

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**DENARNA UREDITEV V EU**

**Ljubljana, julij 2003**

**TADEJ PANGRŠIČ**

## KAZALO

1. UVOD.....	2
2. ZGODOVINA MONETARNIH INTEGRACIJ .....	3
2.1 DENARNE IN POLITIČNE UNIJE .....	4
2.2. DENARNE UNIJE, KI RAZPADEJO S KONCEM POLITIČNE UNIJE .....	4
2.3. ZAČASNE DENARNE UNIJE.....	5
2.4. OSTALE DENARNE UREDITVE.....	6
3. PROCES NASTANKA EMU.....	6
3.1. WERNERJEVO POROČILO IN SISTEM KAČE V TUNELU.....	7
3.2. EVROPSKI MONETARNI SISTEM .....	8
3.3. URESNIČITEV EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE (EMU).....	9
4. EVROPSKA CENTRALNA BANKA (ECB) IN EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK (ESCB) .....	12
4.1. EVROPSKI MONETARNI INŠTITUT (EMI), KOT PREDHODNIK ECB .....	12
4.2. USTANOVITEV EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN EVROPSKEGA SISTEMA CENTRALNIH BANK.....	13
4.3. ORGANIZIRANOST ECB .....	13
4.4. CILJI IN NALOGE ESCB IN EVROSISTEMA .....	15
4.5. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB .....	16
4.6. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE.....	19
4.6. NEODVISNOST IN ODGOVORNOST ECB.....	20
4.7. PLAČILNI SISTEM ZNOTRAJ EVROSISTEMA.....	22
5. ENOTNA EVROPSKA VALUTA .....	23
5.1. UVAJANJE EVRA .....	23
5.2. PREDNOSTI UVEDBE SKUPNE VALUTE V EMU.....	25
5.3. SLABOSTI UVEDBE SKUPNE VALUTE V EMU .....	26
6. UVAJANJE EVRA V SLOVENIJI.....	28
6.1. TEORIJA OPRIMALNEGA VALUTNEGA OBMOČJA IN SLOVENIJA .....	29
6.2. KORISTI VKLJUČEVANJA SLOVENIJE V EMU .....	30
6.3. STROŠKI VKLJUČEVANJA SLOVENIJE V EMU .....	30
6.4. ALTERNATIVNI MEHANIZMI PRILAGAJANJA V SLOVENIJI .....	31
6.5. DOSEGANJE MAASTRICHTSKIH KONVERGENČNIH KRITERIJEV V SLOVENIJI .....	32
7. ALTERNATIVE SEDANJI DENARNI UREDITVI V EMU .....	34
7. 1. OMEJEVANJE MOBILNOSTI KAPITALA .....	35
7. 2. POPOLNA FLEKSIBILNOST MENJALNIH TEČAJEV .....	36
8. SKLEP .....	36
9. LITERATURA.....	38
10. VIRI.....	39

## 1.UVOD

*“Kdo bi takrat rekel, da se bo iz šestih držav, ki so združile premog in jeklo, ter peščice prerokov, ki so prerokovali nemogoče, danes povzdignil dovolj enoten velikan, ki lahko predstavlja svetovno silo.”*

*Dimitrij Volčič*

Evropske države so kmalu po drugi svetovni vojni spoznale, da je najprimernejši način za medsebojno zmanjšanje napetosti in delitev politično ter ekonomsko integriranje. Z dokončnim prehodom na evro se je 1. januarja 2002 v dvanajstih državah članicah EU (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija) zaključil proces z več desetletno zgodovino.

Korenine ustanavljanja gospodarske in denarne unije (EMU) segajo že v pozna šestdeseta leta, ko je evropska komisija izdala t.i. Wernerjevo poročilo, ki je govorilo o potrebi ustanovitve denarne unije v Evropi. Do denarne unije naj bi sicer prišlo v treh fazah do leta 1980, vendar pa države v šestdesetih letih še niso bile pripravljene na takšno stopnjo politične in gospodarske integracije. Poročilo je tako, bolj kot realen načrt, predstavljalo politično vizijo, ki se je lahko začela uresničevati dvajset let kasneje. Naslednji pomemben mejnik pri nastajanju gospodarske in denarne unije (EMU) je bilo oblikovanje evropskega denarnega sistema (EMS) leta 1979. Cilj tega sistema je bila predvsem ustanovitev območja denarne stabilnosti v Evropi, zato je uvedel novo obračunsko enoto - ECU (ang. European Currency Unit), ki je predstavljala košarico valut vseh držav, tedanjih članic evropske skupnosti.

Pri dokončnem začrtanju gospodarske in denarne unije (EMU) sta bila ključna dva dokumenta: Delorsovo poročilo iz leta 1989 in Maastrichtska pogodba leta 1993. Do praktičnega uresničevanja Delorsovega poročila je prišlo prav z maastrichtsko pogodbo, ki je postavila temelje oblikovanju gospodarske in denarne unije (EMU) ter določila tri-stopenjski proces prilagajanja in prehoda nanjo.

Temeljni cilj nosilca denarne politike v evro območju - Evropske centralne banke – je stabilnost cen (konzervativnost), zato so ji njeni ustanovitelji v ta namen zagotovili visoko raven neodvisnosti od tekočih političnih dogajanj. Enotna denarna politika in valuta ter visoka stopnja neodvisnosti centralne banke predstavljajo velik korak in preizkusni kamen nove denarne in gospodarske politike Evropske unije.

V prvih dveh začetnih poglavjih predstavljam zgodovino monetarnih integracij in pot, ki so jo evropske države morale prehoditi do nastanka Evropske centralne banke in uresničitve ideje o skupni ekonomski ter monetarni uniji.

V četrtem poglavju se bom posvetil delu ene najmlajših centralnih bank na svetu, njenim nalogam, ciljem, instrumentom ter vlogi pri vodenju evropske denarne politike.

V petem poglavju bom predstavil proces uvedba evra kot skupne evropske valute. Poskušal bom odgovoriti na vprašanje, zakaj so države EMU sploh uvedle evro in kakšne so možne posledice tega dejanja.

V šestem poglavju bom predstavil usklajenost Slovenije s kriteriji EMU, ki so temelj za uvedbo evra in opisal predvidene prednosti in slabosti vključevanja Slovenije v proces evropske monetarne integracije. Pri tem bom izhajal iz teorije optimalnega valutnega območja, ki predpisuje določene kriterije, ki morajo biti izpolnjeni, da je monetarna unija ekonomsko upravičena.

V zadnjem sedmem poglavju pa se bom posvetil možnim alternativam sedanji denarni ureditvi v EMU.

## **2.ZGODOVINA MONETARNIH INTEGRACIJ**

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

*Jacques Rueff*

Zgodovina devetnajstega in dvajsetega stoletja uči, da bo EMU morala postati politična unija, če bo želela preživeti. Do sedaj so vse monetarne unije velikih suverenih narodov, ki niso postale politične unije sčasoma razpadle medtem, ko so monetarne unije nekaterih manjših držav (npr. Luksemburga in Belgije), preživele tudi brez politične unije.

Oktobra 1970 je s t.i. Wernerjevim poročilom nepreklicno fiksiranje menjalnih tečajev postalo eden glavnih ciljev evropske ekonomske politike. Vendar to že takrat ni bila nova ideja. Želja po stabilni skupni valuti je stara več kot sto let in izkušnje pri njenem uvajanju kažejo, da uspeh EMU še zdaleč ni zagotovljen.

Monetarne unije lahko razdelimo v tri skupine, kot kaže tabela 1:

Tabela 1: Skupine denarnih unij

<b><i>Primeri denarnih in političnih unij</i></b>	
Britanska monetarna unija med Anglijo in Škotsko	Od leta 1707
Združitev Nemčije	Od leta 1990
ZDA	Od leta 1913
<b><i>Primeri denarnih unij, ki so razpadle s koncem političnih unij</i></b>	
Nemška monetarna unija	1857-1.svetovna vojna
Sovjetski sistem	1917-1993
<b><i>Primeri začasnih denarnih unij</i></b>	
Latinska monetarna unija	1865-1.svetovna vojna
Skandinavska monetarna unija	1873-1920
<b><i>Primeri nekaterih ostalih denarnih ureditev</i></b>	
Bretton-Woods sistem	1944-1971
Zlati standard	1870-1936
ERM	Od leta 1979

Vir: Lastna razdelitev, 2003.

## **2.1 DENARNE IN POLITIČNE UNIJE**

V prvi skupini so države, kjer je politična unija zagotovila uspeh denarne unije. Eden zadnjih takih primerov je združitev Nemčije, eden najbolj uspešnih pa so ZDA.

### **2.1.1. KRATKA ZGODOVINA AMERIŠKEGA DENARNEGA SISTEM**

Najbolj znana federacija na svetu na začetku ni imela enotne valute. Banke so za poslovanje potrebovale dovoljenja pristojnih oblasti posameznih držav, vendar je vse to nadzirala prva Ameriška centralna banka, ustanovljena leta 1791. Druga centralna banka je bila ustanovljena leta 1816 in je delovala do leta 1832. Po tem so pristojne oblasti posameznih držav ponovno, pogosto neustrezno, prevzele nadzor nad bankami. Mnogo različnih valut, ki so jih izdajale te banke so se menjavale med seboj s premijo ali diskontom in tako je bilo do leta 1860 v obtoku že več kot 10 000 različnih bankovcev. Posledica tega je bilo množično ponarejanje in trgovina širom ZDA je močno trpela. Zato so bili vse glasnejši pozivi po enotni valuti, ki bo zmanjšala tveganje in po enotnem bančnem sistemu. Leta 1863, med državljansko vojno, je bil sprejet sklep o enotni valuti, leta 1914 pa so bile ustanovljene Federal Reserve Bank. ZDA so tako potrebovale več kot 140 let, da so ustanovile denarno unijo, kar lahko pomeni, da celo politično ena država ni zadosten pogoj, da se pride do enega denarja (Ribnikar, 1999, str. 106).

## **2.2. DENARNE UNIJE, KI RAZPADEJO S KONCEM POLITIČNE UNIJE**

V drugi skupini so države, kjer je preživetje denarne unije odvisno od preživetja političnega sistema. Primera za to sta SZ in Nemška denarna unija.

### **2.2.1 NEMŠKA DENARNA UNIJA**

Nemška denarna unija, ustanovljena postopoma v 19. stoletju, je eden najboljših primerov, kako je lahko denarna unija uvod v politično združitev. Njeni zametki segajo v leto 1818, ko so s ciljem povečati menjavo in s tem politično enotnost razdrobljenih držav Nemške konfederacije, poskušali standardizirati različne sisteme kovanja, tehtanja in merjenja. Kasneje leta 1834 je med razdrobljenimi nemškimi državicami nastala carinska unija (Zollverein), ki je odpravila notranje carine in ustvarila enotni trg. Kot vrednostni enoti so določili Thaler in Gulden, vendar je v obtoku še vedno ostala množica različnih vrst denarja nemških državic in tujega denarja. Zollverein se je izkazal za velik uspeh in je veliko prispeval k nemški združitvi ob koncu Francosko-Pruske vojne, leta 1871. Polna denarna unija z enim denarjem je nastala šele leta 1876, ko je iz Pruske Banke nastala Reichbank, skupna nemška valuta Reichsmark pa je kmalu postala dovolj stabilna, da je prišla na zlati standard. Unija je razpadla z začetkom prve svetovne vojne.

### **2.3. ZAČASNE DENARNE UNIJE**

Zgodovina uči, da monetarne unije velikih politično neodvisnih narodov lažje in dalj časa preživijo, kadar so ekonomski cikli ugodni, po drugi strani pa lahko hitro razpadejo, če pride do zunanjega šoka, ki spremeni ekonomsko okolje. Primera za to sta Latinska in Skandinavski denarna unija.

#### **2.3.1. LATINSKA DENARNA UNIJA**

Ustanovljena je bila leta 1865 med Francijo in ekonomsko močno povezanimi Belgijo, Italijo in Švico, kasneje pa se jim je pridružila še Grčija. Vse te države so imele bimetalizem, ki je težil k fiskalni konzervativnosti in k majhnim uravnoveženim proračunom. Bimetalizem se zaradi zmanjševanja vrednosti srebra ni mogel ohranjati in leta 1885 je srebro nehalo obstajati, kot zakonito plačilno sredstvo med državami unije (Ribnikar, 1999, str. 106). Kasneje se je unija, zaradi pritiskov vojne, začela vse bolj rahljati in se formalno končala leta 1927.

#### **2.3.2 SKANDINAVSKA DENARNA UNIJA**

Danska in Švedska bi se skoraj pridružili Latinski denarni uniji, vendar sta zaradi Francosko-Pruske vojne, leta 1873 raje ustanovili Skandinavsko denarno unijo, ki se ji je kasneje pridružila še Norveška. Najprej so bili zakonito plačilno sredstvo v uniji zlatniki in nepolnovreden drobiž vseh treh držav, po letu 1900 pa je to veljalo tudi za bankovce. Zaradi ekonomske in politične stabilnosti je bila to ena najbolj stabilnih denarnih unij. Rahljati se je začela šele z ukinitvijo zlatega standarda ob začetku prve svetovne vojne ter ob vse večjem nihanju menjalnih tečajev dokončno razpadla leta 1921.

## **2.4. OSTALE DENARNE UREDITVE**

Cilji prvotne pogodbe o Evropski skupnosti niso zajemali ustanovitve ekonomske in monetarne unije, temveč so bili podrejeni zgolj oblikovanju skupnega trga. Denarne zadeve in denarno politiko je Skupnost v veliki meri prepustila svetovni denarni ureditvi ali tako imenovanemu Bretton Woods sistemu.

