

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

**DENARNA POLITIKA ECB:
SOODVISNOST MONETARNE POLITIKE IN FISKALNE
POLITIKE V EMU**

Ljubljana, oktober 2005

ANDREJA REJC

IZJAVA

Študentka **Andreja Rejc** izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom **dr. Igorja Mastena** in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 26. 10. 2005

Podpis:

KAZALO

1. UVOD.....	1
2. NASTANEK ECB	2
3. DENARNA POLITIKA ECB	3
3.1. V stabilnost usmerjena strategija monetarne politike	4
3.1.1. Definicija stabilnosti cen	5
4. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB	6
4.1. Operacije na odprtem trgu.....	6
4.2. Odprta ponudba bankam.....	7
4.3. Obvezne (minimalne) rezerve	8
5. TRANSMISIJSKI MEHANIZEM MONETARNE POLITIKE ECB.....	8
5.1. EMU in možne asimetrije v transmisijskem mehanizmu.....	9
6. VSTOP DRŽAV V EMU	12
6.1. Maastrichtski konvergenčni kriteriji	13
6.2. Pakt stabilnosti in rasti.....	13
6.2.1. Prenovljen Pakt stabilnosti in rasti	14
7. VODENJE MONETARNE POLITIKE EMU IN FISKALNIH POLITIK DRŽAV ČLANIC PO 1. 1. 1999	15
7.1. Inflacija	15
7.1.1. Vzroki za razlike v inflacijskih stopnjah	17
7.1.1.1. Inflacijske razlike, ki so posledica procesa konvergence.....	17
7.1.1.2. Inflacijske razlike zaradi strukturnih razlik	18
7.1.1.3. Faktorji, povezani s politiko	19
7.1.2. Možne posledice inflacijskih razlik in vloga ECB	20
7.1.3. Primer Irske: vzroki in posledice visoke inflacije.....	23
7.2. Fiskalna politika v državah članicah EMU	25
7.2.1. Proračunski primanjkljaj in javni dolg v prvih letih EMU	25
7.2.2. Ocena fiskalnega prilagajanja in strategij.....	27
7.2.3. Vpliv fiskalne politike na makroekonomsko stabilnost in cene.....	29
7.2.3.1. Kratkoročen vpliv fiskalnih politik	30
7.2.3.2. Dolgoročen vpliv fiskalnih politik	31
7.2.4. Pakt stabilnosti in rasti in ECB	32
7.2.5. Potreba po strukturnih reformah v državah evro območja.....	33
7.2.6. Izzivi za javne finance evro območja	35
8. SKLEP	36
LITERATURA	39
VIRI.....	40

1. UVOD

Medtem ko je v Evropski monetarni uniji monetarna politika skupna, skrbijo za fiskalne politike še vedno države članice. Na eni strani imamo tako neodvisno institucijo, ki sledi skupnemu cilju stabilnosti cen, na drugi strani pa snovalce fiskalnih politik, ki so podvrženi pritiskom javnosti in ne delujejo vedno v korist skupnih ciljev Evropske monetarne unije. Z vstopom v EMU so države izgubile možnost uporabe monetarnih mehanizmov prilagajanja ob asimetričnih gospodarskih šokih. Ostala jim je možnost prilagajanja preko alternativnih mehanizmov, kot sta fiskalna politika in trg dela. Toda prva je omejena s Paktom stabilnosti in rasti, trgi dela pa so precej nefleksibilni. S krepitvijo evropskih integracijskih procesov in vedno večjo medsebojno odvisnostjo in povezanostjo gospodarstev članic EU, se povečujeta tako število kot intenziteta različnih kanalov prelivanja ukrepov ekonomskih politik preko državnih meja.

Stabilnost cen je skupna dobrina vseh držav EMU in je pogoj za gospodarski razvoj in blaginjo ljudi. Oblikovanje fiskalnih politik je posebej pomembno za vzdržnost javnih financ in potencialno gospodarsko rast. Vzdržnost javnih financ ima pozitiven učinek na makroekonomske razmere. Fiskalne politike ustvarjajo tudi okolje v katerem deluje monetarna politika.

V diplomski nalogi bom predstavila, kakšno je stanje v državah članicah EMU po uvedbi skupne valute evra, kako je nanje vplivala skupna monetarna politika in kako so svojo vlogo odigrale fiskalne politike. Ugotavljal bom, kakšni so odnosi med monetarno in fiskalno politiko, kako so države izpolnjevale zahteve Pakta stabilnosti in rasti in kako so države vplivale na monetarno politiko ECB. Države se med seboj v marsičem razlikujejo – v strukturi trga dela in proizvodnega sektorja, v odprtosti do držav izven evro območja, v življenjskem standardu itd. To vpliva na disperzijo inflacijskih stopenj med državami in na obvladovanje gospodarskih šokov ter na transmisijski mehanizem monetarne politike. Razlikujejo se tudi po stanju v javnih financah, kar vpliva na makroekonomsko stabilnost, obvladovanje recesij in tudi na stabilnost cen.

Uvodu sledi drugo poglavje, ki opisuje nastanek Evropske centralne banke. V tretjem poglavju so opisani strategija in cilji monetarne politike. Četrto poglavje je predstavitev instrumentov denarne politike, s katerimi nastopa na denarnem trgu. V petem poglavju so predstavljeni transmisijski mehanizem monetarne politike in možne asimetrije v EMU. Kljub enotni monetarni politiki imajo ukrepi Evropske centralne banke različne posledice v posameznih državah članicah. V šestem poglavju so opisani maastrichtski konvergenčni kriteriji, ki so jih morale države izpolniti pred vstopom v EMU in Pakt stabilnosti in rasti, ki je nastal zaradi strahu pred prekomernim zadolževanjem držav članic po izpolnitvi konvergenčnih kriterijev. Sedmo poglavje predstavi gibanje inflacije v državah članicah po vstopu v EMU. Podani so vzroki in posledice disperzije inflacijskih stopenj in opis na primeru

Irske. Zadnji del poglavja pa se nanaša na fiskalne politike držav članic. Opisuje njihovo izpolnjevanje zahtev Pakta stabilnosti in rasti, združljivost s ciljem stabilnosti cen in njihovo uspešnost. Osmo poglavje zaključuje diplomsko nalogo.

2. NASTANEK ECB

Dolgoletna prizadevanja držav članic Evropske unije (EU) za nadgradnjo skupnega trga s skupno valuto so 1. 1. 1999 pripeljala do uvedbe evra in nastanka Evropske monetarne unije (EMU). V tem trenutku je Evropska centralna banka (ECB), ki je bila formalno ustanovljena 1. 6. 1998 s sedežem v Frankfurtu, od enajstih nacionalnih centralnih bank (od leta 2001 dvanajstih) prevzela odgovornost za vodenje skupne monetarne politike evro območja.

ECB je osrednja, nadsocijalna monetarna institucija EMU. Nasledila je Evropski monetarni inštitut (EMI), ki je bil ustanovljen, da pripravi vse potrebno za ustanovitev ECB in da oblikuje osnovne smernice za vodenje skupne denarne politike na območju evra. (Mrak, 2002, str. 408, 409) Pri svojem delovanju se povezuje z nacionalnimi centralnimi bankami (NCB) držav članic. Tako govorimo o Evrosistemu, ki ga sestavljajo ECB in NCB tistih dvanajstih držav članic, ki so se odpovedale samostojni denarni politiki in svoje valute zamenjale z evrom. Širši pojem je Evropski sistem centralnih bank (ESCB), ki vključuje še NCB trinajstih držav članic EU, ki še niso v EMU. Te države ne odločajo o denarni politiki evro območja.

Lastnice (oziroma delničarke) ECB so nacionalne centralne banke. Delež kapitala, ki ga mora vložiti posamezna NCB v ECB, je odvisen od dveh faktorjev:

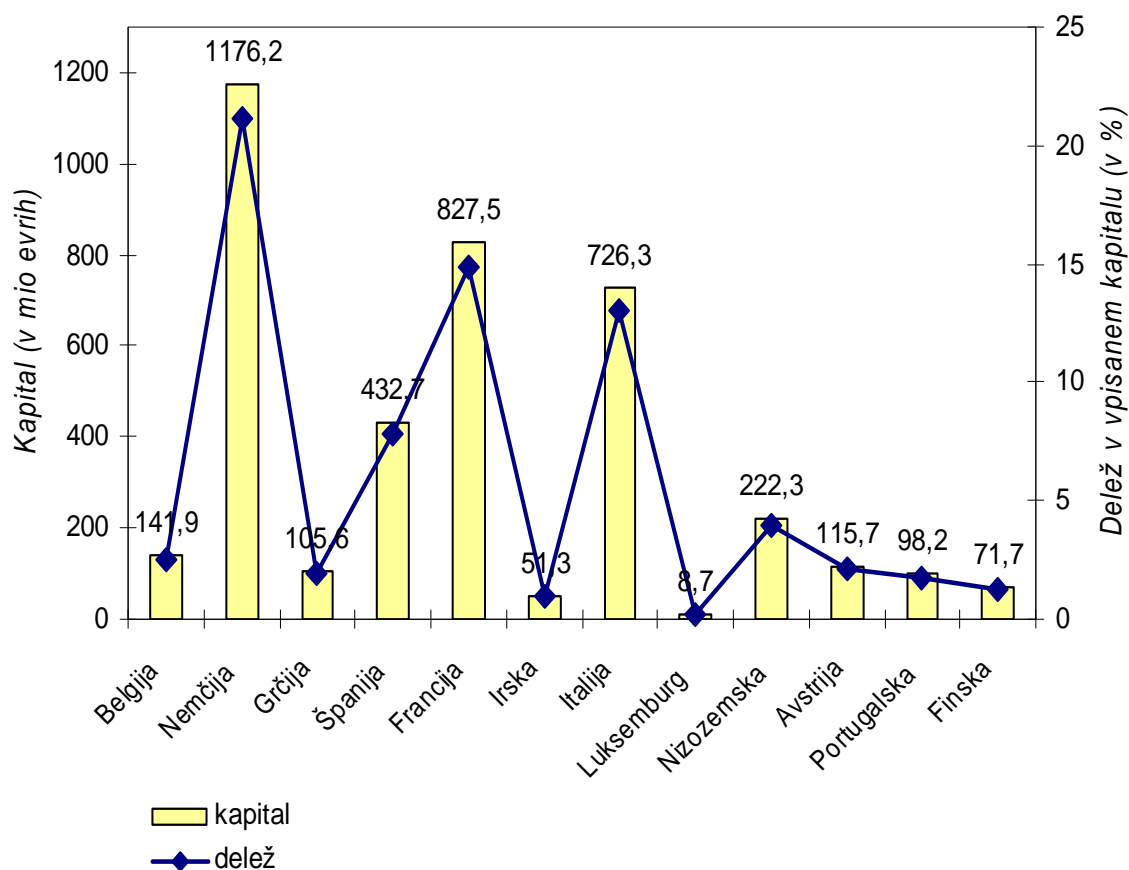
- deleža države v skupnem BDP in
- deleža države v skupnem številu prebivalstva EU.

Pri izračunu deleža kapitala se upošteva 50 % deleža v skupnem BDP in 50 % deleža v skupnem številu prebivalstva. Ti deleži so izračunani tudi za članice EU, ki še niso stopile v EMU (Ribnikar 1999, str. 17). Te prispevajo v ECB 7 %¹ izračunanega deleža vpisanega kapitala zaradi operativnih stroškov ECB. Ob vstopu v EMU pa bodo morale vplačati še preostalih 93 % vpisanega kapitala. Vsakih pet let se deleži posamezne države v kapitalu ECB prilagodijo spremembi obeh faktorjev.

Dobiček iz naslova denarne politike ECB se deli na dva dela. 80 % se ga razdeli NCB sorazmerno z njihovim deležem v kapitalu ECB. 20 % nerazdeljenega dobička gre v rezerve ECB (Ribnikar 1999, str. 17). NCB, ki niso v evro območju, do dobička niso upravičene, prav tako niso dolžne pokrivati izgube ECB.

¹ Ta delež je pred 1. majem 2004 znašal 5 %.

Slika 1: Vrednost vložene kapitala dvanajstih NCB članic EMU v kapitalu ECB in njihovi deleži v vpisanem kapitalu 1.5.2004



Vir: Scheller, 2004, str. 115, 116; Lastni izračun.

NCB so poleg kapitala morale na ECB prenesti mednarodne denarne rezerve (MDR). Delež posamezne centralne banke se je določil z deležem v kapitalu ECB. Na začetku se je preneslo 39,47 milijard evrov MDR (Ribnikar 1999, str. 17). Grčija je ob vstopu v EMU leta 2001 prispevala 1,028 milijarde evrov. Konec leta 2004 so MDR znašale okoli 39,8 milijard evrov. Sestavljene so iz ameriškega dolarja, japonskega jena in zlata (15 % MDR). Tuje devizne rezerve in podobne obveznosti predstavljajo v bilanci stanja ECB velik delež in so podvržene tveganju spremembe deviznega tečaja in obrestne mere.

3. DENARNA POLITIKA ECB

ECB izvaja denarno politiko s svojimi aktivnostmi ali preko NCB evro območja. Te opravljajo naloge v skladu s pravili in smernicami, ki so jih določili organi odločanja ECB. Lahko opravljajo tudi druge naloge, vendar te ne smejo biti v nasprotju s cilji in smernicami evrosistema.

ECB je neodvisna institucija (prav tako NCB), vendar je hkrati demokratično odgovorna. Komunicirati in sodelovati mora z javnimi institucijami in organi, sodišče EU (*angl. European Court of Justice*) spremlja legalnost njenih aktivnosti, zunanja kontrola pa kontrolira finančni menedžment in integriteto ECB.

Neodvisnost ščiti ECB pred vplivi, ki bi bili lahko v nasprotju z doseganjem njenega glavnega cilja. Zato ji javnost pripisuje več kredibilnosti, kot če bi njeno delovanje diktirala vlada. Koncept neodvisnosti vključuje (Scheller, 2004, str. 121–124):

1. *Institucionalno neodvisnost*, ki prepoveduje, da bi ECB, NCB, ali katerikoli član njenih organov odločanja iskal ali sprejemal navodila javnih institucij in organov, katerekoli vlade, države članice ali drugih organov.
2. *Zakonsko neodvisnost*, ki pravi da so ECB in NCB različni pravni subjekti in daje ECB pravico, da ukrepa pred Evropskim sodiščem (ECJ), če jo oškoduje javna institucija ali država članica.
3. *Osebnost neodvisnost*, ki jo imajo člani organov odločanja ECB. Zaradi tega so njihovi mandati relativno dolgi. Mandat guvernerja NCB mora trajati najmanj pet let z možnostjo ponovne izvolitve. Mandat članov direktorija pa traja osem let in člani nimajo možnosti ponovne izvolitve. Pred samovoljnimi odstavitvami jih ščiti zakon, ki točno določa pogoje za takšen ukrep.
4. *Funkcionalno in operativno neodvisnost*, ki daje ECB ustrezne pristojnosti in oblast za doseg glavnega cilja. Tak primer je celoten nadzor nad denarno bazo evro območja.
5. *Finančno in organizacijsko neodvisnost*, ki pomeni, da imajo ECB in NCB lastne finančne vire in prihodke ter uživajo organizacijsko avtonomijo. Kapital ECB je vpisan in ga vplačajo NCB. ECB ima svoj proračun, ki je neodvisen od proračuna EU. Prav tako ima pravico, da pogoje o zaposlitvi svojega osebja določa samo in da organizira notranjo strukturo kot ji najbolj ustreza. V nasprotju s tem imajo države članice določen vpliv na svoje NCB, in sicer pri proračunu, distribuciji dobička in pri kadrovanju.

ECB je odgovorna javnosti, predsednikom držav, predsednikom vlad in Evropskemu parlamentu. Zaradi tega in zahteve po transparentnosti njenega delovanja, mora o svojih aktivnostih poročati vsako četrtoletje in izdelati tedenska finančna poročila ter letno poročilo. Predstavi jih mora Evropskemu parlamentu, Svetu ministrov EU, Evropski komisiji in Svetu Evrope. Izdaja tudi veliko publikacij.

3.1. V stabilnost usmerjena strategija monetarne politike

Glavni cilj ECB je stabilnost cen in je definiran v njenem statutu. Zasleduje se jo na srednji rok. Vsi ostali cilji so primarnemu podrejeni. Če niso v nasprotju z osnovnim ciljem, je ECB dolžna podpirati ostale ekonomske politike skupnosti. Te vključujejo visoko stopnjo

zaposlenosti in zmerno, ne inflacijsko rast. Razlog za takšno strategijo je v tem, da lahko monetarna politika resnično vpliva le na raven cen v gospodarstvu.

ECB lahko s svojo politiko vpliva na gospodarstvo, ker ima monopolni položaj nad kreiranjem primarnega denarja. Vendar s spreminjanjem količine denarja v obtoku ne more dolgoročno vplivati na gospodarsko rast in zaposlenost. Spremeni se namreč le splošna raven cen, ostale spremenljivke pa ostanejo nespremenjene. Direktni vpliv na realni dohodek in zaposlenost ni možen, ker nima ustreznih orodij, s katerimi bi lahko dolgoročno vplivala na realne spremenljivke. To je naloga drugih ekonomskih akterjev, odgovornih za vodenje fiskalne in strukturne politike.

Izpolnjevanje cilja stabilnosti cen na srednji rok prinaša veliko pozitivnih učinkov. Prispeva k doseganju širših ekonomskih ciljev, kot so višji življenjski standard, visoka stopnja gospodarske aktivnosti in boljše zaposlitvene možnosti.

