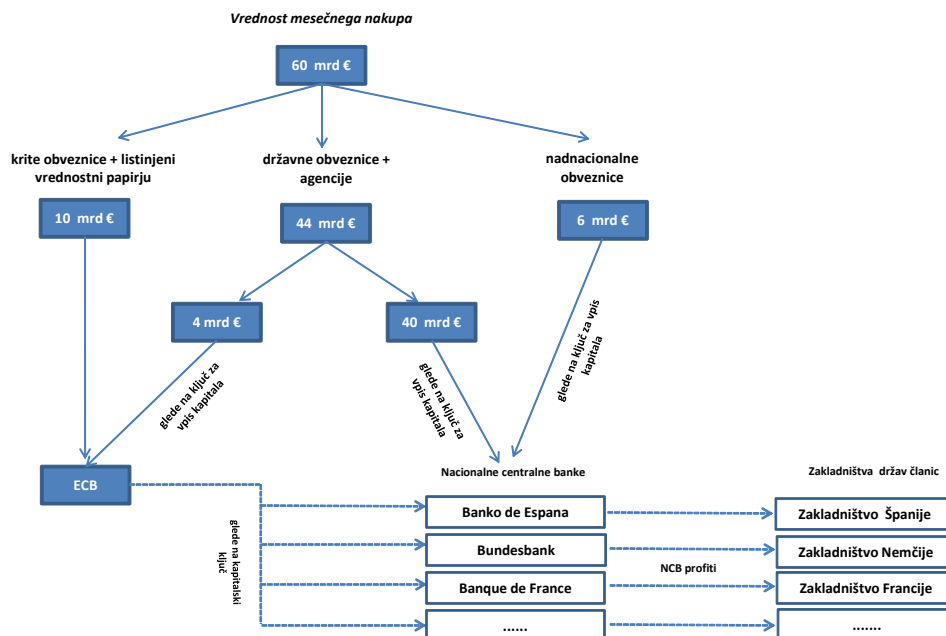
V zvezi z delitvijo hipotetičnih izgub je Svet ECB sklenil, da bo za nakupe vrednostnih papirjev evropskih institucij (ki bodo predstavljali 12% dodatnih nakupov vrednostnih papirjev in jih bodo izvedle nacionalne centralne banke) veljala delitev izgub. Za preostale dodatne nakupe vrednostnih papirjev s strani nacionalnih centralnih bank pa delitev izgub ne bo veljala. ECB bo zadržala 8% dodatnih nakupov, kar pomeni, da bo za 20% dodatnih nakupov vrednostnih papirjev veljal režim delitve izgube (Evropska centralna banka, 2015a).

Razširjen program vključuje dva programa, ki sta bila napovedana že v septembru 2014, to sta program ABSPP in tretji program CBPP3, poleg njiju pa še nov program PSPP, kamor

spadajo obveznice držav v evroobmočju, agencij in evropskih institucij. Pri ABSPP gre za nakup vrednostnih papirjev, pri katerih so osnovni instrument terjatve do zasebnega sektorja v evroobmočju. Za obdobje od začetka izvajanja APP do aprila 2016 je skupna višina programa znašala 60 mrd EUR na mesec, trajanje programa pa je bilo predvideno do septembra 2016 oziroma dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju doseganja stopnje inflacije, ki je pod 2%, vendar blizu te meje.

Na sliki 3 je shematično prikazana razporeditev mesečnega nakupa vrednostnih papirjev v Evrosistemu v okviru programa APP. Od predvidenih 60 mrd EUR se 44 mrd EUR po ključu za vpis kapitala razdeli po posameznih državah članicah v Evrosistemu. Ključ za vpis kapitala se uporablja za izračunavanje deleža posamezne nacionalne centralne banke v kapitalu ECB ter odraža delež posamezne države v celotnem prebivalstvu in bruto domačem proizvodu EU. Nacionalne centralne banke lahko kupujejo na sekundarnem trgu zgolj tiste dolžniške vrednostne papirje, ki imajo nižjo donosnost glede na donosnost depozitov, z zapadlostjo od dveh do tridesetih let, so denominirani v evro in imajo primerno zavarovanje. Pri nakupih se morajo nacionalne centralne banke držati dveh kriterijev: 25-odstotni limit posamezne emisije za nakup primernih dolžniških vrednostnih papirjev in 33-odstotni limit pri posameznem izdajatelju dolžniških vrednostnih papirjev, kar predstavlja varovalko pri ohranjanju delovanja trga in omogočanju oblikovanja tržne cene.

Slika 3: Razporeditev mesečnega nakupa vrednostnih papirjev v Evrosistemu

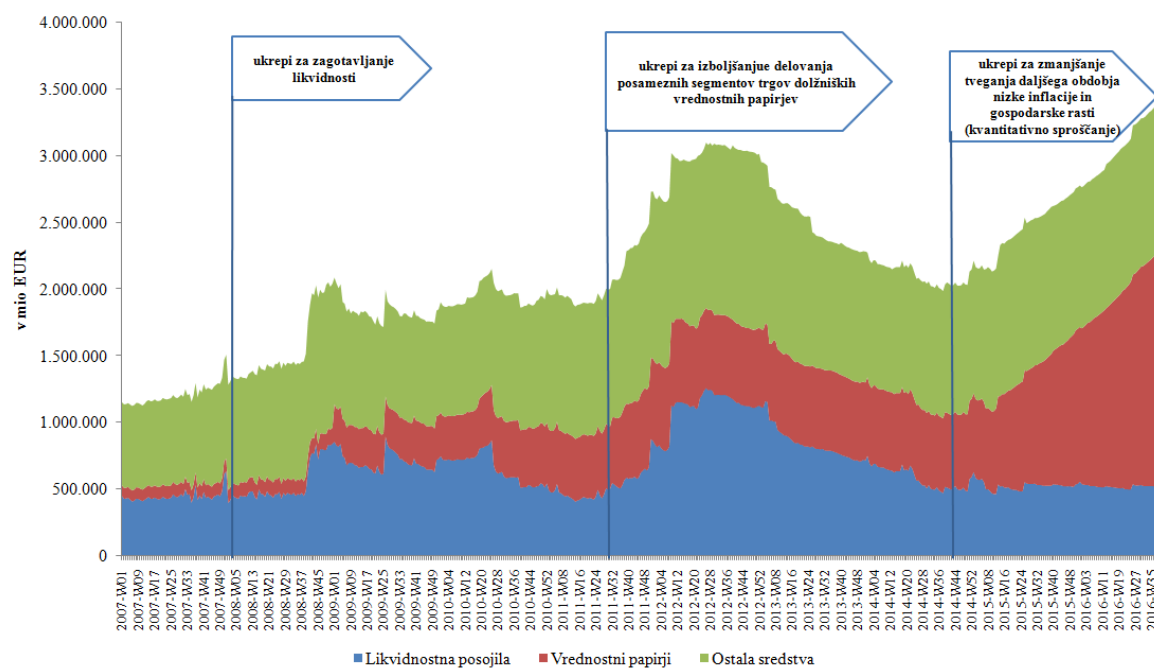


Vir: Claeys & Leandro & Mandra, *European central bank quantitative easing: The detailed manual, 2015, str.3, slika 1.*

V letu 2016 so razmere v gospodarstvu zahtevale dodatne ukrepe ECB za zagotavljanje stabilnosti cen. Posledično je Svet ECB zaradi omejitev prvotnega programa, ki se nanašajo na velikost in trajanje programa, 10. marca 2016 objavil dopolnjen program, ki vključuje naslednje spremembe (Claeys & Leandro, 2016, str. 6): (i) razširitev na nakupe podjetniških vrednostnih papirjev (program CSPP) z dobo dospelosti od 6 mesecev do 30 let, (ii) višina mesečnega nakupa vrednostnih papirjev znaša 80 mrd EUR (od tega predstavlja 64 mrd EUR mesečni nakup PSPP), (iii) odstotek limita na emisije vrednostnih papirjev se je povešal iz 25 na 33, (iv) med primerne dolžniške vrednostne papirje sodijo tudi evropski regionalni in lokalni državni dolžniški vrednostni papirji, denominirani v evro ter (v) trajanje programa se je podaljšalo do konca marca 2017 oziroma dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju doseganja stopnje inflacije, ki je pod 2%, vendar blizu te meje. CSPP v imenu Evrosistema izvaja šest nacionalnih centralnih bank (Banque Nationale de Belgique, Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Finlands Bank) in vsaka od njih je odgovorna za nakupe podjetniških vrednostnih papirjev s strani izdajalcev na primarnih in sekundarnih trgih v točno določenih delih evroobmočja. Nakupe usklajuje ECB.

Program kvantitativnega sproščanja ECB se izvaja od marca 2015 do predvidoma marca 2017. Namen programa je zagotoviti cenovno stabilnost v evroobmočju. Celotna predvidena višina programa predstavlja 11,5% bruto domačega proizvoda evroobmočja (Gros et al., 2015, str. 4).

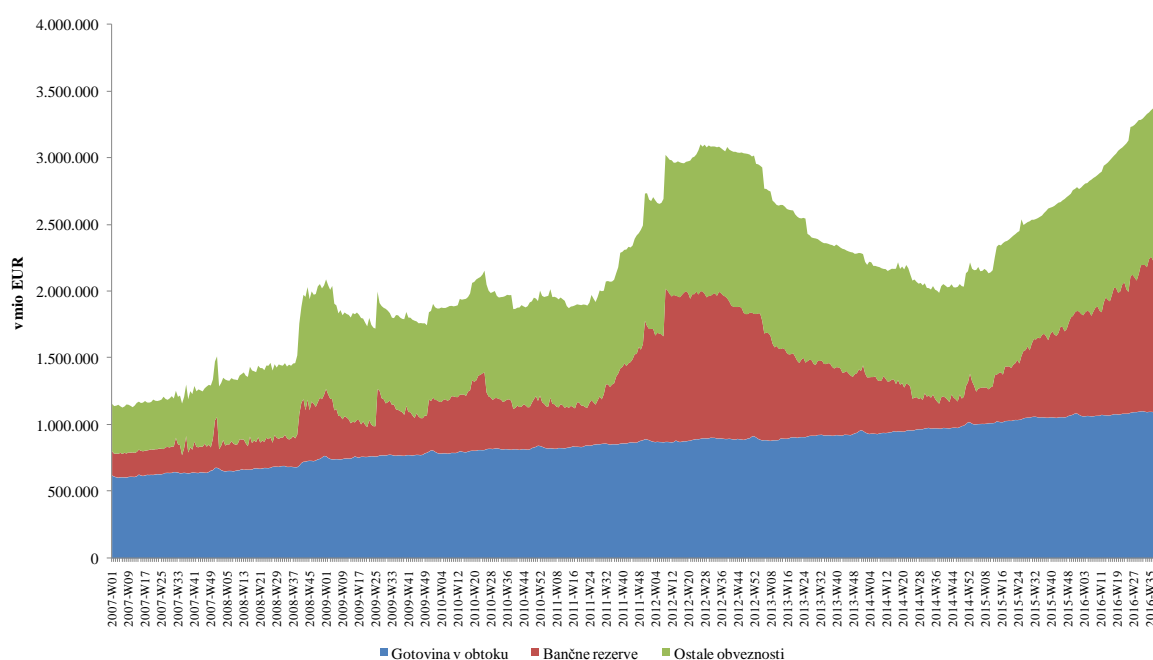
*Slika 4: Grafični prikaz vpliva nestandardnih ukrepov denarne politike ECB na višino in strukturo sredstev bilance stanja Evrosistema od leta 2007 dalje (v mio EUR)*



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, b.l.

Slika 4 in Slika 5 prikazujeta vpliv nestandardnih ukrepov denarne politike ECB na višino in strukturo sredstev in obveznosti bilance stanja Evrosistema od leta 2007 dalje. Do prvega večjega porasta sredstev ECB je prišlo v obdobju od 2011 in 2012, ko se je izvajal program SMP. Po večini so bili ti odkupi vrednostnih papirjev financirani z obveznostmi do kreditnih institucij evroobmočja v evrih, povezanih z operacijami denarne politike, ter z obveznostmi do rezidentov v evroobmočju v evrih. Do naslednjega večjega porasta v sredstvih ECB je prišlo v letu 2015, ko je ECB začela z izvajanjem programa APP, ki je se pravitako financira predvsem s obveznostmi do kreditnih institucij evroobmočja v evrih, povezanimi z operacijami denarne politike.

*Slika 5: Grafični prikaz vpliva nestandardnih ukrepov denarne politike ECB na višino in strukturo obveznosti bilance stanja Evrosistem od leta 2007 dalje (v mio EUR)*



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, b.l.

### 1.3.3 Program kvantitativnega sproščanja FED

Po znižanju ciljne obrestne mere iz 4,25% na razpon od 0,0% do 0,25% v letu 2008 je FOMC pričel z izvajanjem programa razširjenega nakupa dolgoročnih vrednostnih papirjev (angl. *Large-Scale Asset Purchase Programme*, v nadaljevanju LSAPP) oziroma programom QE. Program se je izvajal v več krogih v obdobju od novembra 2008 do oktobra 2014 z namenom spodbuditi gospodarsko okrevanje. Celotna višina programa kvantitativnega sproščanja predstavlja 22,5% bruto domačega proizvoda ZDA (Gros et al., 2015, str. 4).

Prvi krog izvajanja kvantitativnega sproščanja (QE1) se je pričel 25. novembra 2008, ko je FOMC objavil nakup v skupni višini 600 mrd USD: od tega je bilo 100 mrd USD namenjenih nakupu agencijskega dolga državno sponzoriranih agencij kot so FannieMae, FreddieMac, GinnieMae in Zvezna posojilna banka, 500 mrd USD pa je bilo namenjenih nakupu agencijskih hipotekarnih vrednostnih papirjev (angl. *Agency Mortgage Backed Securities*, v nadaljevanju MBS). Namen nakupa je bil znižanje stroškov financiranja in neposredno vplivati na izboljšanje kreditnih pogojev na stanovanjskem trgu, kar bi po pričakovanjih zagotovilo podporo stanovanjskemu trgu in preko tega spodbujalo boljše pogoje na finančnih trgih nasploh. 18. marca 2009 je bil program razširjen še z dodatnimi nakupi v skupni višini 1.125 mrd EUR: od tega je bilo 75 mrd USD namenjenih nakupu agencijskega dolga, 750 mrd USD nakupu MBS in 300 mrd USD nakupu dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev. Celotni QE1 program, ki se je izvajal od novembra 2008 do marca 2010, je znašal skupaj 1.725 mrd USD. Čeprav je bil program QE1 prvotno namenjen podpori celotnemu gospodarstvu, se je z njegovim izvajanjem izkazalo, da se je osredotočal predvsem na trge hipotekarnih kreditov, ki so bili v obdobju 2006-2008 zaradi padca cen nepremičnin in prodaje močno prizadeti. Na teh trgih je FED opravil več kot 80 odstotkov vseh nakupov (Fawley & Neely, 2013, str. 60), predvidenih v programu QE1. S tem programom si je FOMC postavil cilj znižati stroške in povečati dostopnost stanovanjskih kreditov, kar bi posledično vodilo v izboljšanje razmer na finančnih trgih. Ciljne obrestne mere so se do konca leta 2008 znižale s 4,25% na razpon od 0,0% do 0,25% in v tem razponu ostale vse do decembra 2015.

V drugi polovici leta 2010 so se ZDA kljub zaznanemu izboljšanju razmer na finančnih trgih soočale z grožnjo deflacije. Stopnja inflacije se je spustila na raven enega odstotka. Razmere v gospodarstvu so zahtevale dodatne ukrepe. Avgusta 2010 je FOMC sklenil ohranjati imetje vrednostnih papirjev nespremenjeno, tako da je denar od odplačila glavnice iz naslova dolgov agencij in MBS z njihovo garancijo vlagal v dolgoročne državne vrednostne papirje. Prav tako je sklenil obnoviti imetje državnih vrednostnih papirjev ob njihovi zapadlosti. 10. avgusta 2010 je FOMC začel napovedovati izvajanje drugega kroga kvantitativnega sproščanja (QE2) in 3. novembra 2010 uradno napovedal nakup dodatnih 600 mrd USD zakladnih ali državnih dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev. QE2 se je izvajal v obdobju od novembra 2010 do junija 2011 z mesečnim nakupom v višini 75 mrd USD. Namen QE2 je bil preko znižanja dolgoročnih obrestnih mer vplivati na pospešitev gospodarskega okrevanja in tako zagotoviti, da bo inflacije v daljšem časovnem obdobju na ravni ciljne inflacije.

Zaradi počasne gospodarske rasti in še vedno šibkega trga dela je FOMC 21. septembra 2011 v okviru Programa podaljšanja zapadlosti (angl. *Maturity Extension Program*) oziroma t.i. »operacije Twist« sklenil podaljšati povprečno zapadlost svojih imetij vrednostnih papirjev vse do konca junija 2012. Program je v prvi fazi vključeval prodajo kratkoročnih zakladnih obveznic (z zapadlostjo med 3 in 36 meseci) v višini 667 mrd

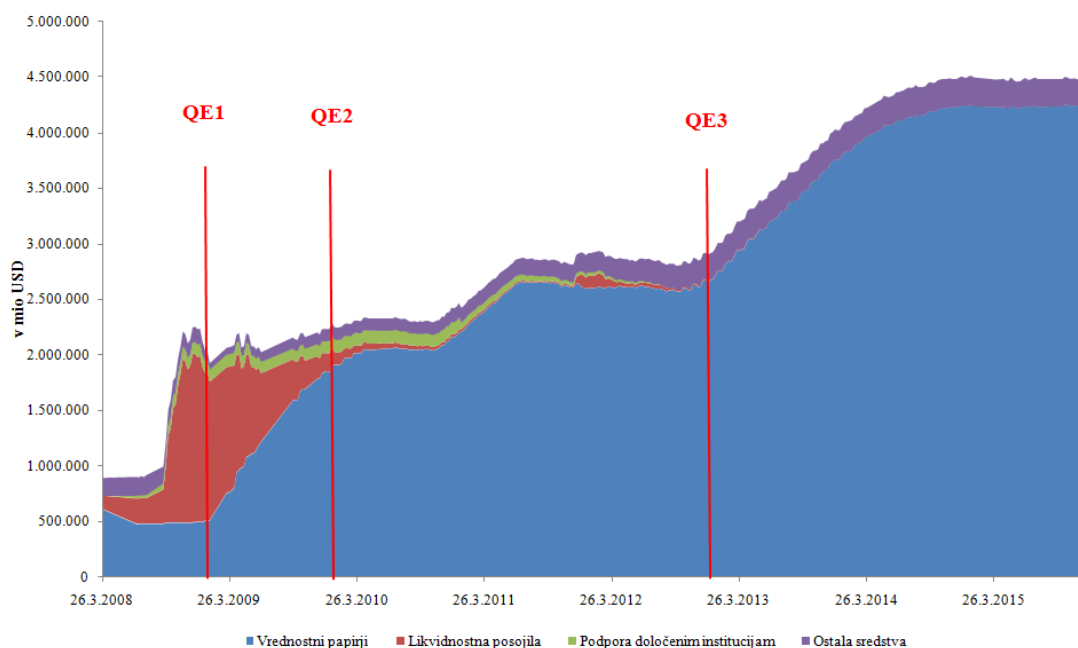
USD, v drugi fazi pa z izkupičkom od prodaje nakup dolgoročnih zakladnih obveznic (z zapadlostjo med 6 in 30 leti). Cilj programa je bil znižati dolgoročne obrestne mere in hkrati prispevati k izboljšanju splošnih pogojev financiranja.

Junija 2012 je FOMC sklenil nadaljevati z »operacijo Twist« vse do konca leta 2012 (namesto do konca junija 2012 kot je bilo sprva predvideno) in z obstoječim programom ponovnega vlaganja glavnice, izplačanih iz njegovih imetij agencijskega dolga in agencijskih hipotekarnih vrednostnih papirjev. 13. septembra 2012 je FOMC napovedal izvajanje tretjega kroga kvantitativnega sproščanja (QE3), s katerim je želel dodatno spodbuditi gospodarsko rast. Program je vključeval dodatne nakupe MBS v višini 40 mrd USD na mesec, pri čemer končni obseg nakupov ni bil določen. Obenem je FOMC izrazil tudi pričakovanje, da bodo izjemno nizke obrestne mere za zvezna sredstva upravičena še vsaj do sredine leta 2015. Ob zaključku »operacije Twist« konec leta 2012 je FOMC mesečnim nakupom MBS v višini 40 mrd USD dodal še dodatne nakupe dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev v višini 45 mrd USD na mesec ter obenem napovedal prehod od koledarskega izražanja denarne politike k usmerjanju, ki bo temeljilo na rezultatih, in ocenil, da bodo izjemno nizke obrestne mere za zvezna sredstva ustrezna še vsaj tako dolgo, dokler bo stopnja brezposlenosti ostala nad 6,5%, inflacija eno do dve leti vnaprej po projekcijah ne več kot 2,5%, dolgoročna inflacijska pričakovanja pa trdno zasidrana (Evropska centralna banka 2012, str. 22). Cilj programa QE3 je bil znižati dolgoročne obrestne mere, podpreti hipotekarne trge in pomagati sprostiti pogoje financiranja.

V letu 2013 je FOMC nadaljeval z ukrepi za zniževanje dolgoročnejših obrestnih mer, za podpiranje hipotekarnih trgov in za izboljševanje pogojev financiranja (ohranjanjem ciljne obrestne mere za zvezna sredstva v razponu med 0% in 0,25%, nakupi dodatnih agencijskih hipotekarnih vrednostnih papirjev v znesku 40 mrd USD na mesec in dolgoročnejših državnih vrednostnih papirjev v znesku 45 mrd EUR na mesec, obstoječi program ponovnega investiranja glavnice iz imetij agencijskega dolga in agencijskih hipotekarnih vrednostnih papirjev). 18. decembra 2013 je FOMC zaradi krepitve gospodarstva v skladu s pričakovanji sklenil nekoliko zmanjšati tempo nakupa sredstev (35 mrd USD na mesec za nakup agencijskih hipotekarnih vrednostnih papirjev namesto 40 mrd USD in 40 mrd USD na mesec za nakup dolgoročnejših državnih vrednostnih papirjev namesto 45 mrd USD).

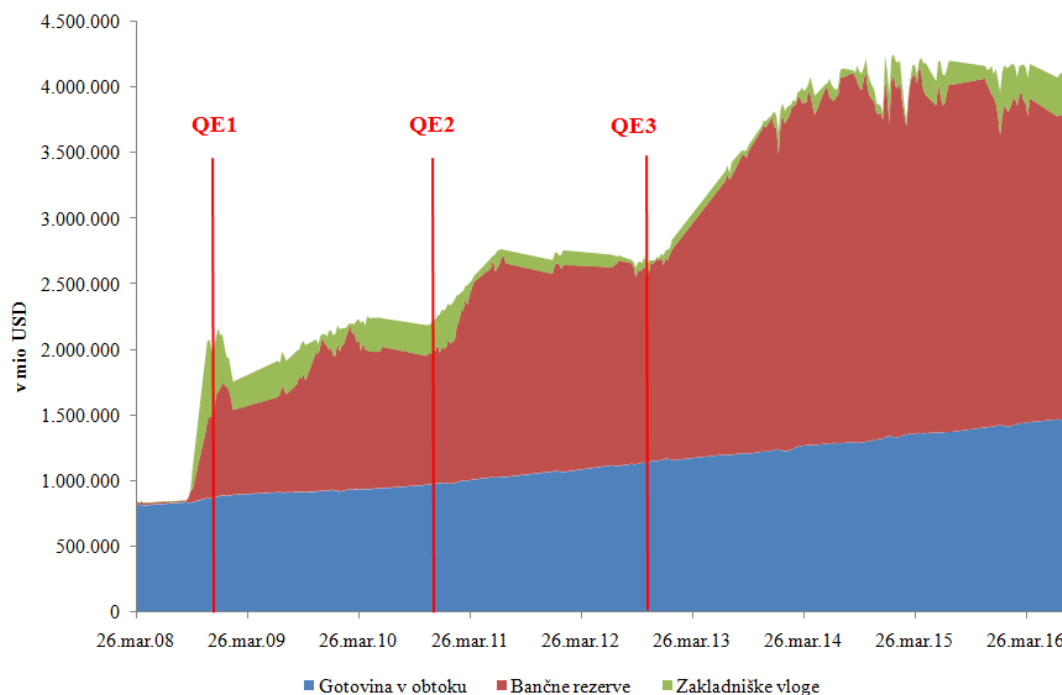
Med letom 2014 je FOMC zaradi splošnega izboljševanja gospodarskih napovedi postopno zmanjševal obseg nakupov dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev. Oktobra 2014 se je program QE3 končal. V decembru 2015 je FOMC ciljni razpon obrestne mere za zvezna sredstva prvič po devetih letih zvišal iz 0%-0,25% na 0,25%-0,50%.