### **2.4.1. BRETTON-WOODS SISTEM**

To je mednarodni denarni sistem, ki je bil ustanovljen leta 1944 na konferenci v Bretton-Woodsu, s ciljem povečati globalno stabilnost in omejiti pretok špekulativnega kapitala. Sistem je temeljil na treh načelih: konvertibilnosti valute, uravnoveženi plačilni bilanci in ohranjanju fiksnih paritet v razmerju do zlata<sup>1</sup>. Prvotno je bilo zamišljeno, da bodo mednarodne denarne rezerve centralnih bank naraščale predvsem, kot zlate rezerve. Vendar je bilo na novo proizvedenega zlata premalo in zato ni šlo v monetarno sfero. Mednarodne denarne rezerve so tako lahko naraščale predvsem kot dolarske rezerve, a za to so morale imeti ZDA ustrezno velik primanjkljaj svoje plačilne bilance. Američani so torej imeli možnost kupovati izdelke evropskih držav tako, da so preprosto natisnili velike količine denarja (Ješovnik, Ferlinc, 2002).

Konec petdesetih let, ko so se zahodnoevropske države gospodarsko okrepile, pa so se razmere spremenile. Obdobje pomanjkanja dolarjev je zamenjalo obdobje obilja dolarjev in centralne banke so bile prisiljene kupovati (da bi preprečile padec dolarja za več kot 1% pod uradni tečaj) večje količine dolarjev, kot je znašalo potrebno povečanje njihovih mednarodnih denarnih rezerv. Ostale države se niso bile pripravljene kar tako odreči svoji monetarni suverenosti in financirati ameriški plačilnobilančni primanjkljaj s svojim denarjem, zato so v šestdesetih letih pritiskale na ZDA, da podredi svojo ekonomsko politiko plačilni bilanci, vendar ustrezne rešitve ni bilo (Ribnikar, 1999, str. 77). Bretton-Woodski denarni sistem je razpadel 15. avgusta 1971, ko so ZDA odpravile zamenljivost dolarja za zlato tudi za tuje oblastvene institucije. Sistem drsečih deviznih tečajev je leta 1973 nadomestil sistem trdnih deviznih tečajev, monetarna politika v ZDA in v drugih državah pa je začela vedno bolj slediti izključno lastnim interesom.

## **3. PROCES NASTANKA EMU**

V novem mednarodnem denarnem sistemu so devizni tečaji držav članic EGS, zaradi različnih stopenj inflacije (pa tudi drugih dejavnikov), pogosto nihali. To je prisililo EGS, da začne iskati alternative za povečanje monetarne stabilnosti, saj tesna medsebojna trgovinska menjava zahteva trdne medsebojne odnose med valutami. Pripravljenost držav članic

---

<sup>1</sup> Glej [http://www.evropska-unija.si/Evropska\\_unija/Vodic/pregled\\_den\\_povezave.htm](http://www.evropska-unija.si/Evropska_unija/Vodic/pregled_den_povezave.htm), 2003.

Skupnosti, da nadgradijo skupni trg z EMU je bila prvič zapisana v neobvezujoči resoluciji iz leta 1970, poznani kot Wernerjevo poročilo (Malliaris, 2002).

### 3.1. WERNERJEVO POROČILO IN SISTEM KAČE V TUNELU

Pierre Werner je bil luksemburški premier, ki ga je Skupnost zadolžila, naj pripravi poročilo za zasedanje Sveta ministrov v Benetkah leta 1970. Njegovo poročilo je predvidevalo prehod v Evropsko monetarno unijo v treh fazah skozi obdobje naslednjih desetih let. Za razliko od kasnejše Pogodbe o Evropski Uniji, Werner namenja bistveno manj pozornost doseganju ekonomske skladnosti (določene s konvergenčnimi kriteriji) in se posveča predvsem skupnim ekonomskim politikam na nedenarnem področju. Oblikovanje EMU je predvidevalo naslednje stopnje <sup>2</sup>:

- ☒ v prvi stopnji, ki naj bi trajala od leta 1971-1974, je bila predvidena liberalizacija pretoka kapitala ter koordinacija proračunskih sredstev in fiskalne politike;
- ☒ v drugi stopnji bi države članice pričele s koordinacijo kratkoročnih denarnih in kreditnih politik, integracijo finančnih trgov in počasno odpravo nihanja tečajev;
- ☒ tretja stopnja bi se predvidoma končala leta 1980 z ustanovitvijo Sistema centralnih bank ES, ki bi bil organiziran podobno kot ameriški Federal Reserves.

Toda Evropa ni predvidela reakcije drugega dela sveta na svoje namene nadaljnjega ekonomskega in denarnega povezovanja. Prvi so se odzvali borzni špekulanti, ki so na evropske trge plasirali ogromne količine kratkoročnega kapitala. Države ES so morale, da bi obranile svoje valute sprejeti zasilne ukrepe, ki so odstopali od namenov glede zniževanja meja nihanja deviznih tečajev v ES (Ješovnik, Ferlinc, 2002). Temu so se uprle ZDA, ki so 15. avgusta 1971 oznanile, da denarni sistem iz Bretton Woodsa ne velja več in, da bodo začele uporabljati menjalni tečaj za zaščito domačega trga pred uvozom iz ostalega sveta. Decembra istega leta je bil uveden dolarski standard (Smithsonian Agreement), ki je povečal meje nihanja tečaja dolarja, in podobno drugih valut, v širšem razponu 2,25 % v vsako stran, kar je močno prizadelo države EGS v njihovi medsebojni menjavi in skupni finančni politiki. Porajajoča Evropska denarna unija pa je doživela zadnji udarec z nastopom trdovratne naftne krize.

Članice EGS so zato marca 1972 vpeljale sistem tako imenovane "kače v tunelu". V tako imenovanem denarnem pasu so smeli menjalniški tečaji valut sodelujočih držav od ameriškega dolarja odstopati za največ 2,25 %, dovoljeno nihanje valut držav članic EGS pa je bilo v ožjem razponu in sicer 4,5% in ne 9%, kot bi bilo brez omenjenega sistema. Marca 1973 je "kača zapustila tunel", ker z uvedbo drsečega deviznega tečaja ni bilo več omejitev za gibanje tečaja ameriškega dolarja na deviznih trgih držav članic sistema (Ribnikar, 1999, str.89).

---

<sup>2</sup> Glej [http://www.evropska-unija.si/Evropska\\_unija/Vodic/pregled\\_den\\_povezave.htm](http://www.evropska-unija.si/Evropska_unija/Vodic/pregled_den_povezave.htm), 2003.



Druga stopnja predvidena v Wernerjevem poročilu se tako nikoli ni začela, vendar pa si je ES pridobila dragocene izkušnje. Instrumenti vpeljani leta 1972 (denarna kača ter njeni intervencijski in kratkoročni podporni mehanizmi), Evropski sklad za denarno sodelovanje in evropska obračunska enota EAU, kot predhodnica ECU-ja, so bili uspešno preizkušeni, izboljšani in nato vključeni v Evropski monetarni sistem.

### 3.2. EVROPSKI MONETARNI SISTEM

Rojstvo EMS-a, marca 1979, je bil delno odgovor Evrope na inflacijsko politiko ZDA in deprecijacijo dolarja ter je imel tri temeljne cilje (Malliaris, 2002):

- ☒ vzpostavitev cone monetarne stabilnosti v Evropi oz. povečanje stabilnosti deviznih tečajev in znižanje inflacijskih stopenj v državah članicah;
- ☒ pospešitev ekonomske in denarne integracije v Evropi in;
- ☒ povečanje vloge ECU-ja (European Currency Unit) kot nove denarne enote.

Glavno orodje EMS-a oz. njegovo trdo jedro je bil ERM (Exchange Rate Mechanism), ki je bil sestavljen iz štirih glavnih stebrov: ECU-ja, paritetnega tečaja za vsako valuto iz katerega se računajo centralni tečaji, praga divergence in mehanizma medsebojnega kreditiranja (Ribnikar, 1999, str 92).

ECU nikoli ni bil valuta v pravem pomenu besede, saj nobena banka ni izdala bankovcev v ECU-jih. Izračunan je bil, kot tehtano povprečje vseh sodelujočih valut članic EMS-a glede na njihovo moč in je imel tri funkcije: uporabljal se je kot sredstvo za obračun terjatev in obveznosti med nacionalnimi centralnimi bankami, kot parameter fiksiranja dovoljenih pasov nihanja v EMS in kot indikator za intervencijske ukrepe. V ECU-jih je bil tudi določen proračun unije in nekaterih multinacionalnih družb.

Vsaka država članica ERM je določila uradni tečaj z ECU-jem (paritetni tečaj). Vrednost valute v ECU-ju je bila odvisna predvsem od kredibilnosti centralne banke posamezne države in je izražala medsebojna razmerja ekonomskih moči. Iz paritetnih tečajev se je potem določila mreža centralnih oz. bilateralnih deviznih tečajev. ERM je določal, da devizni tečaji lahko odstopajo od centralnih za 2,25%. Znotraj tega pasa so se lahko devizni tečaji med dvema valutama prosto oblikovali, če pa je tržni devizni tečaj dosegel zgornjo ali spodnjo mejo, sta morali centralni banki obeh držav intervenirati z nakupom ali prodajo deviz ali pa prilagoditvijo obrestnih mer, ki je spodbudila tokove kapitala in tako ohranila devizni tečaj znotraj predpisanih mej. Po juliju 1993 so se meje premaknile na +/-15% (nihanje znotraj omenjenih meja je pomenilo, da država vzdržuje stabilni devizni tečaj, ki je eden od maastrihtskih kriterijev za vstop v EMU). To je omogočilo, da so se vse države, ki so bile v ERM, kvalificirale za vstop v EMU (Ferlinc, Ješovnik, 2002).

Prag divergence je izražal v povprečju odnos posamezne valute nasproti vsem preostalim valutam ERM in se je ugotavljalo tako, da se je izračunalo za koliko odstotkov odstopa vrednost določene valute glede na njen z ECU-jem izražen paritetni tečaj. Prag divergence za posamezno valuto je dosežen, ko je izkoriščenih 75% od dovoljenega 2,25% nihanja od paritetne vrednosti. Takrat so se sestali finančni ministri in guvernerji centralnih bank držav ERM in odločali o usodi valute. Možna rešitev problema je bila, da država, ki je dosegla prag divergence spremeni svojo fiskalno in monetarno politiko tako da okrepi ali oslabi svojo valuto. Drugi izhod pa je bil, da država spremeni paritetni tečaj svojega denarja (Ribnikar, 1999, str. 94).

EMS je počasi postal območje nemške marke, na katerem je za disciplino skrbela nemška centralna banka. Ta disciplina je trajala do konca 80. let, po letu 1990 pa so jo začeli slabiti naslednji dejavniki (<http://europa.eu.int>, 2003):

✘ Popolna liberalizacija kapitalnih tokov v ES je okrepila možnosti špekuliranja pri finančnih posrednikih. Po sprostitvi kapitala so bile države EU soočene z napadi kratkoročnega špekulativnega kapitala, ki se je v pričakovanju dobičkov iz spremembe deviznih tečajev selil iz ene države v drugo in tako povzročal pretrese na deviznih trgih. Vzrok za te špekulativne napade je bil dvom, da bodo nacionalne centralne banke s svojimi omejenimi deviznimi rezervami lahko obranile devizne tečaje;

✘ Nepričakovano visoki stroški združitve Nemčije so povzročili velik proračunski primanjkljaj, zato je morala nemška centralna banka, da bi obrzdala domačo inflacijo, povišati obrestne mere. Višje obrestne mere so še povišale vrednost, že prej zelo močne marke, nasproti ostalim valutam znotraj ERM, zato ESCB navkljub visokim intervencijam (okoli 100 milijard ECU) ni uspelo obdržati nihanja med marko in ostalimi valutami ERM znotraj 2,25%;

✘ Negotovosti okrog ratifikacije Maastrichtske pogodbe in nestabilnosti na valutnih trgih so še bolj zamajale ravnotežje v EMS in pokazale, da je edino zdravilo za gospodarsko nestabilnost v EU uvedba EMU-ja in enotne valute.

### **3.3. URESNIČITEV EKONOMSKE IN MONETARNE UNIJE (EMU)**

Izkušnja z EMS-om je pokazala, da lahko uspešno monetarno povezovanje omogoči stabilnost evropskih gospodarstev in pospeši proces ekonomske in politične integracije Evrope. S podpisom Maastrichtske pogodbe, leta 1992, so se države članice EGS zavezale, da bodo sčasoma uvedle enotno denarno politiko, katere temelj bo enotna valuta, z njo pa bo upravljala skupna in neodvisna centralna banka. Samo oblikovanje Ekonomske in monetarne unije je bilo sprva predvideno kot enkratni proces, vendar se je kmalu izkazalo, da bo cilj lažje doseči po natančno začrtanih stopnjah. Odbor, ki so ga sestavljali guvernerji držav članic pod vodstvom Jacquesa Delorsa, je pripravil načrt treh faz prehoda na skupno valuto (Welfens, 1994, str.16).

### **3.3.1. PRVA FAZA (1.7.1990 - 31.12.1993)**

Na osnovi Delorsovega poročila je bilo sklenjeno, da se prva faza začne 1. julija 1990. Takrat je začela delovati direktiva o popolni liberalizaciji pretoka kapitala na enotnem evropskem trgu. Eden glavnih ciljev prve stopnje je bil doseči čim večjo koordinacijo makroekonomskih politik in čim tesnejše sodelovanje med centralnimi bankami držav članic EU. Decembra 1993 zamrznejo sestavo košarice ECU-ja na podlagi razmerij, definiranih že leta 1989.

### **3.3.2. DRUGA FAZA (1.1.1994-31.12.1998)**

Druga faza EMU zahteva od držav članic urejene javne finance, zagotavljanje neodvisnosti centralnih bank od dnevno političnega dogajanja ter prepoved neposrednega denarnega financiranja javnih primanjkljajev. Ustanovljen je bil Evropski denarni institut (EMI), predhodnik Evropske centralne banke (ECB), katerega naloga je bila, da okrepi sodelovanje med nacionalnimi centralnimi bankami, koordinira denarne politike držav članic (odgovornost za monetarno politiko za enkrat ostane na nacionalni ravni) ter izpelje potrebne priprave za uvedbo nove skupne valute v tretji fazi. Države članice so si v tej fazi morale prizadevati za izpolnitev maastrihtskih konvergenčnih kriterijev.