3.1.1. Definicija stabilnosti cen

Oktobra 1998 je Svet guvernerjev ECB objavil kvantitativno definicijo cilja stabilnosti cen. Harmoniziran indeks življenjskih potrebščin (angl.: *Harmonised Index of Consumer Prices*, krajše HICP) naj bi iz leta v leto rasel v pasu 0-2 %. Zaželeni nista ne inflacija ne deflacija. HICP je bil na novo uveden indeks za merjenje inflacije, ki je harmoniziran za vse države EU in ga sestavlja Eurostat. ECB priznava, da HICP ni popoln, saj na primer ne zajema povečane kakovosti dobrin in storitev, kakor tudi ne sprememb v potrošniških navadah.

Stabilnost cen je treba vzdrževati na srednji rok, saj monetarna politika kratkoročno (nekaj tednov ali mesecev) ne more uravnavati rasti cen ali inflacije. Njeni vplivi se odražajo na cenah z določenim časovnim odlogom, obseg dejanskega vpliva pa je negotov. To pomeni, da so določena kratkoročna nihanja v inflaciji neizogibna, saj monetarna politika ne more odpraviti vseh nepredvidenih motenj v gibanju cen.

S to definicijo je postala monetarna politika ECB bolj transparentna. Lažje je meriti uspešnost njenega izvajanja in prepoznavati deviacije v razvoju cen, saj je bil kriterij jasno postavljen. Javnosti pa daje steber za oblikovanje inflacijskih pričakovanj.

Ob definiciji stabilnosti cen strategija vsebuje dva stebra, katerih naloga je zbiranje in analiza informacij. Te so potrebne pri vodenju denarne politike in pri doseganju glavnega cilja ECB. Uvajanje pristopa dveh stebrov omogoča primerno obravnavo različnih perspektiv, ki dajo celotno sliko tveganj pri doseganju stabilnosti cen. Različen pristop pri interpretaciji ekonomskih razmer zmanjša tveganje napačne politike, ki je lahko posledica pretiranega zaupanja v en sam indikator, v eno samo napoved ali model (Scheller, 2004, str. 83).

4. INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE ECB

Evrosistem ima pri implementaciji denarne politike na razpolago več instrumentov monetarne politike. Najverjetneje so bili izbrani najboljše instrumenti, ki so bili na voljo na podlagi dotedanjih izkušenj centralnih bank. ECB tako vodi *operacije na odprtem trgu* (*angl.: open market operations*), ponuja *odprto ponudbo bankam* (*angl.: standing facilities*) in zahteva, da kreditne institucije držijo *obvezne ali minimalne rezerve* (*angl.: minimum reserves*) (Ribnikar, 1999a, str. 129) – glej Prilogo 1.

ECB vodi kratkoročne obrestne mere na denarnem trgu tako, da signalizira pozicijo monetarne politike in da upravlja z likvidnostjo na denarnem trgu. V prvem primeru lahko spreminja pogoje, pod katerimi je pripravljena opraviti transakcijo na denarnem trgu. Skrbi tudi za pravilno delovanje denarnega trga in pomaga bankam zadostiti potrebe po likvidnosti na čimbolj enostaven način.

Evrosistem mora delovati po principu ekonomije odprtega trga, v pogojih proste konkurence, z namenom učinkovite alokacije resursov.

4.1. Operacije na odprtem trgu

Operacije na odprtem trgu igrajo najpomembnejšo vlogo v denarni politiki ECB. Signalizirajo pozicijo denarne politike, uravnavajo višino obrestnih mer in zagotavljajo potrebna likvidnostna sredstva ali pa absorbirajo presežno likvidnost. Te operacije se začnejo z iniciativo ECB, ki določi instrument, ki se bo uporabil, čas izvedbe in pogoje. Operacije na odprtem trgu lahko ECB izvede s standardnimi licitacijami (*angl.: standard tenders*), hitrimi licitacijami (*angl.: quick tenders*) ali z bilateralnimi postopki. V večini primerov gre za operacije, ki jim čez čas sledijo nasprotne operacije (*angl.: reverse transactions*) Povečanju / zmanjšanju količine primarnega denarja sledi čez čas zmanjšanje / povečanje količine primarnega denarja. Takečasne transakcije imenujemo tudi repo posli. Institucije, ki poleg ECB nastopajo v repo poslih kot nasprotna stran, morajo izpolnjevati določene kriterije. Za posojena sredstva centralna banka zahteva ustrezno finančno aktivo (*angl.: eligible assets*), ki služi kot jamstvo za dano posojilo. To je potrebno, ker se centralne banke ne smejo izpostavljati kreditnemu tveganju. Ustrezna aktiva sta aktiva ali premoženje, ki se lahko zastavita za posojilo, ali aktiva ali premoženje, ki ju kupujejo centralne banke pri operacijah na odprtem trgu. Obstajata aktiva prve vrste (*angl.: tier one assets*) in aktiva druge vrste (*angl.: tier two assets*), ki pa se po kvaliteti in primernosti ne razlikujeta. Aktivo prve vrste določa ECB in vsebuje dolžniške vrednostne papirje visoke kreditne bonitete iz evro območja denominirane v evrih². Aktivo druge vrste določajo nacionalne centralne banke s soglasjem

² ECB ima objavljen seznam na svojih spletnih straneh, ki ga dnevno obnavlja in je dostopen javnosti.

ECB. Ti vrednostni papirji so pomembni za določen nacionalni finančni trg in bančni sistem³.

Druga možnost so dokončni nakupi ali prodaje (*angl.: outright purchases in outright sales*) s strani centralnih bank. Institucijam, ki tu nastopajo kot nasprotna stran, ni treba izpolnjevati posebnih pogojev, kot to velja v primeru začasnih transakcij.

Operacije na odprtem trgu se delijo v štiri skupine:

- glavna refinanciranja (*angl.: main refinancing operations*),
- dolgoročna refinanciranja (*angl.: long-term refinancing operations*),
- fina uravnavanja (*angl.: fine-tuning operations*),
- strukturne operacije (*angl.: structural operations*).

Glavna refinanciranja so najpomembnejši instrument denarne politike ECB. Njihova primarna naloga je zagotavljanje likvidnosti na finančnem trgu, hkrati pa z določanjem obrestnih mer⁴ za glavno refinanciranje ECB vpliva na tržne obrestne mere in signalizira pozicijo denarne politike. *Operacije dolgoročnega refinanciranja* omogočajo finančnim institucijam, da pridejo do dolgoročnejših likvidnostnih sredstev. Pri teh operacijah ECB ne določa obrestne mere, saj nima namena signalizirati pozicije monetarne politike. *Fina uravnavanje* je instrument denarne politike, ki je namenjen tako zagotavljanju, kot tudi absorpciji likvidnosti. Evrosistem izvaja te posle ad hoc. Z njimi uravnava likvidnost in oblikuje obrestne mere na denarnem trgu. Uporabljajo se, ko se pojavi nepričakovana fluktuacija likvidnosti, in sicer da se ublaži vpliv na obrestno mero na denarnem trgu. S *strukturnimi operacijami* ECB spreminja strukturni položaj denarnega trga. Z njimi lahko zagotavlja ali pa absorbira odvečno likvidnost.

4.2. Odprta ponudba bankam

Odprta ponudba bankam je namenjena zagotavljanju in absorpciji likvidnostnih sredstev preko noči. Izvaja se decentralizirano, preko nacionalnih centralnih bank. ECB v naprej določi dvoje obrestnih mer, minimalno (*angl.: floor*) za deponirana sredstva in maksimalno (*angl.: ceiling*) za posojila. V pasu med obema obrestnima merama pa se gibljejo tržne obrestne mere za deponirana oz. posojena sredstva preko noči.

Odprta ponudba bankam je instrument, pri katerem je pobuda za njegovo izvedbo na strani bank. Na voljo sta dva instrumenta, in sicer: možnost zadolževanja (*angl.: marginal lending facility*) in možnost deponiranja sredstev (*angl.: deposit facility*).

Pri obeh instrumentih v splošnem ne obstaja meja glede višine sredstev, ki jih lahko ECB

³ Prav tako nacionalne banke objavijo in obnavljajo seznam primernih aktiva prve vrste.

⁴ Obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja je obrestna mera, ki se je uporabljala pri avkcijah s fiksno obrestno mero za operacije, izvršene pred 28. junijem 2000. Po tem datumu predstavlja ta obrestna mera izključno obrestno mero, ki se uporablja pri avkcijah z variabilno obrestno mero.

posodi ali pa sprejme kot depozit. Dana instrumenta ECB uporablja tako, da dosega glavni cilj. Zato lahko kadarkoli spremeni pogoje posojanja sredstev oz. sprejemanja depozitov, lahko tudi zavrne ali omeji posamezne institucije pri uporabi instrumentov odprte ponudbe bankam. Spremenjene obrestne mere so veljavne šele naslednji delovni dan Evrosistema. Vsi pogoji so enaki po vsem evro območju.

4.3. Obvezne (minimalne) rezerve

ECB zahteva od finančnih institucij evro območja, da na računih pri nacionalnih centralnih bankah držijo določene obvezne (minimalne) rezerve (*angl.: minimum ali required reserves*). Sistem minimalnih rezerv je uniformiran za celotno evro območje. Med osnovo za izračun obveznih rezerv spadajo depoziti preko noči, depoziti z dospelostjo do dveh let, depoziti z možnostjo preklica z najavo do dveh let, dolžniški vrednostni papirji z dospelostjo do dveh let in kratkoročni vrednostni papirji.

Dolgoročne obveznosti bank in repo posli niso vključeni v bazo za izračun minimalnih rezerv. Višina minimalnih rezerv, ki jih mora držati posamezna kreditna institucija znaša 2 %.

Banke morajo izračunano povprečno višino obveznih rezerv vzdrževati v posameznem enomesečnem obdobju. Da pa se zagotovi, da ta sistem ne ovira bančnega sistema ali pa onemogoča učinkovito alokacijo resursov, bankam ni treba dnevno izpolnjevati zahtevane ravni obveznih rezerv. Obrestne mere za obvezne rezerve so obrestovane po mejni obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja, kar pomeni da so blizu tržnim obrestnim meram. Če banka ne izpolni svojih obveznosti držanja zahtevane ravni rezerv, je podvržena sankcijam (Krašovec, 2002, str. 17–18).

V sistem obveznih rezerv so vključene kreditne institucije s sedežem v evro območju in kreditne institucije, ki so ustanovljene izven evro območja, a imajo podružnico v državi v evro območju.

5. TRANSMISIJSKI MEHANIZEM MONETARNE POLITIKE ECB

Primarni cilj denarne politike ECB je ohranjanje cenovne stabilnosti. Transmisijski mehanizem je proces, s pomočjo katerega monetarna politika vpliva na ekonomijo na splošno, zlasti pa na raven cen. Če hočejo denarne oblasti uspešno stabilizirati agregatni proizvod in preprečiti naraščanje inflacije, morajo dobro poznati delovanje transmisijskega mehanizma.

ECB je bil dan monopol nad kreiranjem primarnega denarja in s tem dominanten vpliv na razmere in obrestne mere na denarnem trgu. Transmisijski mehanizem začne delovati s

spremembo obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, ki spremeni razmere na denarnem trgu. Ostale obrestne mere, devizni tečaj in cene delnic se na spremembo na denarnem trgu odzovejo z različnim zamikom. Spremenijo se lahko inflacijska pričakovanja, pa tudi necenovni dejavniki, kot je dostopnost posojil. Velikost, smer in čas teh sprememb so odvisni od strukture finančnih trgov, od ekonomskega obnašanja tržnih udeležencev, stopnje konkurence, likvidnosti trgov in možnosti arbitraže z različnimi finančnimi instrumenti. Ekonomisti so z raziskavami odkrili različne kanale, skozi katere deluje transmisijski mehanizem denarne politike. Ti so: kanal obrestnih mer, kanal drugih vrst finančnega premoženja, kanal menjalnega tečaja in kreditni kanal (Žnidarčič, 2003, str. 13–14).

Transmisijski mehanizem monetarne politike ECB je kompleksen splet ekonomskih interakcij. Kljub mnogim raziskavam je delno še vedno neznanka. Z uvedbo evra leta 1999 so se najverjetneje spremenile povezave med različnimi ekonomskimi spremenljivkami. Zato bo za boljše razumevanje transmisijskega mehanizma evro območja treba počakati na več informacij, ki pa jih bo prinesel čas.

5.1. EMU in možne asimetrije v transmisijskem mehanizmu

Merjenje in analizo različnih kanalov transmisijskega mehanizma otežujeta dva dejavnika. Prvi je ta, da se različni kanali različno razvijajo in skozi čas različno odzivajo na spremembe v ekonomskem obnašanju in na institucionalne spremembe. Drugi dejavnik je dejstvo, da denarna politika ne deluje v vakuumu. V EMU vplivajo na cenovne šoke poleg denarne politike še številni notranji in zunanji dejavniki, kot so geopolitični dejavniki, naravne katastrofe ali rast cen nafte, na katere ECB nima vpliva. Zato je v realnosti težko ločiti vpliv denarne politike od ostalih ekonomskih šokov na stopnjo inflacije (Žnidarčič, 2003, str. 15).

Poznavanje delovanja transmisijskega mehanizma monetarne politike na evro območju je zelo pomembno, saj zaradi različnih odzivov posameznih držav na enotno monetarno politiko lahko prav ta povzroči večjo heterogenost v gospodarskih ciklih držav EMU. Več avtorjev je trdilo, da med državama evro območja transmisijski mehanizem ni enak, kar lahko zaplete izvajanje enotne monetarne politike (Angeloni, Ehrmann, 2003, str. 6). Pričakuje se, da bodo asimetrije v zgodnjih letih evra večje zaradi procesa konvergence gospodarskih in finančnih struktur in zaradi agentov, ki se še niso popolnoma prilagodili režimu nove politike. V nasprotju z ZDA so se države EMU odpovedale le samostojni denarni politiki, obdržale pa so samostojnost vseh ostalih politik (fiskalne, davčne, plačne itd.), kar navaja na to, da bo določena stopnja heterogenosti transmisijskega mehanizma stalnica evro območja (Suardi, 2001, str. 5–6).

Kanal obrestnih mer je še vedno najpomembnejši transmisijski kanal. Vpliv obrestnih mer je vedno precejšen in včasih je pomemben vir gibanja investicij. Za kanal obrestnih mer je ključni indikator stopnja odprtosti do držav izven evro območja. Prenos negativnih impulzov

povpraševanja na cene in agregatni proizvod je odvisen od nagiba kratkoročne in dolgoročne krivulje agregatne ponudbe.

Države evro območja so del istega denarnega trga in imajo enako krivuljo dobička. Toda nacionalni bančni sektorji so segmentirani, kar nakazuje na različno prehajanje od tržnih obrestnih mer na bančne obrestne mere za kredite. Odziv kratkoročnih obrestnih mer za kredite na obrestne mere denarnega trga je tako v Italiji, Nemčiji in Španiji občutno manjši kot v Belgiji, Franciji in na Nizozemskem (Suardi, 2001, str. 9 – 10). Nepričakovano povečanje kratkoročnih obrestnih mer začasno zmanjša proizvod. Največji vpliv doseže približno v enem letu (Angeloni et al., 2003a, str. 25).

Proizvodni sektorji, ki se srečujejo s povpraševanjem, občutljivim na obrestno mero (gradbeništvo, proizvodnja trajnih dobrin), in kapitalno intenzivni proizvodni sektorji (težka industrija, proizvodnja transportne opreme) bodo ob restriktivni denarni politiki najverjetneje doživeli večje znižanje produkcije. Znotraj EMU obstajajo določene razlike. Nemčija in Italija imata večji proizvodni, Španija pa večji gradbeni sektor. Nemčija je v proizvodnji trajnih potrošniških dobrin bolj specializirana kot na primer Francija in Italija. To kaže, da so države z večjim deležem teh sektorjev v BDP relativno bolj občutljive na spremembe v denarni politiki. Krugman je menil, da bo kombinacija enotnega trga in EMU povečala regionalno specializacijo v Evropi, kar naj bi povečalo občutljivost na asimetrične motnje. Nekateri pa menijo, da do teh procesov ne bo prišlo.

V vseh teorijah monetarnega transmisijskega mehanizma je realen monetarni vpliv odvisen od nepopolnega prilagajanja cen, kar nakazuje na to, da so razlike v stopnji rigidnosti cen še en potencialni vzrok asimetričnih odzivov agregatnega proizvoda. Stanje na trgu dela vpliva na fleksibilnost plač in cen, zato je smiselna tudi primerjava med nacionalnimi institucijami trga dela, saj se med državami razlikujejo (Suardi, 2001, str. 11–12). Cene se na nenadno spremembo kratkoročnih obrestnih mer odzivajo počasneje kot obseg proizvodnje. V prvem letu se skoraj ne spremenijo, potem pa skozi nekaj naslednjih let postopno padajo (Angeloni et al., 2003a, str. 25).

Proces proti popolni integraciji skupnega trga zmanjšuje monopolno moč nacionalnih trgov dobrin in storitev, kar vodi k višji elastičnosti povpraševanja po proizvodih, ki bo vplivala na povečanje elastičnosti povpraševanja po delovni sili. Toda težko je verjeti, da bosta enotna denarna politika in skupen trg privedla do enotnega trga delovne sile, saj ta ne more odpraviti jezikovnih, kulturnih in zgodovinskih razlik. Trenutne razmere na trgu delovne sile odražajo nacionalne preference, kar določa obseg in hitrost reform trga dela. Čeprav evro predstavlja enega od elementov konvergence pri oblikovanju inflacijskih pričakovanj, pa trg delovne sile predstavlja realne možnosti za povečanje razlik. Države, ki so reformirale svoje trge delovne sile prej in v večjem obsegu (Danska, Irska, Nizozemska), so dokaz, kako je mogoče povečati razlike v stopnji nezaposlenosti kljub enotni denarni politiki in naraščajoči ekonomski integraciji.