Slika 6: Grafični prikaz vpliva QE na višino in strukturo sredstev bilance stanja FED od leta 2007 dalje (v mio USD)



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, b.l.

Slika 7: Grafični prikaz vpliva QE na višino in strukturo obveznosti bilance stanja FED od leta 2007 dalje (v mio USD)



Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, b.l.

V obdobju izvajanja je program QE vplival na povečanje bilance stanja FED za 3,7 milijarde USD (Slika 6). Iz Slike 7 je razvidno, da so bili obsežni nakupi sredstev v okviru tega programa v pretežni meri financirani z bančnimi rezervami.

### 1.3.4 Primerjava programov kvantitativnega sproščanja v ZDA in Evroobmočju

FED je pričel z izvajanjem programa QE pred ECB, in sicer po znižanju ciljne obrestne mere iz 4,25% na razpon od 0,0% do 0,25% leta 2008. Program se je izvajal v treh krogih v obdobju od novembra 2008 do oktobra 2014 in je znašal skupaj 3,7 bilijona USD. Izvajanje programa je bil namenjen podpori gospodarskemu okrevanju. Sedem let kasneje se je zaradi še vedno grozeče deflacije za izvajanje programa QE odločila tudi ECB, s katerim je želela ponovno zagotoviti stabilnost cen v evroobmočju. Pred njim je izvajala predvsem operacije dolgoročnejšega refinanciranja bank, dva programa nakupa kritih obveznic v letih 2009 in 2011 ter program SMP v letu 2010. V letu 2012 je napovedala tudi ukrep OMT, ki naj bi nadomestil program SMP, a v praksi ni bil nikoli uporabljen. ECB je program QE prvič objavila januarja 2015 in začela z njegovim izvajanjem marca 2015. Sprva je bil predviden zaključek programa v mesecu septembru 2016, ki pa se je v letu 2016 zaradi razmer v gospodarstvu ECB in posledično z dopolnitvijo program QE prestavil na marca 2017 oziroma dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju doseganja stopnje inflacije, ki je pod 2%, vendar blizu te meje.

*Tabela 3: Primerjava programov QE, ki sta ju izvajali ECB in FED*

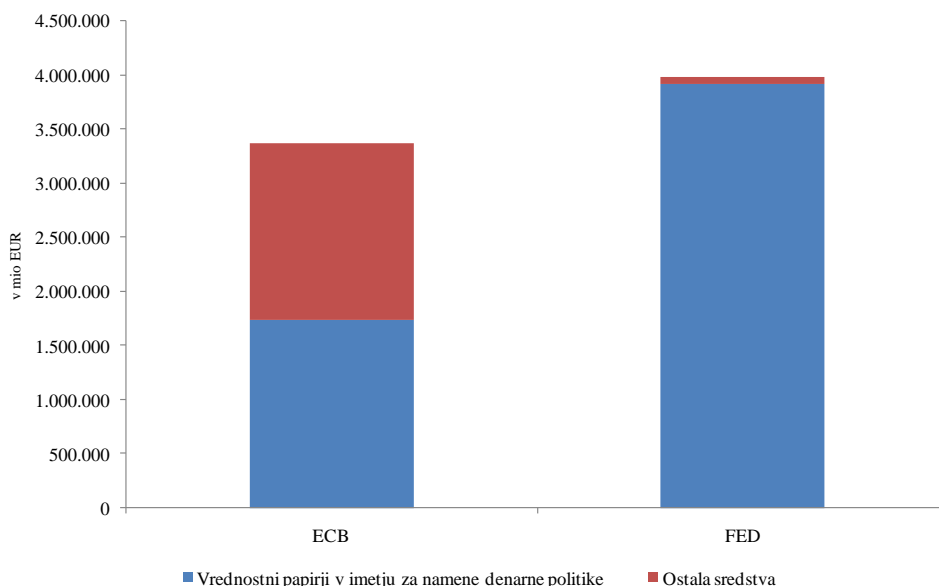
	<b>ECB</b>	<b>FED</b>
Naziv programa	APP	LSAPP
Obdobje izvajanja	Marec 2015 - marec 2017	November 2008 - oktober 2014
Poglavitni cilj	Stabilnost cen	Podpora gospodarskemu okrevanju
Predmet nakupa	Dolžniški vrednostni papirji javnega in privatnega sektorja držav v evroobmočju, agencij in evropskih institucij	Državni vrednostni papirji, agencijski dolg državno sponzoriranih agencij, agencijski hipotekarni vrednostni papirji (MBS)
Sestava programa	ABSPP CBPP PSPP CSPP	Agencijski dolg MBS Dolgoročni državni vrednostni papirji
Obseg programa	1,14 bilijon EUR (7,8% BDP 2015)	3,7 bilijona USD (21% BDP 2015)
Vpliv na spremembo bilance stanja glede na 2008 (v %)	162	402
Stanje sredstev bilance stanja	3,37 bilijona EUR (podatek na dan 16.09.2016)	4,47 bilijona USD (podatek na dan 21.09.2016)

*Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, b.l.; Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, b.l.*



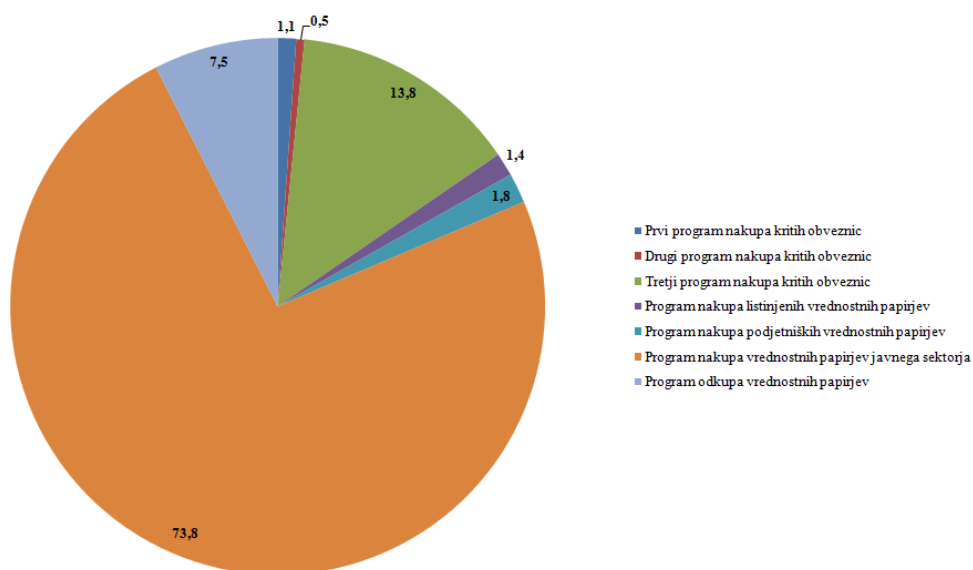
Po obsegu predstavlja program QE ECB zgolj tretjino obsega programa QE FED. Iz Slike 8 je razvidno, da večino sredstev bilance stanja FED (98,5%) predstavljajo vrednostni papirji, ki so bili predmet nakupa v okviru programa QE, medtem ko pri ECB znaša ta delež 51,4% .

Slika 8: Višina sredstev ECB in FED v septembru 2016 (v mio EUR)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, b.l.; Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, b.l.; lastni izračuni.

Slika 9: Struktura portfelja vrednostnih papirjev v imetju za namene denarne politike ECB na dan 16. september 2016 (v %)

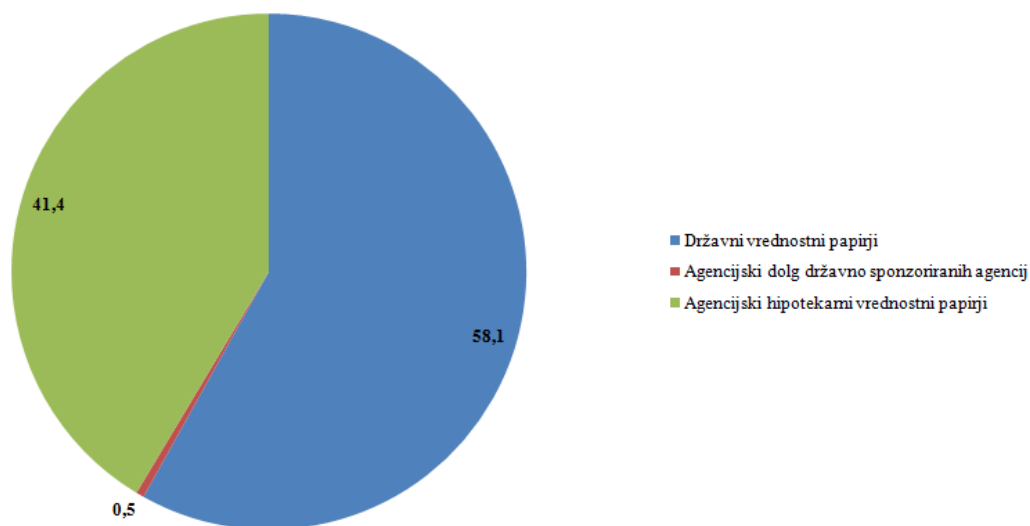


Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, b.l.; lastni izračuni.

Iz Slike 9 je razvidno, da v strukturi portfelja vrednostnih papirjev v imetju za namene denarne politike ECB predstavljajo največji delež vrednostni papirji javnega sektorja (73,8%), sledijo krite obveznice v okviru tretjega programa CBPP3 (13,8%), vrednostni papirji v okviru programa SMP (7,5%) ter ostali. V okviru programa APP se izvajajo tudi nakupi podjetniških vrednostnih papirjev (CSPP), ki pa predstavljajo trenutno zgolj 1,8% portfelja vrednostnih papirjev.

Med vrednostnimi papirji, ki jih je FED kupovala v okviru programa QE, predstavljajo skoraj šestdeset odstotkov državni vrednostni papirji, sledijo MBS s štiridesetimi odstotki, ostalo pa predstavlja agencijski dolg državnih vrednostnih papirjev (Slika 10).

*Slika 10: Struktura portfelja vrednostnih papirjev v imetju za namene denarne politike FED na dan 21. september 2016 (v %)*



*Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, b.l.; lastni izračuni.*

## **2 FISKALNI OKVIR POLITIKE KVANTITATIVNEGA SPROŠČANJA V EVROOBMOČJU IN ZDA**

Poleg denarne politike ima pomembno vlogo v gospodarstvu tudi fiskalna politika. Ukrepi, ki jih politiki izvajata, se dopolnjujejo in vplivajo na tržna pričakovanja. Pomembno je, da delujeta čim bolj usklajeno, saj se le na ta način lahko zagotavlja finančna in gospodarska stabilnost držav.

Razvoj svetovne finančne krize leta 2008 je spodbudil denarne in fiskalne oblasti, da so se na izredne razmere v gospodarstvu odzvale hitro in odločno z izvajanjem obsežnih nestandardnih ukrepov. Denarna politika se je med ekspanzivno naravnanimi

nestandardnimi ukrepi poslužila tudi ukrepa kvantitativnega sproščanja, s katerim je želela odpraviti nepravilno delovanje posameznih segmentov finančnih trgov in s tem ohraniti ustrezne transmisije denarne politike na gospodarstvo. Pri tem je zelo pomembno, da je denarna politika podprta z izvajanjem ukrepov fiskalne politike, saj lahko le usklajeno delovanje obeh politik zagotavlja učinkovitejše stabiliziranje finančnega sistema in vzpostavitev okolja za stabilno dolgoročno gospodarsko rast. Stabilni finančni trgi imajo pomembno vlogo pri ustvarjanju pobud za države, da ohranjajo vzdržne javne finance. Za fiskalno politiko so v tem obdobju značilne obsežne javnofinančne spodbude za blaženje negativnih posledic krize na gospodarstvo.

Fiskalna oziroma proračunska politika je politika uravnavanja proračuna, t.j. izdatkov in prihodkov javnega sektorja, ki vključuje državo v ožjem smislu, pokojninsko in zdravstveno zavarovanje ter zavarovanje za primer nezaposlenosti. Med javne izdatke (Senjur, 2001, str. 203) se štejejo javna potrošnja (plače zaposlenih v javnem sektorju in plačila za dobrine, ki jih kupuje država za tekočo javno porabo), javne investicije (različne oblike kapitalskih izdatkov kot so npr. izgradnja cest, investicije za javno energetiko), transferji privatnemu sektorju (pokojnine, nadomestila za brezposlenost in drugi izdatki za socialno varstvo) in obresti na javni dolg (namenjene servisiranju javnih dolgov). Fiskalna politika je na kratek rok usmerjena v zagotavljanje ravnotežja med agregatnim povpraševanjem in agregatno ponudbo, na dolgi rok pa zasleduje cilj zagotavljanja visoke zaposlenosti in stabilne gospodarske rasti ter vzdrževanja nizke inflacije, s čimer se poskuša omejiti nihanja v poslovnem ciklu in stabilizirati gospodarstvo.

Izvajanje fiskalne politike na kratek rok se vodi preko dveh vrst instrumentov: (i) diskrecijski ukrepi in (ii) vgrajeni avtomatični stabilizatorji (npr. državni transferi). Diskrecijske ukrepe izvajajo nosilci fiskalne politike samostojno. Prek njih vplivajo na glavne komponente agregatnega povpraševanja, kot so državni izdatki, investicije, neto izvoz in osebno potrošnjo. Učinki sprememb posameznih komponent na agregatno povpraševanje in posredno na narodni dohodek so odvisni od velikosti sprememb in multiplikacijskega učinka (fiskalni multiplikator). Velikost fiskalnega multiplikatorja je sicer predmet odprte razprave med oblikovalci fiskalne politike in ekonomskimi strokovnjaki, vseeno pa obstaja določen dogovor o tem, da je odvisen od trenutnega stanja v gospodarstvu in naravnosti denarne politike. Sprememba diskrecijske politike se izraža kot povečanje ali zmanjšanje javne porabe ali kot prilagoditev davčne politike. Vgrajeni avtomatični stabilizatorji predstavljajo spremembe dohodkovne (proporcionalne ali progresivne davčne stopnje) ali izdatkovne (subvencije brezposelnim, javna dela) strani proračuna, ki samodejno in neodvisno od odločitev vlade delujejo proticiklično, in so namenjeni predvsem blaženju cikličnih gibanj v gospodarstvu. Poleg kratkoročnega vpliva je pomembno tudi delovanje fiskalne politike na srednji rok preko vpliva na potencialno gospodarsko rast in trajno vzdržnost javnih financ, k čemur pomembno prispevata vsebina fiskalnih ukrepov in raven javnega dolga (Hrastar, 2010, str. 5).

Fiskalna politika je lahko ekspanzivna ali restriktivna. **Ekspanzivna fiskalna politika** preko zniževanja davčne osnove in povečevanja javne porabe spodbuja agregatno povpraševanje, kar naj bi zmanjšalo brezposelnost in gospodarstvo potegnilo iz recesije. V razmerah nizke gospodarske rasti in inflacije pod želenim nivojem ter ob izvajanju ukrepov ekspanzivne fiskalne politike je pomembno, da centralne banke obdržijo nizke ključne obrestne mere, dokler se ne začne okrevanje gospodarstva, saj se na ta način omogoči fiskalnim spodbudam, da preko fiskalnega multiplikatorja močneje vplivajo na agregatno povpraševanje. Posledica ukrepov ekspanzivne fiskalne politike je običajno proračunski primanjkljaj, ki ga vlade lahko financirajo z izposojanjem od javnosti na domačem finančnem trgu (dolžniško financiranje), z denarnim financiranjem (neposredno izposojanje denarja od centralne banke, ki s tem kupi njen dolg in monetizira primanjkljaj), z zadolževanjem v tujini od tujih fizičnih in pravnih oseb ali pri mednarodnih institucijah ter s koriščenjem fiskalnih rezerv, ki so jih ustvarile iz proračunskih presežkov v prejšnjih obdobjih. Financiranje proračunskega primanjkljaja posledično povečuje javni dolg države, ki predstavlja vsoto preteklih proračunskih primanjkljajev.

Za razliko od ekspanzivne pa **restriktivna fiskalna politika** poskuša upočasniti pregreto gospodarstvo, v določeni meri omejiti grožnjo inflacije ter zmanjšati ali izničiti proračunski primanjkljaj, ki je nastal ob prejšnjem izvajanju ekspanzivne fiskalne politike in spodbujanju gospodarstva. Najpogostejši ukrepi restriktivne fiskalne politike so povišanje davčnih stopenj in zmanjšanje javne porabe. Pri uporabi teh ukrepov so vlade zelo previdne, saj ne želijo povzročiti stagnacije gospodarstva ali celo negativne gospodarske rasti.

## **2.1 Fiskalna politika v EU in evroobmočju**

### **2.1.1 Institucionalni okvir fiskalne politike EU in evroobmočju**

Za razliko od denarne politike fiskalna politika v EU in evroobmočju ni centralizirana, temveč je v pristojnosti posameznih nacionalnih držav članic (Tabela 4). Vsaka država članica namreč izvaja svojo nacionalno fiskalno politiko, s katero želi preko alokativnih, stabilizacijskih in prerazdelitvenih učinkov vplivati na ekonomski položaj posameznih regij v okviru države. Pri izvajanju svojih nacionalnih fiskalnih politik pa so države članice zaradi morebitnih neposrednih in posrednih učinkov prelivanja ukrepov politik na stabilnost cen v EMU podvržene strogim fiskalnim pravilom, ki so se skozi čas dopolnjevala in nadgrajevala. Ta pravila omogočajo usklajeno delovanje fiskalnih politik in potrebno fiskalno disciplino, ki je nujna za zagotavljanje cenovne in makroekonomske stabilnosti na skupnem valutnem območju znotraj EU.

*Tabela 4: Obseg javnofinančnih izdatkov držav članic na državni ravni in ravni EU v obdobju od 2007 do 2015 (% BDP)*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgija	48,2	50,3	54,1	53,3	54,4	55,8	55,6	55,1	53,9
Bulgarija	37,4	36,9	39,5	36,7	34,1	34,7	37,6	42,1	40,2
Češka	40,0	40,2	43,6	43,0	43,2	44,7	42,8	42,8	42,6
Danska	49,6	50,5	56,8	57,1	56,8	58,3	56,5	56,0	55,7
Nemčija	42,8	43,6	47,6	47,3	44,7	44,5	44,5	44,3	43,9
Estonija	34,1	39,7	46,1	40,5	37,4	39,1	38,3	38,0	39,5
Irska	35,9	41,9	47,2	65,7	45,5	41,8	39,7	38,6	35,1
Grčija	47,1	50,8	54,1	52,5	54,2	55,3	62,1	50,7	55,3
Španija	38,9	41,1	45,8	45,6	45,8	48,0	45,1	44,5	43,3
Francija	52,2	53,0	56,8	56,4	55,9	56,8	57,0	57,3	56,8
Hrvaška	45,0	44,7	47,6	47,5	48,8	47,0	47,8	48,1	46,9
Italija	46,8	47,8	51,2	49,9	49,1	50,8	51,0	51,2	50,5
Ciper	37,7	38,6	42,3	42,2	42,5	41,9	41,4	48,7	40,1
Latvija	34,1	37,3	43,7	44,8	39,1	37,2	37,0	37,5	37,2
Litva	35,3	38,1	44,9	42,3	42,5	36,1	35,6	34,8	35,1
Luksemburg	38,2	40,2	46,0	44,9	43,3	44,6	43,2	42,4	41,5
Madžarska	50,1	48,8	50,7	49,6	49,7	48,6	49,6	49,8	50,7
Malta	41,2	42,6	41,9	41,1	41,0	42,4	42,0	43,2	43,3
Nizozemska	42,5	43,6	48,2	48,2	47,0	47,1	46,3	46,2	45,1
Avstrija	49,1	49,8	54,1	52,7	50,8	51,1	50,8	52,6	51,7
Poljska	43,1	44,5	45,3	45,6	43,6	42,6	42,4	42,2	41,5
Portugalska	44,5	45,3	50,2	51,8	50,0	48,5	49,9	51,7	48,3
Romunija	38,2	38,8	40,9	39,6	39,1	37,1	35,2	34,3	35,5
Slovenija	42,2	43,9	48,2	49,3	50,0	48,6	60,3	49,9	48,0
Slovaška	36,1	36,7	43,9	42,0	40,5	40,5	41,3	41,9	45,6
Finska	46,8	48,3	54,8	54,8	54,4	56,2	57,5	58,1	58,3
Švedska	49,7	50,3	53,1	51,2	50,5	51,7	52,4	51,7	50,4
Velika Britanija	41,5	45,2	48,5	48,2	46,6	46,5	44,9	43,8	43,0
<b>EU (28 držav)</b>	<b>44,9</b>	<b>46,5</b>	<b>50,3</b>	<b>50</b>	<b>48,6</b>	<b>49</b>	<b>48,6</b>	<b>48,2</b>	<b>47,4</b>

*Vir: European Commission, Eurostat, b.l.*

Formalni začetek usklajevanja fiskalnih politik predstavlja podpis Pogodbe o EU oz. Maastrichtske pogodbe leta 1992. Ta pogodba poleg dveh fiskalnih konvergenčnih kriterijev, ki se nanašata na javnofinančni primanjkljaj in javni dolg posamezne države članice, določa tudi postopke ugotavljanja, nadzora in odpravljanja pretiranih fiskalnih primanjkljajev.

V procesu priprav na začetek delovanja EMU je bil leta 1997 z namenom ohranitve ekonomske stabilnosti sprejet **Pakt stabilnosti in rasti** (v nadaljevanju Pakt), s katerim so se države članice zavezale k prenosu nekaterih ključnih pravil za uravnoteženje javnih financ v nacionalni pravni red. Pakt poleg Pogodbe o EU določa fiskalni okvir v EMU. Temeljna pravna podlaga Pakta je primarna zakonodaja EU, in sicer člen 121 PDEU (večstranski nadzor), člen 126 PDEU (postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem) in

Protokol št. 12 o postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Pakt predstavlja mehanizem usklajevanja fiskalnih politik držav članic, v katerem so opredeljene zahteve glede nacionalnih fiskalnih politik držav članic EU tudi po vstopu v EMU ter natančneje opredeljeni postopki in roki glede ugotavljanja, nadzora, odpravljanja in sankcioniranja presežnih fiskalnih primanjkljajev. Evropska komisija in Svet EU sta pooblaščenca za ukrepanje in sankcioniranje kršitev Pakta. Sestavljen je iz **preventivnega dela**, ki vključuje prepoznavanje nevarnosti presežnega primanjkljaja na podlagi programov stabilnosti oziroma konvergenčnih programov, ter **korektivnega dela**, ki zajema ukrepe za odpravo presežnega primanjkljaja, vključno s sankcijami za države kršilke. Njegov temeljni namen je bil zagotoviti makroekonomsko stabilnost, ki je ključnega pomena za učinkovito delovanje EMU.

Originalni Pakt sestavljajo **Resolucija o Paktu stabilnosti in rasti** (v nadaljevanju Resolucija), sprejeta na zasedanju Evropskega sveta v Amsterdamu junija 1997, Uredba Sveta EU št. 1466/97 o okrepljenem nadzoru nad proračunskim stanjem in nadzoru ter koordinaciji ekonomskih politik in Uredba Sveta EU št. 1467/97 o pospešitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s presežnim primanjkljajem. V Uredbi Sveta EU št. 1467/97 je natančneje opredeljena zgornja meja višine primanjkljaja<sup>3</sup> in postopek ocenjevanja proračunskega stanja države ter izdaje morebitnih priporočil oziroma uvedbe sankcij ob kršitvi pravil.

Resolucija vključuje zavezo držav članic k fiskalni disciplini, ki je opredeljena z doseganjem izravnane javnofinančnega položaja ali javnofinančnega presežka na srednji rok. S tem države članice lahko delujejo v cikličnih pogojih in ohranjajo primanjkljaj znotraj referenčne vrednosti 3 % BDP (Kastelec, 2005, str. 98).

Kljub temu da je bila uvedba fiskalnih pravil v okviru Pakta neposredno povezana z oblikovanjem EMU, njegova določila veljajo za vse države članice EU, saj se predpostavlja, da naj bi v prihodnosti vse postale članice EMU. Izjemi pri tem sta Združeno kraljestvo in Danska, ki imata t.i. »opt-out« pravico, ki sta jo dosegli v postopku pogajanj pred podpisom Pogodbe o EU, in pomeni, da jima ni treba uvesti evra, tudi če izpolnujeta zahtevane konvergenčne kriterije.