#### **3.3.2.1. MAASTRICHTSKI KONVERGENČNI KRITERIJI IN NJIHOVO IZPOLNJEVANJE**

Preden se je začela tretja faza EMU je Svet EU zahteval od Evropske komisije in EMI poročilo o napredku pri vzpostavljanju ekonomske in denarne unije ter poročilo o doseganju potrebnih prilagoditev monetarnih in fiskalnih politik držav članic EU. S ciljem zagotoviti razmere za učinkovito delovanje monetarne unije so bili določeni naslednji konvergenčni kriteriji (<http://www.sigov.si/zmar/arhiv/>, 1998):

- Kriterij doseganja stabilnosti cen: stopnja inflacije v državi članici EU ne sme presežati povprečja inflacijskih stopenj treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 1,5 odstotne točke. Metodologija tega konvergenčnega kriterija in primerjava s podatki za članice EU zahtevata izračun inflacijske stopnje kot primerjavo letnih povprečij (primerjava temelji na indeksih cen življenjskih potrebščin). Konvergenca inflacijskih stopenj je pomemben predpogoj za liberalizacijo kapitalskih tokov. Če inflacijske stopnje v sistemu fiksnih tečajev ne bi konvergirale bi bili potrebne spremembe deviznih tečajev, kar pa bi vodilo v pretok destabilizacijskega špekulativnega kapitala iz držav z visoko inflacijo v države z nizko inflacijo (Welfens, 1994, str.57-60);
- Kriterij višine dolgoročnih obrestnih mer določa, da dolgoročne obrestne mere v državi članici EU ne smejo presežati povprečja obrestnih mer treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije za več kot 2 odstotni točki. Uradna metodologija tega konvergenčnega kriterija zahteva izračun dolgoročne obrestne mere na temelju dolgoročnih (10-letna dospelost) državnih obveznic, ki imajo zadostno reprezentativnost in likvidnost;

- Kriterij stabilnosti deviznega tečaja predpisuje dvoletno vključitev v ERM2 oz. nihanje deviznega tečaja v dovoljenih mejah brez devalvacij pred vključitvijo države v tretjo fazo EMU;
- Kriterij proračunskega primanjkljaja določa, da financiranje državnega proračuna ne sme ustvariti primanjkljaja, ki bi presegal referenčno vrednost 3% bruto domačega proizvoda po tržnih cenah. Prag 3% je bil izbran, ker je predstavljal zgornjo mejo, ki je še omogočala da države, ki so imele leta 1992 javni dolg močno nad 60% BDP, dosežejo omenjeni prag na dolgi rok (Welfens, 1994, str.17). V pogodbi o EU so določene nekatere olajševalne okoliščine in sicer, da država izpolni ta pogoj, če se delež proračunskega primanjkljaja v zadnjem obdobju bistveno ter nenehno znižuje in prihaja v bližino referenčne vrednosti ali pa je, če je meja prekoračena izjemoma ali začasno ter se nahaja v bližini referenčne vrednosti;
- Kriteriji višine javnega dolga določa, da zadolženost države članice EU ne sme presegati 60% njenega BDP po tržnih cenah. Prag 60% je bil izbran, ker je bila to povprečna zadolženost držav članic ES v času maastrihtske konference (Welfens, 1994, str.17). Ta meja je omiljena s tem, da pod pogojem, če delež javnega dolga države v zadnjem obdobju občutno in nepretrgano pada ter se približuje referenčni vrednosti ali pa, če je presežek izjemen in začasen ter se nahaja v bližini referenčne vrednosti, država vseeno izpolnjuje kriterij javnega dolga.

Do danes je omenjene konvergenčne kriterije izpolnilo 12 držav članic EU (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Španija) medtem, ko tri članice EU (VB, Švedska in Danska) evra niso uvedle. Švedska, zato ker ne izpolnjuje vseh konvergenčnih kriterijev, Velika Britanija in Danska pa sta si izpogajali pravico, da se lahko sami odločita, če želita uvesti evro po izpolnitvi konvergenčnih kriterijev. Imata t.i. »opt-out« pravico, kar pomeni, da jima ni potrebno uvesti evra, tudi če izpolnjujeta zahtevane konvergenčne kriterije. Tako je dansko prebivalstvo septembra 2000 na referendumu glasovalo proti uvedbi evra na Danskem. Za vse ostale države članice EU pa velja, da morajo uvesti evro, če izpolnjujejo konvergenčne kriterije ([www.bsi.si/projekti/evro/kriteriji.html](http://www.bsi.si/projekti/evro/kriteriji.html), 2003). Ostaja sicer možnost, da bi pridružene države poizkušale taktično zavlačevati z vstopom v evro območje, npr. z manipuliranjem glede izpolnjevanja maastrihtskih konvergenčnih kriterijev. To je naredila Švedska, ki ni hotela vstopiti v EMS, ker se je želela izogniti prevzemu skupne valute, tako da formalno gledano ni izpolnila konvergenčnega kriterija glede stabilnosti deviznega tečaja. Takšno taktično zavlačevanje bi EU zelo verjetno ustrezno sankcionirala, država kandidatka pa bi na koncu vseeno morala vstopiti v evro območje. Prav tako odpade možnost statistične manipulacije, saj je izpolnjevanje maastrihtskih kriterijev podvrženo evropski harmonizirani statistiki. Vse to so sicer bolj hipotetične možnosti, saj doslej pridružene države ne izražajo pomislekov

glede vključevanja v območje evra, temveč se nasprotno, zavzemajo za čim hitrejši vstop v EMU oz. prevzem evra.

### 3.3.3. TRETJA FAZA

Začetek tretje faze, 1. januarja 1999, je predstavljal prelomen trenutek v oblikovanju EMU. Delovati je začela nova centralna banka, t.j. ECB, ki je bila sicer ustanovljena 1. junija 1998, ter je prevzela naloge EMI. Vlade članic EU-ja so se dogovorile o koordinaciji ekonomskih politik, pristojnosti glede vodenja denarne in deviznotečajne politike pa so bile prenesene na Evrosistem. Po preverjanju izpolnjevanja zahtevanih konvergenčnih kriterijev za uvedbo evra je bila sprejeta odločitev, katere države članice bodo sodelovale v tretji fazi EMU. Njihove valute so bile nepreklicno fiksirane, evro pa je bil razglašen za uradno valuto EMU. Januarja 1999 je euro najprej uveden kot knjižni denar, s 1. januarjem 2002 pa so bili uvedeni evro bankovci in kovanci, ki so zamenjali nacionalne bankovce in kovance<sup>3</sup>.

Tabela 2 : Države, ki so izpolnjevale pogoje za vstop v EMU v prvem krogu

	Inflacija	Proračunski primanjkljaj	Javni dolg	Dolgoročne obrestne mere
NORMA (%)	2,7	-3	60,0	7,8
Nemčija	1,4	-2,7	61,3	5,6
Francija	1,2	-3,0	58,0	5,5
Italija	1,8	-2,7	121,6	6,7
Španija	1,8	-2,6	68,8	6,3
Nizozemska	1,8	-1,4	72,1	5,5
Belgija	1,4	-2,1	122,2	5,7
Avstrija	1,1	-2,5	66,1	5,6
Finska	1,3	-0,9	55,8	5,9
Portugalska	1,8	2,5	62,0	6,2
Irska	1,2	0,9	6,3	6,2
Luksemburg	1,4	1,7	6,7	5,6
Slovenija	8,6	1,1	31,0	ni primerljivega podatka

Vir: Deutsche Bank Research, <http://www.skb.si/info/evro/info-evro-prav.html>, 2003.

## 4. EVROPSKA CENTRALNA BANKA (ECB) IN EVROPSKI SISTEM CENTRALNIH BANK (ESCB)

### 4.1. EVROPSKI MONETARNI INŠTITUT (EMI), KOT PREDHODNIK ECB

<sup>3</sup> Glej <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/unija.html>, 2003.

Evropski monetarni inštitut, s sedežom v Frankfurtu, je bil ustanovljen 1. januarja 1994 na podlagi Maastrichtske Pogodbe o Evropski uniji. EMI ni imel nobenih pristojnosti pri izvajanju monetarne politike Evropske unije (ta je ostala v domeni nacionalnih centralnih bank) in ni smel opravljati nalog emisijske banke. Predstavljal je institucijo prehodnega značaja, katere delo je kasneje z začetkom tretje faze EMU, prevzela Evropska centralna banka. Članice EMI so bile nacionalne centralne banke Evropske unije. Guvernerji omenjenih centralnih bank so sestavljali Svet EMI, ki je tudi sprejemal odločitve in je bil neodvisen, zato ni smel sprejemati navodil od katerekoli institucije EU ali nacionalnih vlad (<http://www.ecb.int/about/emu.htm>, 2003).

Glavne dve nalogi EMI-ja sta bile:

- ✘ vzpostavitev večje koordinacije centralnih bank in monetarne politike držav članic EU s ciljem stabilizacije cen;
- ✘ pripraviti vse potrebno za vodenje skupne monetarne politike in uvedbo skupne valute ter nastanek ESCB v tretji fazi EMU. EMI je med drugim decembra 1996 predstavil javnosti podobo evro bankovcev in kovancev, ki so 1. januarja 2002, nadomestili nacionalne valute članic EU-ja.

#### **4.2. USTANOVITEV EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN EVROPSKEGA SISTEMA CENTRALNIH BANK**

Pravna podlaga, ki določa ustanovitev ECB in ESCB je 4. člen Pogodbe o EU. Maja 1998 so se predstavniki držav članic Evropske unije v Bruslju dogovorili o predsedniku ECB in članih izvršnega odbora ter sklenili, da bosta Evropska centralna banka in Evropski sistem centralnih bank pravno ustanovljena 1. junija 1998. Takrat je v skladu z Maastrichtsko pogodbo (Article 123), EMI opravil svoje poslanstvo in prenehal obstajati. Dejansko sta ECB in ESCB začela delovati 1.1.1999 (ta datum predstavlja tudi začetek tretje faze EMU)<sup>4</sup>. Evropski sistem centralnih bank (ESCB) je sestavljen iz Evropske centralne banke (ECB) in petnajstih centralnih bank držav članic EU-ja, termin Evrosistem pa se nanaša na ECB in centralne banke držav članic EU, ki so uvedle evro. Tiste države članice EU-ja, ki niso v evro območju imajo znotraj ESCB poseben status. Dovoljeno jim je, da vodijo lastno monetarno politiko, vendar ne sodelujejo pri odločanju o enotni monetarni politiki evro območja in implementaciji omenjenih odločitev. Ko bodo vse članice EU uvedle evro med ESCB in Evrosistemom ne bo več nobene razlike.

#### **4.3. ORGANIZIRANOST ECB**

ECB se v največji meri zgleduje po nemški Bundesbank (po modelu katere je vzeta popolna neodvisnost od oblastvenih organov) in ameriških Federal Reserves (po modelu katerih je vzeto to, da poleg glavnega monetarnega centra obstajajo tudi regionalni, ki pomagajo

---

<sup>4</sup> [http://www.evropska-unija.si/Evropska\\_unija/Vodic/vodic.htm](http://www.evropska-unija.si/Evropska_unija/Vodic/vodic.htm), 2003.

glavnemu pri spremljanju ekonomskih in monetarnih gibanj, čeprav so odločitve izključno iz glavnega centra).

Lastnice Evropske centralne banke, katere kapital znaša okoli 4 milijarde evrov, so nacionalne centralne banke. Te so morale v ECB vložiti delež kapitala, ki ustreza deležu posamezne države v skupnem BDP in prebivalstvu (Ribnikar, 1999, str.123-128). Osemdeset odstotkov dobička, ki izvira iz denarne politike ECB, naj bi se razdelilo nacionalnim centralnim bankam sorazmerno njihovem deležu v kapitalu ECB, dvajset odstotkov nerazdeljenega dobička pa gre v rezerve ECB. Organi ECB so naslednji (www.ecb.int, 2003):

- **Izvršni odbor ECB**

Ta je sestavljen iz šestih članov, in sicer iz predsednika, podpredsednika ter štirih članov, ki jih predlagajo države članice s skupnim dogovorom na predlog Sveta EU, po tem, ko se je ta posvetoval z Evropskim parlamentom in upravnim odborom. Njihov mandat traja osem let in ga ni mogoče podaljšati. Vsi člani morajo biti strokovnjaki na področju bančništva ali denarne politike. Predsednik je odgovoren za uresničevanje monetarne politike ECB in daje potrebna navodila centralnim bankam držav članic. Kot glavne naloge izvršnega odbora je moč opredeliti:

- ☒ izvrševanje monetarne politike v skladu z odločitvami in navodili, ki so določena na podlagi odločitev upravnega odbora ECB;
- ☒ dajanje potrebnih napotkov nacionalnim centralnim bankam;
- ☒ izvrševanje nalog, ki so bile podane s strani upravnega odbora ECB.

- **Upravni odbor ECB**

To je najvišje telo, ki sprejema odločitve. Sestavljajo ga člani izvršnega odbora in dvanajst guvernerjev centralnih bank držav članic. Sklepa se z navadno večino in pri tem ima vsakdo od 18 članov po en glas. Če je izid glasovanja neodločen, je odločilen glas predsednika. Vendar to načelo ne velja pri glasovanju o razdelitvi dobička, kjer glasujejo samo guvernerji centralnih bank brez šestih članov izvršnega odbora. Člani upravnega odbora imajo petletni mandat in predvideno je, da se bodo sestali vsaj desetkrat na leto. Tako upravni kot izvršni odbor vodi predsednik ECB. Da upravni odbor sploh glasuje je potrebna prisotnost vsaj dve tretjine članov, na sestankih pa lahko sodelujeta tudi predsednik Evropske komisije in Sveta EU, vendar nimata pravice glasovanja. Države članice, ki niso v Evropski monetarni uniji ne smejo sodelovati. Glavna naloge upravnega odbora so:

- ☒ sprejetje nujno potrebnih napotkov, ki so potrebni za izvajanje nalog, ki so bile zaupane Evrosistemu (ohranjanje stabilnosti cen na evro področju);
- ☒ oblikovanje monetarne politike za evro območje;
- ☒ zagotoviti neovirano izvajanje zgoraj omenjenih navodil.