Velike razlike v EMU najdemo tudi v zadolženosti gospodinjstev. Najvišji dolg, merjen kot razmerje med dolgom in razpoložljivim dohodkom, ima Nizozemska (154 %), najmanj pa Italija (37 %). Pomembna sta tudi dospelost in dejstvo, na kakšne obrestne mere so dolgovi vezani. Dvig obrestnih mer bolj zmanjša razpoložljiv dohodek, če so dolgovi vezani na kratkoročne obrestne mere. Razlika med realnim in finančnim premoženjem je tudi v tem, da je finančno premoženje bolj občutljivo na mednarodne vplive. Zaradi tega je vpliv domače denarne politike na domače cene finančnega premoženja omejen. Konvergence v ureditvi trgov stanovanj ni mogoče napovedati, saj je ta trg zaznamovan z direktnimi in indirektnimi državnimi intervencijami (Suardi, 2001, str. 12–16).

Tudi spremembe menjalnega tečaja evra vplivajo na države evro območja asimetrično. Apreciacija evra bo imela večji vpliv na ekonomsko aktivnost v tistih državah članicah, ki izvozijo relativno več dobrin in storitev v tretje države. Države članice, v katerih je uvoz iz ne-evro območja relativno visok, pa se bodo soočale z večjim vplivom na domače cene in z večjim nasprotnim vplivom na domače realne prihodke. Izvoz v tretje države je proporcionalno večji v majhnih odprtih gospodarstvih evro območja in ta so tudi relativno bolj izpostavljena spremembam menjalnega tečaja. Ta kanal je s skupno denarno politiko ECB precej izgubil na pomenu, saj je evro območje relativno zaprto ekonomsko območje. Kljub temu so znotraj EMU posamezne države in regije (Belgija, Nizozemska, Irska), ki so bolj odprte do zunanjih trgov in zaradi tega bolj izpostavljene spremembam menjalnega tečaja (Suardi, 2001, str. 16–17). Honohan in Lane sta ugotovila, da obstaja močna povezava med gibanjem menjalnega tečaja in razlikami v inflacijskih stopnjah držav članic. Izkazalo pa se je tudi, da ob depreciaciji spremembe hitreje vplivajo na inflacijo kot v primeru apreciacije menjalnega tečaja (Honohan, Lane, 2004, str. 8).

Kanal bančnih posojil, ki je ena od različic kreditnega kanala, temelji na dejstvu, da igrajo banke pomembno vlogo na finančnih trgih in da so še posebej usposobljene za reševanje problemov asimetričnih informacij. Določeni posojilojemalci nimajo dostopa do drugih posojil kot do bančnih. To so ponavadi mala podjetja in fizične osebe, velika podjetja pa se lahko zadolžijo neposredno na kapitalskih trgih. V Italiji in Španiji mala podjetja zaposlujejo 80 % vseh zaposlenih, medtem ko v Nemčiji in na Nizozemskem okrog 60 %. Ekspanzivna denarna politika tako povzroči povečanje bančnih depozitov in s tem tudi bančnih posojil. Pri restriktivni denarni politiki zmanjšanje razpoložljivosti posojil najbolj prizadene mala podjetja. Največji vpliv ECB preko tega kanala se pri restriktivni politiki pojavlja v državah z večjim deležem majhnih podjetij. V državah evro območja se dobičkonosnost, koncentracija in finančna moč bank močno razlikujejo. Banke na Nizozemskem in v Belgiji so bolj dobičkonosne in finančno močnejše kot na primer tiste v Franciji in Italiji (Suardi, 2001, str. 17–19). Strukturne razlike v nacionalnih bančnih sistemih so pogosto izpostavljene kot glavni vir asimetrij v transmisijskem mehanizmu (Angeloni, Ehrmann, 2003, str. 7).

Angeloni, Mojon, Kashyap in Terlizzese so prišli do ugotovitve, da je vloga bank v transmisijem mehanizmu manjša, kot se je mislilo. Za nekatere države se je izkazalo, da je posojanje bank irelevantno za transmisijem mehanizem. Velikost in kapital bank naj tudi ne bi igrala velike vloge pri zagotavljanju posojil kot odgovoru na monetarno politiko. V nasprotju s tem pa je likvidnost bank zelo pomembna pri zagotavljanju posojil. To velja za skoraj vse države, kjer so opazili vpliv spremembe monetarne politike na zagotavljanje posojil (Angeloni et al., 2003a, str. 26).

Razvoj in integracija finančnih trgov ponujata nižje stroške kapitala in večjo izbiro virov financiranja. Obenem pa lažji dostop do kreditov povečuje odvisnost ekonomskih agentov od izposojenih sredstev in povečuje njihovo izpostavljenost spremembam uradne obrestne mere in spremembam denarnega toka.

Konvergenca držav EMU je proces, ki se je začel že pred letom 1999. Skupna denarna politika ECB bo skozi čas zagotovo pripomogla k zmanjševanju največjih razlik med državami. Največje poenotenje se je že zgodilo na denarnih trgih, kjer imamo danes enotno referenčno obrestno mero in enotna pravila za obvezne rezerve. Kljub enotnemu trgu in eni valuti lahko pričakujemo, da bodo med državami še naprej obstajale razlike (v strukturi proizvodnje, na trgu stanovanj, na trgu dela in v pravnem sistemu), kar pomeni, da bo določena stopnja asimetrije v transmisijem mehanizmu vedno prisotna.

6. VSTOP DRŽAV V EMU

Prvega januarja 1999 je enajst držav članic EU (Belgija, Nemčija, Francija, Italija, Avstrija, Španija, Luksemburg, Nizozemska, Portugalska, Irska in Finska) vstopilo v monetarno unijo in uvedlo skupno valuto evro (EUR). Prvega januarja 2001 se jim je kot dvanajsta članica pridružila še Grčija, ki ji je uspelo izpolniti predpisane pogoje za vstop v monetarno unijo. Tri članice EU – Velika Britanija, Danska in Švedska se do zdaj še niso odločile vstopiti v EMU in prevzeti EUR (Mrak, 2002, str. 385). Sprva je bil evro uveden le kot knjižna valuta in se je tako uporabljal le na finančnih trgih in v bančnem poslovanju. S 1. 1. 2002 je dvanajsterica držav svoje nacionalne bankovce in kovance začela nadomeščati z evri in jih v celoti zamenjala do 1. 3. 2002, ko je v teh državah evro postal edino zakonito plačilno sredstvo.

Ideja evropske monetarne integracije se je začela pojavljati v zgodnjih sedemdesetih letih. Skupna valuta je zahtevala veliko stopnjo ekonomske usklajenosti in političnega sodelovanja med državami, zato je bil proces evropske monetarne integracije zahteven in dolgotrajen. Potekal je postopno prek prehodnih oblik evropske monetarne integracije, evropske valutne kače in EMS (Evropske monetarne skupnosti), ki sta države članice EU pripravila na vstop v monetarno unijo. Ker je načrt uvajanja skupne valute bil zahteven proces, so ga izvedli postopno, prek treh faz oblikovanja evropske ekonomske in monetarne unije in treh faz uvajanja evra. Pristop postopnega napredovanja se je izkazal kot pravi, saj je državam

članicam omogočil, da so se postopno privajale in ustrezno pripravile na izgubo monetarne suverenosti in prevzem evra (Mrak, 2002, str. 385).

6.1. Maastrichtski konvergenčni kriteriji

V maastrichtski pogodbi o Evropski uniji so države članice EU predpisale pet konvergenčnih kriterijev, ki jih morajo izpolniti države kandidatke za EMU. Maastrichtski konvergenčni kriteriji so kvantificirane minimalne zahteve glede stabilnosti pri vodenju monetarnih, fiskalnih in deviznotečajnih politik držav članic EU. Njihov namen je zagotavljati stabilnost skupne evropske valute, ki naj bi bila vsaj tako trdna, kot so bile najtrdnejše evropske valute. To je bil tudi pogoj, pod katerim se je bila Nemčija pripravljena odreči svoji trdni marki in vstopiti v EMU. Maastrichtski konvergenčni kriteriji vključujejo tri monetarne kriterije (glede inflacije, obrestnih mer in deviznega tečaja) in dva fiskalna kriterija (glede javnofinančnega deficita in javnega dolga) (Mrak, 2002, str. 407).

104. člen pogodbe o Evropski uniji dopušča pri obeh fiskalnih kriterijih nekoliko fleksibilno interpretacijo glede njunega izpolnjevanja. Upoštevajo se izjemne okoliščine in tendenca gibanja v pravo smer. Čeprav javnega dolga ni mogoče drastično zmanjšati v kratkem času, pa velja, da se mora referenčni vrednosti približevati z zadovoljivo hitrostjo (Rant, 2002, str. 9–10). Oba kriterija odražata skrb za nizko inflacijo v EMU, saj lahko visok odstotek državnega zadolževanja spodbudi državo k inflacijskemu financiranju dolga. Poleg tega obstaja pri visoko zadolženi državi nevarnost plačilne nesposobnosti, kar pripelje do negativnih eksternalij tudi za preostale članice EMU.

6.2. Pakt stabilnosti in rasti

Fiskalne politike imajo pomemben vpliv na ekonomsko rast in inflacijo, zato je potrebno, da monetarne oblasti skrbno spremljajo njihov razvoj. Z namenom, da bi zmanjšali tveganje stabilnosti cen zaradi nacionalnih fiskalnih politik, so leta 1997 članice EU dopolnile konvergenčne kriterije s Paktom stabilnosti in rasti. Ta vsebuje zahteve glede nacionalnih fiskalnih politik tudi po vstopu v EMU ter določa postopke in roke ugotavljanja, nadzora, odpravljanja in sankcioniranja presežnih fiskalnih primanjkljajev. V skladu s tem morajo države vsako leto pripraviti programe stabilnosti, kjer predstavijo načine za doseganje srednjeročnih fiskalnih ciljev.

Pakt stabilnosti in rasti zahteva od držav, da je javnofinančni položaj na srednji rok izravnani ali v presežku. To bi omogočalo državi v recesiji, da kljub fiskalnemu primanjkljaju ne bi presegla predpisane meje 3 % BDP države. V primeru presežnega proračunskega deficita se od države pričakuje, da sprejme ustrezne ukrepe in najkasneje v enem letu po njegovi ugotovitvi popravi neugodno stanje, razen če gre za izjemne razmere. Za posebne okoliščine

se šteje močnejša recesija, ki jo predstavlja padec BDP za več kot 2 % letno. Pri padcu BDP od 0,75 do 2 % je ocena glede upravičenosti preseganja dovoljenega fiskalnega primanjkljaja stvar pogajanj in dogovorov. Če gre za neupravičeno preseganje predpisane meje in država ne ukrepa po priporočilih sveta, so za tako državo predvidene sankcije v višini 0,2 do 0,5 % BDP⁵. Sprva gre za neobrestovan depozit, ki pa se po preteku dveh let od uvedbe sankcij spremeni v plačilo kazni, če v tem času presežni fiskalni primanjkljaj ni odpravljen.

Problemi pri Paktu stabilnosti in rasti so v tem, da odločitve o sankcijah zahtevajo dvotretjinsko večino glasov, kar ni lahko doseči, kazni pa delujejo na gospodarstvo države, ki je že v težavah, še dodatno negativno. Poleg tega fiskalna politika v EU ni centralizirana in ostaja domena nacionalnih držav članic (Mrak, 2002, str. 412–413). Ker predstavlja fiskalna politika enega izmed blažilcev asimetričnih šokov, obstaja nevarnost, da bo ob odsotnosti dovolj obsežnega evropskega proračuna in instrumenta deviznega tečaja vloga nacionalnih proračunov kot avtomatičnih stabilizatorjev močno ovirana, recesije pa bodo zaradi tega globlje (Rant, 2002, str. 12–13). Toda tudi visoke ravni javnega dolga zmanjšujejo manevrski prostor fiskalne politike v primeru recesije.

6.2.1. Prenovljen Pakt stabilnosti in rasti

Pakt stabilnosti in rasti je doživel že mnogo kritik. Pojavile so se zahteve po njegovem preoblikovanju. Konec marca 2005 je Svet Evrope na srečanju v Bruslju preoblikoval Pakt stabilnosti in rasti. Osnovni pravili sta ostali enaki: maksimalni proračunski primanjkljaj je 3 % BDP in maksimalni javni dolg je 60 % BDP.

Določili so izjeme pri interpretaciji teh pravil, kar pa jih praktično dela neučinkovite. Kot prvo, država, ki prekorači mejo 3% BDP in se sooča z gospodarskimi problemi, ima zdaj pet let časa, da spravi primanjkljaj pod to mejo. Nadalje, država lahko brez posledic preseže mejo 3 %, če so izdatki, ki so povzročili prekoračitev bili namenjeni za doseganje evropskih ciljev ali za pospešitev mednarodnega prilagajanja. Ti izdatki vključujejo izdatke za izobraževanje, raziskave, obrambo, finančno pomoč in za nedefinirane izdatke, ki bi lahko prispevali k evropski enotnosti. Ti popravki Pakta so bili deležni mnogih kritik, saj naj bi sedaj ne bilo več nobenega omejevanja proračunskega primanjkljaja posameznih držav.

Nevarnost, ki izhaja iz tega je, da bo vsaka država dobila ustrezno razlago za naraščajoč fiskalni primanjkljaj, ob zavedanju, da ne bo nikakršnega formalnega pritiska s strani drugih članic EMU in da bo vpliv na obrestne mere enak za vse članice EMU (Feldstein, 2005, str. 8–9)

⁵ Sankcija v obliki depozita je sestavljena iz fiksne dela, ki znaša 0,2 % BDP in variabilnega dela, ki je odvisen od višine presežnega deficita, pri čemer oba dela skupaj ne smeta presežati 0,5 % BDP.

7. VODENJE MONETARNE POLITIKE EMU IN FISKALNIH POLITIK DRŽAV ČLANIC PO 1. 1. 1999

Medtem ko je monetarna politika enotna za celotno evro območje, pa je fiskalna politika ostala predvsem skrb vsake posamezne države članice EMU. Zaradi skrbi, da se bodo države po izpolnitvi maastrichtskih konvergenčnih kriterijev in vstopu v EMU spet vrnile na stara pota glede trošenja in zadolževanja, je nastal Pakt stabilnosti in rasti, katerega institucionalni okvir sem opisala v šestem poglavju. Visoke ravni javnega dolga in proračunskega deficita imajo namreč lahko negativne posledice na ostale članice EMU.

Monetarna politika in fiskalne politike evro območja medsebojno vplivajo ena na drugo. Obe vrsti politike vplivata na glavne makroekonomske spremenljivke, kar ustvarja soodvisnost pri zasledovanju ciljev. Na eni strani fiskalna politika vpliva na razvoj cen, realne obrestne mere in premijo za tveganje, prav tako pa tudi na agregatno povpraševanje in potencialni agregatni proizvod. Vpliva torej na vse spremenljivke, ki jih mora spremljati monetarna politika, ki se osredotoča na stabilnost cen. Na drugi strani monetarna politika vpliva na kratkoročne obrestne mere, inflacijska pričakovanja in na premijo za tveganje, vkomponirano v dolgoročne državne obveznice, kar vse vpliva na gospodarsko okolje, v katerem deluje fiskalna politika.

7.1. *Inflacija*

V svojih zgodnjih letih je morala ECB monetarno politiko voditi v zelo spremenljivem okolju, z množico različnih šokov, ki so precej vplivali na razvoj srednjeročnih cen. Od začetka leta 1999 do sredine leta 2000 se je zelo povečala cena nafte, evro pa depreceiral. Prav tako se je cena nafte precej dvignila v letu 2004. Leta 2001 je prišlo do povečanja cene hrane, kar je bila posledica vrste epidemij pri živini. V takšnem okolju, ki predstavlja grožnjo naraščanju cen, je pomembno, da monetarna politika prepreči, da bi takšen razvoj spremenil tudi inflacijska pričakovanja. ECB mora biti pri odgovorih na šoke srednjeročno orientirana, kar pomeni, da mora gledati preko kratkoročnih gibanj cen, da bi ustrezno signalizirala njihov dolgoročni razvoj.

V prvih letih EMU so neugodni šoki v nekaterih državah članicah vplivali na rast inflacije in na disperzijo inflacijskih stopenj med državami. Kljub temu pa je povprečna stopnja HICP na evro območju vsa leta (razen leta 1999) bila malenkost nad 2 %, kar je zgornja meja definicije stabilnosti cen ECB. Obenem pa so indikatorji dolgoročnih inflacijskih pričakovanj v evro območju bili skoraj konstantno pod, vendar blizu 2 %. Na takšnih stopnjah so inflacijska pričakovanja ostala tako med obdobjem rasti kot med obdobjem padanja inflacijskega pritiska. To kaže na to, da javnost in trg zaupata usmeritvam ECB v ohranjanje stabilnosti cen na srednji rok. Verodostojnost je bistvenega pomena, saj lahko le tako zagotavlja stabilnost

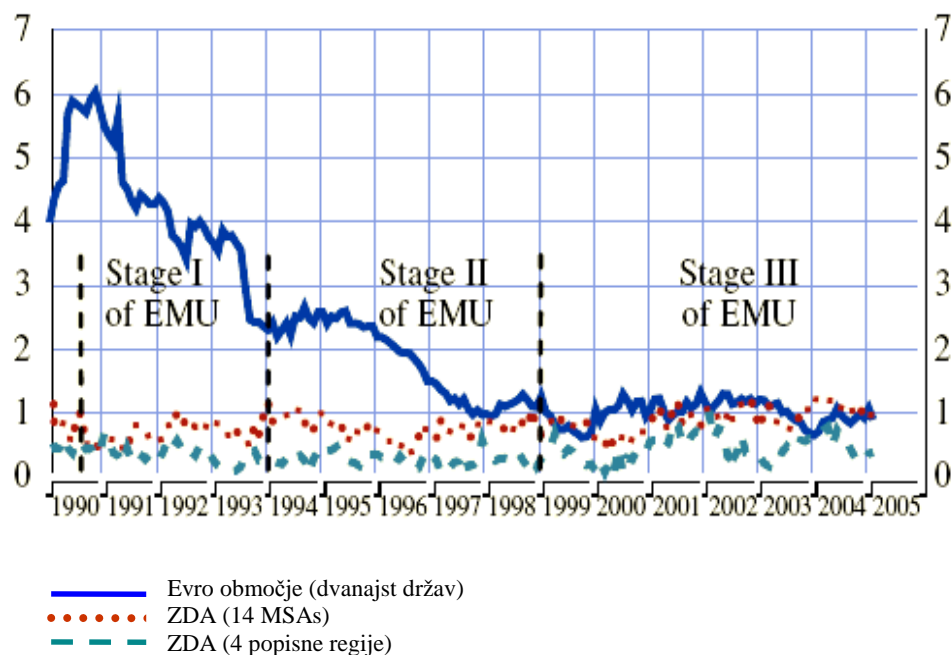
cen in to tako, da gospodarskim subjektom nudi jasne napotke pri oblikovanju cen in plač tudi v neugodnih okoliščinah.