Zaradi stalnih kršitev Pakta in širitve EU maja 2004, ki je še povečala raznovrstnost držav članic, je bila z namenom odpravljanja pomanjkljivosti prvotnega Pakta in učinkovitejšega usklajevanja fiskalnih politik v EU leta 2005 formalno uvedena celovitejša reforma Pakta.

---

<sup>3</sup>Presežni primanjkljaj je bil dovoljen v izrednih okoliščinah: (i) kadar je posledica realnega zmanjšanja BDP za več kot 2 %; (ii) kadar je posledica nenadnih šokov zunaj območja nadzora ekonomskih politik prizadete države članice in glede na pretekla gibanja izjemnih okoliščin, ki povzročijo realno zmanjšanje BDP med 0,75 % in 2 %.

Zakonsko podlago ji predstavljata Uredba Sveta EU št. 1055/2005 in Uredba Sveta EU št. 1056/2005, ki sta začeli veljati julija 2005. Reforma je osredotočena na pet področij (Bednaš, 2006, str. 7):

- povečanje ekonomske utemeljenosti fiskalnih pravil,
- povečanje zavezanosti nosilcev ekonomskih politik na nacionalnih ravneh za upoštevanje skupnih fiskalnih pravil,
- hitrejša fiskalna konsolidacija v ugodnih konjunkturinih razmerah in preprečevanje procikličnosti fiskalnih politik držav članic,
- večje upoštevanje poslabšanja gospodarskih razmer v postopku nadzora nad proračunskim stanjem in
- doslednejše upoštevanje višine javnega dolga in vzdržnosti javnih financ v postopku nadzora nad proračunskim stanjem. Poleg reforme je bil oktobra leta 2005 sprejet tudi Pravilnik ravnanja glede vsebine in oblike programov stabilnosti, ki vključuje podrobnejša navodila glede upoštevanja določil novega Pakta.

Pakt se je tudi kasneje večkrat dopolnjeval in nadgrajeval. Kriza državnega dolga, ki je ogrožala stabilnost ekonomske in denarne unije, je pokazala na pomanjkljivosti Pakta. Leta 2011 so bila oblikovana dopolnila k Paktu, ki so omogočila boljše upoštevanje razmer v posamezni državi članici, pri čemer so bila pravila utemeljena z ekonomskimi razlogi. Leta 2013 je bil oblikovan sveženj šestih uredb (t.i. »šesterček«), s katerim je bil uveden nov mehanizem nadzora, s katerim naj bi se odpravila makroekonomska neravnotežja ter opredelile in pravočasno popravile nastale razlike v konkurenčnosti. S tem svežnjem so se pomembno dopolnila pravila Pakta glede ekonomskega upravljanja, s čimer so postala pravila bolj izčrpna in predvidljiva. Obsega tri uredbe o krepitvi evropskega okvira za proračunski nadzor, in sicer dve uredbi o uvedbi novega nadzornega postopka za preprečevanje in zmanjševanje makroekonomskih neravnotežij in direktivo, ki določa minimalne zahteve za nacionalne proračunske okvire držav članic. Sem sodita Uredba št. 1175/2011 o spremembi Uredbe (ES) št. 1466/97 o okrepitvi nadzora nad proračunskim stanjem ter o nadzoru in usklajevanju gospodarskih politik (predstavlja preventivni del) in Uredba (EU) št. 1177/2011 o spremembi Uredbe (ES) št. 1467/97 o pospežitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem (predstavlja korektivni del). S »šesterčkom« je bilo uvedeno izdatkovno pravilo, ki rast izdatkov veže na srednjeročno rast potencialnega BDP, ter možnost sankcij v začetnih fazah postopka (države, katerih temeljni proračunski položaj ne bo dovolj močen, bodo morale vložiti obrestni depozit v višini 0,2 % BDP). S tema praviloma se je močno okrepil preventivni del proračunskega nadzora. Poleg tega zakonodajni paket določa tudi strožje ukrepe, ki v korektivnem delu proračunskega nadzora odpravljajo velike napake v politikah, in novo količinsko pravilo za države članice, ki so presegle prag dolga iz Maastrichtske pogodbe, da presežek čim prej zmanjšajo. Kot odziv na finančno in gospodarsko krizo je bil z namenom boljšega usklajevanja in nadzora nad nacionalnimi proračunskimi in reformnimi

politikami uveden tudi t.i. evropski semester. Vključuje uvedbo sistematičnega predhodnega usklajevanja večjih gospodarskih reform, intenzivnejši dialog z državami članicami, uvedbo pogodbenih dogovorov, ki bi jih sprejele Komisija in države članice evroobmočja in finančno podporo, vezano na izvajanje pogodbenih dogovorov.

Pakt sta podprli dve novi uredbi (t.i. »dvojček«) Uredba št. 472/2013 o krepitvi gospodarskega in proračunskega nadzora v državah članicah EU, ki so jih prizadele ali jim grozijo resne težave v zvezi z njihovo finančno stabilnostjo, in Uredba št. 473/2013 o skupnih določbah za spremljanje in ocenjevanje osnutkov proračunskih načrtov ter zagotavljanje zmanjšanja čezmernega primanjkljaja držav članic EU. Uredbi sta še okrepili gospodarsko usklajevanje med državami članicami in uvedli nove mehanizme spremljanja in nadzora. Pregled pravil zakonodajnega »šesterčka« in »dvojčka« je pokazal, da je zakonodaja pospešila fiskalno konsolidacijo v EU.

Vsa prizadevanja v smeri dopolnjevanja in nadgrajevanja Pakta so v letu 2013 pripeljala k sklenitvi Fiskalnega pakta kot posebnega medvladnega sporazuma, katerega uradno ime je **Pogodba o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju** (v veljavi od 1. januarja 2013 dalje). Namen Fiskalnega pakta je preko izvajanja fiskalnih pravil za krepitev proračunske discipline okrepiti ekonomski steber EMU. Skladno z Dogovorom so države podpisnice ta pravila, ki obenem podpirajo tudi cilje za zagotavljanje trajnostne rasti, zaposlovanja, konkurenčnosti in socialne kohezije ustrezno vključila v svojo zakonodajo. Fiskalni pakt temelji na treh splošnih načelih:

1. **Načelo srednjeročne uravnoveženosti proračunov držav brez zadolževanja (t.i. fiskalno pravilo):** po tem načelu mora biti strukturni saldo države višji ali največ enak srednjeročnemu fiskalnemu cilju (spodnja meja strukturnega primanjkljaja je na ravni 0,5 % bruto domačega proizvoda po tržnih cenah). Na ta način se zagotavlja tudi skladnost z ustavnim načelom srednjeročne uravnoveženosti prihodkov in izdatkov proračunov države. V izjemnih okoliščinah je pogodbenicam dovoljen začasen odklon od njihovega srednjeročnega cilja (strukturni primanjkljaj v višini največ 1,0 % bruto domačega proizvoda po tržnih cenah), in sicer kadar je razmerje med javnim dolgom in bruto domačim proizvodom po tržnih cenah precej nižje od 60 % ter kadar je tveganje dolgoročne vzdržnosti javnih financ majhno.
2. **Načelo previdnosti pri načrtovanju in ocenjevanju obsega javnofinančnih prihodkov:** z namenom zagotavljanja spoštovanja srednjeročne uravnoveženosti določa obveznost upoštevanja tveganj, ki vplivajo na rast bruto domačega proizvoda, dolgoročno vzdržnost javnega financiranja in obseg javnega dolga.
3. **Načelo neodvisnega nadzora nad javnofinančno politiko države:** s tem se krepí odgovornost za vodenje vzdržne javnofinančne politike. V posamezni državi članici obstaja samostojen in neodvisen organ, t.i. fiskalni svet, ki skladno s fiskalnim dogovorom samostojno izvršuje neodvisni nadzor nad javnofinančno politiko države.



Med najpomembnejše cilje fiskalnega dogovora sodijo:

- zagotavljanje srednjeročne vzdržne javne finance,
- zagotavljanje čvrstjšega zakonskega okvira za učinkovito upravljanje z javnimi financami,
- zagotavljanje okvirnih pogojev za makroekonomsko stabilnost ter trajen in stabilen gospodarski razvoj in
- oblikovanje pravno močnejših pravil za večjo fiskalno disciplino.

V začetku leta 2015 je Evropska komisija izdala smernice o uporabi veljavnih pravil Pakta z namenom okrepiti povezavo med strukturnimi reformami, naložbami in fiskalno odgovornostjo, t.i. Smernice za spodbujanje strukturnih reform in naložb, ter s tem podprla rast in ustvarjanje delovnih mest. Smernice se osredotočajo na tri glavne cilje: (i) spodbujati učinkovito izvajanje strukturnih reform, (ii) spodbujati naložbe, zlasti v okviru novega Evropskega sklada za strateške naložbe (EFSD) in (iii) boljše upoštevati gospodarski cikel v posameznih državah članicah.

EU si je na podlagi ugotovljenih pomanjkljivosti gospodarskega upravljanja, ki izhajajo še iz obdobja pred krizo, postavila cilj, da zgradi bolj učinkovito, polno delujočo ekonomsko in denarno politiko (Rant, 2014). Doseganje tega cilja temelji na štirih teoretičnih pogojih (Rant, 2014):

- države morajo zagotavljati prostor za fiskalno ukrepanje na nacionalni ravni ob nepričakovanih gospodarskih šokih, kar zahteva preudarno vodenje fiskalne politike, da bi lahko blažili padce v slabših časih;
- bančni sistem denarne unije mora biti dovolj enoten, varen in odporen na pretrese, da je omogočen enakomeren prenos impulzov denarne politike (obrestnih mer) centralne banke v vse države članice in da se minimizira možnost prelivanja zasebnih tveganj iz finančnih institucij v javne finance;
- v pogojih, ko nacionalni instrumenti deviznega tečaja in obrestnih mer niso več razpoložljivi, mora biti nacionalna gospodarska politika usmerjena v zagotavljanje konkurenčnosti, da v denarni uniji ne nastajajo makroekonomska ravnotežja. Pri tem je za zvišanje blaginje pomembno, da večja konkurenčnost izvira predvsem iz zviševanja dodane vrednosti, ne le iz nižanja cene dela;
- fiskalni transferji so pogoj za uspešno delovanje denarne unije, saj izenačujejo pogoje in možnosti za uspeh med različnimi družbenimi skupinami in državami članicami EMU.

Z namenom doseganja postavljenega cilja je EU v okviru omenjenih politik začela z obsežno reformo pravil obnašanja držav članic. Sprejela je odločilne ukrepe na področju regulacije in nadzora finančnega sistema, izvedla pa tudi ambiciozen in obsežen program

finančnih reform, s katerim naj bi finančne institucije in trgi, ki so bili v času krize najbolj prizadeti, postali stabilnejši, konkurenčnejši in odpornejši. Sprejeti ukrepi na področju fiskalne politike EU vključujejo temeljito reformo Pakta, oblikovanje postopka v zvezi z makroekonomskim neravnotežjem in uvedbo minimalnih standardov za nacionalne proračunske okvire držav članic ter preko sklenitve Fiskalnega pakta zavezanost države članice k zagotavljanju proračunske discipline, ki je eden bistvenih zaščitnih ukrepov za stabilnost evroobmočja. Zavezanost držav članic k proračunski disciplini omogoča trdne proračunske politike na nacionalni in evropski ravni, ki skupaj z izvajanjem programa kvantitativnega sproščanja denarne politike ECB omogoča pogoje za vzdržno rast in gospodarski stabilnosti držav članic.

### **2.1.2 Ukrepi fiskalne politike EU v času krize**

Evropska dolžniška kriza ima svoje korenine predvsem v prekomernem privatnem trošenju in slabem nadzoru bančnega sistema v letih pred njenim nastopom. Z nastopom finančne krize leta 2008 so se države članice soočile s hitrim krčenjem gospodarstva in porastom brezposelnosti. Na izredne razmere so se države članice sprva odzvale z ekspanzivno usmerjeno fiskalno politiko, ki je vključevala poleg ukrepov za spodbuditev povpraševanja in vrnitev zaupanja v evropsko gospodarstvo ob polnem spoštovanju Pakta tudi ukrepe za stabiliziranje razmer v finančnem sistemu. Slednje je vključevalo reševanje bank (podržavljanje), s čimer so si države članice močno povečale javni dolg.

Takšno ukrepanje držav pa se je proti koncu leta 2012 zaradi prevzemanja bremena bančnega in privatnega sistema odrazilo v povečanem javnem dolgu in javnofinančnem primanjkljaju (Tabela 5, Tabela 6). Slednje je razkrivalo pomanjkljivosti v načrtovanju in izvajanju javnofinančnih politik držav članic (načela so bila premalo zavezujoča). Rant (2011) navaja tri načine vplivanja krize na javnofinančni primanjkljaj države in sicer:

- avtonomno poslabšanje primanjkljaja, do katerega pride, ko države zaradi nižje gospodarske aktivnosti poberejo precej manj davkov in prispevkov kot v obdobju visoke rasti, hkrati pa avtonomno povečajo izdatke za socialne transferje;
- diskrecijsko ukrepanje vlade v smeri stabiliziranja bančnega sistema, blaženja socialnih posledic krize in poskus ponovnega zagona gospodarstva, kar vse povečuje odhodke in s tem dolg države;
- preko padca BDP pride do avtomatičnega povečanja tako javnofinančnega primanjkljaja kot dolga.

*Tabela 5: Obseg javnofinančnega primanjkljaja držav članic na državni ravni in ravni EU v obdobju od 2007 do 2015 (% BDP)*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgija	0,1	-1,1	-5,4	-4,0	-4,1	-4,2	-3,0	-3,1	-2,6
Bulgarija	1,1	1,6	-4,1	-3,2	-2,0	-0,3	-0,4	-5,4	-2,1
Češka	-0,7	-2,1	-5,5	-4,4	-2,7	-3,9	-1,3	-1,9	-0,4
Danska	5,0	3,2	-2,8	-2,7	-2,1	-3,5	-1,1	1,5	-2,1
Nemčija	0,2	-0,2	-3,2	-4,2	-1,0	-0,1	-0,1	0,3	0,7
Estonija	2,7	-2,7	-2,2	0,2	1,2	-0,3	-0,2	0,8	0,4
Irska	0,3	-7,0	-13,8	-32,3	-12,6	-8,0	-5,7	-3,8	-2,3
Grčija	-6,7	-10,2	-15,2	-11,2	-10,2	-8,8	-13,0	-3,6	-7,2
Španija	2,0	-4,4	-11,0	-9,4	-9,6	-10,4	-6,9	-5,9	-5,1
Francija	-2,5	-3,2	-7,2	-6,8	-5,1	-4,8	-4,0	-4,0	-3,5
Hrvaška	-2,4	-2,8	-6,0	-6,2	-7,8	-5,3	-5,3	-5,5	-3,2
Italija	-1,5	-2,7	-5,3	-4,2	-3,5	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6
Ciper	3,2	0,9	-5,5	-4,8	-5,7	-5,8	-4,9	-8,9	-1,0
Latvija	-0,7	-4,1	-9,1	-8,5	-3,4	-0,8	-0,9	-1,6	-1,3
Litva	-0,8	-3,1	-9,1	-6,9	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7	-0,2
Luksemburg	4,2	3,4	-0,7	-0,7	0,5	0,3	0,8	1,7	1,2
Madžarska	-5,1	-3,6	-4,6	-4,5	-5,5	-2,3	-2,6	-2,3	-2,0
Malta	-2,3	-4,2	-3,3	-3,2	-2,6	-3,5	-2,6	-2,0	-1,5
Nizozemska	0,2	0,2	-5,4	-5,0	-4,3	-3,9	-2,4	-2,3	-1,9
Avstrija	-1,3	-1,4	-5,3	-4,4	-2,6	-2,2	-1,3	-2,7	-1,2
Poljska	-1,9	-3,6	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6
Portugalska	-3,0	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2	-4,4
Romunija	-2,8	-5,5	-9,5	-6,9	-5,4	-3,7	-2,1	-0,9	-0,7
Slovenija	-0,1	-1,4	-5,9	-5,6	-6,7	-4,1	-15,0	-5,0	-2,9
Slovaška	-1,9	-2,3	-7,9	-7,5	-4,1	-4,3	-2,7	-2,7	-3,0
Finska	5,1	4,2	-2,5	-2,6	-1,0	-2,2	-2,6	-3,2	-2,7
Švedska	3,3	2,0	-0,7	0,0	-0,1	-0,9	-1,4	-1,6	0,0
Velika Britanija	-2,9	-4,9	-10,5	-9,5	-7,6	-8,3	-5,7	-5,6	-4,2
<b>EU (28 držav)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3</b>	<b>-2,4</b>

*Vir: European Commission, Eurostat, b.l.*

Po izbruhu dolžniške krize leta 2012 so se države članice na izredne razmere odzvale z restriktivno usmerjeno fiskalno politiko, saj so javnofinančna neravnotežja držav članic razkrivala pomanjkljivosti v načrtovanju in izvajanju javnofinančnih politik držav članic v predhodnem obdobju. Velika odstopanja od uveljavljenih ključnih pravil na področju fiskalne politike in njihov negativni vpliv na vodenje drugih ekonomskih politik so botrovala sprejemu novih pravil za tesnejše usklajevanje fiskalnih politik posameznih držav članic (nadgradnja Pakta za stabilnost in rast) in strožjemu fiskalnemu nadzoru na ravni EU (UMAR, 2015, str. 4). Ta pravila so državam članicam narekovala sprejem vrsto varčevalnih ukrepov, s katerimi so želele zmanjšati javnofinančni primanjkljaj in obseg nevzdržnega javnega dolga ter s tem posledično zagotoviti makroekonomske stabilnost ter trajen in stabilen gospodarski razvoj v EU.

Tabela 6: Obseg javnega dolga držav članic na državni ravni v obdobju od 2007 do prvega kvartala 2016 (% BDP)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q1
Belgija	87,0	92,5	99,6	99,7	102,3	104,1	105,2	106,6	106,1	109,2
Bulgarija	16,2	13,0	13,7	15,5	15,3	16,8	17,1	27,0	26,7	30,3
Češka	27,8	28,7	34,1	38,2	39,8	44,5	44,9	42,2	40,3	40,4
Danska	27,3	33,4	40,4	42,9	46,4	45,2	44,7	44,8	40,4	39,9
Nemčija	63,5	64,9	72,4	81,0	78,3	79,6	77,2	74,7	71,2	71,1
Estonija	3,7	4,5	7,0	6,6	5,9	9,5	9,9	10,4	9,7	9,6
Irski	23,9	42,4	61,7	86,3	109,6	119,5	119,5	105,2	78,7	80,4
Grčija	103,1	109,4	126,7	146,2	172,1	159,6	177,7	180,1	176,9	176,3
Španija	35,5	39,4	52,7	60,1	69,5	85,4	93,7	99,3	99,2	100,5
Francija	64,4	68,1	79,0	81,7	85,2	89,6	92,4	95,4	96,2	97,5
Hrvaška	37,7	39,6	49,0	58,3	65,2	70,7	82,2	86,5	86,7	85,8
Italija	99,8	102,4	112,5	115,4	116,5	123,3	129,0	132,5	132,7	135,4
Ciper	53,9	45,1	53,9	56,3	65,8	79,3	102,5	108,2	108,9	109,3
Latvija	8,4	18,7	36,6	47,5	42,8	41,4	39,1	40,8	36,4	36,2
Litva	15,9	14,6	29,0	36,2	37,2	39,8	38,8	40,7	42,8	40,1
Luksemburg	7,8	15,1	16,0	20,1	19,1	22,0	23,3	22,9	21,5	21,8
Madžarska	65,6	71,6	78,0	80,6	80,8	78,3	76,8	76,2	75,3	77,2
Malta	62,4	62,7	67,8	67,6	69,9	67,5	68,4	67,1	63,8	65,3
Nizozemska	42,7	54,8	56,9	59,3	61,6	66,4	67,7	67,9	65,1	64,8
Avstrija	64,8	68,5	79,7	82,4	82,2	81,6	80,8	84,3	86,2	86,9
Poljska	44,2	46,6	49,8	53,3	54,4	54,0	56,0	50,5	51,3	52
Portugalska	68,4	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,2	129,0	128,9
Romunija	12,7	13,2	23,2	29,9	34,2	37,4	38,0	39,8	38,4	37,6
Slovenija	22,8	21,8	34,6	38,4	46,6	53,9	71,0	81,0	83,2	83,6
Slovaška	29,9	28,2	36,0	40,8	43,3	52,4	55,0	53,9	52,9	52,2
Finska	34,0	32,7	41,7	47,1	48,5	52,9	55,5	59,3	62,6	63,6
Švedska	38,3	36,8	40,4	37,6	36,9	37,2	39,8	44,8	43,2	42,2
Velika Britanija	42,2	50,3	64,2	75,7	81,3	84,8	86,0	87,9	89,0	87,7

Vir: European Commission, Eurostat, b.l.

V nadaljevanju podajam kronološki pregled sprejetih ukrepov fiskalne politike EU za zagotavljanje stabilnosti v območju evra v obdobju od začetka finančne in dolžniške krize leta 2009 do danes.

Novembra leta 2008 je Evropski svet skladno z dogovorom držav evroobmočja o usklajenem ukrepanju pri stabiliziranju bančnega sistema (vključno z dokapitalizacijo finančnih institucij ter jamstvom za posojila in vloge) sprejel **Evropski načrt za oživitev gospodarstva** (angl. *European Economic Recovery plan*), ki izhaja iz Pakta in lizbonske strategije za rast in delovna mesta ter temelji na načelu solidarnosti in socialne pravičnosti. Vključeval je strateške cilje kot so hitra spodbuditev povpraševanja, povečanje zaupanja potrošnikov, zmanjšanje stopnje brezposelnosti, izvajanje ustreznih strukturnih reform, podpiranje inovacij in vzpostavitev gospodarstva znanja ter pospešitev prehoda na gospodarstvo z nizkimi emisijami ogljika. Za uresničitev teh ciljev naj bi načrt izkoriščal sinergije in preprečeval negativne učinke prenosa z usklajenim delovanjem, uporabljal fiskalno politiko, strukturne reforme in reforme finančnih trgov in zunanje ukrepe ter

zagotovil popolno skladnost med izvedenimi ukrepi in srednjeročnimi in dolgoročnimi cilji. Načrt je predvidel proticiklični makroekonomski odziv na finančno krizo z vrsto ukrepov za podporo realnemu gospodarstvu, in sicer na štirih prednostnih področjih lizbonske strategije. To so delovna mesta, podjetja, infrastruktura in energetika, raziskave in inovacije. Osnovan je bil na dveh ključnih stebrih in enem temeljnem načelu. Prvi steber predstavlja obsežno fiskalno spodbudo v višini 200 mrd EUR oziroma 1,5 % BDP za spodbuditev povpraševanja in vrnitev zaupanja v evropsko gospodarstvo ob polnem spoštovanju Pakta. Drugi steber temelji na neposrednih kratkoročnih ukrepih v obliki t.i. »pametnih« investicij za zagotavljanje dolgoročne konkurenčnosti gospodarstva. »Pametne« investicije vključujejo vlaganje v energetske učinkovitost z namenom ustvarjanja novih delovnih mest in varčevanja z energijo ter vlaganje v čiste tehnologije za spodbujanje dejavnosti, kot sta gradbeništvo in avtomobilska industrija. Načrt je spodbudil države članice k uporabi fiskalnih spodbud, ki so morale biti usklajene, pravočasno izvedene, ciljno usmerjene in začasne narave. Vključevale so tako odhodkovne kot prihodkovne instrumente. Med njimi so npr. začasno povečanje transferov nezaposlenim ali gospodinjstvom z nizkimi dohodki ali začasno podaljšanje trajanja denarnega nadomestila za brezposelnost z namenom povečanja potrošnje, jamstva in subvencionirana posojila kot nadomestilo za sedanje nenavadne visoke premije za tveganje z namenom premostitve kratkoročnega pomanjkanja obratnih sredstev, spodbude za energetske učinkovitost z namenom pospeševanja prilagajanja gospodarstev dolgoročnim izzivom kot so podnebne spremembe, nižji davki in prispevki za socialno varnost z namenom ohranjanja in ustvarjanja delovnih mest in podpiranja kupne moči, začasno znižanje ravni standardne stopnje DDV z namenom spodbuditve potrošnje. Načrt je predvidel izvajanje fiskalne politike v okviru revidiranega Pakta ter ob sočasnem izvajanju strukturnih reform, izhajajočih iz lizbonske strategije, ki podpirajo povpraševanje in spodbujajo vzdržljivost in prilagodljivost gospodarstva.