- **Generalni odbor ECB**

Sestavljata ga predsednik in podpredsednik ECB ter 15 guvernerjev nacionalnih centralnih bank (tudi trije guvernerji centralnih bank držav, katere še niso članice EMU). To je edino telo, kjer so udeležene države članice EU, ki še niso izpolnile konvergenčnih kriterijev ali pa po lastni želji ne sodelujejo v EMU, čeprav te kriterije dosegajo. Odbor ima samo posvetovalni značaj in ne more sprejemati obvezujočih odločitev pri oblikovanju in vodenju denarne politike. Njegove naloge vključujejo:

- ☒ zbiranje statističnih informacij;
- ☒ priprava letnih poročil ECB;
- ☒ postavitve pogojev za zaposlene v ECB;
- ☒ postavitve potrebnih pravil za standardizacijo računovodstva in poročanje o operacijah, ki jih izvajajo nacionalne centralne banke.

#### **4.4. CILJI IN NALOGE ESCB IN EVROSISTEMA**

Glavne naloge ESCB so podane v 3. členu Statuta Evropskega sistema centralnih bank in so naslednje:

- ☒ ohranjanje cenovne stabilnosti, kot najpomembnejša naloga;
- ☒ določanje in vodenje monetarne politike evro območja;
- ☒ vodenje deviznotečajne politike;
- ☒ držanje in upravljanje deviznih rezerv držav članic;
- ☒ pospeševanje delovanja plačilnih sistemov;
- ☒ prispevek k vodenju politik držav članic za nadzor preudarnega poslovanja bank in stabilnosti finančne ureditve.

Naloge Evrosistema pa so poleg omenjenih še:

- ☒ pregled razvoja bančnega in finančnega sektorja ter pospeševanje izmenjave operacij med ESCB in nadzornimi oblastmi;
- ☒ zbiranje potrebnih statističnih informacij od države ali pa direktno od finančnih institucij.

Po 2. členu statuta ECB in ESCB je njun poglavitni cilj ohranjanje cenovne stabilnosti, vendar mora denarna politika ECB hkrati upoštevati tudi cilje splošne ekonomske politike Evropske unije, določene v Maastrichtski pogodbi, ki so: zmerna in neinflacijska gospodarska rast, visoka zaposlenost in socialno varstvo, uravnotežen razvoj ekonomskih aktivnosti, višanje življenjskega standarda in kvalitete življenja ter ohranjanje ekonomske in socialne vezi. Pri zasledovanju svojih ciljev ESCB deluje v saldu z načeli odprte tržne ekonomije, proste konkurence in učinkovite alokacije resursov ([www.ecb.int](http://www.ecb.int), 2003).

ECB je izbrala ohranjanje cenovne stabilnosti za primaren cilj, ker so izkušnje pokazale, da z inflacijo ni mogoče doseči dolgoročno stabilne gospodarske rasti (Servais, 1995, str.91). Inflacija oziroma njena nepredvidljivost in variabilnost povzročata stroške ekonomske blaginje, poleg tega bi bile vse prednosti enotne valute in EMU v primeru višje inflacije



izničene in bi tako uvedba enotne valute postala nepotrebna. Cilj stabilnosti cen ne zahteva, da je inflacija dobesedno enaka ničli, temveč, da je ta dovolj nizka, da so spremembe splošne ravni cen nepomembne za sprejemanje ekonomskih in finančnih odločitev.

V času ustanavljanja EMU in ECB je nastalo veliko empiričnih raziskav, ki so se ukvarjale z vprašanjem povezanosti inflacije in rasti BDP-ja. Prevladalo je neoklasično prepričanje, da je Philipsova krivulja na dolgi rok navpična. To pomeni, da bi moral biti poglavitni cilj monetarne politike ohranjanje cenovne stabilnosti, saj "trade off" med zaposlenostjo in inflacijo na dolgi rok ne obstaja več (Goodhart, 1994, str.1425).

#### 4.5. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB

Operacije denarne politike se izvršujejo z uporabo instrumentov denarne politike. Ti morajo biti med seboj skladni, če naj bo vodenje denarne politike učinkovito. ECB je na podlagi dosedanjih izkušenj centralnih bank izbrala verjetno najboljše instrumente za vodenje denarne politike, ki so ji bili na voljo. Te instrumenti se delijo v tri skupine (<http://www.ecb.int>, 2003):

- ☒ operacije na odprtem trgu (open market operations);
- ☒ odprte ponudbe (standing facilities);
- ☒ minimalne rezerve (minimum reserves).

##### 4.5.1. OPERACIJE NA ODPRTEM TRGU

Te igrajo pomembno vlogo pri denarni politiki Evrosistema z namenom vodenja obrestnih mer, nadziranja likvidnostne situacije na trgu in signaliziranja učinkovitosti denarne politike. Tu gre večinoma za začasne transakcije, saj povečanju (zmanjšanju) količine primarnega denarja sledi čez čas zmanjšanje (povečanje) količine primarnega denarja. Pri operacijah na odprtem trgu je pobuda na strani centralnih bank, ki od bank kupujejo določeno aktivo ali pa jo bankam prodajajo. Primerna aktiva so predvsem dolžniški vrednostni papirji visoke kreditne bonitete iz enajstih držav denominirani v evrih ali pa aktiva, ki jo določajo nacionalne centralne banke ob soglasju ECB. Poznamo štiri vrste različnih operacij na odprtem trgu:

- **Glavna refinanciranja** so najpomembnejši instrument denarne politike. Licitira se praviloma količina aktive (ponavadi aktiva prvega in drugega reda), medtem, ko je obrestna mera dana. Te operacije so vsak teden ob torkih, dospelost je dva tedna, izvajajo pa se decentralizirano prek nacionalnih centralnih bank na podlagi standardnih ponudb. Glavna značilnost te operacije je, da povečuje narodno-gospodarsko likvidnost.
- **Operacije dolgoročnega refinanciranja** so začasne transakcije, katerih cilj je predvsem preskrba dolgoročnega refinanciranja finančnega sektorja. Izvajajo se enkrat na mesec,

navadno imajo dospelost tri mesece in se kot glavna refinanciranja izvajajo decentralizirano prek nacionalnih centralnih bank v obliki standardne ponudbe. Pri poslih dolgoročnega refinanciranja centralne banke licitirajo ceno oz. obrestno mero. Razlog za to je, da ECB noče vsiljevati finančnemu trgu svoje obrestne mere, ker ta potem ne bi kazala razmer na denarnem trgu.

- **Operacije finega uravnavanja**, katerih cilj je predvsem uravnavanje tržne likvidnosti in zmanjševanje učinkov na obrestne mere v primeru nepričakovanih likvidnostnih fluktacij. Izvajajo jih praviloma nacionalne centralne banke, kot operacije začasnega nakupa in prodaje aktiv ali pa imajo obliko dokončnih transakcij, deviznih menjav in vezanih vlog. Pogostost njihovega izvajanja in zapadlosti ni standardizirana., kar omogoča ESCB visoko stopnjo fleksibilnosti.
- **Strukturne operacije** so operacije, ki jih ESCB uporablja za spreminjanje strukturnega položaja denarnega trga in večanje tržne likvidnosti. Izvajajo se decentralizirano, kot standardna ponudba v rednih in nerednih terminih medtem, ko njihova zapadlost ni standardizirana.

#### **4.5.2. ODPRTE PONUDBE (STANDING FACILITIES)**

To so instrumenti, ki poslovnim bankam odpirajo vrata centralne banke in jim omogočajo, da pridejo do likvidnosti ali pa se znebijo odvečne likvidnosti. Nasprotna stran (to je lahko le institucija, ki je podvržena minimalnim rezervam) ima v finančnih transakcijah na razpolago dve vrsti razpoložljivih sredstev, ki jih decentralizirano administrirajo nacionalne centralne banke:

- **Možnost obrobnega zadolževanja** (Marginal lending facility) je instrument, ki omogoča poslovnim bankam, da ohranijo likvidnost čez noč. Do denarja pridejo ali prek posla začasnega nakupa, kjer se lastništvo določenih aktiv prenese na upnika, že naslednji poslovni dan pa se aktiva prenese nazaj k dolžniku ali pa prek lombardnega posojila. Obrestna mera je enaka najvišji tržni obrestni meri za zadolžitev čez noč.
- **Vloge čez noč** (Deposit facility) omogočajo poslovnim bankam, da čez noč deponirajo sredstva pri nacionalnih centralnih bankah. Te vloge se obrestujejo po najnižji tržni obrestni meri za denar čez noč, če so okoliščine normalne.

#### **4.5.3. OBVEZNE REZERVE BANK (MINIMUM RESERVES)**

To so eden najstarejših in tudi najbolj uporabljanih instrumentov denarne politike, ki izboljšuje natančnost drugih instrumentov, spreminja likvidnost in zagotavlja varnost bančnih vlog. ECB tudi omogočajo, da stabilizira obrestne mere na denarnem trgu in sodeluje pri

kontroli ekspanzije denarnega agregata. Te rezerve morajo vse kreditne institucije in sicer na računih nacionalnih centralnih bank. Velikost obveznih rezerv je določena z velikostjo vlog, ki jih imajo te kreditne institucije na pasivi njihove premoženjske bilance. Predpisane so za vse vloge in vrednostne papirje ter znašajo 2%.

Tabela 3 : Instrumenti denarne politike ECB

<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>Vrsta instrumentov</b>		<b>Dospetje</b>	<b>Pogostost</b>	<b>Postopek</b>
	Zagotavljanje likvidnosti	Absorbicija Likvidnosti			
<b>OPERACIJE ODPRTEGA TRGA</b>					
Glavno refinanciranje	Začasne transakcije	-	Dva tedna	Tedensko	Standardna licitacija (ponudba)
Dolgoročnejše refinanciranje	Začasne transakcije	-	Tri mesece	Mesečno	Standardna licitacija (ponudba)
Fino refinanciranje	Začasne transakcije Valutne zamenjave	Ni standardizirano	Neredno (občasno)	Neredno (občasno)	Hitra licitacija (ponudba) Bilateralni postopek
	Dokončni nakupi	Dokončna prodaja	-	Neredno (občasno)	Bilateralni postopek
Strukturne operacije	Začasne transakcije	Izdajanje dolžniških potrdil	Standardizirano/nestandardizirano	Redno in neredno	Standardna licitacija
	Dokončni nakupi	Dokončne prodaje	-	Neredno (občasno)	Bilateralni postopek
<b>ODPRTE MOŽNOSTI (ODPRTA PONUDBA) ZA KREDITNE INSTITUCIJE</b>					
Obrobna možnost zadolžitve	Začasna transakcija	-	Čez noč		Dosegljivo na željo kreditne Institucije
Možnost deponiranja presežkov	-	Vloge (depoziti)	Čez noč		Dosegljivo na željo kreditne Institucije

Vir: The Single Monetary Policy in Stage Three, ECC, 1998.

## 4.6. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE BANKE SLOVENIJE

Leta 2001 se je presežek strukturnega trga stalno povečeval zaradi obsežne monetizacije deviznih pritokov, zato je bila uporaba instrumentov denarne politike do nedavnega pod vplivom naraščajoče potrebe po sterilizaciji. Začasni odkup deviz za 7 dni je bil skozi vse leto najpomembnejši vir likvidnosti, posojila in začasni odkup blagajniških zapisov v tujem denarju pa niso imeli pomembnejše vloge, čeprav jih je Banka Slovenije stalno ponujala. Stanje črpanih posojil je v povprečju leta 2001 znašalo 0,6 mrd SIT in je bilo predvsem zaradi obsežne monetizacije deviz manj pomemben instrument denarne politike. Instrumenti denarne politike BS so predvsem (Bilten BS, 2001) :

### **Lombardna posojila**

Tu gre za odprto možnost zadolžitve pri BS. Ta je julija 2001 spremenila način določanja obrestne mere, tako da slednja ni več neposredno odvisna od eskontne mere, temveč je določena s sklepom o lombardni obrestni meri in obrestni meri za depozit čez noč. Odstotek črpanja posojila od zneska zastavljenih vrednostnih papirjev (blagajniških zapisov v tujem denarju oziroma zakladnih menic) je leta 2001 znašal 5 %.

### **Likvidnostna posojila**

Pri teh posojilih so praviloma pobudnice poslovne banke, namenjena pa so predvsem uravnavanju kratkoročne tolarske likvidnosti bančnega sistema. Pri likvidnostnem posojilu na podlagi vpisanih blagajniških zapisov BS v tolarjih in pri likvidnostnem posojilu v skrajni sili gre za odprto možnost zadolžitve pri BS, vendar pod pogojem, da ima banka ustrezno premoženje. Ta možnost ni popolnoma odprta pri likvidnostnem posojilu čez noč (Ribnikar, 1999, str.43). V letu 2001 je povprečno stanje likvidnostnih posojil znašalo 289,3 mio SIT, ta posojila pa so banke lahko črpale samo na podlagi blagajniških zapisov.

Likvidnostno posojilo čez noč Banka Slovenije ponudi, kadar želi vplivati na medbančno obrestno mero ali pa ob neusklajenosti povpraševanja in ponudbe na medbančnem denarnem trgu. Banka Slovenije ponudi tako posojilo na večernem medbančnem trgu.

Likvidnostno posojilo za izhod v sili lahko banke proti zastavi vrednostnih papirjev črpajo na podlagi odprte ponudbe po zakoniti zamudni obrestni meri. Banke v letu 2001 tega posojila niso črpale.

### **Začasni odkup blagajniških zapisov**

Banka Slovenije začasno odkupuje od poslovnih bank tudi svoje blagajniške zapise v tolarjih za 28 dni. Pri teh začasnih nakupih je pobuda na strani BS, ki tako omogoča bankam uravnavati likvidnost znotraj meseca. Z začasnim odkupom blagajniških zapisov z daljšo ročnostjo pa uravnava dolgoročno ponudbo primarnega denarja.