V obdobju pred uvedbo evra so se države zelo trudile izpolniti Maastrichtske konvergenčne kriterije, ki so potencialne vstopnice v EMU silili h konvergenci njihovih inflacijskih stopenj. Po začetku EMU pa so bile omejitve glede inflacijske konvergence odstranjene in ECB je prevzela kontrolo nad monetarno politiko EMU. S tem so države članice izgubile monetarno suverenost in možnost uporabe monetarne politike kot odgovor na specifične regionalne šoke (Duarte, 2003, str. 58). V evro območju obstajajo tako ciklične kot strukturne razlike med državami, kar povzroča asimetrije v transmisijem mehanizmu monetarne politike ECB. Zato je ta včasih preohlapna, včasih pa preveč restriktivna za razmere na nacionalnih ravneh. To povečuje pomembnost alternativnih možnosti prilagajanja, kot so fiskalna politika in trg dela, ki kompenzirajo monetarno rigidnost, obenem pa lahko vplivajo na zmanjšanje asimetrij transmisijskega mehanizma. Manjša kot je fleksibilnost teh kanalov, večja je možnost, da se bodo ciklični problemi sprevrgli v trajnejše, strukturne probleme (Björkstén, Syrjänen, 1999, str. 16).

Razlike v inflacijskih stopnjah in cikličnih spremenljivkah niso nič novega in nenavadnega v velikih monetarnih unijah, vendar si te v EMU zaslužijo posebno pozornost (zaradi omejene mobilnosti produkcijskih faktorjev, rigidnosti na trgu dela in proizvodov, zaradi odsotnosti centraliziranega mehanizma fiskalnih transferjev in decentralizirane odgovornosti za fiskalne in druge gospodarske politike). Prvi razlog je ta, da sta trg dela in proizvodov v Evropi še vedno le delno integrirana. Za to je potreben čas. Kar pa pomeni, da bodo medtem države evro območja bolj nagnjene k različnemu razvoju cen in gospodarske rasti. Drugi razlog pa je, da je večina faktorjev, ki povečujejo razlike, v veliki meri odvisna od nacionalnih politik (proračunske in davčne politike, politike konkurence, regulacije trga dela itd.). Zaradi nacionalnih razlik je lahko interpretacija indikatorjev evro območja bolj zapletena, kar otežuje odločitve Sveta guvernerjev ECB, ki oblikujejo monetarno politiko za celotno evro območje (Angeloni, Ehrmann, 2004, str. 6).

Rast HICP se med državami evro območja razlikuje, vendar so te razlike precej manjše kot v preteklosti. Glej Sliko 2 na strani 17. V devetdesetih letih prejšnjega stoletja so se razlike v razvoju inflacije med državami evro območja precej zmanjšale. Zmanjševanje se je nadaljevalo tudi po začetku tretje faze EMU leta 1999 in doseglo najnižjo raven v drugi polovici leta 1999. Do začetka leta 2001 so se razlike spet zmerno povečevale, potem pa so ostale stabilne. V letu 2003 so se razlike med inflacijo držav članic EMU spet znižale in dosegle raven iz druge polovice leta 1999. Kljub mnogim diskusijam v zvezi s povečanjem disperzije inflacijskih stopenj v evro območju v obdobju med letoma 1999 in 2002 je primerjava z Združenimi državami Amerike pokazala, da razlike niso bile bistveno drugačne. Kljub temu pa, če bodo disperzije inflacijskih stopenj še naprej podobne v obeh unijah, bodo lahko inflacijske asimetrije v evro območju povzročale več problemov kot v ZDA zaradi omejenosti alternativnih mehanizmov prilagajanja (Honohan, Lane, 2003, str. 14).

Slika 2: Disperzija letnih inflacijskih stopenj v evro območju, 14 glavnih statističnih območij ZDA (MSAs) in štirih popisnih regij ZDA (netehtana standardna deviacija v odstotnih točkah)



Vir: ECB Monthly Bulletin, 2004, 5, str. 62.

7.1.1. Vzroki za razlike v inflacijskih stopnjah

Razumevanje vzrokov za nastanek razlik v inflacijskih stopnjah je pomembno, saj se le tako lahko zagotovi, da bo javnost sprejemala monetarno politiko EMU. Prav tako je poznavanje vzrokov potrebno, da se olajša prilagajanje držav (Honohan, Lane, 2003, str. 2).

K razlikam v inflacijskih stopnjah med državami članicami prispevajo domači faktorji – stroški dela, stopnja dobička in neto indirektni davki, ter zunanji faktorji – uvožene cene. Faktorji se ločijo po tem, ali so le začasni, povezani s procesom konvergence, ali povezani z dolgotrajnimi in trajnimi razlikami v nacionalnih gospodarskih strukturah. Ločijo se še na faktorje, ki so povezani z vodenjem nacionalnih fiskalnih in strukturnih politik, ter na faktorje, ki povzročajo različne regionalne odzive na politiko evro območja.

7.1.1.1. Inflacijske razlike, ki so posledica procesa konvergence

Enotna nominalna obrestna mera, ki je bila uvedena ob začetku tretje faze EMU, je pomemben prehodni faktor inflacijskih razlik v prvih letih EMU. V državah, ki so se pred uvedbo evra soočale z visoko inflacijo, so se občutno znižali nominalne (in realne) obrestne mere in finančni stroški. To je prispevalo k motnjam v domačem povpraševanju in posledično pritisku na cene, predvsem v sektorjih netrgovanih dobrin in storitev.

Konvergenca cen trgovanih dobrin

Implementacija skupnega trga in evra sta prispevala k zmanjšanju disperzije ravni cen v glavnem za trgovane dobrine (dобрine, s katerimi se v osnovi brez težav trguje preko meje države). To je deloma prispevalo k disperziji inflacijskih stopenj v prvih letih uvedbe evra, vendar je njihov relativni prispevek težko kvantificirati. Ta vrsta konvergence ravni cen naj bi sčasoma izgubila na pomenu.

Konvergenca ravni cen za netrgovane dobrine in storitve: Balassa-Samuelson efekt

Komponente HICP so tudi dobrine in storitve, s katerimi se ne trguje med državami. Center Balassa-Samuelsonove hipoteze so razlike med rastjo produktivnosti med sektorjema trgovanih in netgovanih dobrin. Če se poveča produktivnost trgovanih dobrin, se bodo plače povečale, ne da bi se povečali stroški dela na enoto. Če obstaja visoka mobilnost delovne sile med sektorjama, se bodo plače povečale tudi v sektorju netgovanih dobrin, kljub nižji povprečni rasti produktivnosti. Posledično se bodo cene v tem sektorju povečale več kot povprečno.

Balassa-Samuelsonov efekt povezujejo tudi s procesom konvergence v življenjskem standardu med državami. Države z nižjim življenjskim standardom imajo tudi nižje cene. Ko lovijo države z višjim življenjskim standardom, povečujejo produktivnost hitreje kot one. Viša se življenjski standard, pa tudi cene, predvsem tistih proizvodov in storitev, ki jih ni enostavno prodajati čez mejo (stanovanja, frizerstvo ...). Tako naj bi države z nižjimi začetnimi ravnmi cen beležile hitrejšo rast cen, kot tiste z višjo začetno ravni cen. Te učinke je težko kvantificirati in so le delna razlaga za inflacijske razlike med državami članicami. Ti učinki naj bi med sedanjimi članicami sčasoma izginili, relevantni pa bodo ob vstopu novih članic, ki bodo štartale iz nižje ravni dohodka in cen.

7.1.1.2. Inflacijske razlike zaradi strukturnih razlik

Heterogenost v vzorcih potrošnje

Preference potrošnikov se med državami razlikujejo, zato se razlikujejo tudi ponderji pri konstrukciji nacionalnih HICP. To lahko ustvari razlike med nacionalnimi HICP, četudi so stopnje inflacije za posamezne dobrine v vseh državah enake. Empirične raziskave kažejo, da ta faktor ne prispeva veliko k disperziji inflacij v evro območju.

Stopnja odprtosti in struktura trgovine

Divergenca inflacijskih stopenj evro območja je lahko tudi posledica različnih nacionalnih izpostavljenosti spremembam menjalnega tečaja in cen vhodnega materiala. Razlike v stopnji odprtosti, strukturi mednarodne trgovine in trgovske povezave z državami nečlanicami evro območja so dejavniki, ki so tudi relevantni pri pojasnjevanju inflacijskih razlik. Na primer države, ki pretežno uvažajo iz držav izven evro območja, bodo ob depreciaciji evra doživele drugačen pritisk na inflacijo kot države, ki večinoma uvažajo iz držav članic EMU.

Rigidnost plač in cen

Proces prilagajanja spremenjenim gospodarskim razmeram zahteva prilagajanje relativnih cen med regijami in sektorji. Ob tem lahko šoki na strani ponudbe in povpraševanja povzročijo rast inflacijskih razlik med regijami in sektorji monetarne unije. Prisotnost rigidnosti prizadene mehanizem oblikovanja cen in plač, kar upočasni potrebno prilagajanje in prispeva k trajnejšim razlikam v inflacijskih stopnjah. Cene se v evro območju prilagajajo počasneje kot v ZDA. Cene energije in nepredelane hrane se spreminjajo pogosteje od cen storitev.

Precejšen del dolgotrajne divergence v razvoju cen lahko izhaja iz različnega razvoja plač in mehanizma oblikovanja plač med državami evro območja.

7.1.1.3. Faktorji, povezani s politiko

Na stopnjo heterogenosti v monetarni uniji lahko vplivajo tako skupna monetarna politika kot regionalne politike. Fiskalna politika lahko povzroči razlike med inflacijskimi stopnjami in razlike v gospodarskih rasteh. Spremembe v administrativnih cenah in indirektnih davkih lahko kratko- ali srednjeročno prispevajo k disperziji inflacijskih stopenj. Ta delež naj bi bil sicer majhen zaradi nizkega deleža v izračunu HICP. Bolj pomemben je vpliv fiskalne politike zaradi neprimerne uporabe fiskalnih instrumentov. V preteklih letih je pro-ciklični vpliv fiskalnih politik pripomogel k dvigu cikličnih razlik med državami članicami. Vir inflacijskih razlik so lahko tudi strukturne politike, ki se izvajajo na nacionalnih ali regionalnih ravneh. Na primer politike, ki želijo vplivati na strukturo trga dela, lahko povzročijo spremembo mehanizma oblikovanja plač. Drugo dejstvo pa je, da so v nekaterih državah prisotne kolektivne pogodbe o zaposlitvah z indeksacijskimi klavzulami, kar lahko pripomore k trajnosti inflacijskih razlik (ECB Monthly Bulletin, 2005, 5).

Monetarna politika je v monetarni uniji tudi eden od možnih vzrokov za disperzijo inflacijskih stopenj med državami. Vzrok so razlike v transmisijem mehanizmu med državami, še posebej ob prisotnosti različnih stopenj nominalnih rigidnosti. Sprememba nominalnih obrestnih mer ECB vpliva na tržne obrestne mere in menjalni tečaj, kar vpliva na potrošnjo in cene ter v končni fazi na inflacijo. Vzroki za različen prenos teh impulzov so opisani v petem poglavju.

Do razlike v stopnjah inflacije med državami evro območja je v preteklih letih prihajalo tako zaradi začasnih kot zaradi trajnejših dejavnikov. Obsegi notranjih politik, kot so spremembe administrativnih cen in stopenj indirektnih davkov, so varirali med državami in tako prispevali k razlikam v inflaciji. Začasno večjo disperzijo inflacije povzročajo tudi različne hitrosti izvajanja strukturnih reform med državami in različna stopnja izpostavljenosti zunanji šokom (razlike v odvisnosti od nafte). Do razlik v stopnjah inflacije je prišlo tudi zaradi povezave med gospodarskim ciklom in stopnjo inflacije. Države evro območja, ki so imele stopnjo inflacije nad povprečjem, so zabeležile najvišjo stopnjo rasti v domačem povpraševanju in visoko gospodarsko rast. Svoje so prispevale tudi razlike v fiskalnih politikah. V Grčiji in na Irskem je bila fiskalna politika v preteklih letih relativno

ekspanzivna. V Grčiji, na Irskem, na Portugalskem in manj v Španiji je na dokaj visoko inflacijo glede na povprečje evro območja vplivalo prilagajanje cen in dohodkov, ki je znano kot Balassa-Samuelsonov (BS) učinek. Nasprotno pa v Nemčiji ni bilo takšnih razlik v rasti produktivnosti med sektorjema trgovanih in netrgovanih dobrin, kar je prispevalo k inflaciji, nižji od povprečja evro območja.

7.1.2. Možne posledice inflacijskih razlik in vloga ECB

Splošno sprejeto je, da lahko ECB kontrolira le agregatno inflacijsko stopnjo za celotno evro območje, saj nima na voljo orodij, s katerimi bi vplivala na variacije inflacije v državah članicah. Zakaj bi torej ECB morala biti pozorna na povečevanje razlik v inflacijskih stopnjah? Če je trg dela nefleksibilen, fiskalna politika pa je omejena s Paktom stabilnosti in rasti, je proces prilagajanja nacionalnih ekonomij monetarnim in drugim neravnovesjem otežen. V takšnih okoliščinah pa niso potrebne zelo velike razlike v prilagajanju članic, preden to postane problem (Björkstén, Syrjänen, 1999, str. 7).

Nekateri viri inflacijskih razlik v EMU so skoraj neškodljivi. Mednje lahko štejemo prilagajanje cen zaradi različnih začetnih ravni cen. Hitreje rastoče države naj bi imele v tranziciji začasno višjo inflacijo, dokler ne bi dosegle novega dolgoročnega ravnotežja relativnih cen. Neproblematično naj bi bilo tudi dejstvo, da se košarice dobrin, iz katerih računajo nacionalne HICP, razlikujejo med državami.

Vse inflacijske razlike pa ne nastanejo zaradi zgoraj omenjenih virov. Obstajata dve dimenziji, ki bi lahko povzročali skrbi zaradi razlik. Ena je strah pred trajnimi inflacijskimi razlikami, druga pa strah zaradi šibkih mehanizmov prilagajanja, ki lahko vodita do uničujočih konjunkturalnih ciklov in do pregrevanja gospodarstva (Honohan, Lane, 2003, str. 4–5).

Strah pred trajno inflacijo

Za EMU je značilen model, ki predvideva centralizirano monetarno politiko, ki naj bi bila sposobna kontrolirati dolgoročno inflacijo v uniji. Če divergentne inflacijske stopnje iz zgodnjih let EMU ekstrapoliramo v prihodnost kot dolgoročne vztrajne inflacijske razlike, se pojavlja skrb, da je mogoče kaj narobe z modelom. Vlade nacionalnih držav morajo skrbeti za blagostanje svojih državljanov, za katere je relevantna le regionalna stopnja inflacije. Ob takšnem razvoju bodo vlade soočene z zahtevo po zmanjšanju prekomerne inflacije, vendar brez možnosti uporabe monetarnih instrumentov.

Analize blaginje kažejo, da zaradi inflacijskih stopenj, ki so jih izkusile države evro območja do zdaj še ni bilo velikih agregatnih izgub bogastva. Prišlo pa je do distribucijskih efektov in novih značilnosti za monetarno unijo. Z nominalno obrestno mero, ki je fiksna na ravni unije, in nadpovprečno inflacijo prihaja do nizkih ali celo negativnih realnih obrestnih mer. To

lahko pomeni opazne transferje bogastva (od kreditodajalcev k dolžnikom) in lahko povzroči dvig cen premoženja (na primer hiš) v posamezni članici.

Učinek pretiranega nacionalnega odziva na zaznavanje prekomerne trajne inflacije – ali deflacije – se lahko prelije tudi na druge članice unije. Država, ki se sooča s trajno deflacijo, lahko na to reagira z nebrzdano fiskalno ekspanzijo in krši pravila Pakta stabilnosti in rasti ter potencialno povzroči motnje na finančnih trgih evro območja (Honohan, Lane, 2003, str. 4–5). Po najslabšem scenariju bi se država, nezadovoljna zaradi posledic, ki jih je prinesla inflacija po vstopu v EMU, lahko celo odločila da izstopi iz monetarne unije. To bi imelo destabilizacijski učinek za celo unijo (Björkstén, Syrjänen, 1999, str. 7).

Šibki mehanizmi prilagajanja

Bolj upravičena je verjetno skrb zaradi šibkih mehanizmov prilagajanja v primeru večkratnih in dolgotrajnih odstopanj relativnih cen od povprečja ali v primeru izmeničnega pregrevanja in recesije gospodarstva. Čeprav dolgoročne inflacijske stopnje konvergirajo v uniji, pa se lahko pričakuje začasne asimetrične šoke iz različnih virov, ki vplivajo na relativne cene.

Na primer, če obstajajo na strani ponudbe kratkoročne omejitve, bodo motnje v agregatnem povpraševanju povzročale domačo inflacijo in spremembe realnega menjalnega tečaja. Čeprav je lahko takšna inflacija popolnoma prehodne narave, pa obstaja potencialna nevarnost, posebej če je posledica mehanizma, ki deluje, tudi ko originalni šok izgine. Do pretiranih učinkov lahko pride zaradi dinamike plač, če je tekoča inflacija posledica pričakovane prihodnje rasti plač. V primeru, da pride do histereznega učinka, lahko začasen dvig domačih relativnih cen vodi do trajnih izgub deležev na mednarodnem trgu in do izgub tujih direktnih investicij.