S poglobitvijo finančne in dolžniške krize so se napetosti na denarnem trgu in trgih državnih obveznic, ki so bile sprva večinoma omejene na Grčijo, Irsko in Portugalsko, vse bolj širile v Italijo in Španijo ter druge države v evroobmočju. Napetosti na teh trgih so se stopnjevale predvsem zaradi zaskrbljenosti tržnih udeležencev glede obetov za rast svetovnega gospodarstva, vzdržnosti javnih financ v nekaterih državah evroobmočja in splošne ocene, da se vlade ne odzivajo primerno na državno dolžniško krizo. Vladala je negotovost glede oblik evropske finančne pomoči državam evroobmočja, ki jih je državna dolžniška kriza najbolj prizadela.

Institucionalna ureditev EU pred nastopom finančne in dolžniške krize ni zagotavljala učinkovitega mehanizma za morebitno finančno pomoč državam članicam v likvidnostnih težavah. Zato je Svet EU na predlog Evropske komisije dne 11. maja 2010 z namenom obnovitve finančne stabilnosti v evroobmočju sprejel Uredbo št. 407/2010 o vzpostavitvi **Evropskega mehanizma za finančno stabilizacijo** (angl. *European Financial*

*Stabilisation Mechanism*, v nadaljevanju EFSM), ki je vzpostavljala pogoje in postopke, v skladu s katerimi se odobri finančna pomoč državi članici, ki na trgu ni bila sposobna pridobiti zadostnih finančnih sredstev. Dostop do finančne pomoči v obliki posojila ali kreditne linije so imele vse države članice EU pod določenimi pogoji (odvisen predvsem od odobritve programa za prilagoditev, s katerim bo država članica povrnila zaupanje v finančno stabilnost). Finančna pomoč državi članici se je odobrila s sklepom Sveta EU s kvalificirano večino na predlog Eropske komisije. Komisija se je lahko v imenu vseh držav članic zadolžila na finančnem trgu do višine 60 mrd EUR. Zavarovanje posojila je predstavljal evropski proračun.

EFSM ni predstavljal zadostnega mehanizma za reševanje dolžniške krize. V ta namen je bila 7. junija 2010 ustanovljena delniška družba v Luksemburgu, t.i. **Evropska družba za finančno stabilnost** (angl. *European Financial Stability Facility – EFSF*), ki je bila pooblaščenca za najemanje kreditov oziroma za izdajo dolžniških vrednostnih papirjev s poroštvom drugih držav članic EU v skupni višini 441 mrd EUR v obdobju treh let. Dostop do teh sredstev so imele države članice v finančnih težavah, pri čemer so bile zavezane k izpolnjevanju strogih pogojev ekonomskih politik za doseganje izboljšanja svojega javnofinančnega položaja. Poleg tega je EFSF lahko v teh državah članicah izvajala tudi nakupe obveznic na primarnem in sekundarnem trgu dolžniških vrednostnih papirjev, preventivno ukrepala na podlagi posebnega previdnostnega programa ter zagotavljanja pomoči finančnim institucijam preko posojil državam, ki sicer niso vključene v celovit ekonomski prilagoditveni program.

Stalni mehanizem za zaščito finančne stabilnosti evro območja t.i. **Evropski mehanizem za stabilnost** (angl. *European Stability Mechanism*, v nadaljevanju ESM) je oktobra 2012 nadomestil začasna mehanizma EFSM in EFSF. Ustanovljen je kot mednarodna organizacija z vplačanim kapitalom v višini 80 mrd EUR in kapitalom na vpoklic v višini do 620 mrd EUR, katere članice so države članice evro območja. ESM zbira finančna sredstev z izdajo instrumentov na denarnem trgu in z izdajo srednje in dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev z ročnostjo do 30 let. Njegova vloga je zagotavljati finančno stabilnost evro območja z zagotavljanjem finančne pomoči državam članicam v likvidnostnih težavah.

Naložbeni načrt predsednika Evropske komisije Jean-Clauda Junckerja je nastal na pobudo investicijske banke (EIB) in Evropske komisije (v nadaljevanju Komisija) in bil predstavljen javnosti 26. novembra 2014. S pomočjo načrta se spodbuja zasebno financiranje strateških naložb na ključnih področjih kot so infrastruktura, raziskave in razvoj, izobraževanje, obnovljivi viri, energetska učinkovitost, tvegane finance in srednje in malih podjetjih s ciljem odpravljanja investicijske pasti, v katero se je EU ujela v času finančne in gospodarske krize. V okviru naložbenega načrta je bil v tesnem sodelovanju z EIB ustanovljen **Evropski sklad za strateške naložbe** (EFSI), ki predstavlja glavno orodje za mobilizacijo vsaj 315 milijard evrov dodatnih naložb v realnem sektorju gospodarstva

do sredine leta 2018. Sklad, katerega skupna vrednost znaša 21 milijard evrov, naj bi dosegel splošni multiplikacijski učinek 1:15 in tako pritegnil približno 315 milijard evrov novih naložb. To pomeni, da si lahko Evropska investicijska banka na podlagi teh 21 milijard evrov izposodi približno trikrat toliko, tj. okoli 63 milijard evrov, ter ta sredstva porabi za naložbe in financiranje projektov. S temi 63 milijardami evrov naj bi nato privabili naložbe zasebnih vlagateljev, ki naj bi skupaj znašale okoli 315 milijard evrov. Sredstva sklada so namenjeni financiranju projektov z višjim profilom tveganja, s čimer se bo v večji meri povečal učinek javne porabe ter sprostile zasebne naložbe. Sklad je bil ustanovljen v EIB, s katero Komisija sodeluje kot strateška partnerica. Od januarja 2015 do danes je EFSI potrdil financiranje tovrstnih naložb v skupni višini 20,4 milijarde evrov, od tega je bilo financiranih že 10,9 milijarde evrov naložb predvsem v manjša podjetja ter širokopasovna in energetska omrežja (European Fund for Strategic Investment (EFSI), 2016). Podporo pri izbiri, pripravi in razvoju projektov v EU nudi v ta namen ustanovljeno **Evropsko svetovalno vozlišče za naložbe** (angl. *European Investment Advisory Hub - EIAH*), pri seznanjanju z obstoječimi in prihodnjimi projekti pa je vlagateljem v pomoč dinamični evropski portal naložbenih projektov (angl. *European Investment Project Portal - EIPP*). V skladu lahko sodelujejo tako države članice kot tretje osebe kot so nacionalne razvojno-spodbujevalne banke ali javne agencije v lasti ali pod nadzorom držav članic, subjekti iz zasebnega sektorja ter ob soglasju obstoječih vplačnikov tudi subjekti zunaj EU. Skladno s Paktom se vplačila držav članic v sklad ne bodo upoštevala pri oceni fiskalne prilagoditve. V okviru načrta je bilo predvidena tudi ustanovitev Jamstvenega sklada EU, ki zagotavlja likvidnostno rezervo za proračun EU v primeru morebitnih izgub EFSI. Preko vplačil naj bi sklad do leta 2020 postopoma dosegel 8 milijard evrov, kar predstavlja 50 % skupnega jamstva, ki ga bo EU zagotovila v okviru Uredbe (EU) 2015/1017 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 25. junija 2015 o EFSI, Evropskem svetovalnem vozlišču za naložbe in Evropskem portalu naložbenih projektov ter o spremembi uredb (EU) št. 1291/2013 in (EU) št. 1316/2013 – Evropski sklad za strateške naložbe.

## **2.2 Fiskalna politika ZDA**

### **2.2.1 Institucionalni okvir fiskalne politike ZDA**

Fiskalna politika se je v ZDA začela uporabljati v obdobju velike depresije (angl. *Great Depression*) v 30-ih letih 20. stoletja. Z njo je želela zvezna vlada vzdrževati državni aparat, zasledovati socialno politiko in zagotovljati gospodarsko rast in stabilnost. Temeljila je na Keynesovi Splošni teoriji zaposlenosti, obresti in denarja iz leta 1936, ki predstavlja začetek fiskalne revolucije. S to teorijo je Keynes pod vplivom velike depresije zavrnil klasično teorijo, da gospodarstvo naravno teži k polni zaposlenosti, in zagovarjal tezo, da mora država z aktivnim interveniranjem poskrbeti, da bo gospodarstvo doseglo stanje potencialnega proizvoda (Ploj, 2014, str. 9). Po tej teoriji aktivna uporaba fiskalne politike zagotavlja stabilizacijo nihanj v agregatnem povpraševanju.

Institucionalni okvir fiskalne politike ZDA predstavljata 1. in 2. člen Ustave ZDA (angl. *United States Constitution*), ki določata vlogo kongresa in predsednika pri oblikovanju davčne politike in politike vladnih izdatkov, ter zakonodaja, ki določa uradne vladne proračunske postopke. Med slednjo sodi zvezni zakon *The Budget and Impoundment Control Act* iz leta 1974, ki ureja vlogo kongresa v proračunskem postopku. Zakon je bil večkrat spremenjen in dopolnjen. Leta 1985 je kongres sprejel *Gramm-Rudman-Hollings Balance Budget and Emergency Deficit Control Act*, ki prvič od uvedbe fiskalne politike določa zavezujoče omejitve porabe zveznega proračuna. Namen zakona je bil znižati visok proračunski primanjkljaj, ki je bil tedaj najvišji v zgodovini. Leta 1990 je bil sprejet *Budget Enforcement Act*, ki uvaja nadzor nad zveznim proračunom v obliki kapice, ki določa ustrezno letno proračunsko porabo, in v obliki pravila »pay-as-you-go« (PAYGO), ki določa, da se proračunski izdatki financirajo s sredstvi, ki so na voljo, in ne z zadolževanjem. Leta 1997 je kongres sprejel *Balanced Budget Act*, ki je predstavljal pravno podlago uravnoteženemu zveznemu proračunu do leta 2002.

### 2.2.2 Ukrepi fiskalne politike ZDA v času krize

V okviru centralizirano vodene fiskalne politike ZDA so bili od začetka finančne krize sprejeti številni zakoni, ki so spodbujali ekspanzivno fiskalno politiko, osredotočeno na reševanje nepremičninske krize, finančnih institucij in insolventnih gospodarskih družb, odpravo kreditnega krča, preprečitev propada ameriške avtomobilske industrije, ustvarjanje novih in ohranjanje obstoječih delovnih mest, ustvarjanje najvišje ravni odgovornosti in preglednosti davkoplačevalskega denarja ter spodbujanje gospodarske aktivnosti in investicij za zagotavljanje dolgoročne rasti. Paket fiskalnih spodbud je v času recesije vplival na povečanje zveznega proračunskega primanjkljaja (Tabela 7). Ohranjanje ekspanzivne fiskalne politike predstavlja izziv, saj se mora vlada zadolževati, če želi financirati, poleg tega pa lahko proračunski primanjkljaj privede do manjšega življenjskega standarda.

*Tabela 7: Obseg javnofinančnih izdatkov, javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga na zvezni ravni ZDA v obdobju od 2007 do 2014 (% BDP)*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Javnofinančni izdatki	36,95	39,47	42,98	42,94	41,84	40,02	38,69	37,97
Javnofinančni primanjkljaj	-3,55	-7,02	-12,67	-12,01	-10,61	-8,86	-5,33	-4,91
Javni dolg	76,5	92,3	105,7	116,0	121,6	124,7	123,7	122,9

*Vir: OECD, OECD Data, b.l.*

V letu 2008 je kongres na področju davčne zakonodaje sprejel tri zakone: Zakon za gospodarsko spodbudo 2008, Zakon o nepremičninskem in gospodarskem okrevanju 2008 in Zakon za izredno gospodarsko spodbudo 2008 in program TARP.



**Zakon za gospodarsko spodbudo 2008** (angl. *Economic Stimulus Act of 2008 - ESA*) je bil sprejet 13. februarja 2008. Zakon je za leto 2008 predvidel fiskalne spodbude v skupni višini 152 mrd USD. S tem zakonom se je želelo spodbuditi zasebno in investicijsko potrošnjo in na ta način preprečiti nadaljnji razvoj recesije. Zakon je predvideval tri vrste ukrepov:

- davčne olajšave davčnim zavezancem z nizkimi in srednjimi dohodki,
- investicijske spodbude za podjetja (v obliki višje meje davčno priznanih stroškov za investicije in v obliki spodbujanja amortizacije investicij) in
- zaostritev kriterijev ustreznosti hipotekarnih nakupov dolga državno sponzoriranih agencij.

**Zakon o nepremičninskem in gospodarskem okrevanju 2008 in program HOPE** (angl. *Housing and Economic Recovery Act of 2008 - HERA*) je bil sprejet 30. julija 2008 z namenom reševanja nepremičninske krize. Skladno z zakonom je bila ustanovljena neodvisna Zvezna agencija za stanovanjsko financiranje (angl. *Federal Housing Finance Agency - FHFA*), ki je nasledila agencijo za nadzor nad hipotekarnima državno sponzoriranima družbama FannieMae in FreddieMac iz leta 1992. Ti družbi sta bili ustanovljeni v okviru kongresnega zakona z državnim lastništvom. Njuna naloga je bila krepitev likvidnosti in zagotavljanje stabilnosti sekundarnega hipotekarnega trga v ZDA ter na ta način spodbujati dostop do hipotekarnih kreditov predvsem gospodinjstvom z nizkimi in srednjimi dohodki. S poglobitvijo nepremičninske krize v letu 2008 sta družbi zaradi povečanja izpostavljenosti do slabih kreditojemalcev oblikovali visoke oslabitve, kar je močno načelo njun finančni položaj. Z namenom, da se je preprečilo širjenje negativnih učinkov na druge segmente finančnega trga, je država v okviru HERA pooblastila Zakladnico in FHFA, da pristopi k reševanju obeh družb v obliki nakupa senior prednostnih delnic obeh družb in hipotekarnih vrednostnih papirjev, izdanih s strani družb. S prevzemom skrbništva nad tema družbama se je država potencialno izpostavila. V okviru HERA se je izvajal tudi začasni program HOPE, namenjen lastnikom nepremičnin, ki jim je grozil rubež nepremičnine. Program, za katerega je bilo predvidenih 300 mrd USD posojil, je tem lastnikom nudil možnost, da so z zvezno stanovanjsko upravo (angl. *Federal Housing Administration - FHA*) sklenili dogovor o refinanciranju svojih posojil z najemom 30-letnega hipotekarnega kredita s fiksno obrestno mero in anuitetami, ki niso presegle 38 % mesečnega dohodka, ter s tem ohranili lastništvo nad nepremičnino. Namen programa je bil povrniti zaupanje ter zagotoviti likvidnost in preglednost na finančnem trgu. Program se je izvajal v obdobju od 1. oktobra 2008 do 30. septembra 2011.

**Zakon za izredno gospodarsko spodbudo 2008 in program TARP** (angl. *Emergency Economic Stabilization Act of 2008 - EESA*) je bil sprejet 3. oktobra 2008. S tem zakonom je vlada napovedala vrsto fiskalnih spodbud za stabilizacijo finančnih trgov ter izboljšanje

tržne likvidnosti. V okviru tega zakona je bil oblikovan Program za reševanje problematičnih naložb (angl. *Troubled Asset Relief Program - TARP*), ki je bil voden s strani Službe za finančno stabilnost (angl. *Office of Financial Stability - OFS*). Med te naložbe so se prištevale stanovanjske in poslovne hipoteke ter vsi vrednostni papirji, obveznosti in finančni instrumenti, ki so bili povezani s hipotekami. Prvotno je bilo v okviru programa TARP predvidenih 700 mrd USD sredstev za nakup problematičnih sredstev, s sprejetjem Dodd-Frank zakona pa se je višina teh sredstev znižala na 450 mrd USD.

Program TARP je vključeval bančni program, program kreditnega trga, program avtomobilske industrije, stanovanjski program in reševanje AIG (angl. *American International Group*). Skupni cilj izvajanja teh programov je bil stabilizacija ameriškega bančnega sistema. Bančni program, ki je predstavljal po višini fiskalnih spodbud najobsežnejši program, je bil namenjen preprečevanju zloma bančnega sistema, ponovni vzpostavitvi zaupanja v finančni sistem ter odpravi kreditnega krča. S programom avtomobilske industrije (angl. *Program Automotive Industry - AIFP*), ki je vključeval podaljšanje izrednih kratkoročnih posojil v času krize najbolj prizadetima družbama General Motors in Chrysler ter dodatne investicije pod pogojem, da so podjetja sprejela načrt temeljnega prestrukturiranja, se je preprečil propad ameriške avtomobilske industrije. Fiskalne spodbude tega programa so omogočile učinkovito prestrukturiranje družb v avtomobilski industriji.

17. februarja 2009 je bil sprejet **Zakon o obnovi in ponovnem investiranju 2009** (angl. *American Recovery and Reinvestment Act of 2009 - ARRA*), ki je veljal za največji program za oživljanje delovnih mest v zgodovini ZDA. Temeljl je na treh ciljih (Gajzer, 2015, str. 51):

- ustvarjanje novih delovnih mest in ohranjanje obstoječih,
- spodbuditi gospodarsko aktivnost in investicije za zagotavljanje dolgoročne rasti,
- ustvariti najvišjo raven odgovornosti in preglednosti davkoplačevalskega denarja.

Za doseganje teh ciljev je ARRA predvidel davčne olajšave in ugodnosti za milijone družin in podjetij, nadomestila za brezposlene ter financiranje nepovratnih sredstev, posojil in drugih državnih pogodb. Na začetku je bil vpliv fiskalnih spodbud iz ARRA na proračunski deficit v obdobju 2009-2019 ocenjen v višini 787 mrd USD, iz poročila kongresnega proračunskega urada (angl. *Congressional Budget Office - CBO*) za leto 2014 pa izhaja, da znaša ocenjen javnofinančni primanjkljaj iz naslova izvajanja ARRA že 840 mrd USD - od tega polovica odpade na fiskalno leto 2010, več kot 95 % pa je bilo realizirano do konca decembra 2014 (Congressional Budget Office, 2015, str. 1).

### **3 PREGLED UČINKOV POLITIKE KVANTITATIVNEGA SPROŠČANJA V RAZMERAH EKSPANZIVNE FISKALNE POLITIKE ZDA IN RESTRIKTIVNE FISKALNE POLITIKE EU**

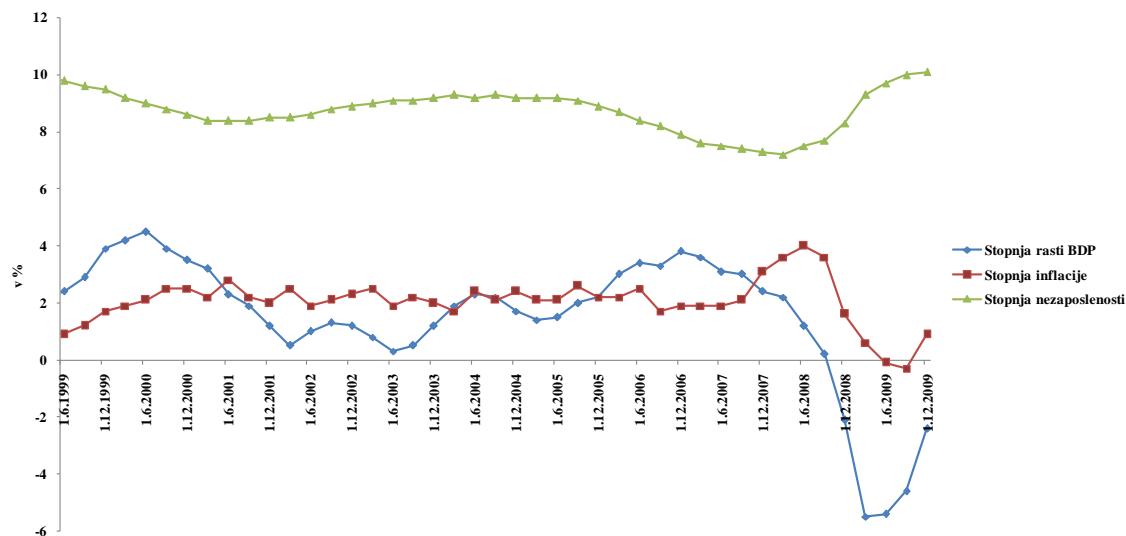
Poglavje je namenjeno pregledu učinkov politike QE v razmerah ekspanzivne fiskalne politike ZDA in restriktivne fiskalne politike EU na ključne finančne (dolgoročne obrestne mere) in makroekonomske spremenljivke (stopnja inflacije, stopnja rasti BDP in stopnja brezposelnosti).

#### **3.1 Finančne in gospodarske razmere v evroobmočju in ZDA v začetku finančne krize**

Zaostrovanje finančne situacije se je začelo v ZDA leta 2007 z napihovanjem nepremičninskega balona na trgu drugorazrednih hipotekarnih obveznic. Prelomni trenutek pa je predstavljal propad četrte največje ameriške investicijske banke Lehman Brothers leto kasneje, ki je bil povod za zlom svetovnega finančnega in gospodarskega sistema. Na razvoj tveganj za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju so na začetku finančne krize močno vplivala gibanja svetovnih cen primarnih surovin (zlasti cen energentov in hrane) ter gospodarski vpliv finančnih pretresov. Napetosti in negotovost na finančnih trgih so se občutno povečale in se proti koncu leta 2008 vse bolj širile v realno gospodarstvo povsod po svetu. Vse manjše zaupanje potrošnikov in podjetij, strožji pogoji kreditiranja po vsem svetu in negativne premoženjske posledice, ki so izvirale iz padajočih cen stanovanj in vrednosti finančnega premoženja, so vplivale na vse slabše svetovne gospodarske razmere. Inflacijski pritiski so naraščali ob relativno zaostrenih razmerah na trgu dela, zaostrene razmere na finančnih trgih pa so ustvarjale precejšnjo negotovost v zvezi s pričakovano gospodarsko rastjo.

Slika 11 prikazuje gibanje stopnje inflacije, stopnje rasti BDP in stopnje brezposelnosti v evroobmočju v obdobju 1999 in 2009. Svetovne gospodarske razmere in močna nihanja cen primarnih surovin so v letu 2008 močno vplivali na gibanja svetovne inflacije, realno rast BDP in stopnjo brezposelnosti. Medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, je v evroobmočju v letu 2008 močno presegla prag 2 %. V januarju 2008 je znašala 3,2 %, v juniju in juliju pa je dosegla rekordno visoko raven 4,0 %. Upad cene nafte v drugi polovici leta 2008 pa je vplival na znižanje medletne inflacije na raven 3,3 %. Slabšanje gospodarskih razmer v evroobmočju se je pričelo v sredini septembra 2008, kar je vplivalo na zniževanje stopnje rasti BDP vse do polovice leta 2009. Stopnja rasti BDP evroobmočja se je v letu 2008 povečala za skromnih 0,5 %, kar je precej manj glede na leto 2007, ko je bila rast 2,7 %, v letu 2009 pa se je zmanjšala za 4,5 %. Poslabšanje razmer na trgu dela se je v letu 2008 odrazilo v povečanju letne stopnje brezposelnosti na raven 7,5 %. Od leta 2009 dalje stopnja brezposelnosti presega 10 %.

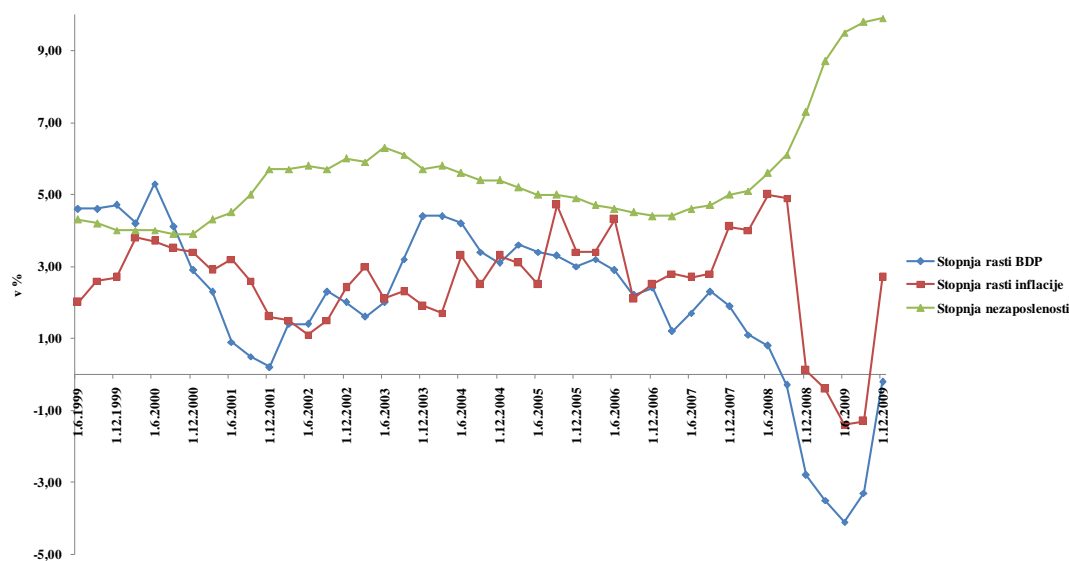
Slika 11: Gibanja stopnje inflacije, stopnja rasti BDP in stopnje brezposelnosti v evroobmočju v obdobju 1999-2009 (v %)



Vir: Trading economics, b.l.