### **Obvezne rezerve**

Obvezne rezerve bank in hranilnic, vključno s hranilno kreditnimi službami, se izračunavajo na vse tolarske vloge, prejeta posojila in izdane vrednostne papirje, katerih lastniki so iz nebančnega sektorja. Stopnja obveznih rezerv se določi glede na ročnost obveznosti (vlog): 12% na vpogledne in vezane vloge do 30 dni, 6% na vezane vloge od 31 do 90 dni, 2% na vloge, vezane od 91 do 180 dni, in 1% na vezane vloge od 181 dni do enega leta. Na vloge, vezane nad enim letom, se obvezne rezerve ne obračunavajo.

Tabela 4 : Uporaba instrumentov denarne politike BS (v mio SIT)

Instrumenti denarne politike	Stanje 31.12.00	Povprečno dnevno stanje v trimesečju 2001				Stanje 31.12.01
		I	II	III	IV	
Posojila bankam	112	468	1313	395	165	75
Lombardno	0	357	325	87	46	0
Likvidnostna	0	0	897	217	43	0
Druga	112	111	91	91	75	75
Začasni odkup BZ	6299	7572	4843	2672	377	0
Rezerve bank in hranilnic		88653	92001	93032	97688	
Obvezne		85452	89006	91413	95293	
Presežne		3201	2995	1620	2395	
Blagajniški zapisi BS v tolarjih	6946	8829	30995	53980	107282	125777
Depoziti čez noč	0	0	0	3196	7116	35372
Prejete vezane vloge države	0	0	7686	6008	5959	19896

Vir: Letni Bilten BS, 2001.

#### 4.6. NEODVISNOST IN ODGOVORNOST ECB

Da bi ECB lahko učinkovito zasledovala cilj stabilnosti cen so ji podpisnice Maastrichtske pogodbe dodelile zelo visoko stopnjo institucionalne neodvisnosti, ki pa jo dopolnjujejo zelo obširne in natančne obveznosti glede transparentnosti ter jasno določene odgovornosti. Pogodba o EU zagotavlja neodvisnost ECB v štirih segmentih (Welfens, 1994, str.16):

- **Funkcionalna neodvisnost**

Ta naj bi bila zagotovljena s strukturo in organiziranostjo ECB. Vsaka članica monetarne unije ima v svetu guvernerjev ECB, ki oblikuje monetarno politiko le en glas. To naj bi povečevalo stopnjo neodvisnosti pri oblikovanju in vodenju monetarne politike.

- **Politična neodvisnost**

Določeno je sicer, da ECB poroča predsednikom vlad oz. držav ter Evropskemu parlamentu, vendar je kljub temu najbolj od politike neodvisna centralna banka. Zagotovljena ji je popolna neodvisnost od vseh nacionalnih institucij in institucij unije, vendar je hkrati potrebno poudariti da danes na ravni dvanajstih držav ni ničesar podobnega vladi ali parlamentu, komur bi ECB sploh lahko bila odgovorna.

- **Osebna in finančna neodvisnost**

Ta naj bi bila zagotovljena z imenovanjem članov izvršnega odbora za osem let (brez možnosti ponovne izvolitve) in petletnim imenovanjem guvernerjev nacionalnih centralnih bank. Izkušnje kažejo, da imenovanja za relativno dolgo obdobje povečajo stopnjo neodvisnosti od svojega izvirnega okolja in to kljub temu, da so verjetno politično spodbujena.

- **Instrumentalna neodvisnost**

To zagotavlja monopol ECB nad emisijo denarja ter avtonomija pri izboru različnih instrumentov denarne politike, ki jih bo imela ECB na razpolago za vodenje skupne denarne politike.

V preteklosti je bilo pomembno vprašanje pri obravnavanju delovanja centralne banke, kdaj naj se ta ravna po vnaprej zapisanih pravilih in kdaj naj svobodno uveljavlja svojo voljo (znano tudi kot "rules vs. discretion"). Problem pri diskrecijskih ukrepih je, da se centralna banka lahko izneveri svoji napovedi nizke inflacije in z uporabo ekspanzivnih monetarnih ukrepov skuša na kratki rok povečati zaposlenost in gospodarsko rast, na dolgi rok pa se mora država tako soočiti s stroški trajno višje inflacije. Pritiski za te ukrepe prihajajo s strani političnega vodstva države, ko si pred volitvami prizadevajo za čim večjo podporo javnosti. Z neodvisnostjo in dolgoročnimi mandati vodstva centralna banka lažje zasleduje cilj cenovne stabilnosti in si zagotovi kredibilnost, saj ne deluje pod kratkoročnimi političnimi pritiski. Izbira ljudi v vodilna telesa ECB je sicer še vedno v veliki meri politična, vendar se izvoljeni člani lahko odmaknejo od politike, če so njihovi mandati dovolj dolgi. Pri nas in v drugih evropskih nacionalnih centralnih bankah, traja mandat pet let, medtem, ko je mandat članov sveta ECB kar osem let.

Pogodba o evropski uniji v svojem 107. členu (Eurotreaties, 2003) jasno določa nevmešavanje politike in prepoveduje nadzor nad delovanjem Evropske centralne banke. Izvoljenim vladam niti v najbolj kriznih trenutkih ni dovoljeno poseči v delovanje ECB, poleg tega pa je tudi obveznost obveščanja javnosti relativno ohlapna. Evropska centralna banka je torej od politike neodvisna in nima formalne odgovornosti do nobene demokratično izvoljene

inštitucije. Režim neodvisnosti v katerem deluje ECB hkrati tudi pomeni, da sama nosi vso odgovornost za vodenje monetarne politike.

Tabela 3: Različne stopnje neodvisnosti centralnih bank

	<b>New Bank of England</b>	<b>Deutsche Bundesbank</b>	<b>Federal Reserve (ZDA)</b>	<b>ECB</b>
<b>Neodvisnost pri izbiri instrumentov in ciljev</b>	Neodvisnost pri izbiri instrumentov	Neodvisnost pri izbiri instrumentov in znatna neodvisnost pri izbiri ciljev	Neodvisnost pri izbiri instrumentov in znatna neodvisnost pri izbiri ciljev	Neodvisnost pri izbiri instrumentov in neodvisnost pri izbiri ciljev
<b>Cilji</b>	Stabilnost cen (inflacija pod 2,5%), podpora rasti BDP in politiki zaposlovanja	Notranja in zunanja stabilnost (0-2% inflacije)	Stabilnost cen in maksimalna zaposlenost	Stabilnost cen (prednostni cilj)
<b>Državni posegi</b>	V skrajni sili	S spremembo zakona	S spremembo pogojev delovanja	Prepoved vsakršnega vplivanja s strani organov EU
<b>Državni nadzor nad CB?</b>	DA	NE	DA	NE
<b>Komu je CB odgovorna?</b>	Parlamentu	Javnosti	Kongresu	Javnosti (implicitno)
<b>Sestanki</b>	Mesečni	Dvakrat mesečno	Osemkrat letno	Vsaj desetkrat letno

Vir: De Sousa, 2002.

#### 4.7. PLAČILNI SISTEM ZNOTRAJ EVROSISTEMA

Nemoteno delovanje ekonomije v monetarnem sistemu in posledično gospodarska rast sta močno odvisni od učinkovitosti plačilnega sistema. V EMU so za potrebe izvajanja plačilnega prometa vzpostavili sistem TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer), katerega cilj je izvajati plačila v evrobmočju s čim nižjimi stroški, z visoko stopnjo varnosti in v čim krajšem času. Države, ki še niso članice evroobmočja so lahko prostovoljno povezane s tem sistemom in tako opravljajo operacije v evrih in lastni valuti. TARGET omogoča izvajanje meddržavnih plačil, kot da bi šlo za domača plačila in tako podpira združevanje denarnih trgov. V praksi se uporablja večinoma za plačila z visokimi

zneski, medtem, ko se pri manjših plačilih uporabljajo drugi sistemi, ki so sicer počasnejši, a cenejši.

TARGET temelji na sprotni bruto poravnavi (Real Time Gross Settlement) in s seboj prinaša: večjo učinkovitost plačilnega prometa, minimiziranje tveganj v mednarodnih plačilih, potrebo po enotni denarni politiki v okviru EU ter potrebo po enotnem finančnem trgu in integriranem plačilnem prometu znotraj EU.

Njegova uporaba je predpisana samo za plačila, ki izhajajo neposredno iz denarno-političnih operacij, pri katerih je Evropski sistem centralnih bank udeležen bodisi na strani prejemnika bodisi na strani plačnika. Uporablja se torej za denarni promet med ESCB in bankami ter določa razmerja na ravni podjetje-banka-centralna banka-ECB-centralna banka-banka-podjetje. Državam članicam EMU je ta sistem omogočil cenejše izvajanje mednarodnih plačilnih transakcij, kar je še povečalo medbančno poslovanje in okrepilo trgovino saj je ta postala cenejša.

Ob izgradnji plačilnega sistema TARGET so evropski ekonomisti poudarjali predvsem nove možnosti, ki bodo koristile celotnemu evropskemu monetarnemu prostoru. Centralizacija je v EU skorajda tabu saj si vse države članice krčevito prizadevajo za uveljavitev svojih nacionalnih interesov in nasprotujejo akumulaciji odločevalske in gospodarske moči na enem mestu. TARGET je zato decentraliziran sistem, kar je omogočeno s tem, da banke nimajo svojih računov neposredno pri ECB, temveč pri nacionalnih centralnih bankah. Te so med seboj povezane v evropski sistem centralnih bank in skupaj tvorijo tudi sistem sprotnih bruto poravnav. To naj bi ob višji hitrosti plačilnega prometa zagotavljalo tudi večjo varnost pri mednarodnih transakcijah.

## **5. ENOTNA EVROPSKA VALUTA**

*"Evro je več kot valuta. Njegova uvedba pomeni konec procesa oblikovanja notranjega trga, simbolizira združevanje, mir, trdnost in je začetek nove identitete Evropske unije, ki izraža odločenost Evropejcev, da skupaj gradijo prihodnost."*

*Pedro Solbes*

### **5.1. UVAJANJE EVRA**

Prvo rojstvo evra predstavlja uvedba "knjižnega" evra 1. januarja 1999, ko so valute držav članic EMU postale t.i. podenote (sub-units) evra. Centralnobančne operacije teh držav so se takrat začele izvajati v evrih, v novo valuto so denominirale javni dolg, prav tako pa so na evro prešli tudi njihovi finančni trgi.



Tabela 5 : Menajalna razmerja članic EMU ob prehodu na evro

BEF	DEM	ESP	FRF	IEP	ITL	LUF	ATS	NGL	PTE	FIM	GRD
40,3	1,956	166,39	6,56	0,787	1936,2	40,3	13,7	2,20	200,48	5,945	340,75

Vir: <http://evropa.gov.si/eu/evro/>, 2003.

Z drugim rojstvom evra, 1.1.2002, pa je v sklepno fazo prišel pred več kot tremi desetletji zastavljen cilj povezave. V obtok so prvič prišli novi evro bankovci in kovanci, ki jih je začelo uporabljati več kot 300 milijonov državljanov držav evro območja. Tri članice EU, ki niso uvedla evra (Velika Britanija, Švedska in Danska) imajo v ESCB poseben status in niso vključene v sprejemanje skupne denarne politike.

Evro območje sicer predstavlja le pet odstotkov svetovnega prebivalstva, vendar je svetovna gospodarska velesila. Skupaj trenutno prispeva 16 odstotkov svetovnega bruto domačega proizvoda in po skupnem letnem BDP zaostaja le za ZDA, po BDP per capita pa je na tretjem mestu.

V tabeli 6 so predstavljeni ključni dogodki pri uvajanju evra, od njegovega prvega rojstva, kot knjižnega denarja do uvedbe evro bankovcev in kovancev, ki so zamenjali nacionalne valute držav članic EMU.

Tabela 6: Faze uvajanja evra

1.januar 1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Evro postane nova skupna valuta za 11 držav članic EU in zamenja valute teh držav.</li> <li>•Menjalna razmerja med temi valutami in evrom so nepreklicno določena. Valute teh držav obstajajo kot denominacije evra.</li> <li>•Evro uveden kot knjižni denar (evro bankovci in kovanci še ne obstajajo).</li> <li>•Evrosistem prevzame določanje in izvajanje enotne denarne politike za evro območje.</li> </ul>
1.1.1999 do 31.12.2001	•Prehodno obdobje: postopen prehod na evro za celotno gospodarstvo v državah evro območja
1. januar 2001	•Grčija uvede evro
1. januar 2002	•V 12-ih državah članicah EU, ki tvorijo evro območje, so v obtok dani evro bankovci in kovanci. Začetek obdobja t.i. »dvojnega obtoka« (v obtoku je tako nova evro gotovina kot domača gotovina teh držav, z obema je možno tudi plačevati) in umikanja domačih bankovcev in kovancev v teh državah iz obtoka.
28.2.2002	•Bankovci in kovanci 12 držav članic evro območja so dokončno umaknjeni iz obtoka (konec obdobja t.i. »dvojnega obtoka«).

Vir: Banka Slovenije, (<http://www.bsi.si/html/projekti/evro/faze.html>), 2003.

## 5.2. PREDNOSTI UVEDBE SKUPNE VALUTE V EMU

Uvedba evra je pomembno vplivala tudi na države, ki 1. januarja 2002 niso prešle na novo valuto, vključno s Slovenijo. Če bi zaradi nediscipline posameznih članic uvedba skupne valute spodletela bi evropska integracija doživela udarec, katerega posledice bi segale daleč prek enotnega denarja. Hkrati pa je potrebno opozoriti, da enotna monetarna politika in skupna valuta še ne pomenita dobre monetarne politike in stabilnosti cen. Prednosti, ki govorijo v prid uvedbi evra so:

- **Ukinitev transakcijskih stroškov**

Menjava valute povzroča stroške, ki so z uvedbo enotne valute odpravljeni. Tako so ukinjeni tudi vsi stroški sprememb in negotovosti deviznih tečajev. Uvedba evra bi tudi poenostavila način plačevanja in skrajšala čas, ki je potreben za transakcije držav z različnimi valutami in ukinila informacijske stroške dnevnega obveščanja o višini tečajev nacionalnih valut.