V uniji še vedno obstaja grožnja uvožene inflacije, saj so države članice različno izpostavljene trgovanju z državami izven unije. To pomeni, da bodo države, ki uvažajo iz držav nečlanic izpostavljene drugačnim inflacijskim pritiskom, če evro depreceira, kot države ki trgujejo le s članicami unije. Obstajajo tudi indirektni učinki. Podjetja, ki so odvisna od nabav materiala v državah nečlanicah, bodo izgubila na konkurenčnosti v primerjavi s podjetji, ki nabavljajo material v državah članicah. Če se zaradi pogodbenih ali tehničnih razlogov ne da v kratkem času zamenjati dobaviteljev, bodo takšna podjetja izgubljala dobiček in v najslabšem primeru bankrotirala. Strahovi so upravičeni, saj smo bili tudi po začetku EMU priča velikim spremembam deviznega tečaja med evrom in dolarjem (Honohan, Lane, 2003, str. 5–6).

Lahko se zgodi, da bodo inflacijske razlike v evro območju večje in trajnejše kot v drugih monetarnih unijah. V Združenih državah Amerike se sredstva na ravni federacije prelivajo iz uspešnih regij v regije v recesiji. Tega Evropa nima na voljo, mehanizmi, ki bi blažili šoke, pa so omejeni. Kljub odpravljenim mejam je mobilnost produkcijskih faktorjev (delovne sile) v Evropi še vedno nizka. Nacionalne fiskalne politike naj tudi ne bi bile učinkovita protiutež. Učinkovitost diskrecijske fiskalne politike je majhna in negotova. Tudi če bi se fiskalna

politika uspela razviti v stabilizacijsko sredstvo, je njena fleksibilnost omejena s Paktom stabilnosti in rasti ter z zaskrbljenostjo v drugi državah članicah v zvezi z dolgoročno vzdržnostjo (Duarte, 2003, str. 58).

Med problemi prilagajanja v EMU so tudi pro-ciklični medsebojni vpliv nacionalnih inflacij in realne obrestne mere. Kakršne koli spremembe realnih menjalnih tečajev v uniji so povezane s spremembo inflacije. Hitro rastoče gospodarstvo, ki se sooča z relativno visoko inflacijo, bo imelo posledično nizke realne obrestne mere, kar dodaja ogenj k tendencam pregrevanja gospodarstva in povratno vpliva na inflacijo. Posledica je izguba konkurenčnosti. Takšne tendence se še okrepijo, če so plače nefleksibilne in jih določa tekoča inflacija, ne pa predvidena inflacija.

ECB zasleduje srednjeročno stabilnost cen in skrbi za inflacijo na agregatni ravni za evro območje. Inflacija EMU je ponderirano povprečje nacionalnih inflacijskih stopenj držav članic. S teoretičnega stališča lahko zato regionalne inflacijske razlike potencialno vplivajo na optimalno politiko ECB. Več avtorjev je izpostavilo, da regionalne asimetrije v kombinaciji z razlikami v težavnosti nominalnih rigidnosti v evro območju zahtevajo od ECB, da optimalno cilja na inflacijsko stopnjo regij z najvišjo stopnjo težav s cenami in plačami, tako da olajša prilagajanje relativnih cen ob najnižjih stroških blaginje (Honohan, Lane, 2003, str. 6–7).

Monetarna politika z doseganjem svojega primarnega cilja oblikuje inflacijska pričakovanja in povečuje transparentnost trga, kar ob gospodarskih šokih olajšuje potrebno prilagajanje relativnih cen med državami in sektorji. Stabilnost cen olajša potrošnikom prepoznavanje sprememb relativnih cen. To omogoči podjetjem in potrošnikom, da se bolje odločajo o potrošnji in investicijah. Tako se viri na trgu učinkoviteje alocirajo, kar zvišuje potencialni produkt gospodarstva. To je največ, kar lahko monetarna politika prispeva k visoki stopnji gospodarske aktivnosti in zaposlenosti.

ECB ne more oblikovati politike za posamezno državo, ker bi s tem ogrozila svoj glavni cilj. Obstoj dolgotrajnih disperzij inflacij med državami pa je lahko razlog (skupaj z drugimi razlogi, kot je oblikovanje varnostne meje zaradi tveganja deflacije), da ECB cilja na nizko inflacijo, vendar ne preveč blizu stopnje nič. Za ECB je tudi pomembno, da pridobiva informacije o virih in naravi gospodarskih šokov na regionalni in sektorski ravni, vključno s spremljanjem in z razumevanjem razlogov za različne inflacijske stopnje, čeprav vodi enotno monetarno politiko za celotno evro območje.

Razumevanje inflacijskih razlik je za ECB pomembno, saj zaradi njih prihaja do problemov v posameznih državah članicah, kar lahko vpliva na druge članice in v končni fazi tudi na vodenje monetarne politike ECB. Pomembno je tudi zaradi predvidene širitve evro območja, saj je možno, da bodo ob vstopu novih članic inflacijske asimetrije še večje. V nadaljevanju bom obravnavala primer Irske, ki je po vstopu v EMU zabeležila precejšno rast inflacijske

stopnje. Primer je uporaben tudi za bodoče nove članice, saj kaže scenarije, ki se lahko uresničijo tudi ob njihovi pridružitvi EMU.

7.1.3. Primer Irske: vzroki in posledice visoke inflacije

Irska je imela petnajst let inflacijo pod petimi odstotki, zadnjih pet let pred vstopom v EMU pa jo je imela v povprečju le malenkost pod 2 %. Konec leta 1999 se je inflacijska stopnja začela dvigovati in novembra 2000 je indeks cen življenjskih potrebščin dosegel vrednost 7 % na letni ravni. Šele ko je evro apreceiral, se je inflacija na Irskem umirila (Honohan, Lane, 2004, str. 2).

K inflaciji na Irskem je poleg domačih faktorjev prispevala tudi sama EMU. Z vstopom v EMU je odpadel potencialno učinkovit instrument prilagajanja z nominalnim menjalnim tečajem. Nadalje, z znižanjem nominalnih in realnih obrestnih mer je EMU dodala spodbudo povpraševanju, ki je posebej močno vplivalo na rast cen nepremičnin. Dodaten pritisk na inflacijo je prinesla tudi oslabitev evra v zgodnjih letih sistema.

Zunanji dejavniki so seveda le del zgodbe o inflaciji na Irskem in so samo dodatno vplivali na gospodarstvo, ki je bilo blizu svojih zmogljivosti, s praktično polno zaposlenostjo in precejšnjimi neto imigracijami. Oster dvig trenda dvigovanja realnih plač se je začel že leta 1998. Svoje pa je k domačemu povpraševanju prispevala tudi ohlapnejša fiskalna politika po letu 2000 (Honohan, Lane, 2003, str. 7–8).

Od poznega leta 1996 pa do leta 2000 je nominalni efektivni menjalni tečaj na Irskem depreceiral za 17 %, kar je veliko več kot v drugih državah članicah EMU, saj ima Irska najnižji delež v trgovanju z državami evro območja. Visoka stopnja inflacije na Irskem v letih 2000 in 2002 je v veliki meri posledica zapoznelega učinka deprecije.

Ko so ob začetku EMU padle obrestne mere, je gospodarstvo na Irskem že cvetelo, kar je ob odsotnosti monetarnih mehanizmov prilagajanja kratkoročno otežilo prilagajanje gospodarstva. Leta 2000 in v začetku leta 2001 je irsko gospodarstvo trpelo zaradi prekomernega povpraševanja, ki je bilo posledica »prevelike konkurenčnosti«. Posledica rasti v povpraševanju je bila zelo hitra rast plač (Bergin, Fitz, McCoy, 2004, str. 7). Takšno stanje se ni moglo nadaljevati v neskončnost in pričakovala se je sprememba v nasprotno smer, kar se je zgodilo v letih 2002–2004. Realna apreciacija⁶ je zahtevala znižanje konkurenčnosti. S tem naj bi se na trgu dela spet vzpostavilo ravnotežje med povpraševanjem in ponudbo. To je spremenilo tudi trend rasti dobičkov.

Še vedno ni jasno, koliko realne apreciacije je potrebno, da se trg dela vrne v ravnotežje. Lažje bi bilo, če bi bilo prilagajanje možno preko nominalne apreciacije menjalnega tečaja, vendar pa je v evro območju to možno le preko višje inflacije plač.

⁶ Stroški dela na Irskem, merjeno v skupni valuti, so zrasti relativno na stroške pri konkurentih.

Pri tem procesu je bila za gospodarstvo na Irskem nevarnost ta, da bi lahko inflacijska pričakovanja na trgu dela povzročila pretirano realno apreciacijo. Ljudje bi se lahko navadili na 10 ali več odstotno rast plač letno. Takšno stanje bi bilo vzdržno eno ali dve leti, če pa bi se nadaljevalo, bi Irska hitro postala cenovno nekonkurenčna na svojih zunanjih trgih. Če se stopnje rasti plač ne prilagodijo, se vsaka njihova pretirana rast lahko odrazi v občutni rasti nezaposlenosti. Če v EMU nominalne in zaradi tega tudi realne plače rastejo prehitro, postaja gospodarstvo nekonkurenčno. Prilagoditve so možne z nižanjem ali s stagnacijo nominalnih plač, dokler jih inflacija evro območja ne dohiti. Nižanje nominalnih plač je neobičajna poteza. Počasen proces v okviru druge možnosti pa lahko pomeni, da gospodarstvo ostaja nekonkurenčno kar nekaj časa, z resnimi stroški nezaposlenosti in izgubo agregatnega proizvoda.

Nacionalne politike bi se morale v zvezi z regionalnimi inflacijami v EMU v prvi vrsti osredotočiti na raven domačih plač in domačih cen premoženja. Inflacijska rast plač v povezavi z nefleksibilnim trgom dela se kaj hitro lahko odrazi v občutni regionalni brezposelnosti. Prav tako je mogoče, da regionalni mehurčki cen premoženja povzročijo precejšnje motnje v regionalnih gospodarstvih.

Zaradi teh razlogov je Komisija EU mnenja, da ekspanzivna fiskalna politika, ki poslabšuje stopnje inflacije plač in prispeva k pričakovanjem o prihodnji rasti plač, ni zaželena. Mnenje se nanaša tudi na irsko gospodarstvo leta 2001 (Bergin, Fitz, McCoy, 2004, str. 7). Na regionalno inflacijo naj bi zares lahko vplivale le nacionalne fiskalne politike. Posredno torej tudi fiskalne politike vplivajo na vodenje denarne politike ECB in na stabilnost cen evro območja. Glede na to, da je monetarna politika skupna za celotno evro območje, fiskalna politika pa se večinoma izvaja na nacionalni ravni, kjer so politični akterji podvrženi kratkoročnim populističnim ukrepom, bi bilo smiselno, da je nadzor nad izvajanjem fiskalnih politik ostrejši in stalen. Monetarna in fiskalna politika se namreč dopolnjujeta in vplivata ena na drugo. Pakt stabilnosti in rasti je že doživel svojo preizkušnjo in izkazalo se je, da postopek sankcioniranja kršiteljic ni tako črno-bel, kot je bilo predvideno. O tem bom več pisala v nadaljevanju diplome.

Razlike med stopnjami inflacije med državami članicami EMU so nizke glede na podatke iz preteklosti (osemdeseta in prva polovica devetdesetih let prejšnjega stoletja) in niso nič netipičnega niti za dolgoletno monetarno unijo v Združenih državah Amerike. ECB sledi cilju stabilnosti cen, vendar ni njena naloga vplivati na disperzijo stopenj rasti HICP med državami evro območja. Vendar močna in dolgotrajna odstopanja stopenj rasti HICP, ki niso posledica integracije trga in realne konvergence, lahko povzročijo neugodne spremembe konkurenčnosti in gospodarska neravnotežja. V takšnem primeru mora nacionalna politika reagirati in sprejeti ustrezne ukrepe.

7.2. Fiskalna politika v državah članicah EMU

Po vstopu v EMU je skrb za zdrave javne finance ostala v domeni vsake države članice. S Paktom stabilnosti in rasti so postavljeni postopki ob kršitvah fiskalne discipline in fiskalne omejitve. Takšno omejevanje je potrebno, da se zavaruje kredibilnost ECB in zagotovi stabilnost cen. Hkrati pa so zdrave fiskalne politike tudi v interesu vseh držav, saj lahko v nasprotnem primeru pride do negativnih eksternalij, ki vplivajo tudi na druge države članice. Zdrave in vzdržne javne finance so predpogoj za makroekonomsko stabilnost. Proračunska pozicija blizu ravnovesja ali presežek ustvarja prostor za prosto delovanje avtomatičnih stabilizatorjev, ki blažijo vplive gospodarskih poslovnih ciklov.

Potreba po fiskalni disciplini je še toliko večja v monetarni uniji, ki združuje države, ki so vsaka zase odgovorne za svojo fiskalno politiko. Kot prvo, države nimajo več na voljo nacionalne monetarne in devizno-tečajne politike, s katerima bi lahko odgovorile na specifične šoke, ki prizadenejo njihovo državo. Fiskalne politike v takšnih primerih bolje blažijo šoke, če krenejo iz uravnotežene pozicije. Drugič, države so v monetarni uniji lahko bolj nagnjene k ohranjanju primanjkljaja, če njihovi snovalci politike niso dolgoročno usmerjeni. Država zrahlja svoje proračunske omejitve in uživa kratkoročne politične koristi od deficita in ne upošteva dolgoročnih stroškov. Negativne posledice, ki se odrazijo v višji stopnji obrestnih mer pa potem nosijo vse države. Tretjič, finančni trgi se sicer odzivajo na ekspanzivno fiskalno politiko, vendar se je z odsotnostjo tveganja spremembe deviznega tečaja njihova kaznovalna vloga zmanjšala. Zaradi tega so opozorilni signali finančnih trgov prešibki, da bi vlade spodbudili k dolgoročnemu proračunskemu omejevanju. Zato so pomembni Pakt stabilnosti in rasti in zakoni, ki pomagajo odpravljati gospodarsko-politična nasprotja in prispevajo k udejanjanju fiskalne discipline.

Glavni cilj ECB je ohraniti stabilnost cen, zato je analiza fiskalne politike osredotočena na učinek fiskalnih politik, na inflacijo in na makroekonomsko stabilnost. Trdne fiskalne politike z ustvarjanjem razmer, za katere so značilni stabilni gospodarski pogoji, spodbujajo monetarno politiko.

7.2.1. Proračunski primanjkljaj in javni dolg v prvih letih EMU

Ob vstopu držav v EMU se je dovoljevala fleksibilna interpretacija fiskalnih konvergenčnih kriterijev. Predvsem je bil problem pri javnem dolgu, saj je kar sedem držav⁷ od enajstih presegalo predpisano omejitev 60 % BDP, pri Belgiji in Italiji pa je bila vrednost nad 100 %. Ker javnega dolga ni mogoče hitro drastično zmanjšati, so se upoštevale posebne okoliščine in gibanje v pravo smer z ustrezno intenzivnostjo. Do leta 2000 je še kazalo, da gredo fiskalne politike v pravo smer, leta 2001 se je začel večati javnofinančni deficit v evro območju, leta 2003 pa se je začel dvigovati tudi javni dolg – glej Prilogo 2, Sliki 6 in 7. Pakt stabilnosti in

⁷ Belgija, Nemčija, Španija, Francija, Italija, Nizozemska in Avstrija.

rasti je bil prvič postavljen na preizkušnjo. Dobro so svoje fiskalne politike vodile Belgija, Irska, Luksemburg in Finska, ki so skoraj vsa leta beležile javnofinančni presežek, le da je pri Belgiji še vedno problem javni dolg, ki je šele leta 2004 padel pod 100 % BDP, vsekakor pa se giblje v pravo smer. Za slabšanje fiskalnih položajev v evro območju je več vzrokov. Fiskalne politike so bile preveč sproščene. Slaba gospodarska aktivnost in delovanje avtomatičnih stabilizatorjev pa sta še dodatno vplivala na povečanje deficitov. Leta 2004 je bila pod vprašaj postavljena tudi zanesljivost zbiranja javnofinančnih statističnih podatkov. Po opravljenih temeljitih statističnih revizijah na podlagi ESA 95 metodologije se je izkazalo, da je Grčija predhodna leta dajala zelo izkrivljene podatke o svojem fiskalnem položaju. Septembra 2004 je Grčija sporočila podatke o primanjkljaju in dolgu za obdobje od leta 2000 do leta 2003, katerih vrednosti so bile znatno višje od predhodno objavljenih. Kvocien deficitov je presegal referenčno vrednost 3 %.⁸ Zanesljivo zbiranje javnofinančnih statističnih podatkov ter njihovo natančno in pravočasno objavljane je ključnega pomena za verodostojnost proračunskega nadzora in EMU na splošno. Zaradi izkrivljenih podatkov Grčiji v predhodnih letih ni bil dan opomin niti ni bil proti njej uveden postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

Ob začetku EMU so bila gospodarstva držav članic v prosperiteti. Izpostavljeno je bilo, da naj bi se dodatni državni prihodki, ki bi izvirali iz večje gospodarske rasti od pričakovane, porabili za hitrejši napredek pri fiskalnem prilagajanju. To je predvsem primerno za države, katerih stopnja deficitov še ni dovolj pod 3 % BDP, za tiste, v katerih je javni dolg še vedno visok, in za države, kjer obstaja tveganje pregrevanja gospodarstva.

