

Poglavje 17

Evropska monetarna unija

Maastrichtski sporazum

- Decembar 1991 vrh v Maastrichtu
- 12 držav članic Evropskih Skupnosti
- Rojstvo EU
- Načrt vzpostavitve EMU. Zaveza za uvedbo skupne valute do 1. januarja 1999.
- V naslednjem letu in pol sporazum ratificiran s strani podpisnic

Maastrichtski sporazum: časovnica EMU

Table 17.1 EMU timetable

Towards Maastricht		Between Maastricht and the single currency		The single currency	
1970	Werner Plan	1994	European Monetary Institute (precursor of ECB)	1999	Monetary union starts
1979	European Monetary System starts	1997	Stability and Growth Pact	2001	Greece joins
1989	Delors Committee	1998	Decision on membership	2002	Euro coins and notes introduced
1991	Maastricht Treaty signed	1998	Conversion rates set	2007	Slovenia joins
1993	Maastricht Treaty ratified	1998	Creation of ECB	2008	Cyprus and Malta join
				2009	Slovakia joins

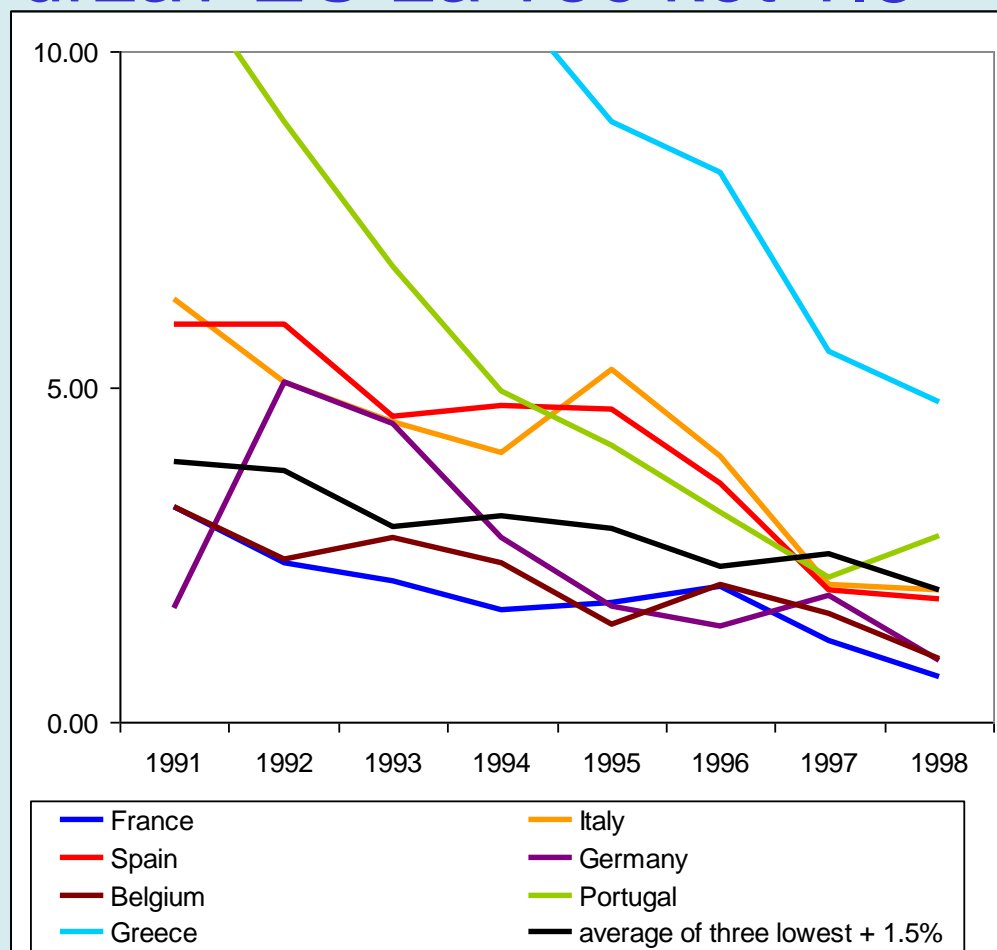
Maastrichtski sporazum: konvergenčni kriteriji

- V začetku 90ih se je makroekonomska situacija precej razlikovala po državah.
- Pred vstopom na bi v vsaki doseгли "kulturo cenovne stabilnosti"

- 5 konvergenčnih kriterijev

Maastrichtski sporazum: konvergenčni kriteriji

- Inflacija:
 - Ne sme preseči povprečja treh najnižjih inflacijskih stopenj držav EU za več kot 1.5 odstotne točke.



Maastrichtski sporazum: konvergenčni kriteriji

- Dolgoročna nominalna obrestna mera:
 - Ne sme preseči povprečne dolgoročne obrestne mere v treh državah z najnižjo inflacijo za več kot 2 odstotni točki.
- ERM članstvo:
 - Vsaj dve leti znotraj ERM brez devalvacije tečaja.

Maastrichtski sporazum: konvergenčni kriteriji

- Javnofinančni deficit:
 - Deficit manjši od 3% BDP.
- Javni dolg:
 - Dolg manjši od 60% BDP.