- **Povečanje tržne konkurence in večja preglednost cen**

Ko so vse cene izražene v isti valuti postanejo transparentne. Posledica tega je stopnjevanje konkurenčnih pritiskov, ki povzročijo izenačevanje cen na skupnem trgu in spodbujajo k odpravljanju še ostalih ovir menjave. Vse to pospešuje mednarodno trgovino in gospodarsko rast, hkrati pa še pogloblja nadaljno ekonomsko integracijo držav monetarne unije (Welfens, 1994, str.263).

- **Znižanje inflacije in obrestnih mer**

Stabilnost cen z nizkimi inflacijskimi pričakovanji naj bi vodila do nižje obrestne mere, ki bi omogočila številne ugodnosti za investitorje ter države dolžnice in tako spodbudila mednarodno menjavo ter posledično večjo gospodarsko rast. Hkrati nižja obrestna mera pomeni tudi znižanje stroškov javnega dolga.

- **Nastanek svetovne valute**

Enotna evropska valuta bi lahko postala močan konkurent ameriškemu dolarju in ga delno zamenjala v globalnih finančnih transakcijah. Če bi se evro uveljavil, kot pomembna svetovna valuta, bi to za EMU pomenilo možnost zunanjega kredita oz. možnost plačilnobilančnega primanjkljaja, ki se financira z izdajanjem domačih obveznosti, ne pa z uporabo mednarodnih deviznih rezerv (Lavrač, 1991, str. 430).

- **Odprava tečajne nestabilnosti**

Z uvedbo skupne valute so ukinjeni vsi stroški sprememb in negotovosti deviznih tečajev. Za Slovenijo to lahko pomeni večjo odprtost evropskega trga slovenskemu izvozu in nižje stroške te menjave.

- **Ukinitev političnih poslovnih ciklov**

Enotna monetarna politika, pod nadzorom ECB, naj bi preprečevala vodenje ozkogledne in dolgoročno škodljive monetarne politike nacionalnih oblasti, ki zasleduje zgolj kratkoročne politične cilje.

- **Prihranki zaradi nižjih mednarodnih rezerv**

Ker bo imela ECB nadzor nad evrom, ne bo več potrebno držati rezerv za transakcije med članicami EMU, temveč samo za branjenje tečajev in druge transakcije nasproti ostalim valutam. Ker je prišlo do združevanja deviznih rezerv na ravni EMU, tudi ni več potrebno, da vsaka država posebej drži svoje devizne rezerve.

### **5.3. SLABOSTI UVEDBE SKUPNE VALUTE V EMU**

Vključitev države v monetarno unijo vsekakor zmanjša in omeji njeno monetarno suverenost. To pomeni, da nacionalna centralna banka ne more več izbirati usmeritve svoje monetarne politike (ekspanzivna ali restrektivna) in določati višino obrestnih mer, glede na lastne

potrebe, temveč se mora podrejati skupni monetarni politiki. Vendar je po drugi strani res, da večina držav, zaradi medsebojne odvisnosti svetovnih ekonomij in velike moči finančnih trgov, že sedaj ni imelo možnosti vodenja povsem neodvisne monetarne politike (Welfens, 1994, str.265). Druge slabosti pa so še:

- **Izguba nacionalne valute**

Tu gre predvsem za psihološki in ne ekonomski problem. Izguba lastne valute je boleča predvsem zaradi njenega simbolnega in prestižnega pomena, a lahko izzove neracionalno obnašanje ljudi.

- **Izguba deviznotečajne politike pomeni**

To pomeni, da bo država zaradi prehoda na skupno valuto izgubila možnost uporabe deviznega tečaja kot instrumenta za uravnavanje mednarodne konkurenčnosti svojega gospodarstva. Sprememba nominalnega deviznega tečaja nacionalne valute je bila že prej dokaj omejen inštrument plačilnobilančnega prilagajanja v Evropski uniji, ki je uspešen le v primeru rigidnosti nominalnih cen in plač. Če pa nasprotno ekonomski subjekti prilagodijo cene in plače, bo rezultat devalvacije le kratkoročno uspešen, na dolgi rok pa bo samo povečal stopnjo inflacije. Resničen strošek uvedbe skupne valute je odvisen od dveh dejavnikov:

- ✘ nevarnosti asimetričnih šokov

To so šoki v agregatnem povpraševanju, ki prizadenejo samo posamezno državo, ne pa tudi drugih držav članic monetarne unije. Čimbolj so stopnje rasti BDP-ja posamezne članice razlikujejo od stopenj rasti drugih držav, bolj je država izpostavljena plačilnobilančnim motnjam oz. specifičnim asimetričnim šokom.

- ✘ možnosti delovanja alternativnih mehanizmov plačilnobilančnega prilagajanja

Strukturne značilnosti gospodarstva pomembno vplivajo na odločitve o alternativnih mehanizmih, ki jih država lahko aktivira v primeru asimetričnih šokov. Taki alternativni mehanizmi prilagajanja so lahko fiskalni transferji znotraj monetarne unije, mobilnost delovne sile in fleksibilnost plač.

Višina plač v EU je določena na podlagi različnih dolgoročnih pogodb in zaradi političnih ter socialnih razlogov neprilagodljiva navzdol, zato ne more predstavljati ustreznega mehanizma plačilnobilančnega prilagajanja. Zaradi dejavnikov, kot so različnost jezika, kultur, navad in davčnih sistemov, je mobilnost delovne sile v EU zelo nizka in dosega le 1/3 mobilnosti delovne sile v ZDA in na Japonskem (Welfens, 1994, str.36). Tega problema uvedba skupne valute ne bo odpravila. Pri fiskalnih transferjih, kot odgovoru na asimetrične šoke, ne gre za plačilnobilančno prilagajanje, temveč direktno financiranje primanjkljaja preko redistribucije prihodkov v uniji. Ta možnost je v EU omejena z obsegom skupnega proračuna in pripravljenostjo članic, da financirajo plačilnobilančne primankljaje svojih deficitnih članic.

Kaže torej, da EU nima zgrajenega ustreznega mehanizma plačilnobilančnega prilagajanja, ki bi ga uporabila v primeru asimetričnih šokov po uvedbi skupne valute.

## 6. UVAJANJE EVRA V SLOVENIJI

Slovenija danes še ni vključena v evropsko monetarno integracijo in še vedno uživa polno monetarno suverenost z lastno valuto, lastno centralno banko ter avtonomno denarno in deviznotečajno politiko, ki pa v nekaterih svojih značilnostih (sistem drsečega deviznega tečaja) odstopa od zahtev, ki jih prinaša monetarna integracija. Članstvo v oblikah monetarne integracije, kot so ERM 2 in EMU, je odprto le članicam EU, zato se Slovenija v mehanizme monetarne integracije tudi ne more formalno vključevati, temveč se jim lahko le neformalno, enostransko in funkcionalno prilagaja, dokler ne doseže polnopravnega članstva v EU (Lavrač, 1998, str. 30). Uvajanje evra v Slovenijo bo potekalo v treh fazah:

- **Predpristopna faza:** je obdobje pred vstopom v EU. V tem obdobju ima Slovenija tako kot druge države srednje in vzhodne Evrope proste roke pri izbiri tečajnega režima in lahko vodi samostojno denarno politiko. Zagotoviti pa mora neodvisnost centralne banke liberalizirati kapitalske tokove, prepovedati financiranje javnega sektorja s strani centralne banke in prepovedati privilegiran dostop javnega sektorja do finančnih institucij. Septembra 1999 je bila sprejeta nova devizna zakonodaja, junija 2000 je bil sprejet časovni okvir liberalizacije kapitalskih tokov s tujino, junija 2002 pa je bil sprejet tudi nov Zakon o Banki Slovenije<sup>5</sup>.
- **Pristopna faza** se bo začela z vstopom v EU in končala z vstopom v EMU. Ko bo slovensko gospodarstvo pripravljeno, se bo Slovenija za dve leti vključila v sistem deviznih tečajev (ERM 2), ki zahteva postavitve paritete nacionalne valute glede na evro. To pomeni, da bo Banka Slovenije sprejela fiksni tečajni režim, vezan na evro, pri čemer bo dovoljeno odstopanje tržnega tečaja tolarja od evra za  $\pm 15\%$ . Slovenija v času, ko bomo v mehanizmu ERM2 ne bo imela sistema dvojnih valut, kakor ga je imelo v prehodnem obdobju (1. 1. 1999 do 31. 12. 2001) sedanjih dvanajst držav članic EMU.
- **Faza uvajanja evra** se prične z vstopom v EMU in sistem Evropske centralne banke, ko bo Slovenija uvedla evro, ukinila tolar ter prevzela pravice in obveznosti, kot jih imajo druge članice monetarne unije. Nova strategija vključevanja Slovenije v EU iz leta 2001 predvideva vključitev Slovenije v EU leta 2004. Istega leta naj bi vstopili tudi v sistem EMR2, leta 2006 pa bi Slovenija že uvedla evro.

---

<sup>5</sup> Glej [http://www.bsi.si/html/publikacije/usm\\_d\\_p/usm\\_den\\_pol.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf), 2003.

Evropska unija je sklenila, da države kandidatke ob vstopu ne bodo imele možnosti zavrnitve članstva v Evropski denarni uniji (EMU), kot sta to na primer lahko storili Velika Britanija in Danska. Centralne banke novih držav članic se bodo morale takoj vključiti v Evropski sistem centralnih bank (ESCB), politiko menjalnih tečajev ter gospodarsko politiko, pa bo potrebno obravnavati obravnavati kot »zadevo v skupnem interesu«. Skupni valuti evru pa se bodo nove članice pridružile kasneje, ko bodo izpolnile konvergenčna merila ([www.bsi.si/projekti/evro/kriteriji.html](http://www.bsi.si/projekti/evro/kriteriji.html), 2003).

## 6.1. TEORIJA OPTIMALNEGA VALUTNEGA OBMOČJA IN SLOVENIJA

Teorija optimalnega valutnega področja, ki jo je v šestdesetih letih razvil Robert Mundell, je v Evropi zelo aktualna, saj ugotavlja prednosti in slabosti fiksnega deviznega tečaja glede na drseči devizni tečaj. Poudarja tudi strukturne lastnosti gospodarstev, ki določajo, ali je za neko državo bolje vključiti se v širšo monetarno unijo ali pa ostati samostojno denarno področje z lastno valuto. Vključitev v monetarno unijo naj bi bila primerna predvsem za majhna, odprta in diverzificirana gospodarstva, ki so v mednarodni menjavi močno povezana z območjem monetarne unije (Mrak, 2001, str. 9).

V prid vključevanja Slovenije v monetarno integracijo govori dejstvo, da imamo strukturo izvoza v EU podobno izvozu znotraj EU, ciklično gibanje našega gospodarstva pa je precej usklajeno z gospodarstvi EU, zato ni pričakovati asimetričnih šokov oz. plačilnobilančnih motenj, ki bi zahtevale uporabo deviznega tečaja za prilagoditev mednarodne konkurenčnosti našega gospodarstva. Tabela 7 kaže usklajenost slovenske proizvodne strukture s strukturo sedanjih članic EMU. Ta od EMU nekoliko odstopa le po večjem deležu industrije in manjšem storitvenem sektorju, kar je posledica nižje stopnje gospodarske razvitosti (Damijan et al., 2003, str 60).

Tabela 7: Deleži dodane vrednosti po ekonomskih sektorjih

	Slovenija	Madžarska	Poljska	Češka	EMU 12	EMU min	EMU max
Kmetijstvo, lov, ribolov, gozdarstvo	3,1	4,4	6,4	5,3	2,9	0,8	8,9
Industrija	31,6	28,0	33,4	36,8	23,2	15,2	32,8
Gradbeništvo	6,0	4,8	7,9	4,6	5,5	4,2	7,9
Finančno posredništvo poslovne storitve	16,8	20,9	8,3	18,0	26,1	17,9	38,6
Prodaja na drobno in debelo, transport turizem	22,8	22,3	28,1	25,2	21,3	17,7	28,3
Druge storitve	19,6	19,2	15,9	10,1	21,0	17,0	23,9

Vir: Damijan et al., 2003, str. 60.

Sodeč po teoriji optimalnega valutnega območja je Slovenija torej tipična država, ki je primerna za vključitev v monetarno unijo saj naj bi prednosti trgovinske in ekonomske integracije odtehtale slabosti povezane z izgubo monetarne avtonomnosti in fleksibilnost denarne ter tečajne politike.

## 6.2. KORISTI VKLJUČEVANJA SLOVENIJE V EMU

Prednosti uvajanja skupne valute so za Slovenijo podobne, kot za druge članice EU. Pričakujemo lahko odpravo nihanja in nestabilnosti deviznih tečajev ter s tem povezanih tveganj in stroškov zavarovanj pred njimi. Omogočena bo transparentnost cen, hkrati pa bodo odpravljeni stroški zamenjave valut. Zaradi vključitve v EMU lahko pričakujemo tudi nižjo inflacijo in obrestne mere (seveda, če bo evro stabilna valuta). Glavna prednost vstopa v EMU pa bo lažje vključevanje v skupni evropski trg, kar je za malo odprto slovensko gospodarstvo ključnega pomena. Slovenija bo kot članica EMU udeležena v seignorageu iz izdajanja in uporabe skupne valute evra, sodelovala bo pri oblikovanju skupne evropske monetarne politike in koristila prednosti ekonomije obsega glede držanja potrebnih mednarodnih monetarnih rezerv. (Lavrač, 2000, str. 8). Te zadnje prednosti bodo v primeru Slovenije bolj simbolične narave, v skladu z njenim proporcionalnem pomenom v EMU.