Leta 2001 so Nemčija, Francija, Italija in Portugalska še naprej poročale o visokem deficitu. Razen pri nekaj izjemah se je znižala stopnja javnih prihodkov v vseh državah v evro območju, kar je bila posledica večjega znižanja davkov in prispevkov za socialno varnost v več državah članicah (v Belgiji, Nemčiji, Franciji, na Irskem, v Italiji, Luksemburgu, na Nizozemskem in na Finskem).

Evropska komisija je opozorila, da imajo države, ki so se leta 2001 še vedno soočale s fiskalnim neravnovesjem, zelo omejen manevrski prostor za delovanje avtomatičnih stabilizatorjev, saj se njihov deficit približuje 3 % BDP. Glede na fiskalni razvoj leta 2001 in projekcije za 2002 je januarja 2002 tudi prvič predlagala zgodnje opozorilo za Nemčijo in Portugalsko. Svet ECOFIN se je strinjal, da morata ti dve državi povečati prizadevanja pri izpolnjevanju svojih fiskalnih obvez.

Leta 2002 je v Nemčiji in Franciji deficit prekoračil mejo 3 % BDP, Italija in Portugalska pa sta se referenčni vrednosti močno približali. ECOFIN je dal Portugalski priporočilo, naj čimprej odpravi prekomerni deficit.

⁸ Po revidiranih podatkih za obdobje od leta 1997 do 1999 je imela Grčija prav tako primanjkljaj, večji od 3 %.

Nemčija in Grčija sta imeli leta 2003 deficit blizu ali preko 4 % BDP, Portugalska pa blizu 3% BDP. Nizozemska je prekoračila mejo 3 % BDP, medtem ko se ji je Italija nevarno približala. Neugoden razvoj fiskalnih bilanc je imel slab vpliv tudi na povprečno stopnjo javnega dolga v evro območju. Po več letih upadanja je leta 2003 zrasel na 70,4 %.

Januarja je Svet ECOFIN proti Nemčiji začel postopek zaradi prekomernega deficita in določil, da se mora takšno stanje čimprej izboljšati, najkasneje pa do leta 2004. Enako se je zgodilo Franciji junija meseca (zgodnje opozorilo je dobila že januarja). Ker sta ti dve državi nadaljevali z neugodnim fiskalnim razvojem, je Komisija EU predlagala začetek naslednje faze v postopku prekomernega primanjkljaja, obenem pa je predlagala podaljšanje roka za zmanjšanje prekomernega primanjkljaja z leta 2004 na leto 2005. Toda Svet ECOFIN ni upošteval priporočil sveta in se je odločil, da zaustavi postopka proti obema državam. Njihova odločitev je povzročila negotovost glede prihodnjega izvajanja pravil o fiskalnih politikah v državah evro območja. Odločitev je pomenila tudi precedens o popustljivem izvajanju postopkov v zvezi s prekomernim deficitom, kar bi lahko oslabilo spodbude za nadaljnjo konsolidacijo fiskalnih proračunov. Zaradi tega je Komisija EU januarja 2004 na Sodišče EU vložila zahtevo po preklicu odločitve Sveta ECOFIN z dne 25. novembra 2003. Junija 2004 je Sodišče EU razveljavilo sklepe Sveta ECOFIN, ki zadevajo Francijo in Nemčijo. Sodišče je poudarilo, da je treba pravila in postopke, predvidene v Pogodbi ES in v Paktu stabilnosti in rasti, ter pravico komisije do pobude vedno upoštevati. Leta 2004 je mejo 3 % prekoračila tudi Grčija, ki je izkazovala deficit 6,1 % BDP. Do zdaj še nobena država ni plačala kazni.

Najnovejši podatki programov stabilnosti kažejo, da je kljub določenemu napredku premalo načrtov, ki bi obravnavali problem proračunskih primanjkljajev, in da še vedno primanjkuje načrt celostne strukturne reforme.

7.2.2. Ocena fiskalnega prilagajanja in strategij

V povezavi z razvojem javnih financ v evro območju lahko opazujemo dve stvari. Prva je, do kakšne mere so države članice uspešno prilagodile svoje proračune, da bi dosegle zdravo fiskalno pozicijo in da bi zmanjšale stopnjo javnega dolga. Druga stvar pa je, ali so države uporabile ustrezno strategijo fiskalne politike. Uspeh fiskalne konsolidacije je odvisen od njenega obsega in kvalitete (sestave proračunskega prilagajanja) ter začetnega stanja javnih financ. Sestava je pomembna, saj raziskave kažejo, da učinek prilagajanja na strani javne porabe bolj spodbuja rast in je dolgotrajnejši kot nižanje davkov brez ustreznega zmanjševanja javnih izdatkov.

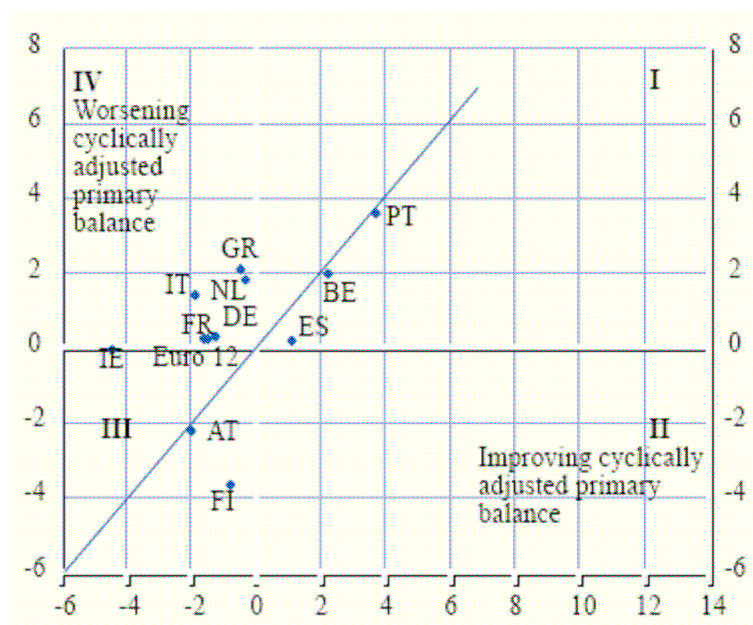
Konsolidacija je bila v zadnjih letih le delno uspešna, saj se je nekje zaustavila ali celo obrnila v drugo stran. Strategije so imele tudi svoje slabosti, še posebej kar se tiče visoke javne porabe in zniževanja davkov. Sredi devetdesetih let smo bili priča obsežni konsolidaciji s pomočjo višanja davkov. V zadnjih letih se je trend obrnil. Nižje davke so države

kompenzirale s prihranki iz naslova nižjih obrestnih mer za javni dolg. Ob tem ni bilo ustreznega omejevanja primarne porabe, kar bi omogočilo nižanje davkov brez ogrožanja zdravih javnih financ.

Do obsežnega znižanja davkov je prišlo tako v privatnem kot v poslovnem sektorju, posebej v državah članicah, ki so beležile relativno visoko stopnjo javnih prihodkov. V nekaterih primerih je začasna rast prihodov zaradi ciklične konjunktore skrila vpliv znižanja davkov na primanjkljaj. Zaradi tega v večini primerov ni prišlo do ustreznega omejevanja proračunov. Celoten vpliv takšnih politik se je tako pokazal šele, ko je gospodarska aktivnost začela upadati. To in znižanje cen premoženja v letu 2000 je povzročilo, da so javni prihodki v večini držav članic začeli upadati, kar je poslabšalo njihovo proračunsko pozicijo.

Zaradi strategije nižanja davkov je v zadnjih letih večina držav zabeležila poslabšanje svojih ciklično prilagojenih primarnih bilanc ali jih v najboljših primerih uspela obdržati na isti ravni. To prikazuje tudi spodnja Slika 3.

Slika 3: Proračunsko prilagajanje enajstih držav članic EMU od 1998–2003 (v odstotkih BDP)



— premica nevtralnega fiskalnega stanja
x-os: sprememba v ciklično prilagojenih javnih prihodkih
y-os: sprememba v ciklično prilagojeni primarni porabi

Vir: Monthly Bulletin, 2004, 1, str. 49.

Slika 3 prikazuje prilagajanje na podlagi davkov v nasprotju s prilagajanjem na strani javne porabe za obdobje med letoma 1998 in 2003. Točke pod diagonalno premico predstavljajo proračunsko izboljšanje, točke nad premico pa poslabšanje. Večina držav leži nad diagonalo in predstavlja poslabšanje proračunskega ravnotežja zaradi nižjih davkov. Obenem je večina točk nad vrednostjo 0 x-osi, kar kaže na ekspanzivno fiskalno politiko. Do največjega

poslabšanja proračunske pozicije v povezavi z znižanjem davkov je prišlo v nekaj največjih državah, v Nemčiji, Franciji, Italiji in na Nizozemskem, pa tudi v Grčiji in na Irskem. V teh državah nižanja davkov niso spremljali skoraj nobeni ukrepi stabilizacije stopnje primarnih izdatkov. Nasprotno so v drugih državah ali imeli kombinacijo nižanja davkov skupaj z omejevanjem izdatkov ali enak porast davkov in izdatkov, zaradi česar so te države imele približno nevtralno fiskalno pozicijo. Izjema je Finska, ki je nadaljevala s proračunsko konsolidacijo.

Nezadostna fiskalna konsolidacija in nizka ekonomska rast sta vplivali tudi na stopnjo javnega dolga evro območja. Po več letih upadanja je leta 2003 povprečen javni dolg evro območja spet začel naraščati.

Fiskalna konsolidacija držav članic je bila precejšnja do leta 1997, po tem letu pa ni več napredovala, kot bi morala, da bi se države zavarovale pred nepričakovanim neugodnim gospodarskim razvojem. Pomanjkanje ustreznega omejevanja javnih izdatkov je v več državah oslabilo konsolidacijo ter ogrozilo varnostno mejo za stabilizacijo in vzdržnost javnih financ.

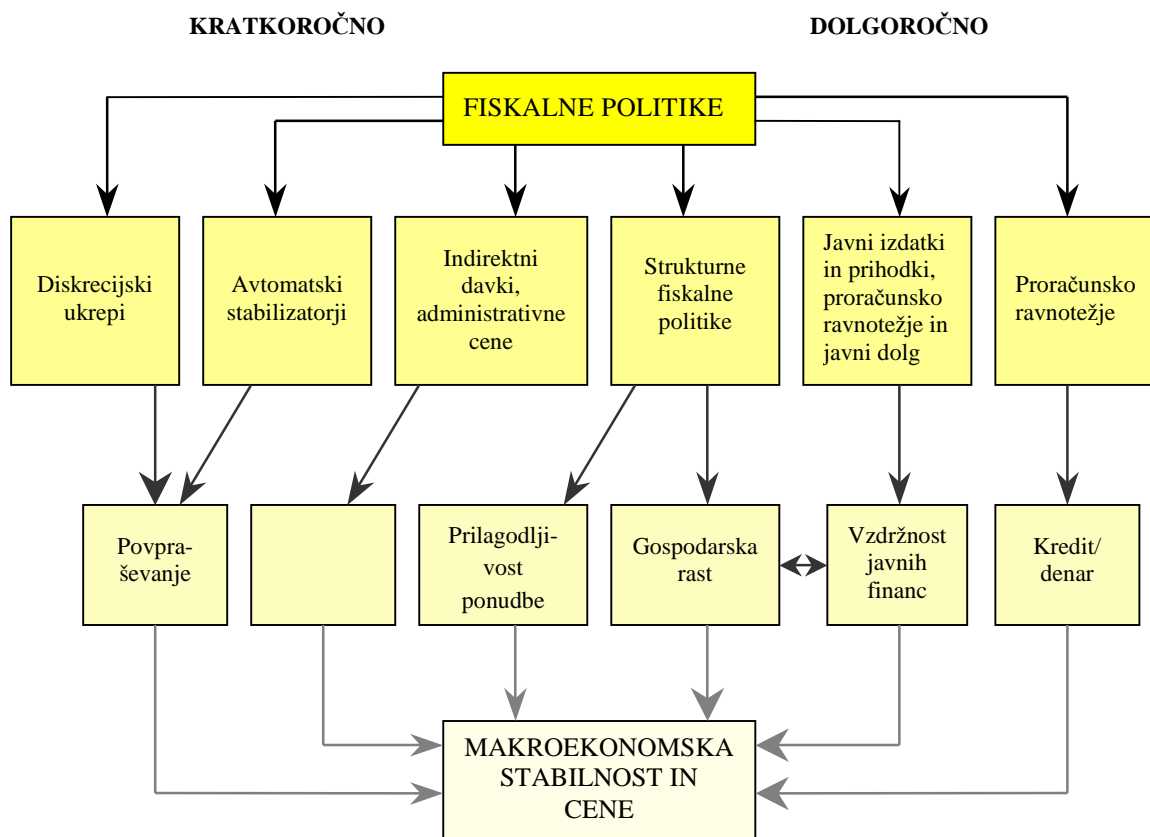
7.2.3. Vpliv fiskalne politike na makroekonomsko stabilnost in cene

Fiskalne politike vplivajo tako na makroekonomsko stabilnost kot na razvoj cen. Usmerjene morajo biti na kratkoročno in dolgoročno ohranjanje stabilnih gospodarskih razmer. S tem spodbujajo gospodarsko rast in stabilnost cen, olajšajo pa tudi vodenje monetarne politike ECB. ECB zato v svojih gospodarskih in monetarnih analizah analizira vplive fiskalnih politik, saj te oblikujejo okolje, v katerem mora delovati.

Na makroekonomske spremenljivke vplivajo tako monetarna politika kot fiskalne politike. Monetarna politika, ki zasleduje stabilnost cen, izboljšuje učinkovitost alokacije resursov. Z vplivom na oblikovanje inflacijskih pričakovanj znižuje negotovost na trgih in premijo za tveganje, ki se vključuje v dolgoročne nominalne pogodbe. Stabilnost cen je osnova dobrega delovanja tržnega gospodarstva in je največji prispevek monetarne politike k prosperiteti gospodarstva.

Fiskalne politike lahko kratkoročno prispevajo k makroekonomski stabilnosti in k stabilnosti cen s stabilizacijskim vplivom na razpoložljiv dohodek gospodinjstev. To se zgodi preko davkov, prispevkov za nezaposlene in preko vpliva na raven in oblikovanje cen. Dolgoročno pa fiskalne politike, ki zagotavljajo vzdržnost javnih financ, povečujejo makroekonomsko stabilnost in stabilnost cen. V monetarni uniji z decentraliziranimi fiskalnimi politikami je pomemben obstoj pravil o fiskalni politiki. Odločitve akterjev fiskalnih politik namreč niso zmeraj v skladu s skupnimi cilji, kar pa lahko vpliva na druge države članice EMU in na vodenje ECB. Slika 4 na strani 30 na poenostavljen način prikazuje glavne kanale od fiskalnih politik do makroekonomske stabilnosti in cen.

Slika 4: Glavni kanali od fiskalnih politik do makroekonomske stabilnosti in cen



Vir: Monthly Bulletin, 2004, 4, str. 46.

7.2.3.1. Kratkoročen vpliv fiskalnih politik

Makroekonomska stabilnost z nižanjem variabilnosti dohodkov in porabe izboljšuje socialno in ekonomsko blaginjo. Fiskalne politike lahko kratkoročno vplivajo na okolje, v katerem deluje monetarna politika, skozi tri kanale. Eden od teh je vpliv na cene in gospodarsko rast preko diskrecijskih ukrepov. Izkazalo se je, da takšni ukrepi v državah članicah niso dosegli dobrih rezultatov. Čas od identificiranja potrebe po ukrepih do dejanskega vpliva na gospodarstvo je dolg, tako da se na primer ukrepi, ki so bili namenjeni spodbujanju gospodarske aktivnosti, pokažejo šele, ko je gospodarstvo že v konjunkturi in obratno. Diskrecijski ukrepi naj bi tako imeli destabilizacijski učinek na gospodarstvo. Njihov učinek se lahko odrazi v večji variabilnosti cen (Rother, 2004, str. 5). Pokazalo pa se je, da ogrožajo tudi vzdržnost javnih financ. Njihov kratkoročni vpliv na stabilizacijo gospodarstva je omejen, dolgoročno pa lahko povzročijo nezaželene učinke.

Drugi kanal, skozi katerega fiskalne politike prispevajo h kratkoročni makrogospodarski stabilnosti, je prosto delovanje avtomatičnih stabilizatorjev. Primanjkljaj se v recesiji avtomatično poveča zaradi nižjih davčnih prihodkov in višjih izdatkov za nezaposlene.

Avtomatični stabilizatorji znižujejo ciklično spremenljivost v povpraševanju in s tem prispevajo k zmanjševanju variabilnosti cen.

V primerjavi z diskrecijskimi ukrepi delujejo avtomatični stabilizatorji sistematično skozi ves gospodarski cikel. Njihova prednost je, da delujejo brez časovnega odloga. So tudi bolj predvidljivi, kar ekonomskim subjektom omogoča boljše oblikovanje pričakovanj. Zanašanje na avtomatične stabilizatorje tudi zmanjša potrebo po pogostem spreminjanju davkov, kar izboljša predvidljivost davčnega sistema in s tem tudi dolgoročno gospodarsko rast. Študije kažejo, da v evro območju avtomatični stabilizatorji v povprečju zmanjšajo variabilnost agregatnega proizvoda za vrednost od 25 % do 35 %.

Tretji kanal predstavljajo nekateri vladni ukrepi, ki imajo neposreden vpliv na kratkoročni razvoj cen. Primarno ne delujejo preko sprememb agregatnega povpraševanja, imajo pa lahko sekundarni vpliv na razvoj realnih makroekonomskih spremenljivk. Spremembe v indirektnem obdavčenju se hitro prenesejo ne cene. Do škodljivega sekundarnega vpliva na inflacijo lahko pride, če ekonomski subjekti spremembe cen ne zaznajo kot enkratno dejanje, temveč spremenijo inflacijska pričakovanja in s tem ustvarijo naraščajoči pritisk na plače in cene. Vlade določajo tudi administrativne cene.