Tudi v ZDA je skupna inflacija zaradi nestabilnosti cen primarnih surovin nihala v širšem razponu od običajnega (Slika 12). V mesecu juliju 2008 je dosegla raven 5,6 %, proti koncu leta pa se je zaradi strmega padca cen primarnih surovin in okrepljenega ohlajanja gospodarske aktivnosti zmanjšala na raven 0,1%. Stopnja rasti BDP v ZDA je bila v prvi polovici leta 2008 predvsem zaradi začasnih spodbujevalnih fiskalnih ukrepov (ESA, HERA in program HOPE) in podpore s strani zunanje trgovinske menjave pozitivna, v drugi polovici leta pa so naraščajoče napetosti na finančnih trgih, restriktivni kreditni pogoji in šibkejšje tuje povpraševanje vplivali na dokončno krčenje proizvodnje in posledično negativno stopnjo rasti BDP. V letu 2008 je bila stopnja rasti BDP -0,3 %. Stopnja rasti brezposelnosti se je začela počasi povečevati že od druge polovice leta 2007, strmo pa je začela naraščati od aprila 2008 (5 %) dalje in dosegla vrhunec oktobra 2009, ko je znašala 10 %. Za razliko od evroobmočja je stopnja brezposelnosti začela padati od leta 2011 dalje.

Slika 12: Gibanja stopnje inflacije, stopnja rasti BDP in stopnje brezposelnosti v ZDA v obdobju 1999-2009 (v %)



Vir: Trading economics, b.l.

### 3.2 Pregled učinkov politike QE v ZDA in EU

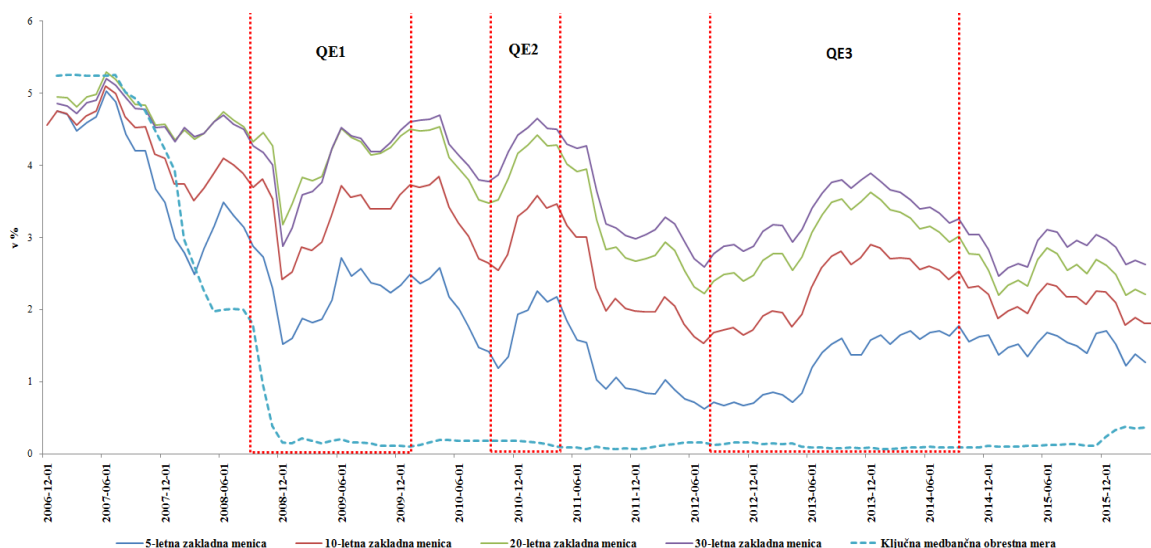
FOMC je pričel z izvajanjem programa QE že v letu 2008, ko je bil razmik med donosi agencijskih in zakladnih vrednostnih papirjev precej nad zgodovinskimi vrednostmi. To se je odražalo v slabi tržni likvidnosti sredstev, višjih premijah za tveganje teh sredstev ter omejitvi dostopa do novih likvidnih sredstev mnogim finančnim podjetjem zaradi izkazanih kapitalskih izgub. Investitorji obstoječih zakladnih vrednostnih papirjev, ki so bili precej cenejši v primerjavi z novo izdanimi in s primerljivimi zapadlostmi, niso bili pripravljeni kupovati, saj so se bali, da bi bili zaradi slabše likvidnosti težko prodajljivi. Pri izvajanju programa je FED zasledovala cilj cenovne stabilnosti in vzdržne gospodarske rasti (vključuje zmerno višino dolgoročnih obrestnih mer in polno zaposlenost). Program se je izvajal v treh krogih, in sicer v obdobju od novembra 2008 do oktobra 2014. Namen programa je bil preko sproščanja napetosti na finančnih trgih in izboljšanja pogojev financiranja ob sočasnem izvajanju ukrepov ekspanzivno usmerjene fiskalne politike spodbuditi gospodarsko okrevanje preko zagotavljanja podpore določenim sektorjem v gospodarstvu.

ECB se je za izvajanje programa QE odločila sedem let kasneje. Pred njim je izvajala druge nestandardne ukrepe denarne politike, ki so bili namenjeni predvsem stabiliziranju bančnega sektorja. Program QE je prvič objavila januarja 2015 in začela z njegovim izvajanjem marca 2015. Program se še vedno izvaja, njegov zaključek je predviden marca leta 2017.

### 3.2.1 Prikaz gibanja obrestnih mer od začetka finančne krize do danes

Obrestne mere dolgoročnih ameriških zakladnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti (5-letne, 10-letne, 20-letne in 30-letne) so se v obdobju 2006-2016 znatno znižale (Slika 13). V obdobju pred začetkom izvajanja QE (2006 – november 2008) so se v povprečju gibale v razponu od 3,77 % do 4,72 %, v obdobju izvajanja QE pa so se postopoma zniževale. Prvi večji upad dolgoročnih obrestnih mer zakladnih vrednostnih papirjev vseh ročnosti je bil beležen v začetku izvajanja QE1 konec leta 2008, v vmesnem obdobju po QE2 in pred začetkom izvajanja QE3 pa je sledil drugi večji upad obrestnih mer. V celotnem obdobju izvajanja programa QE (november 2008 – oktober 2014) so se obrestne mere v povprečju gibale v razponu od 1,54 % do 3,67 %, po zaključku programa QE do danes pa se v povprečju gibljejo v razponu od 1,50 % do 2,82 %.

*Slika 13: Gibanje donosnosti ameriških dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev (5-letne, 10-letne, 20-letne in 30-letne) in ključne kratkoročne obrestne mere FED-a v obdobju 2006-2016 (v %)*



*Vir: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data, b.l.*

Pravtako so se tudi obrestne mere dolgoročnih evropskih državnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti (5-letne, 10-letne, 20-letne in 30-letne) v obdobju od 2006 do 2015 znatno znižale (Slika 14). Pred letom 2008, ko ECB še ni začela z izvajanjem nestandardnih ukrepov denarne politike, so se v povprečju gibale v razponu od 3,83 % do 4,39 %, po tem obdobju pa so se postopoma zniževale. Prvi večji upad dolgoročnih obrestnih mer državnih vrednostnih papirjev omenjenih ročnosti je bil beležen v obdobju od 2008 do 2010, ko je ECB sprejela niz nestandardnih ukrepov denarne politike, kot so bili zagotavljanje neomejene likvidnosti bankam po fiksni obrestni meri v vseh operacijah refinanciranja ob primernem zavarovanju, zagotavljanje likvidnosti v tujih valutah,

predvsem v ameriških dolarjih, razširitev liste za zavarovanje terjatev primernega finančnega premoženja, LTRO in prvi program CBPP1. Drugi večji upad je bil beležen po letu 2011, ko je ECB v odziv na ponovno stopnjevanje finančne (dolžniške) krize nastopila v vlogi posojilodajalca v skrajni sili z namenom zagotoviti bančnemu sektorju neomejeno likvidnost. Poleg tega je v podporo sekundarnemu trgu državnih obveznic sprejela drugi program CBPP2 in napovedala program OMT ter ponovno začela z izvajanjem ukrepa SMP. V letu 2015 pa je pričela z izvajanjem programa QE. V obdobju od začetka izvajanja nestandardnih ukrepov denarne politike do 2016 so se te obrestne mere v povprečju gibale v razponu od 2,15 % do 3,90 %.

*Slika 14: Gibanje donosnosti evropskih dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev (5-letne, 10-letne, 20-letne in 30-letne) in obrestne mere EONIA v obdobju 2006-2015 (v %)*



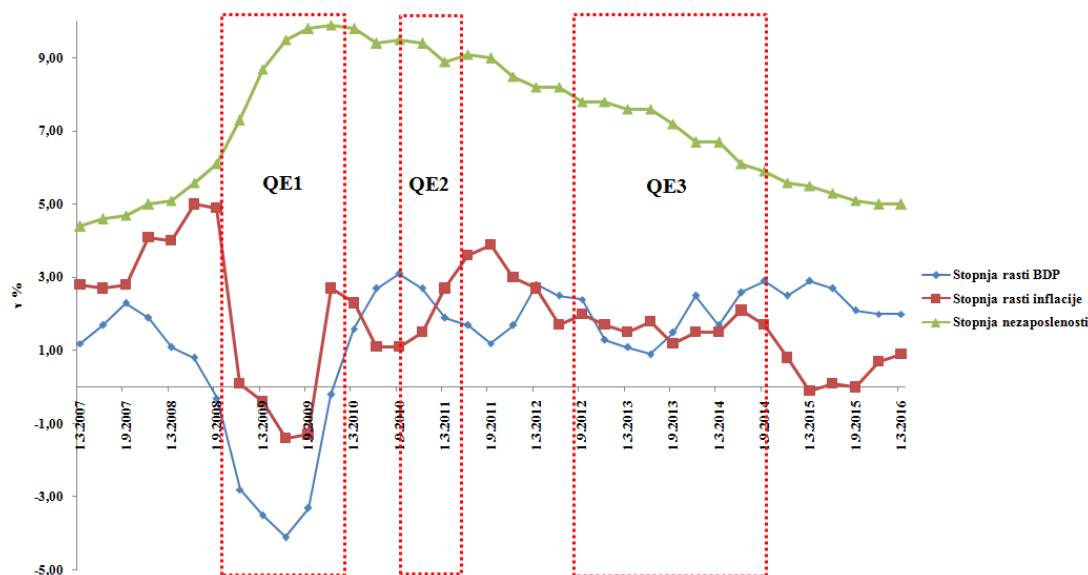
*Vir: European Commission, Eurostat, b.l.; Deutsche Bundesbank Eurosystem, Statistics Deutsche Bundesbank, b.l.*

### 3.2.2. Prikaz gibanja ključnih makroekonomskih spremenljivk od začetka finančne krize do danes

Ciljne makroekonomske spremenljivke (stopnja inflacije, stopnja brezposelnosti in stopnja rasti BDP) so se v ZDA od razvoja finančne krize dalje postopoma izboljševale (Slika 15). Postopno stabiliziranje razmer na finančnih trgih ob izvajanju ukrepa QE, ohranjanju ciljne obrestne mere na efektivni spodnji meji v razponu med 0 % in 0,25 %, obsežne fiskalne spodbude ter obrat v ciklu zalog je povzročilo vrnitev k pozitivni stopnji rasti BDP v prvem četrtletju leta 2010 (+1,6 %), ki se je ohranila vse do danes. Zmeren ciklični vzpon je pridobil zagon, saj so ga podpirale znatne spodbude makroekonomske politike in

postopno izboljševanje finančnih pogojev (ECB, 2010, str. 24). Stopnja brezposelnosti, ki je leta 2009 dosegla najvišjo stopnjo rasti (9,4 %), se je v naslednjih letih postopoma zniževala in leta 2014 zabeležila stopnjo rasti v višini 6,2 %.

Slika 15: Gibanje stopnje inflacije, stopnja rasti BDP in stopnje brezposelnosti v ZDA v obdobju 2007-2016 (v %)

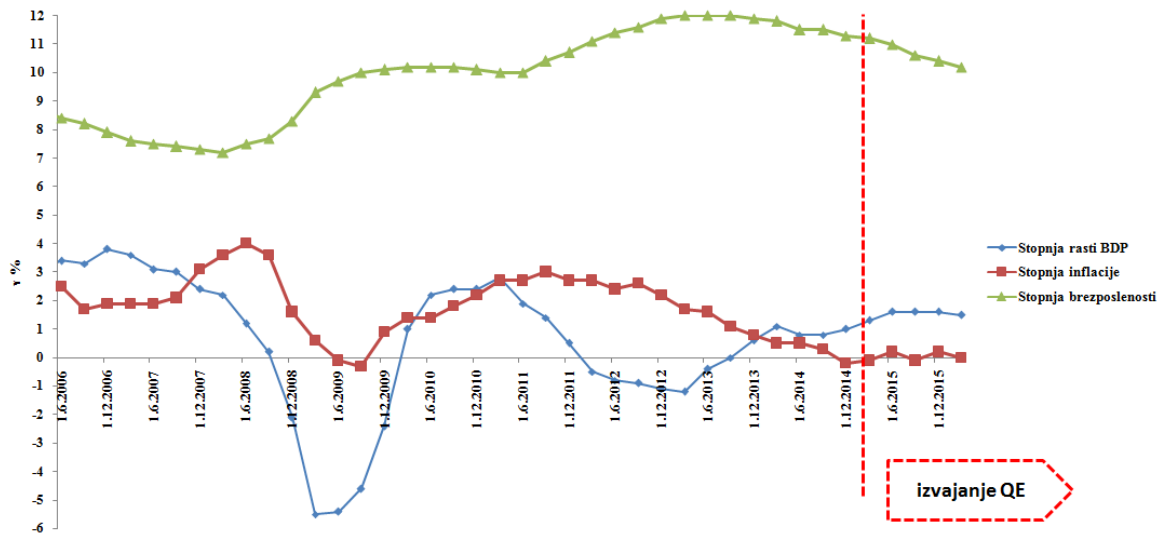


Vir: Trading economics, b.l.

V evroobmočju je neustrezna usklajenost gospodarskih, javnofinančnih in finančnih politik posameznih držav članic pri reševanju dolžniške krize vplivala na njeno ponovno zaostritev v drugi polovici leta 2012, ko je bila ponovno zabeležena negativna rast BDP v višini 0,9 %, stopnja brezposlenosti pa se je po dveh letih ohranjanja nivoja (okrog 10,2 %) ponovno povečala na raven 12 % (Slika 16). Glavni razlogi za takšna gibanja so bili šibko gospodarsko zaupanje, povečana negotovost na finančnih trgih in nadaljnje prilagajanje bilanc stanja v finančnem in nefinančnem sektorju v povezavi z visoko brezposelnostjo, zaostrovanjem javnofinančnih politik in oslabiljenim mednarodnim povpraševanjem (ECB, 2012, str. 7). V letu 2014 so na gospodarske razmere pomembno vplivala predvsem postopno in neenakomerno gibanje rasti v različnih regijah sveta, nadaljevanje šibke dinamike svetovne trgovinske menjave, padanje cen nafte in drugih primarnih surovin ter šibkejši devizni tečaj eura. Stopnja rasti BDP je bila skromna (0,9 %). V letu 2015 se je gospodarsko okrevanje nadaljevalo kljub slabšim napovedim glede svetovne gospodarske rasti, inflacija se je še naprej zniževala (2015: 0,0 %), stopnja brezposlenosti pa se je od leta 2014 dalje začela postopoma zmanjševati (2015: 10,8 %).



Slika 16: Gibanje stopnje inflacije, stopnja rasti BDP in stopnje brezposlenosti v evroobmočju v obdobju 2007-2016 (v %)



Vir: Trading economics, b.l.

### 3.2.3 Pregled učinkov programa QE

Na podlagi dinamike gibanja finančnih in makroekonomskih spremenljivk iz zgornjih štirih slik ni mogoče opredeliti, kolikšen je bil pri tem neposreden vpliv programa QE, saj so se sočasno s programom QE izvajali tudi drugi podporni ukrepi fiskalne politike in drugi ukrepi denarne politike (zniževanje ključnih obrestnih mer), ki so bili prav tako namenjeni stabiliziranju razmer v finančnem in gospodarskem sistemu.

Z namenom prikazati neposreden vpliv programa QE na določene finančne in makroekonomske spremenljivke v ZDA in EU, sem v nadaljevanju pripravila pregled učinkov tega programa, ki izhajajo iz ugotovitev različnih avtorjev, ki so na empiričen način analizirali učinkovitost programa QE (Priloga 1, Priloga 2).

#### 3.2.3.1 Vpliv na obrestne mere

Obstaja veliko študij primerov, ki so ocenjevale vpliv programa QE na obrestne mere tako v ZDA kot evroobmočju. V Prilogi 1 je pregled samo nekaterih od teh študij. Skupna značilnost izbranih študij primerov je, da na podlagi metodologije študije dogodka (angl. *event study methodology*) ocenjujejo odzivanje dolgoročnih obrestnih mer na objave centralne banke v zvezi s programom QE znotraj določenega okna dogodka (angl. *event window*). Študije dokazujejo, da so imele objave centralnih bank pomemben vpliv na pričakovanja finančnih trgov o prihodnjem izvajanju denarne politike ter na zniževanje srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih mer, predvsem zakladnih oz. državnih vrednostnih

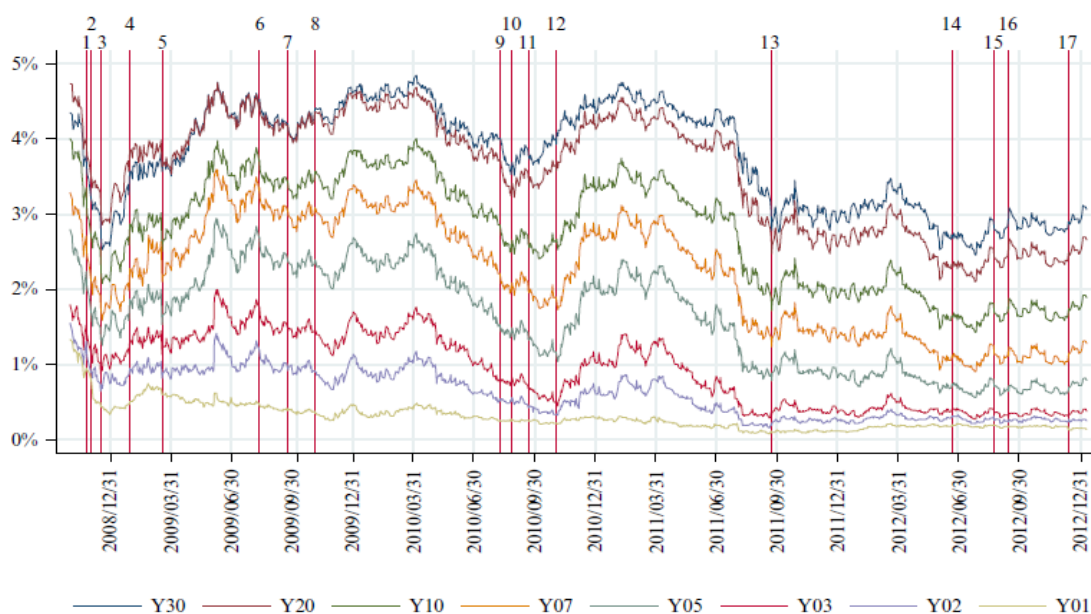
papirjev. Za ZDA je bilo ugotovljeno pomanjkanje značilnih pričakovanih gibanj obrestnih mer po končanju vsake naslednje objave programa QE. To nakazuje, da je trg na podlagi ekonomskih podatkov predvidel pričakovanja glede prihodnjega izvajanja programa QE še pred objavo centralne banke, zaradi česar je imelo nadaljnje izvajanje programa QE na trgu nižji dodatni učinek na obrestne mere.

V nadaljevanju podajam ugotovitve izbranih študij primerov (Priloga 1) na obrestne mere posebej za ZDA in evroobmočje.

Hausken in Ncube (2013) sta v svoji empirični analizi ocenjevala vplivanje vseh treh krogov programa QE in operacije »Twist« na obrestne mere dolgoročnih zakladnih menic različnih ročnosti znotraj dvodnevnega okna dogodka okrog vsake objave nestandardnih ukrepov (Priloga 1). Pri tem sta proučevala vplivanje posamezne objave na spremembo obrestnih mer zakladnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti in obrestnih zamenjav (angl. *overnight index swap*, v nadaljevanju OIS) v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012 (Slika 17, Priloga 3). Predpostavljala sta, da lahko QE vpliva na obrestne mere dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev preko signalizacijskega kanala transmisijskega mehanizma, ki vpliva na pričakovanja o prihodnjih kratkoročnih obrestnih merah, ali pa preko kanala vrednosti premoženja s spremembo v relativni ponudbi določenih sredstev. Ugotavljata, da je prišlo v okviru programa QE do znižanja premije za ročnost. Skupno se je desetletna premija za ročnost znižala v razponu od 30 do 100 bazičnih točk, pri čemer se glavnina ocene nanaša na spodnjo tretjino razpona. Poleg vplivanja na znižanje premije za ročnost je program QE preko izboljšanja tržne likvidnosti in znižanja neto ponudbe sredstev z daljšo ročnostjo v večji meri vplival tudi na obrestne mere dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev. V povprečju so se obrestne mere zakladnih vrednostnih papirjev z več kot petletno zapadlostjo znižale za približno 140 bazičnih točk, medtem ko so se obrestne mere zakladnih vrednostnih papirjev s krajšo ročnostjo v povprečju znižale za 60 bazičnih točk. Znižanje gre skoraj v celoti pripisati znižanju stopenj OIS, kar kaže na to, da ukrep QE še posebej učinkuje na znižanje tržnih pričakovanj glede prihodnje usmerjenosti kratkoročnih obrestnih mer preko signalizacijskega kanala transmisijskega mehanizma denarne politike. Iz skoraj nespremenjenega razmika med obrestnimi merami zakladnih vrednostnih papirjev in stopenj OIS ugotavljata, da kanal vrednosti premoženja v času objav QE ni bil dejaven. Glavni kanal transmisijskega mehanizma denarne politike, preko katerega so objave programa QE vplivale na obrestne mere, je bil signalizacijski kanal. Poleg tega rezultati analize kažejo tudi, da se učinkovitost ukrepa QE v času zmanjšuje. Donosnost desetletnih zakladnih vrednostnih papirjev se je z objavo QE1 kumulativno znižala za okrog 130 bazičnih točk, z objavo QE2 za približno 20 bazičnih točk, medtem ko se je z objavo QE3 rahlo povečala. V povprečju je več kot 80 odstotkov ugotovljenega kumulativnega znižanja obrestnih mer zakladnih vrednostnih papirjev možno pripisati objavi QE1, medtem ko je

ostalnih 20 odstotkov kumulativnega znižanja možno pripisati objavam QE2, »operaciji Twist« in QE3.

*Slika 17: Gibanje donosnosti ameriških dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti v obdobju november 2008-december 2012 (v %)*



*Vir: Hausken & Ncube, Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe, 2013, str. 29, slika 4.1.*

Christensen in Rudebusch (2012) sta proučevala vpliv objav programa QE1 in QE2 znotraj enodnevnega okna dogodka. Menita, da je pomen posameznih kanalov transmisijskega mehanizma denarne politike, preko katerih vpliva program QE na obrestne mere, odvisen od tržnih institucionalnih struktur in komunikacijskih politik centralnih bank. Podobno kot Hausken in Ncube (2013) ugotavljata, da sta objavi QE1 in QE2 vplivali preko signalizacijskega kanala predvsem na obrestne mere zakladnih vrednostnih papirjev z ročnostjo vsaj pet let (v povprečju so se znižale za 100 bazičnih točk), medtem ko je bil vpliv na obrestne mere zakladnih vrednostnih papirjev krajših ročnosti nižji (v povprečju so se znižale za 50 bazičnih točk).