Kot kaže tabela 7 so pričakovani učinki vstopa v EMU pozitivni, nekako reda 1% večje rasti BDP na leto, vendar gre predvsem za dolgoročni učinek, ki ga bomo lahko opazili v roku 20-30 let (Damijan et al., 2003, str. 51).

Tabela 7: Povzetek učinkov vstopa Slovenije v EMU

<b>OCENJENI UČINKI</b>	<b>RAST BDP NA LETO</b>
Znižanje transakcijskih stroškov	+ 0,2-0,3 %
Povečanje mednarodne trgovine	+ 0,5-1,0 %
Nižje realne obrestne mere	+ 0,1-0,2 %
Izguba seignoraga	- 0,1 %
Skupaj	
<b>NEOCENLJIVI UČINKI</b>	<b>POMEN IN SMER UČINKA</b>
Zavarovanje pred tveganji na enotnem trgu kapitala	+
Manjša izpostavljenost špekulativnim tokovom kapitala	++
Večja variabilnost makroekonomskih agregatov	-

Vir: Damijan et al., 2003, str. 51.

## 6.3. STROŠKI VKLJUČEVANJA SLOVENIJE V EMU

Že z vstopom v ERM 2 bo Slovenija izgubila znatni del možnosti vodenja samostojne monetarne politike. To pomeni, da ne bo več mogla določati višino obrestne mere glede na potrebe lastnega gospodarstva, temveč se bo potrebno prilagajati skupni monetarni politiki. Vendar tako, kot za ostale članice EMU tudi za Slovenijo velja, da režim fiksnega deviznega tečaja in hkrati liberalizirani tokovi kapitala, močno omejujejo samostojnost monetarne politike. Zato tudi ni mogoče vzdrževati bistveno različnih obrestnih mer med članicami EMU. Glavni strošek vstopa v monetarno unijo bo za Slovenijo izguba možnosti uporabe deviznega tečaja, kot instrumenta za uravnavanje lastne mednarodne konkurenčnosti oz mehanizma plačilnobilančnega prilagajanja. V režimu uravnavanega drsečega deviznega tečaja je tolar skozi celotno obdobje depreciral in tako pomagal vzdrževati mednarodno konkurenčnost slovenskega gospodarstva (Lavrač, 2000, str. 9). Kako velik pa bo dejansko ta strošek je odvisno od izpostavljenosti Slovenije asimetričnim šokom ter uspešnostjo delovanja drugih mehanizmov plačilnobilančnega prilagajanja.

#### **6.4. ALTERNATIVNI MEHANIZMI PRILAGAJANJA V SLOVENIJI**

Čeprav že omenjeni argumenti kažejo, da je za Slovenijo smiselno in koristno, da se vključi v EMU, določena verjetnost asimetričnih šokov kljub temu ostaja. Slovenija bo v tem primeru, tako kot druge članice EMU, po teoriji optimalnega valutnega območja imela na voljo štiri alternativne mehanizme prilagajanja (Damijan et al., 2003, str. 62).

##### **6.4.1. FLEKSIBILNOST CEN**

V Sloveniji imamo povprečno inflacijo, ki je občutno višja od povprečne inflacije EMU. Podjetja zato, da bi ohranila svoje relativne cene v času višje inflacije hitreje prilagajajo svoje cene, vendar gre tu predvsem za veliko fleksibilnost navzgor. Nizkoinflatorno okolje, ki ga zagotavlja ECB bo zato upočasnilo odzivnost slovenskih cen, hkrati pa bodo konkurenčne silnice na enotnem evropskem trgu zahtevale ustrezno prožnost slovenskih cen.

##### **6.4.2. FLEKSIBILNOST STROŠKOV DELA**

Fleksibilnost dela je močno odvisna od institucionalne organiziranosti trga dela. Za Slovenijo in ostale evropske države je značilen večnivojski pristop h kolektivnim pogajanjem in na splošno velja, da je trg dela v kontinentalni Evropi manj fleksibilen, kot v Angliji in še posebej v ZDA. Za čim boljše prilagajanje morebitnim asimetričnim šokom bi bilo potrebno izvesti institucionalne reforme slovenskega trga delovne sile in tako omogočiti nadpovprečno fleksibilnost. Vendar bo to v novem okolju težko udejanjiti zato je verjetno, da bodo podjetja prilagoditve prej ali slej začela izvajati s spremembami zaposlenosti.

##### **6.4.3. MOBILNOST DELOVNE SILE**



Zaradi jezikovnih in kulturnih razlik ter omejene možnosti prenosa shem socialnega zavarovanja je tako za Slovenijo kot za države EU značilna šibka mobilnost delovne sile. Poleg tega so bile za kandidatke v pristopnih pogajanjih določena dolga prehodna obdobja in zato že iz institucionalnih razlogov mobilnost delovne sile ne more opazno blažiti asimetričnih šokov. Trg dela in trg proizvodov se bosta tako na asimetrične šoke verjetno najprej odzvala s padcem plač in cen.

#### **6.4.4. VLOGA FISKALNE POLITIKE**

Fiskalna politika lahko učinkovito kontrolira nihanja v agregatnem povpraševanju na dva načina: s samodejnimi fiskalnimi stabilizatorji in diskrecijskimi ukrepi. Dolgoročno nemoteno delovanje obeh mehanizmov je v EMU določeno s Sporazumom o rasti in stabilnosti, ki predstavlja splošni okvir stabilizacijskega delovanja fiskalne politike in zahteva uravnotežen proračun ali celo presežek proračuna na srednji rok. Stabilizacijska vloga fiskalne politike je sicer omejena, saj lahko gladi le vplive šokov v zvezi s povpraševanjem, medtem ko je pri ponudbenih šokih potrebno prilagoditi realne plače. Slovenija zaradi nizkega proračunskega primanjkljaja in majhnega deleža javnega dolga ne bo imela težav pri izpolnjevanju določil Sporazuma o rasti in stabilnosti, zato lahko pričakujemo, da bo delovanje samodejnega fiskalnega stabilizatorja podobno povprečju EU.

#### **6.5. DOSEGANJE MAASTRICHTSKIH KONVERGENČNIH KRITERIJEV V SLOVENIJI**

Nominalni konvergenčni kriteriji so bili postavljeni s ciljem zagotoviti trajno gospodarsko rast in zaposlenost, zato EU od svojih sedanjih in bodočih članic trdno zahteva, da se jih držijo. Slovenija trenutno izpolnjuje obe maastrichtski fiskalni merili (dovoljena velikost proračunskega primanjkljaja in dovoljena velikost javnega dolga), ne izpolnjuje pa maastrichtskih meril glede inflacije, obrestnih mer in deviznega tečaja. Največje probleme imamo pri inflaciji. Znižanje inflacijske stopnje na raven vsaj blizu evropski je predpogoj vsakega koraka v smeri evropske monetarne integracije (najprej prehoda na sistem fiksnega deviznega tečaja, nato vstopa v ERM 2 in vključitve v EMU), zato je postala glavna naloga nosilcev ekonomske politike neposredno pred vstopom v EU. Ciljna stopnja inflacije v Sloveniji konec leta 2003 je 5,1 odstotka. Vendar ekonomisti v Sloveniji nimajo enotnih pogledov na vzroke inflacije. Nekateri vidijo glavne ovire za zniževanje inflacije v previsokih državno nadzorovanih cenah, previsokih plačah javnega sektorja in indeksaciji. Dr. Dušan Mramor je tako za premostitev težav pri zniževanju inflacije predlagal delno dezindeksacijo plač (namesto z dosedanjo eskalacijsko formulo naj bi rast življenskih stroškov nadomestili s povečanjem plač z evropsko inflacijo).

Po drugi strani pa nekateri zelo kritično ocenjujejo politiko usmerjene depreciacije nominalnega tečaja evra, ki jo izvaja BS in opozarjajo, da podjetja takšno delovanje BS

vključujejo v svoje cenovne odločitve na način, ki ohranja visoko raven inflacije. Iz tega sledi, da bi bilo mogoče inflacijo v Sloveniji znižati z zmanjšanjem dinamike ciljne depreciacije tečaja (Jazbec, Coricelli, 2003, str. 11).

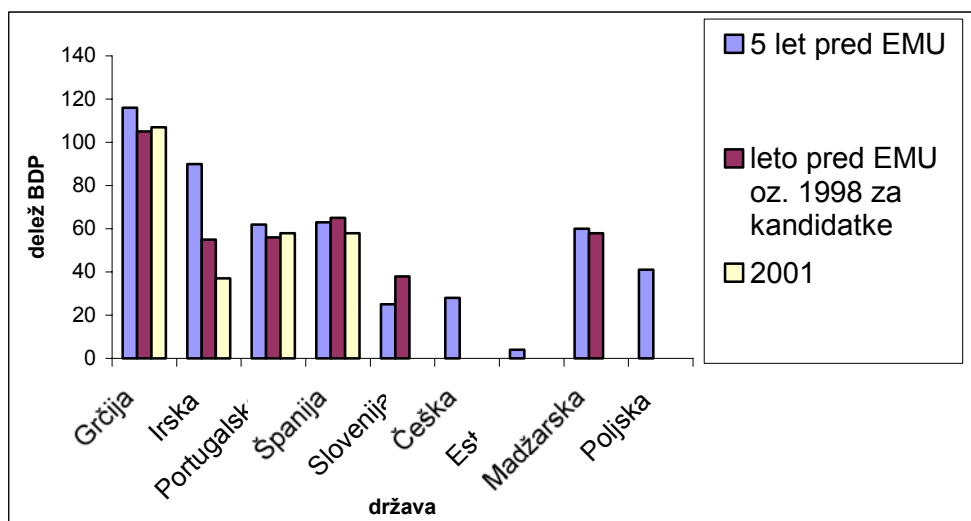
Prav tako Slovenija ne izpolnjuje konvergenčnega kriterija glede dolgoročne obrestne mere. Ena izmed težav je tudi, da v Sloveniji še nimamo referenčne obveznice, ki bi bila podlaga za spremljanje izpolnjevanja maastrichtskega merila dolgoročne obrestne mere. BS in finančno ministrstvo sta za tako predlagala obveznico RS 44, ki je izdana v tolarjih z nominalno obrestno mero in ročnostjo do dospelja blizu 10 let.

Svet BS je marca 2003 znižal obrestno mero za začasni odkup evrov s 4,5 odstotka na 4 odstotka in hkrati znižal obrestne mere tudi za svoje finančne instrumente. Poleg nižje inflacije in nižjih inflacijskih pričakovanj je na omenjeno odločitev vplivala tudi poteza Evropske centralne banke, ki je februarja za četrt odstotka znižala svojo najpomembnejšo obrestno mero. Če BS ne bi znižala obrestnih mer niti povišala stopnje apreciacije evra, bi se razlika med stroški zadolževanja podjetji in drugih doma v tolarjih v primerjavi z zadolževanjem v evrih v tujini povišala. Omenjena odločitev BS bo posledično prek nižje depreciacije tolarja vplivala na nižjo inflacijo, hkrati pa gre pri tem tudi za demonstracijski učinek, saj je BS pokazala, da skupaj z vlado prevzema svoj del odgovornosti za obračun z inflacijo.

Slovenija ne izpolnjuje konvergenčnega kriterija glede deviznega tečaja. Formalno gledano ga ne more izpolnjevati, ker ni članica EMS, kar pa ne more postati dokler ni članica EU. Vsebinsko gledano je problem tudi v tem, da Slovenija uporablja sistem drsečega deviznega tečaja, medtem ko ta konvergenčni kriterij predpostavlja fiksni devizni tečaj. Poleg tega pa stabilnost deviznega tečaja doslej ni bila zadostna glede na standarde EMS, še zlasti če upoštevamo domačo stopnjo inflacije, ki krepko presega evropsko, in ki je odločilna za stabilnost deviznega tečaja v daljšem obdobju.

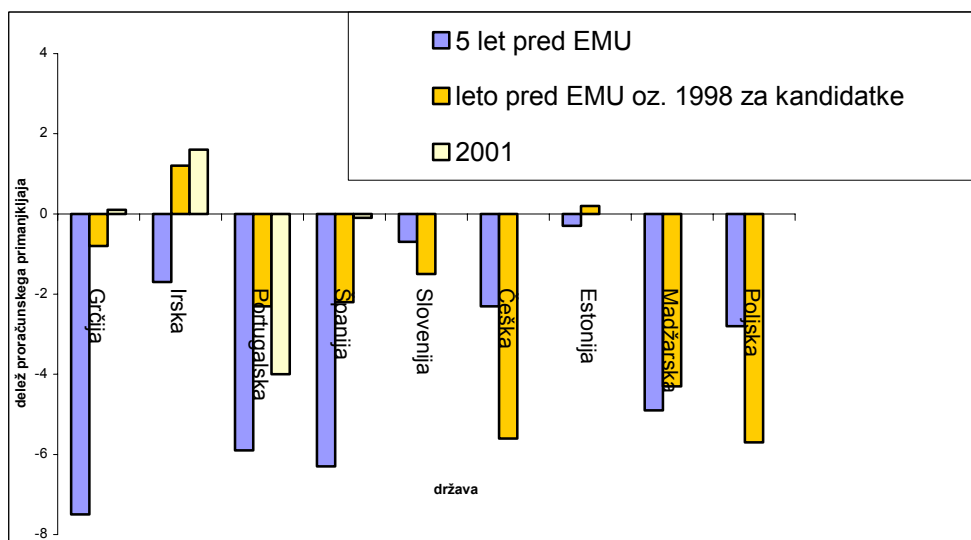
Slovenija izpolnjuje maastrichtski konvergenčni kriterij glede proračunskega primanjkljaja in javnega dolga. Lani je imela Slovenija 2,7-odstotni primanjkljaj skupaj s primanjkljajem, ki je izravnal proračunsko leto s koledarskim. Javni dolg še ne dosega referenčne vrednosti tega kriterija, ki je 60 %. Sicer res narašča od osamosvojitve naprej, vendar pa BDP narašča hitreje, zato se v celoti delež javnega dolga v BDP zmanjšuje. Skupna zadolžitev Slovenije se zdaj giblje okoli 39 odstotkov. V grafu 1 in 2 je prikazano izpolnjevanje teh dveh kriterijev v državah t.i. evropske periferije in nekaterih držav kandidatkih.