Poleg sprememb v indirektnem obdavčenju in administrativnih cenah imajo na oblikovanje cen vpliv tudi drugi fiskalni ukrepi. Na primer liberalizacija cen v sektorjih, ki jih je predhodno kontrolirala vlada (energija, telekomunikacije), zaradi konkurence povzroči nižanje cen. Drugi primeri so dvig plač v javnem sektorju, ki vpliva na pogajanje o plačah v privatnem sektorju, in spremembe direktnih davkov ali prispevkov za socialno varnost, ki dvigujejo stroške dela na enoto in cene.

7.2.3.2. Dolgoročen vpliv fiskalnih politik

Glavni dolgoročni vpliv fiskalnih politik na makroekonomsko stabilnost poteka preko vpliva na vzdržnost javnih financ in na potencialno gospodarsko rast. Fiskalna vzdržnost je sposobnost države, da plačuje svoje obveznosti. Mera, s katero se meri, je običajno stopnja javnega dolga glede na BDP. Fiskalna vzdržnost ima ugoden vpliv na pričakovano makrogospodarsko stabilnost, saj ekonomski subjekti ne pričakujejo povišanja davkov ali nezmožnosti plačevanja obveznosti države. Stabilno makrogospodarsko okolje dviguje zaupanje in olajša dolgoročne odločitve ekonomskih subjektov v privatnem sektorju. To se nanaša predvsem na privatne investicijske odločitve.

Skrb v zvezi z vzdržnostjo fiskalnih politik se lahko odrazi v splošni ravni obrestnih mer v gospodarstvu. Nediscipliniranost fiskalnih politik ni škodljiva le za države v katerih se pojavljajo, temveč za vse države EMU. Vrednost evra in dolgoročne obrestne mere v državah EMU bodo sčasoma reagirale na višino fiskalnega primanjkljaja in na javni dolg evro območja. Visok skupni primanjkljaj lahko privede do tega, da bo ECB dovolila višjo inflacijo, da bi se znižala realna vrednost teh obveznosti. Države, ki povečujejo proračunski

primanjkljaj, prispevajo k temu problemu evro območja, hkrati pa ne nosijo nič večjega dela negativnih vplivov. To je problem »free reiderstva«, ki bo postal s širjenjem EMU še večji (Feldstein, 2005, str. 2). Visok proračunski primanjkljaj tudi zmanjšuje manevrski prostor vlad v obdobju recesije.

V zvezi s proračunskim primanjkljajem in javnim dolgom ter obrestnimi merami se pojavljata še dva problema. Eden je ta, da povečana stopnja javnega dolga znižuje povpraševanje po državnih obveznicah. To pomeni, da se morajo obrestne mere dvigniti, kar pa hkrati pomeni še večjo obremenitev za državo. Drugi problem pa je, da povišanje realnih obrestnih mer, do katerega pride zaradi vztrajnega proračunskega primanjkljaja in akumulacije javnega dolga, izpodriva privatne investicije (Detken, Gaspar, Winkler, 2004, str. 7–8).

Ukrepi fiskalne politike lahko povečajo stopnjo gospodarske rasti, ki je kompatibilna s stabilnostjo cen. Višja gospodarska rast se lahko doseže z izboljšanjem kvalitete javnih financ. Stopnja in struktura davkov vplivata na spodbude za delo, varčevanje, investiranje in na inovacije. Javni izdatki za fizični in človeški kapital pa izboljšujejo kvaliteto produkcijskih faktorjev.

Strukturne reforme javnih financ dvigujejo potencialno stopnjo gospodarske rasti, obenem pa prispevajo k zmanjševanju kratkoročnih variabilnosti. To je posebej značilno za reforme, ki povečujejo konkurenčnost na trgu produktov in na trgu dela ter zmanjšujejo potencialne motnje zaradi vladnih intervencij. Takšne reforme zmanjšujejo nominalne in realne rigidnosti, kar olajša absorpcijo gospodarskih šokov. Hitrejše in boljše prilagajanje na trgu produktov in na trgu dela lahko pripomore k nižji variabilnosti inflacije in k nižjim inflacijskim stopnjam.

Sile trga niso dovolj močne, da bi zagotovile fiskalno vzdržnost. Zaradi tega so v EMU, kjer so fiskalne politike decentralizirane, potrebna fiskalna pravila. Pravila naj bi zagotovila ustrezno izvajanje fiskalnih politik, ki bi tako prispevale k dolgoročni gospodarski rasti in stabilnosti. Povečana makrogospodarska stabilnost in zdrave javne finance pa bi ECB olajšale vzdrževanje stabilnosti cen.

7.2.4. Pakt stabilnosti in rasti in ECB

Pakt stabilnosti in rasti postavlja omejitve glede javnih financ držav članic EMU, vendar je bil oblikovan kot podaljšana roka monetarne oblasti za nadzor discipliniranosti fiskalnih politik držav članic. Monetarno stabilnost, izraženo kot nizka inflacija, se lahko ima za javno dobrino, od katere imajo koristi vse države članice (v obliki nizkih obrestnih mer). Da bi ta javna dobrina lahko obstajala, je potreben okvir, ki določa sankcije in spodbude, z namenom da bi bile posamezne odločitve v skladu s skupnim ciljem.

Države članice EMU nimajo nobenega orodja, s katerim bi lahko zagotovile, da bodo politike posameznih članic v skladu s skupnim ciljem nizke inflacije. Edini obstoječi mehanizem v

EMU je politika obrestnih mer ECB. Odločitve ECB vplivajo na vse članice brez razlikovanja med članicami z »dobrim« (protiinflacijskim) in »slabim« (inflacijskim) obnašanjem. Tako lahko tudi članice, ki niso krive za inflacijske pritiske, nosijo stroške takšnih odločitev.

V primeru da se pojavi inflacijski pritisk v kateri izmed članic (posebno v velikih), ki bi lahko vplival na agregatno inflacijsko stopnjo EMU, se na to prvi odzove svet ministrov. ECOFIN zato na nek način lahko imamo kot nadzornika v službi ECB. Splošne neinflatorne politike nudijo ECB oporo pri doseganju svojega cilja in omogočajo ustrezno prilagajanje monetarne politike. V primeru, da ECB oceni, da so odločitve ECOFIN-a neustrezne, lahko še vedno odreagira tako, da dvigne obrestne mere.

Da ne bi prišlo do takšnih situacij, se ECOFIN naslanja na BEPG (Broad Economic Policy Guidelines), ki obravnava stanje v posameznih državah članicah. Države z inflacijskimi fiskalnimi politikami so podvržene sankcijam, medtem ko države z neinflacijskimi fiskalnimi politikami (ob tihi podpori ECB) ECOFIN pusti pri miru. S tega stališča lahko vidimo drugačne odločitve ECOFIN-a v zvezi z Irsko leta 2001 in Nemčijo leta 2002.

Irska je v obdobju hitre rasti in naraščajočega inflacijskega pritiska imela javnofinančni presežek, zaradi česar se je odločila znižati davke. S tem je dvignila nevarnost inflacije za celotno evro območje, direktno in indirektno, z dajanjem slabega zgleda drugim članicam. S tem je tudi dvignila tveganje ukrepov ECB, kar bi lahko ogrozilo makrogospodarsko okolje v celotni EMU. Zaradi tega je ECOFIN Irsko opozoril, naj popravi svoj proračun za leta 2001–2003. Tudi na Nizozemskem se je leta 2001 dvignila inflacija, vendar ni dobila opozorila, ker so delavski sindikati in vlada hitro reagirali, tako da so omejili rast plač.

Nemčija je leta 2001 in 2002 imela primanjkljaj blizu treh odstotkov. Po štirih letih se je nezaposlenost spet začela dvigovati in da bi se temu izognili, so se poslužili primanjkljaja. To je bilo tudi volilno leto. Kljub predlogu komisije se je ECOFIN februarja 2002 odločil, da Nemčiji ne izda uradnega opozorila. Ker je Nemčija imela nizko inflacijo in je še padala, ni ustvarjala inflacijskega pritiska na agregatno stopnjo inflacije, zato se je svet ministrov odločil, da je za sankcije prezgodaj. Odzvala se ni niti ECB. Komisija pa je menila, da to spodkopava kredibilnost Pakta stabilnosti in rasti.

Različen odziv ECOFIN-a ne izhaja iz pakta, temveč iz potencialnih in realnih vplivov na inflacijo. Lahko rečemo, da je s tem pakt postal del bolj fleksibilnega in pragmatičnega makro ekonomskega instrumenta za celotno EMU. Vendar pa se s tem kaže, da so potrebni popravki pri interpretaciji fiskalnih politik v EMU (Hancké, 2003, str. 6–12).

7.2.5. Potreba po strukturnih reformah v državah evro območja

Da bi države evro območja zagotovile dolgoročno fiskalno vzdržnost, so potrebne temeljite fiskalne in druge reforme. Eden od perečih problemov je staranje prebivalstva. Da bi države

obvladale učinke demografskih sprememb, morajo izvesti obsežne reforme, ki bodo usmerjene k reševanju specifičnih problemov pokojninskih in zdravstveno-varstvenih sistemov, k zmanjšanju skupnega javnega dolga in k okrepitvi gonilnih dejavnikov gospodarske rasti.

Strukturne fiskalne reforme, ki spodbujajo zaposlovanje in gospodarsko rast, pomagajo pri fiskalni konsolidaciji in vzdržnosti. Davčne reforme so dobrodošle. Z znižanjem davčnih stopenj se zmanjšajo motnje v gospodarstvu, kar lahko vodi k pozitivnim dolgoročnim vplivom na trg dela in na ponudbeno stran. Takšni učinki lahko pomagajo preprečiti pomanjkanje ponudbe in obvladovati inflacijski pritisk s pomočjo povečane fleksibilnosti gospodarstva. Seveda pa morajo biti ustrezno izvedene, o čemer sem govorila že v poglavju 7.2.2.

Strukturne reforme trga dela so potrebne za uspešno prilagajanje spremenljivim gospodarskim razmeram in za učinkovito delovanje monetarne unije. Pri tem sta pomembna dva elementa: mobilnost produkcijskih faktorjev in fleksibilnost pri oblikovanju plač in cen. Pri produkcijskih faktorjih se lahko na eni strani izpostavi finančne trge, ki so že precej integrirani. Povečali so se finančni tokovi in tokovi kapitala med državami. Prav tako se je povečala konkurenca pri zagotavljanju finančnih storitev. Nadaljnje poglobljanje finančne integracije bo investitorjem omogočilo učinkovitejšo diverzifikacijo portfelja, s čemer se bodo zavarovali pred lokalnimi makrogospodarskimi tveganji.

Na drugi strani je delovna sila, ki je relativno nizko mobilna med državami in regijami, pa tudi med sektorji in različnimi poklici. Del tega problema je v jezikovnih in kulturnih razlikah med državami. V zadnjem desetletju je večina držav naredila nekaj napredka pri teh reformah, vendar je trg dela še vedno preveč rigid in se ne odziva na gospodarske razmere. Posledica tega je trajna visoka stopnja strukturne brezposelnosti. Politike trga dela, ki zmanjšujejo strukturno brezposelnost, pomagajo tudi pri reformah pokojnin. Nadaljnji ukrepi držav morajo biti usmerjeni v povečevanje fleksibilnosti trga dela, kar zdaj na primer omejujejo visoke odpravnine, zakonodaja v zvezi z zaposlovanjem in struktura plač.

Strukturne reforme produktnih trgov izboljšujejo učinkovitost signalov cen na trgu dobrin in storitev, kar povečuje učinkovitost alokacije resursov v gospodarstvu. Potreben je nadaljnji proces zagotavljanja konkurence, na primer z liberalizacijo in deregulacijo. Zaostrovanje konkurence preko regulatornih reform bo spodbudilo inovacije in produktivnost ter znižalo cene. Poleg tega pa bo to povečalo sposobnost prilagajanja gospodarskih regij nenehnemu spreminjanju gospodarskih razmer.

Eno najpomembnejših tveganj za fiskalno vzdržnost v evro območju izhaja iz staranja prebivalstva. Pokojninske reforme so nuja, a se jih države še vedno ne rade lotevajo. Projekcije kažejo, da se bo povečal delež starih ljudi, medtem ko se bo delež delovno sposobnega prebivalstva zmanjšal. To bi pomenilo povečanje stopnje starostne odvisnosti

evro območja iz približno 26 % v letu 2005 na več kot 50 % v letu 2050. Takšne demografske spremembe bodo imele resne posledice za gospodarstvo evro območja. Lahko se spremeni sestava ponudbe delovne sile, lahko se ponudba celo zmanjša. To bi nadalje imelo negativne posledice na stopnjo rasti potencialne proizvodnje evro območja. Staranje prebivalstva pomeni za državo višje izdatke za pokojnine in zdravstvo. Pod pritiskom bo tako financiranje sistemov socialne varnosti in še zlasti javnih pokojninskih sistemov, ki temeljijo na načelu medgeneracijske solidarnosti. Povečalo se bo namreč razmerje med številom upokojencev in številom oseb, ki prispevajo sredstva v zdravstvene in pokojninske sisteme. To bi pomenilo dodatno obremenitev delovne sile z dajatvami, kar pa ni spodbudno za gospodarstvo. Vse to kaže, da pokojninski sistemi v državah članicah kličejo po reformah.

Obseg projiciranih pritiskov na pokojninske sisteme kaže na to, da bo treba na področju pokojninske reforme zasledovati dve vrsti strategij. Najprej so potrebne dodatne prilagoditve v strukturi ugodnosti in prispevkov znotraj obstoječih sistemov, ki temeljijo na sprotnem plačevanju akontacije v pokojninski sklad (parametrne reforme). Ker pa ni verjetno, da bi takšne parametrske spremembe zadostovale za trajnostno prenavo pokojninskih sistemov, bi druga strategija obsegala prehod na večje financiranje ugodnosti in diverzifikacijo načinov financiranja (sistemske reforme). Namesto preko tekočih transferjev od dohodkov od dela, bi se pokojnine izplačevale iz predhodno natečenega kapitala preko pokojninskih skladov.

Kljub temu da so številne države začele izboljševati združljivost spodbud svojih davčnih sistemov in sistemov ugodnosti ter vzdržnost javnih financ, pa so v bližnji prihodnosti potrebne nadaljnje obširne reforme. Za pripravo na demografske spremembe je potrebna pravočasna izvedba obsežnih reform, ki bodo združljive s spodbudami za povečanje delovne aktivnosti.

7.2.6. Izzivi za javne finance evro območja

V evro območju so pred javnimi financami trije veliki izzivi. Kot prvo obstaja potreba po občutni fiskalni konsolidaciji. Makroekonomska stabilnost je zelo odvisna od trajnosti javnih financ. Zelo pomembna je tudi dosledna uporaba pravil, posebej pri čezmernih primanjkljajih, saj zagotavlja temelj za pričakovanja glede fiskalne discipline in prihodnjih gibanj dolga. Ker je povprečni primanjkljaj evro območja blizu referenčne vrednosti 3 % BDP in ker nekaj držav dosega primanjkljaje blizu ali nad to vrednostjo, je nujna potreba po okrepitevi položaja javnih financ. Izboljšane gospodarske razmere omogočajo pospešitev procesa fiskalne konsolidacije. Dividende rasti v obliki davčnih prihodkov, višjih od pričakovanih, naj bi se namenilo za zmanjšanje proračunskih neravnovesij. Države s prekomernim primanjkljajem bi morale čim prej popraviti stanje in izpolniti svoje obveze. Poleg tega morajo države preprečiti tudi ponovni nastanek prekomernih primanjkljajev.

Drugi izziv za javne finance v evro območju predstavlja vključevanje načrtov fiskalne konsolidacije v načrt strukturnih reform, kar spodbuja rast, konkurenčnost in zaposlovanje. To

bi tudi pomagalo postaviti proračunska gibanja na bolj trajno osnovo, predvsem zaradi naraščajočega fiskalnega bremena, povezanega s staranjem prebivalstva. Ključne so reforme izdatkov, čeprav je lahko nekaj možnosti za večjo učinkovitost na strani prihodkov.

Tretji izziv se nanaša na neoporečnost državnih finančnih statistik, kar je predpogoj za verodostojnost fiskalnega okvira EU. Obsežne revizije preteklih števil o primanjkljaju so škodljive za zaupanje javnosti in verodostojnost celotnega okvira. Spodkopavajo natančno in pravočasno ugotavljanje neravnovesij in potreb po prilagoditvah, kar lahko povzroči resne zamude pri izvajanju ukrepov politike. Vse države članice bi morale pri poročanju izdatkov in prihodkov spoštovati evropska računovodska pravila, proračunski statistični podatki pa ne smejo biti občutljivi na politične in volilne cikle.

8. SKLEP

V EMU je monetarna politika skupna za celotno evro območje, medtem ko se fiskalne politike vodijo predvsem na nacionalni ravni. ECB je neodvisna nadnacionalna centralna banka, katere glavni cilj je srednjeročna stabilnost cen. Dosega ga s spreminjanjem svojih ključnih obrestnih mer, izklicne obrestne mere za glavna refinanciranja, obrestne mere za odprto ponudbo mejnega deponiranja likvidnosti čez noč in obrestne mere za odprto ponudbo mejnega posojanja. Monetarna politika ECB preko transmisijškega mehanizma vpliva na gospodarstvo na splošno, zlasti pa na raven cen. Med državami članicami EMU obstajajo določene asimetrije v transmisijškem mehanizmu, kar lahko zaplete izvajanje enotne monetarne politike ECB. Posledično lahko različni odzivi na enotno monetarno politiko povzročijo večjo heterogenost v gospodarskih ciklih držav EMU. Pričakuje se, da se bodo razlike med državami zmanjšale s procesom konvergence gospodarskih in finančnih struktur. Vendar kljub enotnemu trgu in eni valuti lahko pričakujemo, da bodo med državami še naprej obstajale razlike (v strukturi proizvodnje, na trgu stanovanj, na trgu delovne sile in v pravnem sistemu), kar pomeni, da bo določena stopnja asimetrije v transmisijškem mehanizmu vedno prisotna. Ukrepi fiskalne politike vplivajo na odpravljanje teh razlik, kar pomeni da vplivajo na delovanje monetarne politike. Zaradi tega je monetarna politika za nekatere države preveč restriktivna, za druge pa preohlapna. To vpliva tudi na razlike v inflacijskih stopnjah med državami članicami.