Hausken in Ncube (2013) in Christensen in Rudebusch (2012) so ugotavljali vpliv objav programa QE na obrestne mere zakladnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti, medtem ko sta Krishnamurthy in Vissing-Jorgensen (2011) v svoji empirični analizi ugotovljala vpliv na obrestne mere vseh vrednostnih papirjev, ki so bili predmet nakupa v okviru programa QE (zakladni vrednostni papirji, agencijski vrednostni papirji in MBS). Ugotavljata, da so predvsem objave programa QE1 pomembno vplivale na znižanje

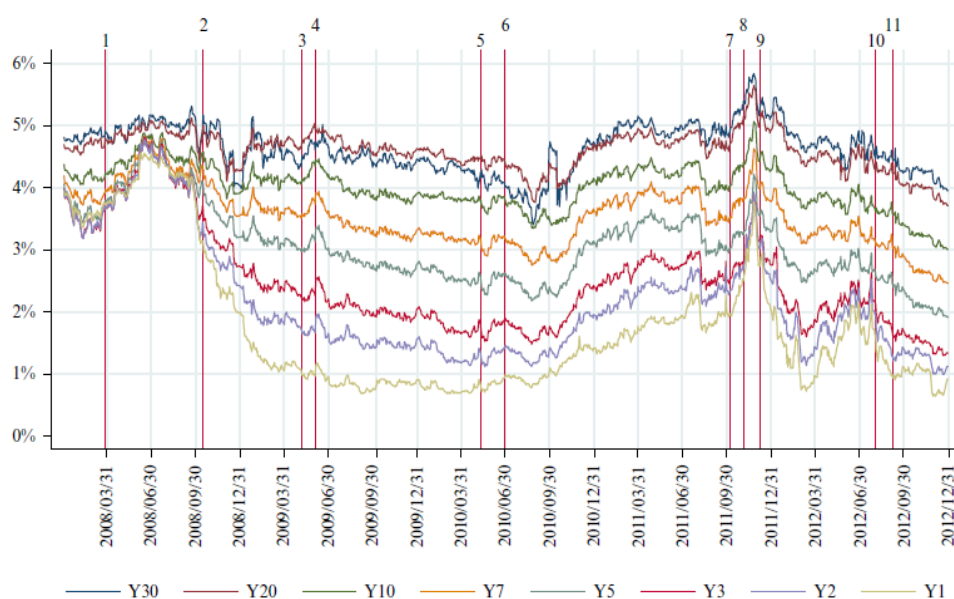
nominalnih srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih mer omenjenih vrednostnih papirjev. V času objav programa QE1 (vključeval nakupe MBS) znotraj dvodnevne okna dogodka je bil ugotovljen vpliv na obrestne mere MBS, medtem ko je bil le-ta v času objav programa QE2 (vključeval samo nakup zakladnih vrednostne papirje) zanemarljiv.

Gagnon, Raskin, Remache in Sack (2011a) so na podlagi empirične analize ocenjevali odzivanje dolgoročnih obrestnih mer dolžniških vrednostnih papirjev znotraj enodnevnega okna dogodka okrog vsake objave programa QE1 v obdobju izvajanja programa od 2008 do konca prvega kvartala 2010. Za razliko od Hausken in Ncube (2013) in Christensen in Rudebusch (2012) so ugotovili, da naj bi FED preko kanala premoženjske bilance vplival na spremembo v relativni ponudbi odkupljenih sredstev na trgu, kar je vodilo v povišanje cen teh sredstev in njihovih substitutov ter znižanje njihovih obrestnih mer (desetletne zakladne menice: -91 bazičnih točk, desetletni agencijski vrednostni papirji: -156 bazičnih točk, MBS: -113 bazičnih točk). Vplivanje na znižanje dolgoročnih obrestnih mer dolžniških vrednostnih papirjev je bilo po vsej verjetnosti posledica znižanja premije za tveganje, saj FED ni uporabil ukrepa QE1 za signaliziranje ohranitve ključne nominalne kratkoročne obrestne mere na efektivni spodnji meji. Kot še ugotavljajo avtorji analize, naj bi objave programa QE1 vplivale na tržne dolgoročne obrestne mere vrednostnih papirjev (zakladne menice, agencijski vrednostni papirji in MBS) predvsem skozi dva kanala: (1) skozi kanal tržne likvidnosti, preko katerega je zlasti v zgodnejši fazi izvajanja programa QE1 vplival na zmanjšanje premije za tveganje, kar je povzročilo zožitev razmika med obrestnimi merami vrednostnih papirjev različnih ročnosti na sprejemljivo raven in posledično zmanjšanje stroškov financiranja ter izboljšanje tržne likvidnosti, in (2) skozi kanal vrednosti premoženja, preko katerega je učinkoval na dolgoročne obrestne mere vrednostnih papirjev, ki so bili predmet nakupov, in njihovih substitutov. Pomanjkanje značilnih pričakovanih gibanj obrestnih mer vrednostnih papirjev po končanju vsake naslednje objave QE1 nakazuje, da je trg na podlagi ekonomskih podatkov predvidel pričakovanja glede prihodnjega izvajanja programa QE1 še pred objavo centralne banke, zaradi česar je imelo nadaljnje izvajanje programa QE1 na trgu majhen dodaten učinek.

Hausken in Ncube (2013) sta v svoji analizi proučevala tudi neposredni vpliv objav nestandardnih ukrepov ECB (Priloga 2) na gibanje obrestnih mer dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012 (Slika 18), pri čemer sta uporabila enako metodologijo in izhodišča kot pri ZDA. V tem obdobju je ECB izvajala predvsem ukrepe, ki so bili namenjeni kreditni podpori finančnim institucijam, natančneje stabiliziranju bančnega sektorja. Med temi ukrepi še ni bilo ukrepa QE. Rezultati analize (Priloga 4) kažejo, da so imele objave teh ukrepov ECB različen vpliv na obrestne mere državnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti. V povprečju so se obrestne mere državnih vrednostnih papirjev z ročnostjo krajšo od petih let zmerno zmanjšale za približno 13 bazičnih točk, medtem ko so se obrestne mere državnih vrednostnih papirjev z

ročnostjo daljšo od deset let povečale za več kot 60 bazičnih točk. To kaže na relativno neučinkovitost objav nestandardnih ukrepov denarne politike ECB pri zniževanju obrestnih mer državnih vrednostnih papirjev v tem obdobju, kar avtorja v veliki meri pripisujeta stopnjevanju evropske dolžniške krize v proučevanem obdobju in načinu reševanja izrednih razmer v gospodarstvu. Baumeister and Benati (2010) trdita, da pglavitni cilj ECB v nasprotju z ostalimi večjimi svetovnimi centralnimi bankami ni bil toliko vplivanje na zniževanje obrestnih mer dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev, temveč predvsem rešitev evra s pomočjo oživitve posameznih segmentov obvezniškega trga.

*Slika 18: Gibanje donosnosti evropskih dolgoročnih državnih obveznic različnih ročnosti v obdobju 2008-2012 (v %)*



*Vir: Hausken & Ncube, Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe, 2013, str. 46, slika 4.4.*

ECB je začela z izvajanjem ukrepa kvantitativnega sproščanja (APP) relativno pozno (januar 2015) s ciljem preprečiti deflacijo in z znižanjem vrednosti valute ter s povečanjem likvidnosti bank spodbuditi agregatno povpraševanje in gospodarsko rast ter posredno vplivati na stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Altavilla, Carboni in Motto (2015) so v svoji empirični analizi proučevali vpliv programa APP na dolgoročne obrestne mere. Za razliko od nestandardnih ukrepov, ki jih je ECB izvajala od leta 2008 dalje, je ta ukrep občutno povečal bilanco stanja Evrosistema, s čimer naj bi se zagotovila zadostna denarna spodbuda za odpravo povišanega tveganja predolgega obdobja nizke inflacije. Avtorji analize ugotavljajo, da je ukrep preko signalizacijskega, kreditnega in kanala premije za tveganje pomembno vplival na znižanje dolgoročnih obrestnih mer različno tvanih vrednostnih papirjev, kljub temu da je bil objavljen v času nizke finančne stiske. S pomočjo študije dogodka so ocenjevali odzivanje dolgoročnih obrestnih mer dolžniških

vrednostnih papirjev (petletnih, desetletnih in dvajsetletnih) znotraj dvodnevnega okna dogodka okrog vsake objave v okviru programa APP v obdobju od septembra 2014 do marca 2015. Ugotovili so, da so objave pomembno vplivale na znižanje obrestnih mer državnih vrednostnih papirjev vseh navedenih ročnosti, pri čemer je bil vpliv večji pri vrednostnih papirjih daljših ročnosti. Največji upad obrestnih mer je bil ugotovljen pri dvajsetletnih državnih vrednostnih papirjih na ravni evroobmočja v višini 54 bazičnih točk, pri čemer je bil vpliv na znižanje obrestnih mer državnih vrednostnih papirjev enake ročnosti Španije in Italije med 70-80 bazičnih točk.

### 3.2.3.2 Vpliv na makroekonomske spremenljivke

V nadaljevanju podajam ugotovitve izbranih študij primerov (Priloga 2) na makroekonomske spremenljivke posebej za ZDA in evroobmočje.

Hausken in Ncube (2013) sta proučevala vpliv izvajanja programa **QE FED** na gibanje ciljnih makroekonomskih spremenljivk, kot so inflacija, brezposlenost in gospodarska rast v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012. Uporabila sta razširjen Bayesianov vektorski avtoregresijski model (angl. *Bayesian Vector Autoregression - BVAR*), pri čemer sta upoštevala tudi rezultate analize vpliva ukrepa QE na obrestne mere. Model sloni na predpostavki, da izvajanje programa QE v celoti učinkuje na makroekonomske spremenljivke preko učinkovanja na donose državnih dolžniških vrednostnih papirjev. Pri ocenjevanju vpliva izvajanja programa QE na ciljne makroekonomske spremenljivke sta izhajala iz dveh scenarijev: »s QE« scenarij in »brez QE« scenarij.

Rezultati analize Hausken in Ncube (2013) kažejo, da bi bila stopnja inflacije v primeru neizvajanja ukrepa QE vsaj leto in pol nižja od dejanske. Program QE je v tretjem četrtletju leta 2009 (devet mesecev po objavi ukrepa) vplival na povišanje stopnje inflacije za približno 1,6 odstotnih točk. Prav tako sta ugotovila, da je program QE preprečil, da bi bila stopnja inflacije še bolj negativna (preprečil je globljo deflacijo za okrog 4%). Chung et al (2012) in študija Deutsche Bundesbank (2016) prav tako ugotavljata, da je izvajanje programa QE preprečilo globljo deflacijo. Po prvi študiji se ocenjuje, da je bila stopnja inflacije za 1 odstotek višja kot bi bila v primeru, če se programa ne bi izvajala. Po drugi študiji pa naj bi bil vpliv na stopnjo inflacije med 0,1 in 4,4 odstotne točke. Tudi stopnja brezposelnosti bi bila v primeru neizvajanja ukrepa QE po ugotovitvah Hausken in Ncube (2013) vsaj pol odstotne točke višja. Vpliv ukrepa QE na stopnjo brezposelnosti je bil viden konec leta 2009 (eno leto po objavi ukrepa QE).

Po drugi strani pa vpliv programa QE na stopnjo rasti BDP po obeh scenarijih, ki izhaja iz analize Hausken in Ncube (2013), kaže zelo podobno sliko, kar pomeni, da je vpliv QE na stopnjo rasti BDP zanemarljiv. Prav tako sta avtorja ugotovila, da bi bila stopnja rasti BDP v tem obdobju višja, če se ukrep QE ne bi izvajal. Rezultat je protisloven in po vsej

verjetnosti posledica kumulativne napake v napovedi v relativno dolgem časovnem horizontu. Avtorja v svoji študiji zaključujeta, da denarna politika FED ni zadostovala za oživitev oziroma spodbuditev gospodarske aktivnosti v času svetovne finančne krize. Po drugi strani pa študiji Chung et al (2012) in Deutsche Bundesbank (2016) nakazujeta na pozitiven vpliv na realno stopnjo rasti BDP. Po prvi naj bi izvajanje programov QE1 in QE2 vplivalo na tri odstotno povečanje realne stopnje rasti BDP, po drugi pa naj bi bil vpliv med 0,2 in 4,1 odstotne točke.

Hausken in Ncube (2013) sta v svoji empirični analizi za **evroobmočje**, ki temelji na enaki metodologiji, predpostavkah in proučevanem obdobju kot pri ZDA, ugotovila, da bi bila stopnja inflacije v proučevanem obdobju v primeru neizvajanja nestandardnih ukrepov (ne vključuje APP) precej nižja oziroma bolj negativna. Maksimalni učinek izvajanja teh ukrepov na stopnjo inflacije je bil ocenjen v marcu 2009, ko je vplival na povišanje stopnje inflacije za 1,6 odstotnih točk. Po drugi strani pa je bil ugotovljen negativen vpliv na stopnjo brezposelnosti. V primeru neizvajanja nestandardnih ukrepov bi bila namreč stopnja brezposelnosti v obdobju od konca leta 2009 do konca leta 2012 nižja (ocenjen maksimalni učinek konec leta 2010 v višini 0,6 odstotnih točk). Na podlagi rezultatov analize avtorja sklepata, da so bili nestandardni ukrepi v proučevanem obdobju učinkoviti pri zagotavljanju stabilnosti cen in pri preprečevanju globlje deflacije v evroobmočju.

Program APP, ki se v evroobmočju izvaja šele od leta 2015 dalje, naj bi po ocenah vplival na ohranitev pozitivne stopnje rasti inflacije. Po mnenju strokovnjakov Evrosistema bi bila namreč stopnja rasti inflacije brez izvajanja programa APP (skupaj z decembrskim svežnjem) negativna, leta 2016 bi bila več kot pol odstotne točke nižja, leta 2017 pa še približno pol odstotne točke nižja. Po ocenah ECB bo program v obdobju 2015-2018 prispeval k dvigu stopnje rasti BDP v evroobmočju za približno 1,5 odstotne točke (Evropska centralna banka, 2015b). Tudi študija Deutsche Bundesbank (2016) na podlagi modela (angl. *Dynamic Stochastic General Equilibrium – DSGE*) nakazuje na pozitiven vpliv programa APP na realno gospodarsko aktivnost preko pozitivnega vpliva na stopnjo inflacije (v obdobju med 2016 in 2018 naj bi bil vpliv na stopnjo inflacije med 0,1 in 1,0 odstotne točke na leto).

### **3.3 Primerjava učinkovitosti ukrepa kvantitativnega sproščanja v ZDA in evroobmočju**

Iz ugotovitev predstavljenih študij primerov sledi, da je bila denarna politika FED-a v obdobju od novembra 2008 do oktobra 2012 učinkovitejša od denarne politike ECB. Donosnosti dolgoročnih zakladnih menic srednjih in daljših ročnosti so se kumulativno znižale za več kot 100 bazičnih točk in za več kot 50 bazičnih točk pri zakladnih menicah krajših ročnosti. Glavnina kumulativnega znižanja donosnosti zakladnih vrednostnih papirjev v ZDA je bila ugotovljena pri objavi QE1, preostanek pa pri objavah QE2,

»operaciji Twist« in QE3. Pomanjkanje značilnih pričakovanih gibanj obrestnih mer po končanju vsake naslednje objave programa QE nakazuje, da je trg na podlagi ekonomskih podatkov predvidel pričakovanja glede prihodnjega izvajanja programa QE še pred objavo centralne banke, zaradi česar je imelo nadaljnje izvajanje programa QE na trgu nižji dodatni učinek na obrestne mere. Pomanjkanje značilnih pričakovanih gibanj obrestnih mer po končanju vsake naslednje objave nakazuje, da finančni trgi niso bili več toliko oslabljeni in da je imelo izvajanje programa QE na trgu majhen dodaten učinek. Ugotovljen je bil tudi vpliv na višjo stopnjo inflacije in stopnjo rasti BDP ter nižjo stopnjo brezposelnosti.

Po drugi strani pa rezultati analize kažejo, da so imele objave nestandardnih ukrepov ECB v obdobju od leta 2008 do danes različen vpliv na obrestne mere državnih obveznic. V povprečju so se obrestne mere državnih obveznic z ročnostjo daljšo od deset let zmanjšale za približno 60 bazičnih točk, medtem ko je bil vpliv na obrestne mere državnih obveznic krajših ročnosti po ugotovitvah Hausken in Ncube (2013) ter Altavilla, Carboni in Motto (2015) različen. Razlog za to je možno v veliki meri pripisati stopnjevanju evropske dolžniške krize v proučevanem obdobju in načinu njenega reševanja s strani ECB. Poglavitni cilj, ki ga je ECB v času krize zasledovala in je skladen z njenim mandatom, je bil rešiti evro z oživitvijo posameznih segmentov obvezniškega trga in ne spodbujanje rasti z zniževanjem dolgoročnih obrestnih mer, kar lahko pojasni nasproten odziv trga. Poleg tega je bilo izvajanje nestandardnih ukrepov neučinkovito tudi pri zmanjševanju stopnje brezposelnosti, medtem ko so se pri zagotavljanju stabilnosti cen in pri preprečevanju globlje deflacije v evroobmočju izkazali za bolj učinkovite. Program APP se je po mnenju strokovnjakov Evrosistema zaenkrat izkazal kot učinkovit, saj naj bi vplival na občutno ublažitev pogojev financiranja, ohranjanje pozitivne rasti inflacije (sicer še vedno na ravni okrog 0%), poleg tega pa naj bi po ocenah v obdobju 2015-2018 prispeval k dvigu stopnje rasti BDP v evroobmočju (Evropska centralna banka, 2015b).

#### **4 PRIHODNJA RAZMIŠLJANJA O IZHODNI STRATEGIJI NESTANDARDNE DENARNE POLITIKE**

Obdobje centralnega bančništva pred začetkom krize leta 2007 dobro opisuje stavek, ki ga je na gostujočem predavanju aprila 2013 na fakulteti v Amsterdamu izrekel bivši predsednik ECB Mario Draghi, in se glasi: »There was a time, not too long ago, when central banking was considered to be a rather boring and unexciting occupation.« V času pred krizo so centralne banke zgolj z uporabo standardnih ukrepov denarne politike, s katerimi so usmerjale ključne obrestne mere, učinkovito upravljale likvidnostno stanje na denarnih trgih in na ta način ohranjale stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Z nastopom finančne krize leta 2007 se je izkazalo, da uporaba teh ukrepov ni več zadoščala za doseganje primarnih ciljev denarne politike, zaradi česar so morale centralne banke nujno spremeniti pristop k reševanju krize. Z namenom preprečiti deflacijo in zagotoviti cenovno



stabilnost v srednjeročnem obdobju so centralne banke prešle svoj tradicionalni okvir izvajanja in sprejele vrsto nestandardnih ukrepov, s katerimi se je močno spremenila sestava in razširila velikost njihovih bilanc stanja. Poleg tega se je s QE močno povečala ponudba denarja na trgih. Banke ta sredstva zaenkrat raje zadržijo v svojih bilancah v obliki likvidnostnih rezerv, namesto da bi jih sprostila v gospodarstvo preko financiranja novih kreditov. Vloga centralnih bank se je v gospodarskem upravljanju v času krize povečala, saj se fiskalna politika pred začetkom krize ni izkazala za dovolj kredibilno, prav tako pa se je spremenila tudi narava centralnega bančništva.

Z razširjenimi nakupi vrednostnih papirjev sta centralni banki svojo neodvisnost vodenja denarne politike močno izpostavili določenim tveganjem. Preko monetiziranja javnega dolga (posredno financiranje javnega primanjkljaja) sta prevzeli odgovornost za neodgovorna dejanja fiskalne politike v preteklosti (obrestno in kreditno tveganje). To je še posebej pereč problem v evroobmočju, kjer ECB v okviru programa APP kupuje dolgoročne državne vrednostne papirje prezadolženih držav. S tem se briše meja med denarno in fiskalno politiko. V primeru prodaje teh sredstev bi tvegala kapitalsko izgubo in posledično nezmožnost zagotavljanja »seigniorage« prihodka vladam. Obstaja bojazen, da bodo banke v času normaliziranja gospodarskih razmer in višjih obrestnih mer začele s sproščanjem svojih likvidnostnih rezerv v financiranje novih kreditov, kar bi posledično vplivalo na višjo ponudbo denarja na trgu in posredno na visoko inflacijo. Hummel (2014) v svoji študiji ugotavlja, da je zaskrbljenost zaradi visoke inflacije verjetno neupravičena, saj na primer FED že uporablja nekatera nova orodja denarne politike, s katerimi brez prodaj sredstev, kupljenih v okviru programa QE, učinkovito nadzoruje višino inflacije.

Kot je navedeno že v uvodnem delu naloge, so ti ukrepi rezultat izrednega odzivanja na izjemne razmere v gospodarstvu in so po svojem ustroju začasne narave. Obstajajo različna mnenja glede podpiranja izhoda iz nestandardne denarne politike. Med razlogi za vrnitev k standardni denarni politiki se navaja, da so se s povečanjem obsega in s spremembo strukture bilance stanja centralne banke bolj izpostavile tveganju (kreditnemu, obrestnemu in inflacijskemu), hkrati pa ni več jasne ločitve med denarno in fiskalno politiko. V tem primeru bi morala biti denarna politika centralnih bank ponovno usmerjena v zagotavljanje stabilnosti cen in ne v zagotavljanje finančne stabilnosti. Po drugi strani pa nekateri strokovnjaki ne soglašajo z vrnitvijo na predkrizno standardno denarno politiko, saj le-ta ni zagotavljala trajajoče finančne in gospodarske stabilnosti.

V literaturi se pogosto postavlja vprašanje, kdaj je pravi trenutek, da centralne banke prenehajo z izvajanjem nestandardnih ukrepov denarne politike in začnejo z dvigovanjem kratkoročnih obrestnih mer. Obe odločitvi sta močno odvisni od gospodarskih in finančnih razmer držav, pri čemer je pravi trenutek zelo težko določiti. Če se centralne banke odločijo za počasno krčenje bilance stanja in povišajo kratkoročne obrestne mere, tvegajo povišanje stopnje rasti inflacije nad 2 %, v nasprotnem primeru pa obstaja tveganje, da se

gospodarstvo vrne v recesijo. Pomembno je, da centralne banke v svojih izhodnih strategijah predvidijo vsa morebitna tveganja, povezana z izstopom, ocenijo smotrnost izvajanja standardnih in nestandardnih orodij, ki so jih do sedaj uporabljale, ter oblikujejo strategijo politike komuniciranja, ki bo imela v času pred in med izvajanjem izhodne strategije ključno vlogo pri obveščanju javnosti (Tesfaselassie, 2009, str. 50). Izhodno strategijo je smiselno predstaviti javnosti vnaprej, saj le na ta način lahko tržni udeleženci prilagodijo svoja pričakovanja novim razmeram. Poleg določanja pravega trenutka za izhod iz nestandardne denarne politike pa se postavlja tudi vprašanje, ali se bosta z izvedbo izhodne strategije velikost in sestava bilanc stanja centralnih bank vrnila na prvotno predkrizno raven. To je skoraj nemogoče. Obstaja namreč verjetnost, da se centralne banke ne bodo odločile za prodajo celotnega portfelja, ki je bil predmet obsežnega nakupa v okviru nestandardnih ukrepov, saj bodo želele tudi v prihodnje ohraniti možnost interveniranja na celotni krivulji donosnosti.

Izhod iz nestandardne denarne politike bo vplival tako na fiskalno vzdržnost držav kot na stabilnost njihovega finančnega sistema. V kolikor bo višina obrestnih mer presegala rast BDP, lahko pride do nevzdržnega razmerja med javnim dolgom in BDP. Zato je zelo pomembno, da je izhodna strategija denarne politike usklajena z izhodno strategijo fiskalne politike. Po mnenju Tesfaselassie (2009, str. 55) bi morala fiskalna politika oblikovati svojo izhodno strategijo (zmanjševanje fiskalnih spodbud in vzdržni javni dolg), ki bi v času izhoda omogočila denarni politiki učinkovito podpiranje vzdržne gospodarske rasti in stabilnosti cen. Poleg usklajenosti izhodnih strategij denarne in fiskalne politike pa je v procesu izvajanja izhoda iz nestandardne denarne politike pomembno tudi primerno ukrepanje finančnih regulatorjev ter ustrezno kapitaliziran finančni sektor, ki je v domeni fiskalne politike. Optimalno bi bilo, da bi se centralne banke odločile za izhod iz nestandardne denarne politike po izvedbi izhodne strategije fiskalne politike, saj bi se na ta način ustvarili pogoji, ki bi v razmerah višjih obrestnih mer zagotavljali fiskalno vzdržnost držav (ustrezno razmerje javnega dolga in BDP). Po besedah Bini-Smaghy (Blinder et al. 2013, str. 61) to ni pomembno samo za evroobmočje, temveč tudi za ZDA, kjer pa fiskalne oblasti zaradi polarizacije političnih strank v Washingtonu niso preveč naklonjene izvedbi izhodne strategije fiskalne politike pred izvedbo izhodne strategije denarne politike. Obstaja verjetnost, da dokler se bodo obrestne mere ohranjale na učinkovitih spodnjih mejah, fiskalne oblasti ne bodo videle razloga za izvajanje izhodne strategije. Takšen način razmišljanja fiskalnih oblasti pa lahko časovno gledano posledično precej odloži izhod iz nestandardne denarne politike. Odlaganje izhoda iz nestandardne denarne politike in posledično prehitro izstop iz nje lahko zaradi nepredvidenih posledic, ki jih ne bo mogoče v celoti nadzorovati oziroma omejiti, ponovno vodi v deflatorno okolje ali celo v recesijo, kar bi ustvarilo politični konflikt, ki bi lahko zelo hitro postal neobvladljiv. Poleg tega bosta centralni banki v času podaljševanja procesa izhoda iz nestandardne denarne politike tudi bolj izpostavljeni tveganju prilagajanja učinkov prelivanja preko kapitalskih tokov in menjalnih tečajev.