Slika 1: Delež javnega dolga v BDP



Vir: Damijan et al., 2003, str. 42.

Slika 2: Delež proračunskega primanjkljaja



Vir: Damijan et al., 2003, str. 42.

## 7. ALTERNATIVE SEDANJI DENARNI UREDITVI V EMU

Intenzivnejši monetarni integraciji v EU je med drugim botrovalo dejstvo, da je nemogoče, da ima posamezna ekonomija lahko hkrati fiksni menjalni tečaj, prost pretok kapitala in monetarno politiko usmerjeno k domačim ekonomskim ciljem. Za monetarni sistem obstajajo torej naslednje tri možnosti (Mrak, 2001, str. 18):

- ✘ fiksni menjalni tečaj, prost pretok kapitala in izguba neodvisnosti monetarne politike za doseg domačih ekonomskih ciljev;
- ✘ fiksni menjalni tečaj, omejen pretok kapitala in neodvisna monetarna politika;
- ✘ drseči menjalni tečaj, prost pretok kapitala in neodvisna monetarna politika.

Vsaka od teh opcij ima svoje prednosti in slabosti. Za prvo opcijo se je odločila Evropska Unija, druga opcija, ki jo je predlagal Tobin zagovarja večji nadzor nad kapitalom, tretjo opcijo, katere avtor je Friedman pa predlagajo zagovorniki svobodnega trga (Malliaris, 2002).

V EMS je postalo očitno, da kombinacija treh politik ni mogoča. Edina možnost rešitve je bila, da se države članice odpovedo neodvisni monetarni politiki. Monetarna politika je tako postala domena Evropske centralne banke. To je hkrati pomenilo, kot sem že omenil, da so države članice ostale brez pomembnega instrumenta ekonomske politike s katerim so vplivale na količino denarja v obtoku ali pa preko višin obrestnih mer vplivale na lastno gospodarsko aktivnost.

Če bo EMU kot že mnogo denarnih unij pred njo razpadla, če NAFTA nikoli ne bo prerasla okvirov prosto trgovinskega sporazuma in, če bo IMF še naprej neuspešen pri reševanju kriz in zagotavljanju stabilnosti bo imel mednarodni denarni sistem možnost izbire med nestabilnostjo in naslednjima dvema alternativama: omejevanje mobilnosti kapitala ali pa popolna fleksibilnost menjalnih tečajev.

## **7. 1. OMEJEVANJE MOBILNOSTI KAPITALA**

Stabilnost deviznih tečajev in neodvisnost domače monetarne politike je mogoče doseči le z omejevanjem pretoka kapitala. Nobelov nagradjenec James Tobin je bil mnenja, da je globalna mobilnost kapitala manj pomembna, kot neodvisna domača monetarna politika ali stabilnost deviznega tečaja in je zato predlagal davek na vse mednarodne devizne transakcije, vključno s promtnimi transakcijami ter dospetji na prihodnje pogodbe ter opcije v velikosti fiksnega odstotka vrednosti pogodbe <sup>6</sup>. Tobinov davek je imel dva cilja. Prvi je bil, da devizni tečaj odraža dolgoročno vrednost valute in ne kratkoročna pričakovanja ter tveganja, drugi pa ohranjanje avtonomnosti domače monetarne politike.

Za uvedbo Tobinovega davka obstaja kar nekaj argumentov. Prvi pravi, da bi pod določenimi pogoji takšen davek lahko zmanjšal nestabilnost deviznih tečajev. Drugi argument je potencialni novi dohodek, ki bi ga ustvaril tak davek in bi si ga lahko razdelile vlade ali multilateralne institucije. Tretji argument pa je večja avtonomnost ekonomskih politik. Tobin je za razliko od zgodnjih zagovornikov drsečega deviznega tečaja trdil, da ima tečajna

---

<sup>6</sup> Glej <http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/finek/tobin.doc>, 2003.

nestabilnost zelo visoke ekonomske in politične stroške. Teoretično je sicer mogoče, da odprta ekonomija vodi avtonomno monetarno in fiskalno politiko, vendar pod pogojem, da je pripravljena sprejeti nihanja deviznih tečajev, ki pa zelo neproporcionalno prizadenejo producente in potrošnike določenih vrst blaga. Vlade, zato zelo nerade udeležujejo svojo makroekonomsko neodvisnost (Tobin, 1978, str. 153-159).

Tobinov davek zaradi vrste razlogov ni bil nikoli uveden. Finančni lobiji, ki imajo močan politični vpliv so nasprotovali takemu davku, saj bi omejeval njihovo iskanje optimalnih globalnih investicij. Drugi problem pri uvajanju Tobinovega davka je, da bi ga morale uvesti vse države. Če ga npr. Caymanski otoki ne bi uvedli bi se mnogo mednarodnih deviznih transakcij preselilo tja, kar pa bi zopet negativno vplivalo na avtonomnost makroekonomske politike in stabilnost deviznih tečajev (Malliaris, 2002).

## **7. 2. POPOLNA FLEKSIBILNOST MENJALNIH TEČAJEV**

Druga možnost za ohranitev avtonomnosti monetarne politike, ob hkratnem prostem pretoku kapitala, je uvedba sistema čistega drsečega tečaja. V tem sistemu, ki pa ga še ne prakticira nobena država, bi se devizni tečaj oblikoval popolnoma prosto glede na ponudbo deviz in povpraševanje po njih. Velik primanjkljaj ameriške plačilne bilance, ki ima za posledico veliko ponudbo dolarjev na devizni trgih v tujini bi pri drsečem tečaju enostavno povzročil padec tečaja ameriškega dolarja. V tem primeru ne bilo potrebno imeti nikakršnih mednarodnih denarnih rezerv prav tako pa ne bi prišlo do nikakršnih denarnih posledic (Ribnikar, 1999, str. 81).

Z uvedbo popolnoma drsečega tečaja in hkratno mobilnostjo kapitala lahko država zelo učinkovito zasleduje lastne monetarne cilje, vendar to ne pomeni, da bo skupna maksimizacija blaginje dveh držav dosežena, ko bo vsaka sledila svoji lastni monetarni politiki in hkrati dopuščala mobilnost kapitala in prosto drsenje nacionalne valute. Večina vlad tudi ni pripravljena sprejeti take nestabilnosti deviznih tečajev, saj jih skrbijo vplivi uvedbe takega sistema na domačo inflacijo, alokacijo resursov in obseg uvoza ter izvoza (Malliaris, 2002).

## **8. SKLEP**

Ustanovitev EMU je zahteven proces, ki se je v Evropi začel že pred več desetletji in predstavlja politično dejanje z ekonomskimi in političnimi posledicami za celotno Evropo in njeno prihodnost. Dolgoročno zastavljena velika in uspešna EMU bo zahtevala politično voljo, razvoj skupne oz. soglasne fiskalne in denarne politike ter njuno izvedbo v skladu s (široko začrtanim) skupnim interesom in gospodarskim modelom Evrope.

Prednosti uvedbe evra so v veliki meri odvisne od obsega medsebojne trgovine držav članic in uspešnosti bodoče enotne monetarne politike, zato si je kot primarni ekonomski cilj ECB izbrala stabilnost cen, ki je osnova vsake uspešne monetarne politike in temelji na ugotovitvi, da je trajna gospodarska rast mogoča samo v razmerah monetarne stabilnosti.

Za uspešno delovanje gospodarstev v EMU je nujno, da so si gospodarstva po strukturi podobna. V nasprotnem primeru se lahko pojavijo asimetrični šoki, ki bi prizadeli specifično regijo. To bi lahko bilo zelo problematično saj EU trenutno zaradi nemobilnosti delovne sile, rigidnosti plač in odsotnostjo dovolj velikega centralnega proračuna nima alternativnega mehanizma prilagajanja. Eden glavnih izzivov za EMU bo torej odprava strukturnih neskladij, kar bi omogočilo procese realne konvergence oz. zmanjšalo razlike v stopnjah gospodarske razvitosti med članicami ter omogočila trajno dolgoročno rast.

Slovenija trenutno dosega 70-75 % povprečja razvitosti EU in je z vidika procesov realne konvergence torej 25-30 % pod stopnjo razvitosti EU. Maastrichtski kriteriji po drugi strani določajo splošne pogoje nominalne konvergence (ta je doslej zaradi makroekonomske stabilizacije ugodno vplivala na realno), ki so nujni za vodenje enotne denarne politike ECB na območju EMU. Njihovo izpolnjevanje je pogoj za vstop v mehanizem deviznih tečajev ERM 2, ki je zadnja stopnja pred prevzemom evra. Pri izpolnjevanju omenjenih kriterijev bo za Slovenijo ključni izziv prepolovitev sedanje inflacijske stopnje, medtem ko pri izpolnjevanju dveh fiskalnih kriterijev verjetno ne bo težav.

Z vstopom v EMU se bo Slovenija sicer odrekla samostojni denarni politiki in politiki deviznega tečaja, vendar pričakovane koristi vstopa (predvsem pozitivni vpliv enotne valute na mednarodno trgovino in nižje realne obrestne mere) presegajo slabosti, zato lahko na dolgi rok pričakujemo večjo gospodarsko rast. Izguba denarne samostojnosti pa se bo po drugi strani odrazila v potrebi po večji fleksibilnosti cen in trga delovne sile ter večji vlogi fiskalne politike pri kratkoročni stabilizaciji gospodarstva.

## 9. LITERATURA

1. DAMIJAN Jože et al.: Ocena makroekonomskih učinkov vstopa Slovenije v EU. Ljubljana: GZS, 2003. 102 str.
2. DE SOUSA Pedro: Independent and Accountable Central Banks and the European Central Bank. Eiop. (URL: <http://eiop.or.at/eiop/pdf/2001-009.pdf>), 15.12. 2002.
3. FERLINC Maja, JEŠOVNIK Peter: Prilagajanje slovenskih podjetij evru. GZS. (URL: <http://www.gzs.si/ASPDatoteka.asp?ID=1029>), 20.2. 2003.
4. FRELIH Primož: Policy mix v EU. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 41 str.
5. GOODHEART Charles: What should central banks do, what should be their macroeconomic objectives and operations. Economic Journal, London, 104(1994), 11, str. 1424-1435.
6. JAZBEC Boštjan, CORICELLI Fabrizio, MASTEN Igor: Exchange rate pass through in candidate countries. Cepr. (URL: <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3894.asp>), 25.5. 2003.
7. LAVRAČ Vladimir: Evropska monetarna integracija na prehodu iz EMS v EMU. Bančni vestnik, Ljubljana, XL (1991), 11, str. 426-431.
8. LAVRAČ Vladimir: Denarna ureditev s stališča priprav na EMU. Naše gospodarstvo, Ljubljana, 1998, 1-2, str. 26-35.
9. LAVRAČ Vladimir: Slovenija in skupna evropska monetarna politika po vstopu Slovenije v EU in EMU. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja, 2000. 30 str
10. MALLIARIS A.G.: Global Monetary Instability: The Role of the IMF, the EU and NAFTA. (URL: <http://www.naefa.org/Presidential%20Address.htm>), 14.3. 2003.
11. MRAK Mojimir: Mednarodne finance. Tretji del: Evropska monetarna integracija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001. 28 str.
12. RIBNIKAR Ivan: Monetarna ekonomija II: Mednarodni denarni sistem. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 169 str.
13. RIBNIKAR Ivan: Monetarna ekonomija III: Denarna teorija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.
14. RIBNIKAR Ivan: Od bližnjega do končnega cilja denarne politike. Bančni vestnik, Ljubljana, (1998), 4, str. 45-48.
15. SERVAIS Dominique: A single financial market. Luxemburg: Office for official publications of the European Communities, 1995. 117 str.
16. TOBIN James: The new economics one decade older. Princeton: Princeton University Press, 1978. 220 str.
17. WELFENS Paul J.J.: European monetary integration - EMS developments and international post Maastricht perspectives. Berlin : Springer - Verlag, 1994. 361 str.
18. ZALAR Igor: Evro kot mednarodna valuta. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1996. 52 str.

## 10. VIRI

1. Bilten BS 2001.  
(URL: [http://www.bsi.si/html/publikacije/usm\\_d\\_p/usm\\_den\\_pol.pdf](http://www.bsi.si/html/publikacije/usm_d_p/usm_den_pol.pdf)), 22.2. 2003.
2. Deutsche Bank Research.  
(URL: <http://www.skb.si/info/evro/info-evro-prav.html>), 7.4. 2003.
3. Evro.  
(URL: <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/unija.html>), 19.3. 2003.
4. EMU.  
(URL: <http://www.bsi.si/html/projekti/evro/faze.html>), 15.4. 2003.
5. European commision: Resolution of the Amsterdam European Council.  
(URL: <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/1vb/125021.htm>), 14.3. 2003
6. Eurotreatise.  
(URL: <http://www.eurotreatise.com/>), 12.1.2003.
7. Evropska centralna banka  
(URL: <http://www.ecb.int>), 14.2. 2003.
8. James Tobin.  
(URL: <http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/finek/tobin.doc>), 12.3. 2003.
9. Poročilo o napredku Republike Slovenije pri vključevanju v Evropsko unijo. Ljubljana: Služba vlade RS za evropske zadeve, 2001. 228 str.
10. The Single monetary Policy in Stage Three. ECB.  
(URL: <http://www.ecb.int/pub/pdf/gedo98en.pdf>), 12.1. 2003.
11. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.  
(URL: <http://www.sigov.si/zmar/arhiv/>), 14.3. 2003.
12. Urad vlade za informiranje.  
(URL: <http://evropa.gov.si/eu/evro>), 19.2. 2003
13. Vodič po Evropski uniji.  
(URL: [www.evropska-unija.si/Evropska\\_unija/Vodic/pregled\\_den\\_povezave.htm](http://www.evropska-unija.si/Evropska_unija/Vodic/pregled_den_povezave.htm)), 14.1. 2003.