Razlike v inflacijskih stopnjah niso nič nenavadnega za velike monetarne unije, vendar so v EMU določene posebnosti, ki otežujejo prilagajanje v primeru gospodarskih šokov. Razlogi so v omejeni mobilnosti produkcijskih faktorjev, v rigidnostih na trgu dela in proizvodov in v odsotnosti centraliziranega mehanizma fiskalnih transferjev. Do disperzije inflacijskih stopenj prihaja zaradi notranjih in zunanjih dejavnikov. Večina dejavnikov, ki povečuje razlike, je v veliki meri odvisnih od nacionalnih politik (proračunske in davčne politike, politike konkurence, regulacije trga dela etc.). Monetarna politika pa je tudi eden od možnih vzrokov in to zaradi razlik v transmisijškem mehanizmu med državami.

Razumevanje inflacijskih razlik je za ECB pomembno, saj zaradi njih prihaja do problemov v posameznih državah članicah, kar lahko vpliva na druge članice in v končni fazi tudi na vodenje monetarne politike ECB. Pomembno je tudi zaradi predvidene širitve evro območja, saj je možno, da bodo ob vstopu novih članic inflacijske asimetrije še večje. Na Irskem so se zaradi vstopa v EMU znižale obrestne mere, kar je dodalo spodbudo povpraševanju, ki je posebej močno vplivalo na rast cen nepremičnin. Dodaten pritisk na inflacijo je prinesla oslabitev evra v zgodnjih letih sistema. Gospodarstvo je bilo blizu svojih zmogljivosti, s praktično polno zaposlenostjo in precejšnjimi neto migracijami. Posledica rasti v povpraševanju je bila hitra rast plač. Realna apreciacija je nazadnje zahtevala znižanje konkurenčnosti, spremenil pa se je tudi trend rasti dobičkov. Svoje je k domačemu povpraševanju prispevala tudi ohlapnejša fiskalna politika po letu 2000.

ECB sledi cilju stabilnosti cen, ni pa njena naloga vplivati na disperzijo stopenj rasti HICP med državami evro območja. Vendar močna in dolgotrajna odstopanja stopenj rasti HICP, ki niso posledica integracije trga in realne konvergence, lahko povzročijo neugodne spremembe konkurenčnosti in gospodarska neravnotežja. V takšnem primeru mora nacionalna politika odreagirati in sprejeti ustrezne ukrepe.

Večina držav članic v zadnjih letih ni dobro vodila svojih fiskalnih politik. Države so se s Paktom stabilnosti in rasti zavezale, da bodo spoštovale predpisane meje, 3 % glede javnofinančnega primanjkljaja in 60 % glede javnega dolga. Do leta 2000 je še kazalo, da gredo fiskalne politike v pravo smer, z letom 2001 se je začel večati javnofinančni deficit v evro območju, leta 2003 pa se je začel dvigovati tudi javni dolg. Pakt stabilnosti in rasti je bil prvič postavljen na preizkušnjo. Nemčija, Francija in Grčija so presegle mejo 3 % BDP glede proračunskega primanjkljaja, več držav pa ni bilo dosti pod mejo. Večina držav je dodaten prihodek v času prosperitete gospodarstva porabila za dodatno tekočo potrošnjo, namesto da bi ga namenila za izboljšanje fiskalnega položaja. To in nižanje davkov brez ustreznega omejevanja izdatkov so v času upadanja gospodarske aktivnosti povzročili poslabšanje javnofinančnih pozicij držav članic. Povečanje javnih izdatkov bi bilo smiselno, če bi jih države porabile za fizični in človeški kapital, kar izboljšuje kvaliteto produkcijskih faktorjev. Tudi na področju reform ni bilo storjenega veliko (razen davčnih reform, ki pa jih niso spremljale reforme na strani izdatkov). Posebej nujne so pokojninske reforme, saj staranje prebivalstva ob zdajšnjih pokojninskih sistemih predstavlja grožnjo vzdržnim javnim financam. Strukturne reforme javnih financ dvigujejo potencialno stopnjo gospodarske rasti, obenem pa prispevajo k zmanjševanju kratkoročnih variabilnosti. To je posebej značilno za reforme, ki povečujejo konkurenčnost na trgu produktov in na trgu dela ter zmanjšujejo potencialne motnje zaradi vladnih intervencij. Takšne reforme zmanjšujejo nominalne in realne rigidnosti, kar olajša absorpcijo gospodarskih šokov. Hitrejše in boljše prilagajanje na trgu produktov in na trgu dela lahko pripomore k nižji variabilnosti inflacije in k nižjim inflacijskim stopnjam.

Zdrave in vzdržne javne finance so predpogoj za makroekonomsko stabilnost. Proračunska pozicija blizu ravnovesja ali presežek ustvarjajo prostor za prosto delovanje avtomatičnih stabilizatorjev, ki blažijo vplive gospodarskih poslovnih ciklov. Fiskalne politike tudi lažje blažijo gospodarske šoke, če krenejo iz uravnotežene pozicije. Hkrati pa so zdrave fiskalne politike tudi v interesu vseh držav, saj lahko pride do negativnih eksternalij, ki vplivajo tudi na druge države članice. ECB lahko na višino primanjkljaja in javni dolg reagira z dvigom obrestnih mer, kar ne vpliva le na posamezno državo, temveč na vse članice EMU.

Monetarna politika in fiskalna politika vplivata ena na drugo. Stabilnost cen, ki jo zasleduje monetarna politika, je osnova dobrega delovanja tržnega gospodarstva in je največji prispevek monetarne politike k prosperiteti gospodarstva. Fiskalne politike pa lahko kratkoročno in dolgoročno prispevajo k makroekonomski stabilnosti in k stabilnosti cen. V monetarni uniji z decentraliziranimi fiskalnimi politikami je pomemben obstoj pravil o fiskalni politiki. Odločitve akterjev fiskalnih politik namreč niso zmeraj v skladu s skupnimi cilji, kar pa lahko vpliva na druge države članice EMU in na vodenje ECB. Pakt stabilnosti in rasti se je izkazal kot ne najbolj učinkovito sredstvo omejevanja fiskalnega zadolževanja in je že doživel spremembe, ki pa po mnenju nekaterih ekonomistov lahko še poslabšajo stanje.

LITERATURA

1. Angeloni Ignazio, Ehrmann Michael: Monetary policy transmission in the euro area: Any changes after emu?. Working paper series No. 240. Frankfurt : ECB, 2003. 49 str.
2. Angeloni Ignazio et al.: Monetary transmission in the euro area: Does the interest rate channel explain all?. University of Chicago Graduate School of Business. 41 str. [URL: <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/anil.kashyap/research/monetarytrans.pdf>], 2003a.
3. Angeloni Ignazio, Ehrmann Michael: Euro Area Inflation Differentials. Working paper series No. 388. Frankfurt : ECB, 2004. 45 str.
4. Bergin Adele, Fitz Gerald John, McCoy Daniel: How Has Economic Management Evolved Within EMU?. Dublin : The Economic and Social Research Institute, 2004. 16 str.
5. Björkstén Nils, Syrjänen Mika: Divergences in the Euro Area: A Cause for Concern?. Discussion Papers 11/99. Helsinki : Bank of Finland, 1999. 28 str.
6. Detken Carsten, Gaspar Vitor, Winkler Bernhard: On prosperity and posterity: The End for Fiscal Discipline in a Monetary Union. Working Paper Series No. 420. Frankfurt : ECB, 2004. 40 str.
7. Duarte Margarida: The Euro and Inflation Divergence in Europe. Federal Reserve Bank of Richmond Quarterly, Richmond, 89(2003), 3, str. 53–70.
8. Feldstein Martin: The Euro and the Stability Pact. Working Paper 11249. Cambridge : National Bureau of Economic Research, 2005. 9 str.
9. Hancké Bob: The Political Economy of Fiscal Policy in EMU. European Political-Economy Infrastructure Consortium. Str. 5–14. [URL: <http://www.lse.ac.uk/collections/EPER/vol1/no1/hancke.pdf>], 2003.
10. Honohan Patrick, Lane Philip R.: Divergent Inflation Rates in EMU. 48 str. [URL: <http://homepage.eircom.net/~phonohan/HonohanLaneTEP0303.pdf>], 2003.
11. Honohan Patrick, Lane Philip R.: Exchange Rates and Inflation under EMU. 16 str. [URL: http://www.economic-policy.org/pdfs/responses/EMU_inflation_exrate_HonohanLane.pdf], 2004.
12. Krašovec Tadej: Denarna politika ECB – operacije glavnega refinanciranja. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 44 str.
13. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : GV Založba, 2002. 681 str.
14. Rant Vasja: Devizni tečaj v državah kandidatkah do vključitve v EMU. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 51 str.
15. Ribnikar Ivan: Evropski sistem centralnih bank. Bančni vestnik, Ljubljana, 48(1999), 3, str. 16–18.
16. Ribnikar Ivan: Monetarna ekonomija 2. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999a. 169 str.
17. Rother Philipp C.: Fiscal Policy and Inflation Volatility. Working Paper Series No. 317 Frankfurt : ECB, 2004. 38 str.

18. Scheller Hanspeter K.: The European Central Bank: History, Role and Functioning. Frankfurt : European Central Bank, 2004. 227 str.
19. Suardi Massimo: Emu and asymmetries in monetary policy transmission. Paper No. 157, B.k.: Directorate General for Economic and Financial Affairs: Economic, 2001. 29 str.
20. Žnidarčič Damjan: Obrestne mere ECB in njihov vpliv na obrestne mere v državah EMU. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 54 str., 1 pril.

VIRI

1. ECB Annual Report 1999. Frankfurt : European Central Bank, 2000, 184 str.
2. ECB Annual Report 2000. Frankfurt : European Central Bank, 2001, 216 str.
3. ECB Annual Report 2001. Frankfurt : European Central Bank, 2002, 238 str.
4. ECB Annual Report 2002. Frankfurt : European Central Bank, 2003, 254 str.
5. ECB Annual Report 2003. Frankfurt : European Central Bank, 2004, 230 str.
6. Letno poročilo ECB 2004. Frankfurt : Evropska centralna banka, 2005, 224 str.
7. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, 1999, 10, 54 str., 58 str. pril.
8. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, 2000, 5, 74 str., 72 str. pril.
9. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, 2001, 12, 72 str., 106 str. pril.
10. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, 2004, 1, 73 str., 85 str. pril.
11. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, 2004, 2, 81 str., 85 str. pril.
12. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, 2004, 4, 81 str., 85 str. pril.
13. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, 2004, 5, 79 str., 85 str. pril.
14. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, 2005, 2, 80 str., 86 str. pril.
15. Monthly Bulletin. Frankfurt : European Central Bank, maj 2005, 100 str., 86 str. pril.
16. The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures. Frankfurt : European Central Bank, 2004. 102 str.
17. The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt : European Central Bank, 2001. 150 str.
18. The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt : European Central Bank, 2004. 126 str.
19. Key ECB interest rates.
[URL: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>], 3.4.2005

SLOVAR SLOVENSКИH PREVODOV ANGLEŠKIH IZRAZOV

<i>ceiling</i>	maksimalna obrestna mera za posojena sredstva ECB čez noč
<i>deposit facility</i>	možnost deponiranja sredstev čez noč
<i>eligible assets</i>	ustrezna finančna aktiva
<i>European Court of Justice</i>	Sodišče evropske unije
<i>fine-tuning operations</i>	operacije finega uravnavanja
<i>floor</i>	minimalna obrestna mera za deponiranje sredstev čez noč pri ECB
<i>free reider</i>	zastojkarstvo
<i>Harmonised Index of Consumer Prices</i>	harmoniziran indeks življenjskih potrebščin
<i>long-term refinancing operations</i>	operacije dolgoročnega refinanciranja
<i>main refinancing operations</i>	operacije glavnega refinanciranja
<i>marginal lending facility</i>	možnost zadolževanja čez noč
<i>minimum reserves</i>	minimalne rezerve
<i>open market operations</i>	operacije na odprtem trgu
<i>outright purchases</i>	dokončni nakupi
<i>outright sales</i>	dokončne prodaje
<i>reverse transactions</i>	nasprotne operacije
<i>quick tenders</i>	hitre licitacije (avkcije)
<i>standard tenders</i>	standardne licitacije (avkcije)
<i>standing facilities</i>	odprta ponudba bankam
<i>structural operations</i>	strukturne operacije
<i>tier one assets</i>	aktiva prve vrste
<i>tier two assets</i>	aktiva druge vrste

SEZNAM KRATIC IN KRAJŠAV

<i>BDP</i>	bruto domači proizvod
<i>BEPG</i>	Broad Economic Policy Guidelines – Široke smernice ekonomske politike
<i>ECB</i>	Evropska centralna banka
<i>ECOFIN</i>	Svet EU za ekonomske in finančne zadeve
<i>EMU</i>	Evropska monetarna unija
<i>EMS</i>	Evropske monetarne skupnosti
<i>ESA 95</i>	Evropski sistem nacionalnih in regionalnih računov
<i>ESCB</i>	Evropski sistem centralnih bank
<i>EU</i>	Evropska unija
<i>EUR</i>	evro
<i>HICP</i>	Harmoniziran indeks življenjskih potrebščin
<i>NCB</i>	Nacionalna centralna banka
<i>MDR</i>	mednarodne devizne rezerve
<i>ZDA</i>	Združene države Amerike
<i>GR</i>	Grčija
<i>IT</i>	Italija
<i>NL</i>	Nizozemska
<i>DE</i>	Nemčija
<i>FR</i>	Francija
<i>IE</i>	Irska
<i>PT</i>	Portugalska
<i>BE</i>	Belgija
<i>ES</i>	Španija
<i>FI</i>	Finska
<i>AT</i>	Avstrija

PRILOGE

PRILOGA 1: Instrumenti monetarne politike evrosistema**Slika 5:** Instrumenti denarne politike evrosistema

INSTRUMENTI DENARNE POLITIKE EVROSISTEMA					
Instrumenti denarne politike	Vrsta instrumentov		Dospetje	Pogostost	Postopek
	Zagotavljanje likvidnosti	Absorbicija likvidnosti			
OPERACIJE ODPRTEGA TRGA					
Glavno refinanciranje	začasne transakcije	-	en teden	tedensko	standardna licitacija (ponudba)
Dolgoročnejše refinanciranje	začasne transakcije	-	tri mesece	mesečno	standardna licitacija (ponudba)
Fino uravnavanje	začasne transakcije	začasne transakcije	ni standardizirano	neredno (občasno)	hitra licitacija (ponudba)
	valutne zamenjave	zbiranje vezanih vlog valutne zamenjave			bilateralni postopek
	dokončni nakupi	dokončna prodaja	-	neredno (občasno)	bilateralni postopek
Strukturne operacije	začasne transakcije	izdajanje dolžniških potrdil	standardizirano/ nestandardizirano	redno in neredno	standardna licitacija (ponudba)
	dokončni nakupi	dokončne prodaje	-	neredno (občasno)	bilateralni postopek
ODPRTA PONUDBA BANKAM					
Možnost zadolžitve	začasne transakcije	-	čez noč	dosegljivo na željo nasprotne strani (kreditne institucije)	
Možnost deponiranja sredstev	-		čez noč	dosegljivo na željo nasprotne strani (kreditne institucije)	

Vir: Scheller, 2004, str. 86.

PRILOGA 2: Fiskalni položaji držav članic EMU za obdobje od 1999 do 2004

Slika 6: Fiskalni položaji v evro območju – presežek (+) / primanjkljaj (-) širše opredeljene države (kot % BDP)⁹

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Belgija	-0,5	0,2	0,4	0,1	0,4	0,1
Nemčija	-1,5	-1,2	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Grčija¹⁰	-	-	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Španija	-1,2	-1,0	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Francija	-1,8	-1,4	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Irska	2,3	4,4	0,9	-0,5	0,2	1,3
Italija	-1,7	-1,8	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luksemburg	3,5	6,3	6,2	2,3	0,5	-1,1
Nizozemska	0,7	1,5	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Avstrija	-2,3	-1,9	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugalska	-2,8	-3,2	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Finska	2,0	7,1	5,2	4,3	2,5	2,1
EMU	-1,3	-0,9	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7

Vir: ECB Annual Report, 2002–2004.

⁹ Proračunske bilance izključujejo iztržke od prodaje licenc UMTS.

¹⁰ Po podatkih pred statistično revizijo leta 2004 so bili primanjkljaji vsa leta občutno nižji, pod 3 %.

Slika 7: Fiskalni položaji v evro območju – bruto dolg širše opredeljene države (kot % BDP)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Belgija	114,9	109,1	108,0	105,4	100,0	95,6
Nemčija	61,2	60,2	59,4	60,9	64,2	66,0
Grčija	-	-	114,8	112,2	109,3	110,5
Španija	63,1	61,2	57,8	55,0	51,4	48,9
Francija	58,5	57,2	57,0	59,0	63,9	65,6
Irska	49,3	38,4	35,8	32,6	32,0	29,9
Italija	114,9	111,2	110,7	108,0	106,3	105,8
Luksemburg	6,0	5,5	7,2	4,5	7,1	7,5
Nizozemska	63,1	55,9	52,9	52,6	54,3	55,7
Avstrija	67,5	67,0	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugalska	54,3	53,3	55,9	58,5	60,1	61,9
Finska	47,0	44,6	43,8	42,5	45,3	45,1
EMU	72,7	70,4	69,6	69,5	70,8	71,3

Vir: ECB Annual Report, 2002–2004.