FOMC je prvič predstavila svojo izhodno strategijo javnosti meseca junija leta 2011 in drugič v nekoliko spremenjeni obliki meseca junija leta 2013. Izhodna strategija, objavljena junija 2013, za razliko od izhodne strategije iz leta 2011 predvideva, da v procesu normalizacije denarne politike zaradi pričakovanih večine udeležencev na trgu ne bo prišlo do prodaje hipotekarnih vrednostnih papirjev. FED-ov portfelj je sestavljen večinoma iz dolgoročnih vrednostnih papirjev, bodisi iz dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev bodisi iz hipotekarnih vrednostnih papirjev. Če tudi FED ne kupi nobenih novih hipotekarnih vrednostnih papirjev in samo drži obstoječe do zapadlosti, bo znašala vrednost sredstev v njegovi bilanci stanja do leta 2025 več kot 400 mrd USD. V kolikor se bo FED odločil prodati ta sredstva pred njihovo zapadlostjo, se bodo cene teh sredstev znižale in v razmerah povečevanja obrestnih mer bi prodaja posledično vodila v visoke kapitalske izgube za FED in posledično nižje oziroma nikakršne prihodke v državno blagajno. Skladno z izhodno strategijo FED trenutno, kljub gospodarskemu okrevanju, nima nobene potrebe po zmanjševanju obsega svoje bilance stanja z namenom povečevanja kratkoročne obrestne mere, temveč izvaja alokacijo velikega obsega kreditov znotraj finančnega sistema. Pri tem uporablja nekatera nova orodja denarne politike (zakladni depoziti, dogovori o povratnih prodajah, plačilo obresti na rezerve), ki mu v času gospodarskega okrevanja pomagajo pri vplivanju na raven rezerv in posredno na povečevanje ključne kratkoročne obrestne mere, prav tako pa s skrbnim in rednim spremljanjem bank nadzoruje inflacijo bolj kot kadarkoli v zgodovini svojega delovanja. Prva tri orodja omogočajo zmanjšanje rezerv v denarni bazi, četrto pa spodbuja banke, da ohranijo trenutno visoke rezerve. Z natančnim in rednim spremljanjem bank in drugih depozitarnih institucij lahko FED znotraj enega tedna ugotovi dinamiko zmanjševanja rezerv, kar mu omogoča takojšnje ukrepanje. Zaenkrat lahko FED s temi orodji učinkovito vpliva na višino kratkoročne obrestne mere brez prodaje sredstev iz svoje bilance stanja. FED se bo za zmanjšanje obsega svoje bilance stanja odločila, ko bo ocenila, da ne potrebuje več ekspanzivno naravnane denarne politike.

Evroobmočje bi se lahko po izhodu iz nestandardne denarne politike soočil z večjimi posledicami za gospodarstvo kot ZDA. Razlog je predvsem v odsotnosti fiskalne unije, razdrobljenosti in heterogenosti trga in v še vedno trajajoči dolžniški krizi. Izstop iz nestandardne denarne politike ECB bi v takšnih razmerah močno ogrozil že tako načeti finančni položaj prezadolženih držav in posledično preko učinkov prelivanja tudi finančni položaj drugih držav v evroobmočju.

V idealnih razmerah naj v evroobmočju tako ne bi prišlo do izhoda iz nestandardne denarne politike, dokler se ne konča dolžniška kriza in ponovno vzpostavi enotni medbančni denarni trg, ki je pogoj za delovanje evropske monetarne unije. V slabše poslujočih bankah še vedno traja proces prestrukturiranja. Predčasni izhod bi namreč zaradi povišanja stroškov dolga močno ogrozil visoko zadolžene evropske države. EU bo morala zato pri odločanju o izhodni strategiji ravnati zelo preudarno. Trenutne razmere v

evroobmočju še ne zagotavljajo izhoda iz nestandardne denarne politike, saj se nekatere države še vedno soočajo s tveganjem vzdržnosti javnega dolga in deflacijo. Obvladovanje tveganj za vzdržnost dolga je zlasti pomembno glede na precejšnje dolgoročne izzive zaradi staranja prebivalstva ter naraščanja stroškov za zdravstvo in dolgotrajno zdravstveno oskrbo. Evropska komisija je v poročilu o vzdržnosti javnih financ iz leta 2015 potrdila, da v kolikor ne bo nobenih sprememb v ekonomskih politikah, bodo tveganja, ki ogrožajo fiskalno vzdržnost, v številnih državah evroobmočja v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju precejšnja. Poleg tega analiza izpostavlja pomembnost polne skladnosti s Paktom za stabilnost in rast, da bi lahko države, ki trenutno beležijo visoko raven zadolženosti, stabilizirale ali celo znižale stopnjo javnega dolga (Evropska centralna banka, 2015). Glavni izziv v prizadevanjih za okrepitev vzdržne gospodarske rasti in ustvarjanje novih delovnih mest v evroobmočju predstavlja pospešitev strukturnih reform, ki so nujno potrebne predvsem v finančnem sektorju, kjer igra pomembno vlogo ustrezno prestrukturiranje bančnega sektorja (zdrave poslovne bilance, učinkovito upravljanje s tveganji ter pregledni in zanesljivi poslovni modeli), ki bo zagotavljal večjo odpornost evropskih bank. Ker je fiskalna politika v evroobmočju v pristojnosti posameznih nacionalnih držav članic, je toliko bolj pomembno, da vsaka država članica pripravi svoj program stabilnosti, ki ga podpre z natančno določenimi korektivnimi ukrepi, ki so skladni s postopkom v zvezi s čezmernim primanjkljajem in jasno opredeljujejo strategijo javno finančnega izhoda in konsolidacije za prihodnje. In ga kot takega tudi izvaja. Le na ta način se bo zagotovilo podlago za učinkovito izhodno strategijo ECB.

## **SKLEP**

Ameriška in evropska centralna banka sta se na izredne razmere po letu 2008 odzvale s sprejemom vrste nestandardnih ukrepov denarne politike, ki so močno spremenili sestavo in razširili obseg njune bilance stanja. S temi ukrepi sta želeli ponovno vzpostaviti delovanje finančnih sistemov in stabilizirati razmere v gospodarstvu. FED je z vzpostavljanjem delovanja finančnega sistema reševala predvsem kapitalski trg, medtem ko je ECB reševala predvsem bančni sektor. Zaradi razlik v finančnem in gospodarskem sistemu sta uporabili različen pristop pri reševanju finančne krize.

FED je pričela z izvajanjem programa QE že na začetku finančne krize leta 2008. Program se je izvajal v treh krogih v obdobju od novembra 2008 do oktobra 2014 in v tem obdobju vplival na trikratno povečanje obsega bilance stanja centralne banke. Prvotno je bil program QE namenjen podpori celotnemu gospodarstvu, a se je z njegovim izvajanjem izkazalo, da se je osredotočal predvsem na trge hipotekarnih kreditov, ki so bili zaradi močnega padca cen nepremičnin v tistem obdobju močno prizadeti. Z izvajanjem obsežnih nakupov vrednostnih papirjev je želela FED neposredno vplivati na izboljšanje kreditnih pogojev predvsem na stanovanjskem trgu. Sedem let kasneje leta 2015 se je zaradi še vedno grozeče deflacije za izvajanje programa QE odločila tudi ECB, s katerim je želela

ponovno zagotoviti stabilnost cen v evroobmočju. Pred tem ukrepom je izvajala ECB druge nestandardne ukrepe (t.i. okrepljena kreditna podpora), ki predstavljajo nadgradnjo obstoječim standardnim ukrepom, in s katerimi je zagotavljala likvidnosti bančnemu sistemu. Po obsegu predstavlja program QE ECB zgolj tretjino obsega programa QE FED. ECB bo izvajala program QE predvidoma do marca 2017 oziroma dokler ne bo presodila, da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju doseganja stopnje inflacije.

Sočasno z izvajanjem nestandardnih ukrepov denarne politike pa so se po izbruhu finančne krize v okviru ameriške fiskalne politike in posameznih fiskalnih politik držav članic evroobmočja izvajali obsežni ukrepi javnofinančnih spodbud, ki so predstavljali podporo pri stabiliziranju finančnih sistemov in vzpostavitvi okolja za stabilno dolgoročno gospodarsko rast. Takšno ukrepanje držav članic evroobmočja se je proti koncu leta 2012 zaradi nezadostne fiskalne konsolidacije v času konjunktura in prevzemanja bremena bančnega in privatnega sistema odrazilo v povečanem javnem dolgu in javnofinančnem primanjkljaju, kar je ogrozilo njihovo dolgoročno vzdržnost javnih financ. Zaradi velikih odstopanj od uveljavljenih ključnih pravil na področju fiskalne politike in njihovega negativnega vpliva na vodenje drugih ekonomskih politik je prišlo do nadgradnje Pakta za stabilnost in rast, v okviru katerega so bila sprejeta nova pravila za tesnejše usklajevanje fiskalnih politik posameznih držav članic in strožji fiskalni nadzor na ravni EU. Posledično so države članice evroobmočja po letu 2012 začele izvajati varčevalne ukrepe (zmanjšanje javne porabe in povišanje davkov), s katerimi so želele zmanjšati javnofinančni primanjkljaj in obseg nevzdržnega javnega dolga ter s tem zagotoviti trajen in stabilen gospodarski razvoj v EU.

Izbrane študije (Priloga 1, Priloga 2) dokazujejo, da so imele objave nestandardnih ukrepov denarne politike ECB in FED vpliv na pričakovanja finančnih trgov o prihodnjem izvajanju denarne politike ter na zniževanje srednjeročnih in dolgoročnih obrestnih mer, predvsem zakladnih oz. državnih vrednostnih papirjev. Vpliv programa QE ECB je bil pri tem nižji, kar je možno v veliki meri pripisati stopnjevanju evropske dolžniške krize v proučevanem obdobju in načinu njenega reševanja s strani ECB. Poglavitni cilj, ki ga je ECB v času krize zasledovala in je skladen z njenim mandatom, je bil rešiti evro z oživitvijo posameznih segmentov obvezniškega trga in ne spodbujanje rasti z zniževanjem dolgoročnih obrestnih mer, kar lahko pojasni manjši odziv trga. Za ZDA je bilo ugotovljeno pomanjkanje značilnih pričakovanih gibanj obrestnih mer po končanju vsake naslednje objave programa QE, kar nakazuje, da finančni trgi niso bili več toliko oslabljeni in da je imelo izvajanje programa QE na trgu majhen dodaten učinek. Ugotovljen je bil tudi vpliv QE FED na višjo stopnjo inflacije in nižjo stopnjo brezposelnosti, medtem ko je bil vpliv na stopnjo rasti BDP zanemarljiv. V EU pa je bilo izvajanje nestandardnih ukrepov neučinkovito pri zmanjševanju stopnje brezposelnosti, medtem ko je po drugi strani prispevalo k zagotavljanju stabilnosti cen in preprečevanju globlje deflacije v evroobmočju.

Nestandardni ukrepi denarne politike ECB in FED so bili relativno učinkoviti pri stabiliziranju finančnega sistema v času krize, vendar po drugi strani ni dovolj jasno, v kolikšni meri ti ukrepi podpirajo realno gospodarstvo. FED in ameriška vlada sta bili za razliko od ECB in Evropske komisije veliko bolj uspešni pri stabilizaciji bančnega sektorja. V primerjavi z evropskimi dosegajo ameriške banke večji donos na kapital po davkih, pri čemer je potrebno upoštevati, da so komercialne banke v ameriškem finančnem sektorju bistveno manj pomembne kot v EU. Ameriške banke so okrevale hitreje med drugim tudi zaradi višje gosodarske rasti in nižje stopnje brezposelnosti. Nekatere evropske banke, še posebej iz držav Portugalske, Irske, Italije, Grčije, Španije, Cipra in Slovenije pa se še vedno ukvarjajo s perečim problemom prevelikega obsega nasedlih naložb in slabih posojil, kar lahko v prihodnje močno vpliva na njihovo kapitalsko ustreznost. Poleg tega se je kriza evropskega bančnega sektorja v času krize prelila tudi v podjetniški sektor, kjer posledice kreditnega krča najbolj občutijo mala in srednje velika podjetja. Glede na to, da se večji delež realnega gospodarstva v evroobmočju financira preko bančnega sistema, bo učinkovitost izvajanja tega ukrepa v prihodnje odvisna od tega, v kolikšni meri bo bančni sistem pripravljen financirati gospodarstvo. ECB namreč z izvajanjem programa QE zagotavlja bančnemu sistemu likvidnost, kar naj bi spodbudilo banke k povečanju obsega financiranja novih kreditov. Banke ta sredstva zaenkrat še vedno raje zadržijo v svojih bilancah v obliki likvidnostnih rezerv, namesto da bi jih sprostila v gospodarstvo preko financiranja novih kreditov in tako multiplicirale količino denarja v obtoku.

Izhodna strategija nestandardne denarne politike bo predstavljala za centralne banke velik izziv tako z gospodarskega kot političnega vidika. Neustrezno vodena izhodna strategija ima lahko velike negativne posledice za gospodarstvo ter trajne posledice za politično neodvisnost centralnih bank. Odločitev za izhod bo odvisna od gospodarskih in finančnih razmer držav, pri čemer je pravi trenutek zelo težko določiti. Če se centralne banke odločijo za počasno krčenje bilance stanja in povišajo kratkoročne obrestne mere, tvegajo povišanje stopnje rasti inflacije nad 2 %, v nasprotnem primeru pa obstaja tveganje, da se gospodarstvo vrne v recesijo. Pomembno je, da se v izhodnih strategijah predvidijo vsa morebitna tveganja, povezana z izstopom, oceni smiselnost izvajanja nestandardnih ukrepov denarne politike in kar je ključno, da se oblikuje strategijo politike komuniciranja, ki bo imela v času pred in med izvajanjem izhodne strategije ključno vlogo pri obveščanju javnosti. Glede na to, da bo izhod iz nestandardne denarne politike vplival tako na fiskalno vzdržnost držav kot na stabilnost njihovega finančnega sistema, je pomembno, da fiskalna politika v času izhoda omogoča denarni politiki učinkovito podpiranje vzdržne gospodarske rasti in stabilnosti cen. To pa je uresničljivo le ob usklajenih izhodnih strategijah denarne in fiskalne politike. Poleg usklajenosti izhodnih strategij denarne in fiskalne politike pa je v procesu izvajanja izhoda iz nestandardne denarne politike pomembno tudi primerno ukrepanje finančnih regulatorjev ter ustrezno kapitaliziran finančni sektor, ki je v domeni fiskalne politike.

Skladno z izhodno strategijo FED, objavljeno junija 2013, v procesu normalizacije denarne politike zaradi pričakovanj večine udeležencev na trgu ne bo prišlo do prodaje hipotekarnih vrednostnih papirjev. Trenutno, kljub gospodarskemu okrevanju, FED nima nobene potrebe po zmanjševanju obsega svoje bilance stanja, temveč izvaja alokacijo velikega obsega kreditov znotraj finančnega sistema. Zaenkrat lahko FED z nekaterimi novimi orodji denarne politike (zakladni depoziti, dogovori o povratnih prodajah, plačilo obresti na rezerve) učinkovito vpliva na višino kratkoročne obrestne mere brez prodaje sredstev iz svoje bilance stanja, poleg tega pa s skrbnim in rednim spremljanjem bank nadzoruje inflacijo bolj kot kadarkoli v zgodovini svojega delovanja. Sposobnost FED-a obdržati inflacijo znotraj okvirov lahko trenutno ogrozi le velika fiskalna kriza, ki bi nastala s porastom javnofinančnega primanjkljaja. FED se bo za zmanjšanje obsega svoje bilance stanja odločila, ko bo ocenila, da ne potrebuje več ekspanzivno naravnane denarne politike.

Izhod iz nestandardne denarne politike bi predstavljal še posebej velik izziv za evroobmočje, za katerega je značilna odsotnost fiskalne unije, razdrobljenost in heterogenost trga in še vedno trajajoča dolžniška kriza. V takšnih razmerah bi izstop močno ogrozil že tako načet finančni položaj prezadolženih držav, ki se še vedno soočajo s tveganjem vzdržnosti javnega dolga, in posledično preko učinkov prelivanja tudi finančni položaj drugih držav v evroobmočju. Z namenom zagotoviti podlago za učinkovito izhodno strategijo ECB je zato zelo pomembno, da vsaka država članica pripravi svoj program stabilnosti, ki ga podpre z natančno določenimi korektivnimi ukrepi, ki so skladni s postopkom v zvezi s čezmernim primanjkljajem in jasno opredeljujejo strategijo javno finančnega izhoda in konsolidacije za prihodnje ter ga kot takega tudi izvaja.

## LITERATURA IN VIRI

1. Afonso, A., & Sousa, R. M. (2009). *The macroeconomic effects of fiscal policy* (Working paper series No. 991). Germany: European Central Bank.
2. Altavilla, C., Carboni, G., & Motto, R. (2015). Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area. *European Central Bank Working Paper Series* (1864). Frankfurt am Main: European Central Bank.
3. Banka Slovenije. (2016a). *Izvajanje denarne politike*. Najdeno 25. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=934>
4. Banka Slovenije. (2016b). *Nasprotne stranke pri operacijah denarne politike*. Najdeno 20. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=1990&VsebinaId=19080#19080>
5. Banka Slovenije. (2016c). *Nestandardni ukrepi*. Najdeno 6. junija 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=1991&VsebinaId=19079#19079>
6. Banka Slovenije. (2016d). *Standardni instrumenti denarne politike*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu <https://www.bsi.si/ekonomska-in-monetarna-unija.asp?MapaId=1989&VsebinaId=19082#19082>
7. Bauer, M. D., & Neely, C. J. (2012). *International Channels of the Fed's Unconventional Monetary Policy* (Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series). St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
8. Baumeister, C., & Benati, L. (2010). *Unconventional monetary policy and the Great Recession: Estimating the impact of a compression in the yield spread at the zero lower bound* (Working Paper Series No. 1258). Frankfurt am Main: European Central Bank.
9. Bednaš, M. (2006). *Reforma Pakta stabilnosti in rasti*. Delovni zvezek Urada RS za makroekonomske analize in razvoj No. 12. Ljubljana: Urad za makroekonomske analize in razvoj.
10. Belke, A. H. (2010). Financial Crisis, Global Liquidity and Monetary Exit Strategies. *Ruhr Economic Papers* (183). Najdeno 10. maja 2016 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1618201](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1618201)
11. Belke, A. H. (2014). Exit Strategies and Their Impact on the Euro Area: A Model Based View. *Ruhr Economic Papers No. 467*. Najdeno 18. maja 2016 na spletnem naslovu [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2423260](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2423260)
12. Benedičič, Ž. (2012). *Monetarni in fiskalni ukrepi vlade v času gospodarske krize* (magistrsko delo). Ljubljana: Fakulteta za upravo.



13. Blinder, A. S. (2010). Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. V *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (str. 465-480). St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
14. Blinder, A., Jordan, T. J., Kohn, D. & Mishkin, F. S. (2013). *Exit Strategy* (Geneva Reports on the World Economy No. 15). Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
15. Borio, C., & Disyatat, P. (2009). *Unconventional monetary policies: an appraisal* (BIS Working Papers No. 292). Basel: Bank for international settlements.
16. Capriolo, G. C. (2012). Prispevek fiskalne politike h gospodarskemu okrevanju. *Economic and Business Review*, 14, 23-45.
17. Carpenter, S., Demiralp, S., & Eienschmidt, J. (2013). *The Effectiveness of the Non-Standard Policy Measure during the Financial Crises: The Experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank* (Working Paper Series No. 1562). Frankfurt am Main: European Central Bank.
18. Carvalho, C., Eusepi, S. & Grisse, C. (2012). Policy Initiatives in the Global Recession: What Did Forecasters Expect? *Current issues in economics and finance*, 18(2). New York: Federal Reserve Bank of New York.
19. Christensen, J. H. E., & Rudebusch, G. D. (2012). The Response of Interest Rates to US and UK Quantitative Easing. *The Economic Journal* 122(564), 385-414.
20. Claey's, G. (2014, 8. julij). The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008. *Bruegel*. Najdeno 10. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://bruegel.org/2014/07/the-not-so-unconventional-monetary-policy-of-the-european-central-bank-since-2008/>
21. Claey's, G., Leandro, A., & Mandra, A. (2015, 11. marec). European central bank quantitative easing: The detailed manual. *Bruegel*. Najdeno 5. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://bruegel.org/2015/03/european-central-bank-quantitative-easing-the-detailed-manual/>
22. Claey's, G., & Leandro, A. (2016, 15. februar). The European Central Bank's Quantitative Easing Programme: Limits and Risks. *Bruegel*. Najdeno 5. marca 2016 na spletnem naslovu <http://bruegel.org/2016/02/the-european-central-banks-quantitative-easing-programme-limits-and-risks/>
23. Collignon, S. (2013). *Exit Strategies and the Impact on the Euro Area*. Brussels: European Parliament.
24. Congressional Budget Office. (2008, 9. september). *The Budget and Economic Outlook: An Update*. Najdeno 5. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.cbo.gov/sites/default/files/110th-congress-2007-2008/reports/09-08-update.pdf>
25. Congressional Budget Office. (2012, 22. februar). *Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from October 2011 Through December 2011*. Najdeno 5. februarja 2016 na spletnem naslovu

- <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/02-22-ARRA.pdf>
26. Congressional Budget Office. (2015). *Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output in 2014*. Najdeno 5. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.cbo.gov/sites/default/files/114th-congress-2015-2016/reports/49958-ARRA.pdf>
  27. Courtois, R. (2009, april). What We Do and Don't Know about Discretionary Fiscal Policy. *Economic Brief EB09-04*. Najdeno 26. februarja 2016 na spletnem naslovu [https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic\\_brief/2009/pdf/eb\\_09-04.pdf](https://www.richmondfed.org/~media/richmondfedorg/publications/research/economic_brief/2009/pdf/eb_09-04.pdf)
  28. Deutsche Bundesbank (2016). The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area. *Monthly Report*. Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
  29. Deutsche Bundesbank Eurosystem. (b.l.). *Statistics Deutsche Bundesbank*. Najdeno 25. avgusta 2016 na spletnem naslovu [https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time\\_series\\_databases/Macro\\_economic\\_time\\_series/its\\_details\\_value\\_node.html?tsId=BBK01.SU0304](https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time_series_databases/Macro_economic_time_series/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.SU0304)
  30. Drenovec, F. (1999). Kakšen je transmissijski mehanizem v Sloveniji. *Prikazi in analize VII/4* (str. 5-24). Ljubljana: Banka Slovenije.
  31. Engen, E. M., Laubach, T., & Reifschneider, D. (2015, 14. januar). The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies. *Finance and Economics Discussion Series 2015-005*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
  32. European Investment bank. (2016). *European Fund for Strategic Investment (EFSI)*. Najdeno 12. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.eib.org/efsi/index.htm>
  33. European Central Bank. (2011a). *The Monetary Policy of the ECB 2011*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
  34. European Central Bank. (2011b). The ECB's non-standard measures – impact and phasing-out. *Monthly Bulletin*. Najdeno 28. januarja 2016 na spletnem naslovu [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201107en\\_pp55-69en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201107en_pp55-69en.pdf)
  35. European Central Bank. (b.l.). *Statistical Data Warehouse*. Najdeno 1. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://sdw.ecb.europa.eu/>
  36. European Commission (2012, 28. november). *A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European debate*. Communication from the Commission. Brussels: European Commission, 2012.
  37. European Commission (2016, 1. junij). *Europe investing again. Taking stock of the Investment Plan for Europe and next steps*. Communication from the Commission to the European Parliament, The European Council, The Council, The European Economic and Social Committee and The Committee of the regions. Brussels: European Commission, 2016.
  38. European Commission. (b.l.). *Eurostat*. Najdeno 15. marca 2016 na spletnem naslovu <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

39. European Parliament (2013a, 16. december). Exit strategies and the impact on the euro area. *Monetary Dialogue*. Najdeno 7. marca 2016 na spletnem naslovu [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/518743/IPOL-ECON\\_NT%282014%29518743\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/518743/IPOL-ECON_NT%282014%29518743_EN.pdf)
40. European Parliament (2013b, 16. december). Exit strategies and the impact on the euro area. *Monetary Dialogue*. Najdeno 8. marca 2016 na spletnem naslovu [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/518743/IPOL-ECON\\_NT\(2014\)518743\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/note/join/2014/518743/IPOL-ECON_NT(2014)518743_EN.pdf).
41. Evropska centralna banka. (2008a). *Cenovna stabilnost: Zakaj je zame pomembna?* Frankfurt: Evropska centralna banka.
42. Evropska centralna banka. (2008b). *Letno poročilo 2008*. Najdeno 15. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008sl.pdf?4ec9ac49fa5a5ebe45c54a8d432c3408>
43. Evropska centralna banka. (2009). *Letno poročilo 2009*. Najdeno 25. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009sl.pdf?a8bcabb074633fb73b6ca6ef480e9777>
44. Evropska centralna banka. (2010). *Letno poročilo 2010*. Najdeno 14. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010sl.pdf?9f74ebac75982d5766f767081680c1b1>
45. Evropska centralna banka. (2012). *Letno poročilo 2012*. Najdeno 25. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012sl.pdf?4f1c9c70ec9bb335e08acf542b4875d2>
46. Evropska centralna banka. (2015a, 22. januar). *ECB objavila razširjen program nakupa vrednostnih papirjev*. Sporočilo za javnost. Frankfurt: Evropska centralna banka, 2015.
47. Evropska centralna banka. (2015b). *Letno poročilo 2015*. Najdeno 25. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2015.sl.html>
48. Fawley, B. W., & Neely, C. J. (2013). Four Stories of Quantitative Easing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(1), 51-88.
49. Federal Reserve Bank. (2016). *Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*. Najdeno 26. aprila 2016 na spletnem naslovu [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_crisisresponse.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm)
50. Federal Reserve Bank of St. Louis. (b.l.). *Federal Reserve Economic Data*. Najdeno 22. marca 2016 na spletnem naslovu <https://fred.stlouisfed.org/>
51. Festić, M. (1998). Strategija monetarne politike v evropski monetarni integraciji. *Teorija in praksa let.*, 35, 54-61.

52. Foundation Robert Schuman. (2015, 7. december). How can quantitative easing policies be brought to an end? *European Issue No. 374*. Najdeno 3. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.robert-schuman.eu/en/european-issues/0374-how-can-quantitative-easing-policies-be-brought-to-an-end>
53. Gagnon, J., Raskin, J., Remache, J., & Sack, B. (2011). The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. *Peterson Institute for International Economics Federal Reserve Bank of New York*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
54. Gagnon, J., Raskin, J., Remache, J., & Sack, B. (2011a). Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work? *FRBNY Economic Policy Review* (str. 41-59). New York: Federal Reserve Bank of New York.
55. Gajzer, M. (2015). *Primerjava ukrepov monetarne politike in fiskalne politike EU in ZDA v času krize* (magistrsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
56. Gorše, P. (2009). *Ukrepi centralnih bank (ECB in FED) v času finančne krize* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
57. Grgić, M. (2002). *Industrijska politika in finančni sistem* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
58. Gros, D., Alcidi, C., & De Groen, W. P. (2015, 24. marec). Lessons from Quantitative Easing: Much ado about so little? *CEPS*. Najdeno 25. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.ceps.eu/publications/lessons-quantitative-easing-much-ado-about-so-little>
59. Gros, D. (2016, 19. februar). The Negative Rates Club. *CEPS Policy Brief*. Najdeno 25. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.ceps.eu/publications/negative-rates-club>
60. Hausken, K., & Ncube, M. (2013). *Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe*. New York: Springer Briefs in Economics.
61. Hrastar, I. (2010). *Stanje in izzivi fiskalne politike v EMU*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
62. Hummel, J. R. (2014). *The Federal Reserve's Exit Strategy: Looming Inflation or Controllable Overhang?* Virginia: Mercatus research, George Mason University.
63. International Monetary Fund. (2013, 18. april). *Unconventional Monetary Policies – recent experience and prospects*. Washington: International Monetary Fund.
64. Jakše, G. (2007). *Evropska centralna banka in ameriški federalni rezervni sistem: Primerjava organiziranosti in način delovanja* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
65. Joyce, M., Lasasosa, A., Stevens, I., & Tong, M. (2011a). The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking* 7(3), 113–161.
66. Joyce, M., Tong, M., & Woods, R. (2011b). The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact. *Quarterly Bulletin*, 51(3), 200–212.

67. Joyce, M., Miles, D., Scott, Andrew & Vayanos, D. (2012). Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction. *The Economic Journal*, (122), 271-288).
68. Kastelec, A. S. (2005). Pakt o stabilnosti in rasti. *Prikazi in analize XIII/2* (str. 97-105). Ljubljana: Banka Slovenije.
69. Knežević, T. (2010). *Vpliv finančne krize na hitro rastoče države v razvoju: Analiza na primeru Indije in Kitajske* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
70. Komisija Evropskih skupnosti. (2008, 26. november). *Evropski načrt za oživitev gospodarstva*. Sporočilo Komisije Evropskemu Svetu. Bruselj: Komisija Evropskih skupnosti, 2008.
71. Kragelj, E. (2005). *Fiskalna politika v ZDA: Vpliv institucij in ideologije strank* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
72. Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2011). The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. *The National Bureau of Economic Research*. Najdeno 15. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w17555>
73. Labonte, M., & Hanna, A. (2010, 23. marec). The Impact of major Legislation on Budget Deficits: 2001 to 2009. *Congressional Research Service R41134*. Najdeno 26. februarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/R41134.pdf>
74. McFarlane, A. W., Szymanoski, E., & Usowski, K.G. (2008). The Impact of the HOPE for Homeowners Program Rule. *U.S. Department of Housing and Urban Development Working Paper REP 08-04*. Najdeno 26. februarja 2016 na spletnem naslovu [https://www.huduser.gov/publications/pdf/awm\\_ejs\\_kju\\_rep\\_0804.pdf](https://www.huduser.gov/publications/pdf/awm_ejs_kju_rep_0804.pdf)
75. McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2014). Money creation in the modern economy. *Quarterly Bulletin 2014 Q1*. London: Bank of England.
76. Micossi, S. (2015, 22. maj). *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)* (CEPS No. 109). Najdeno 27. januarja 2016 na spletnem naslovu <https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-european-central-bank-2002-2015>
77. Miller, R. L., & Van Hoose, D. D. (1993). *Modern money and banking* (2<sup>nd</sup> ed.). New York: McGraw-Hill.
78. Mishkin, F. S. (1996). *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy* (Working Paper 5464). Cambridge: National Bureau of Economic Research.
79. Mishkin, F. S., & Stanley, G. (1998). *Financial markets and institutions* (2<sup>nd</sup> ed.). Harlow: Addison-Wesley.
80. Mistral, J. (2013, 21. avgust). Uncomfortable Exits: A Tale of Two Lenders of Last Resort. V *Think Tank 20: The G-20 and Central Banks in the New World of Unconventional Monetary Policy* (str.32-37). Washington: Brookings.
81. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.

82. *Naložbeni načrt v vrednosti 315 milijard EUR dobro na poti: Komisija predstavila zakonodajo za Evropski sklad za strateške naložbe*. Najdeno 12. septembra 2016 na spletnem naslovu [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-3222\\_sl.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-3222_sl.htm)
83. Novak, K. (2015). *Nestandardni ukrepi Ameriške centralne banke v času recesije* (zaključna naloga). Koper: Fakulteta za matematiko, naravoslovje in informacijske tehnologije.
84. OECD. (b.l.). *OECD Data*. Najdeno 25. septembra 2016 na spletnem naslovu <https://data.oecd.org/>
85. Palley, T. I. (2014). *Monetary Policy After Quantitative Easing: The Case for Asset Based Reserve Requirements (ABRR)* (Working paper series No. 350). Massachusetts: Political Economy Research Institute.
86. Pasaogullari, M. (2015, 21. maj). *Unconventional Monetary Policy Measures and Inflation Expectations* (Economic Commentary No. 2015-07). Cleveland: Federal Reserve Bank of Cleveland.
87. Peersman, G. (2011). *Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area* (Working paper series No. 1397). Germany: European Central bank.
88. Ploj, G. (2014). *Učinki fiskalne politike v recesiji in ekspanziji* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
89. Pollard, P. S. (2003). A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve. V *Economic Research* (str. 11-30). St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.
90. Prečiščeni različici Pogodbe o Evropski uniji in Pogodbe o delovanju Evropske unije. *Uradni list Evropske unije* 2012/C 326/01.
91. Protokol (št. 4) o statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke. *Uradni list Evropske unije* C 326.
92. Rant, V. (2011, 7. julij). O javnem dolgu. Zadolževanje je treba pravočasno omejiti. *Mladina*. Najdeno 28. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.mladina.si/54489/o-javnem-dolgu/>
93. Rant, V. (2014, 12. junij). Izzivi po desetih letih članstva v Uniji. *Delo*. Najdeno 28. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/mnenja/gostujoce-pero/izzivi-po-desetih-letih-clanstva-v-uniji.html>
94. Ribnikar, I. (1999). *Monetarna ekonomija I*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
95. Ribnikar, I. (2003). *Monetarna ekonomija II (Mednarodni denarni sistemi)* (2<sup>nd</sup> ed.). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
96. Rodriguez, C., & Carrasco, C. A. (2014). *ECB Policy Responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects* (Working Paper Series No. 65). Leeds: Financialisation, Economy, Society and Sustainable development.
97. Romer, C. D. (2012, 16. april). *Fiscal policy in the crisis: Lessons and policy implications*. Berkeley: University of California.

98. Senjur, M. (2001). *Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva*. Maribor: Založba MER-MER, Eurocenter.
99. Smernica Evropske centralne banke o izvajanju okvira denarne politike Eurosistema. *Uradni list Evropske unije* (EU) ECB/2014/60, 2015/510.
100. Tax Policy Center. (b.l.). *Briefing Book: A citizen's guide to the fascinating (though often complex) elements of the federal Tax System*. Najdeno 26. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book>
101. Tcherneva, P. R. (2011). *Fiscal Policy Effectiveness: Lessons from the Great Recession* (Working Paper No. 649). New York: Levy Economics Institute of Bard College.
102. Tesfaselassie, M. F. (2009). Looking forward: exiting unconventional monetary policy. *ECONSTOR* (str. 50-55). Kiel: Institute for the World Economy.
103. Thornton, D. L. (2015, 17. november). *Requiem for QE* (Policy Analysis No. 783). Washington: CATO Institute.
104. Trading economics. (b.l.). Najdeno 20. marca 2016 na spletnem naslovu <http://www.tradingeconomics.com/>
105. UMAR. (2015). *Javnofinančna gibanja in politika*. Ekonomski izzivi 2015 (Julij 2015). Ljubljana: UMAR.
106. Wen, Y. (2014). When and How To Exit Quantitative Easing? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 96(3), 243-266.
107. *What is the purpose of the Federal Reserve System?* Najdeno 3. februarja 2016 na spletnem naslovu [http://www.federalreserve.gov/faqs/about\\_12594.htm](http://www.federalreserve.gov/faqs/about_12594.htm)
108. Woong Kang, D., Ligthart, N., & Mody, A. (2016, 21. januar). The ECB and the Fed: a comparative narrative. *Bruegel policy contribution*. Najdeno 10. februarja 2016 na spletnem naslovu <http://bruegel.org/2016/01/the-ecb-and-the-fed-a-comparative-narrative/>





## **PRILOGE**



## KAZALO PRILOG

Priloga 1:	Pregled rezultatov empiričnega ocenjevanja programa QE na dolgoročne obrestne mere v ZDA in EU .....	1
Priloga 2:	Pregled rezultatov empiričnega ocenjevanja programa QE na stopnjo inflacije, stopnjo brezposelnosti in stopnjo rasti BDP v ZDA in EU .....	2
Priloga 3:	Objave FED-a v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012 .....	3
Priloga 4:	Objave ECB v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012 .....	5
Priloga 5:	Vpliv posameznih objav QE na spremembe obrestnih mer zakladnih menic različnih ročnosti, na stopnjo OIS ter razpon med obrestnimi merami zakladnih menic in stopnjo OIS (znotraj dvodnevnega okna dogodka) .....	6
Priloga 6:	Vpliv posameznih objav nestandardnih ukrepov ECB na spremembe donosov državnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti, na stopnjo OIS ter razpon med donosi državnih vrednostnih papirjev in stopnjo OIS (znotraj dvodnevnega okna dogodka) .....	7



## PRILOGA 1: Pregled rezultatov empiričnega ocenjevanja programa QE na dolgoročne obrestne mere v ZDA in EU

*Tabela 1: Pregled rezultatov empiričnega ocenjevanja programa QE na dolgoročne obrestne mere v ZDA in EU*

Študija	Proučevano obdobje	Ukrep	Metodologija		Sprememba dolgoročne obrestne mere (bazične točke)
<b>ZDA</b>					
Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen (2011)	2008-2011	QE1, QE2	študija dogodka	QE1 QE2	-107 (10-letni zakladni vrednostni papirji) -199 (10-letni agencijski dolg) -128 (30-letni MBS) -30 (10-letni zakladni vrednostni papirji) -29 (10-letni agencijski dolg) -4 (30-letni MBS)
Hausken in Ncube (2013)	2008-2012	QE1, QE2, "Twist", QE3	študija dogodka		-140 (> 5-letni zakladni vrednostni papirji) -60 (< 5-letni zakladni vrednostni papirji)
Gagnon et al (2011)	2008-2010	QE1	študija dogodka		-91 (10-letni zakladni vrednostni papirji) -156 (agencijski dolg) -113 (MBS)
Bauer & Neely (2012)	nov 2008 - nov 2009	QE1, QE2	študija dogodka		-80 (10-letni)
Christensen in Rudebusch (2012)	nov 2008 - nov 2009	QE1, QE2	študija dogodka		-100 (5-letni in 10-letni zakladni vrednostni papirji)
<b>Evroobmočje</b>					
Altavilla, Carboni & Motto (2015)	2015	APP	študija dogodka		med -30-50 (5- in 10-letni državni vrednostni papirji) -54 (20-letni državni vrednostni papirji)
Hausken in Ncube (2013)	2008-2012	nestandardni ukrepi	študija dogodka		-13 (< 5-letni državni vrednostni papirji) +60 (> 10-letni zakladni vrednostni papirji)

**PRILOGA 2: Pregled rezultatov empiričnega ocenjevanja programa QE na stopnjo inflacije, stopnjo brezposelnosti in stopnjo rasti BDP v ZDA in EU**

*Tabela 2: Pregled rezultatov empiričnega ocenjevanja programa QE na stopnjo inflacije, stopnjo brezposelnosti in stopnjo rasti BDP v ZDA in EU*

Študija	Proučevano obdobje	Ukrep	Metodologija	Sprememba stopnje inflacije	Stopnja brezposelnosti	Stopnja rasti BDP
<b>ZDA</b>						
Hausken in Ncube (2013)	2008-2012	QE1, QE2, "Twist", QE3	Bayesianov vektorski avtoregresijski mode	+1,6 odst.t. (v 3Q 2009 - po objavi QE1)	-0,5 odst.t.	zanemarljiv vpliv
Chung et al (2012)	2008-2009	QE1, QE2		+1%	/	+3%
Deutsche Bundesbank (2016)	2008-2014	QE1, QE2, "Twist", QE3		med +0,1 in 4,4 odst.t.	/	med +0,2 in 4,1 odst.t.
<b>Evroobmočje</b>						
Hausken in Ncube (2013)	2008-2012	nestandardni ukrepi	Bayesianov vektorski avtoregresijski mode	+1,6 odst.t. (v 1Q 2009)	+0,6 odst.t. (konec leta 2010)	/
Deutsche Bundesbank (2016)	2015-2016	APP	direktna metoda (DSGE)	med +0,1 in 1,0 odst.t. letno (med 2016-2018)	/	/

### PRILOGA 3: Objave FED-a v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012

Tabela 3: Objave FED-a v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012

Št.	Datum objave	Program	QE - povezane objave	Učinek na obrestne mere
1	25.11.2008	QE1	namera o nakupu 500 mrd USD AMBS in 100 mrd USD agencijskega dolga	zmanjšanje
2	1.12.2008	QE1	namera o obsežnem nakupu dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev in MBS	zmanjšanje
3	16.12.2008	QE1	možnost nakupa dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev	zmanjšanje
4	28.1.2009	QE1	pripravljenost na razširitev nakupa agencijskega dolga in MBS ter nakup dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev	povečanje
5	18.3.2009	QE1	razširitev programa z dodatnimi nakupi agencijskega dolga, MBS in dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev v skupni višini 1.125 mrd EUR	zmanjšanje
6	12.8.2009	QE1	upočasnitev programa LSAP s podaljšanjem obdobja nakupa	ni spremembe
7	23.9.2009	QE1	upočasnitev nakupa agencijskega dolga in MBS	ni spremembe
8	4.11.2009	QE1	zmanjšanje obsega nakupa agencijskega dolga iz 175 mrd USD na 200 mrd USD	ni spremembe
9	10.8.2010	QE1	ohranitev obsega imetja vrednostnih papirjev, tako da se denar od odplačila glavnice iz naslova dolgov agencij in MBS vlaga v dolgoročnejske zakladne vrednostne papirje	zmanjšanje
10	27.8.2010	QE2	namig o QE2	ni spremembe
11	21.9.2010	QE2	z dodatnim poudarkom se je ponovno objavila namera o ohranitvi obstoječe denarne politike	zmanjšanje
12	3.11.2010	QE2	nakup dodatnih 600 mrd USD zakladnih dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev	ni spremembe
13	21.9.2011	OT	prodajo kratkoročnih zakladnih obveznic z zapadlostjo med 3 leta ali manj v višini 400 mrd USD, z izkupičkom od prodaje pa nakup dolgoročnih zakladnih obveznic z zapadlostjo med 6 in 30 leti	zmanjšanje

se nadaljuje

*Tabela 3: Objave FED-a v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012 (nad.)*

<b>Št.</b>	<b>Datum objave</b>	<b>Program</b>	<b>QE - povezane objave</b>	<b>Učinek na obrestne mere</b>
14	20.6.2012	OT	razširitev operacije Twix z dodatnimi 267 mrd USD	ni spremembe
15	22.8.2012	QE3	verjetnost dodatne denarne spodbude	ni spremembe
16	13.9.2012	QE3	dodatni nakupi MBS v višini 40 mrd USD na mesec; končni obseg nakupov ni določen	ni spremembe
17	12.12.2012	QE3	dodatni nakupi dolgoročnih zakladnih vrednostnih papirjev v višini 45mrd USD na mesec	ni spremembe

*Vir: Hausen & Ncube, Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe, 2013, str. 17-18.*



## PRILOGA 4: Objave ECB v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012

Tabela 4: Objave ECB v obdobju od novembra 2008 do decembra 2012

Št.	Datum objave	Program	QE - povezane objave	Učinek na obrestne mere
1	28.3.2008	LTRO	podaljšanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja na 6 mesecev	ni spremembe
2	15.10.2008	LTRO	zagotavljanje neomejene likvidnosti bankam po fiksni obrestni meri v vseh operacijah refinanciranja ob primernem zavarovanju, razširitev liste za zavarovanje terjatev primernega finančnega premoženja	ni spremembe
3	7.5.2009	LTRO/CBPP	podaljšanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja na 12 mesecev in prvi program nakupa kritih obveznic	povečanje
4	4.6.2009	CBPP	tehnične podrobnosti nakupa kritih obveznic v višini 60 mrd EUR	povečanje
5	10.5.2010	SMP	intervencije na javnem in zasebnem dolžniškem trgu	ni spremembe
6	30.6.2010	CBPP	celotni nakup kritih obveznic v višini 60 mrd EUR; banke v Evrosistemu imajo namen držati te krite obveznice do zapadlosti	ni spremembe
7	6.10.2011	CBPP	nov program nakupa kritih obveznic v načrtovani skupni višini 40 mrd EUR	ni spremembe
8	3.11.2011	CBPP	podrobnosti o novem programu nakupa kritih obveznic (maksimalna zapadlost 10,5 let)	povečanje
9	8.12.2011	LTRO	podaljšanje ročnosti operacij dolgoročnejšega refinanciranja na 36 mesecev in razširitev seznama primernega zavarovanja	povečanje
10	2.8.2012	OMT	širitev nakupa državnega dolga	ni spremembe
11	6.9.2012	OMT	uvedba programa OMT brez omejitve velikosti in časa izhoda	zmanjšanje

Vir: Hausken & Ncube, 2013, *Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe*, str. 24-25.

**PRILOGA 5: Vpliv posameznih objav QE na spremembe obrestnih mer zakladnih menic različnih ročnosti, na stopnjo OIS ter razpon med obrestnimi merami zakladnih menic in stopnjo OIS (znotraj dvodnevnega okna dogodka).**

*Tabela 5: Vpliv posameznih objav QE na spremembe obrestnih mer zakladnih menic različnih ročnosti, na stopnjo OIS ter razpon med obrestnimi merami zakladnih menic in stopnjo OIS (znotraj dvodnevnega okna dogodka)*

*Sprememba v bazičnih točkah*

Objava		1-letne	2-letne	3-letne	5-letne	7-letne	10-letne	20-letne	30-letne
QE1	Δ (obrestna mera zakladne menice)	-34	-64	-65	-104	-123	-132	-94	-77
	Δ (stopnja OIS)	-34	-55	-77	-108	-124	-119	-75	-68
	<b>Δ (obrestna mera zakladne menice - stopnja OIS)</b>	<b>0</b>	<b>-9</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>	<b>-9</b>
QE2	Δ (obrestna mera zakladne menice)	-1	-5	-13	-20	-27	-22	-5	5
	Δ (stopnja OIS)	1	-5	-9	-18	-22	-21	-11	-10
	<b>Δ (obrestna mera zakladne menice - stopnja OIS)</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>	<b>15</b>
Operacija Twist	Δ (obrestna mera zakladne menice)	2	4	6	-4	-14	-24	-37	-47
	Δ (stopnja OIS)	2	4	3	-7	-16	-25	-40	-46
	<b>Δ (obrestna mera zakladne menice - stopnja OIS)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>
QE3	Δ (obrestna mera zakladne menice)	-3	0	-2	-1	3	7	12	13
	Δ (stopnja OIS)	-1	-2	-2	0	1	2	9	12
	<b>Δ (obrestna mera zakladne menice - stopnja OIS)</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
<b>Skupaj neto sprememba obrestnih mer zakladnih menic</b>		<b>-36</b>	<b>-65</b>	<b>-74</b>	<b>-129</b>	<b>-161</b>	<b>-171</b>	<b>-124</b>	<b>-106</b>
<b>Skupaj neto sprememba stopnje OIS</b>		<b>-32</b>	<b>-58</b>	<b>-85</b>	<b>-133</b>	<b>-161</b>	<b>-163</b>	<b>-117</b>	<b>-112</b>
<b>Skupaj neto sprememba obrestnih mer zakladnih menic - stopnja OIS</b>		<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>6</b>

*Vir: Hausken & Ncube, Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe, 2013, str. 31-32.*

**PRILOGA 6: Vpliv posameznih objav nestandardnih ukrepov ECB na spremembe donosov državnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti, na stopnjo OIS ter razpon med donosi državnih vrednostnih papirjev in stopnjo OIS (znotraj dvodnevnega okna dogodka).**

*Tabela 6: Vpliv posameznih objav nestandardnih ukrepov ECB na spremembe donosov državnih vrednostnih papirjev različnih ročnosti, na stopnjo OIS ter razpon med donosi državnih vrednostnih papirjev in stopnjo OIS (znotraj dvodnevnega okna dogodka).*

*Sprememba v bazičnih točkah*

<b>Objava</b>	<b>1-letne</b>	<b>2-letne</b>	<b>3-letne</b>	<b>5-letne</b>	<b>7-letne</b>	<b>10-letne</b>	<b>20-letne</b>	<b>30-letne</b>
Skupaj neto sprememba donosa državnih obveznic	-9	-14	-17	-11	3	24	66	97
Skupaj neto sprememba stopnje OIS	11	28	44	53	67	75	91	87
Skupaj neto sprememba donosadržavnih obveznic - stopnja OIS	-20	-42	-61	-64	-64	-51	-25	10

*Vir: Hausken & Ncube, Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe, 2013, str. 61.*