Javnofinančni deficit in javni dolg 1997

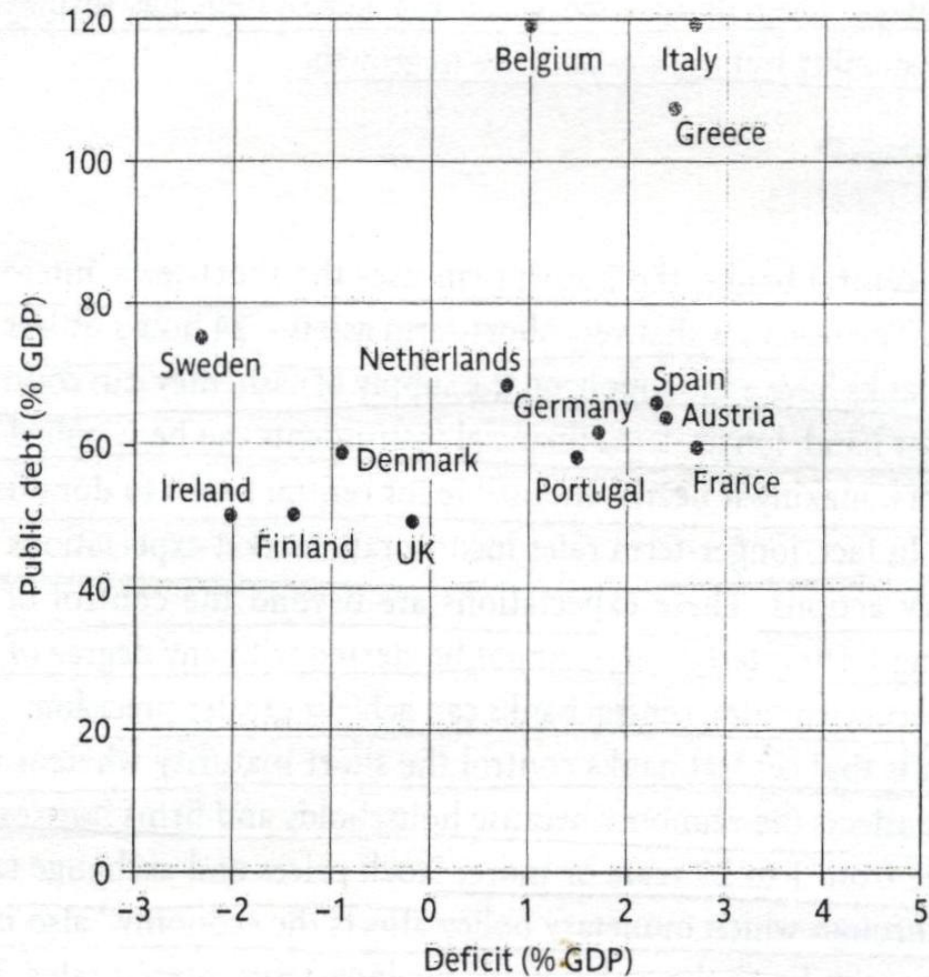


Figure 17.2 Deficits and debts in 1998

Source: European Commission

Maastrichtski sporazum: Evropa dveh hitrosti

- V Maastrichtskem sporazumu se pojavi "ideja", da lahko nekatere države ostanejo "zunaj" globlje integracije
- VB (klavzula, da ji ni treba vstopiti v EMU)
- Danska (po zavrnitvi sporazuma na referendumu dobi podobno klavzulo)
- Švedska (1995 vstopijo v EU in zaprosijo za klavzulo, ki je zavrnjena; ne vstopijo v ERM)

Maastrichtski sporazum: Evropa dveh hitrosti

- EMU nastane v letu 1999 z 11 članicami
- VB, Danska ostanejo zunaj.
- Zunaj tudi Švedska.
- Zunaj Grčija (ne izpolnjuje kriterijev, pridruži se v januarju 2001)

- Po razširitvi leta 2004 se zgodba začne ponavljati.
- Do konca leta 2009 ima EMU 16 članic (nove članice Ciper, Malta, Slovaška in Slovenija)

Evrosistem: N držav, N+1 centralnih bank

- N držav - N Nacionalnih centralnih bank (NCB), plus Evropska centralna banka (ECB)
- Evropski sistem centralnih bank (ESCB): ECB in vse NCB EU držav (N=27).
- Evrosistem: ECB in NCB članic evroobmočja (N=16).

Evrosistem: Cilji

Maastrichtski sporazum člen 105:

*‘The primary objective of the ESCB shall be to maintain **price stability**. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Community with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Community as laid down in Article 2.’*

- Člen 2:

“...to promote ...sustainable and non-inflationary growth..., a high level of employment and of social protection...”

Evrosistem: Cilji

- Kaj je stabilnost cen?

“The ECB has defined price stability as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. Price stability is to be maintained over the medium term.”

- Cilj:

“the Governing Council agreed that in the pursuit of price stability, it will aim to maintain inflation rates close to 2 per cent over the medium term.”

Evrosistem: Cilji

- Inflacijska stopnja ni zelo natančno določena. Tudi “srednji rok” ni natančno določen.
- Preprečevanje inflacije je prioriteta.
- Podpora rasti in zaposlenosti je na drugem mestu.
- V prvih desetih letih delovanja je ECB pokazala dokaj fleksibilnosti: sicer poudarja stabilnost cen, vendar se ozira tudi na gospodarsko rast.

Evrosistem: Instrumenti

- Vpliv na gospodarstvo preko vpliva na:
 - dolgoročne obrestne mere
 - kredite
 - cene vrednostnih papirjev
 - devizni tečaj.
- Nobenega od teh centralna banka ne more neposredno in natančno kontrolirati.
- Lahko pa kontrolira kratkoročne obrestne mere. Te vplivajo na pričakovanja ekonomskih subjektov in s tem CB posredno vpliva na gospodarstvo.

Evrosistem: Instrumenti

- Evrosistem kontrolira European Over Night Index Average (EONIA).
- EONIA – obrestna mera za posojila preko noči na medbančnem trgu (tehtano povprečje)
- Evrosistem “določi” zgornjo in spodnjo mejo gibanja.

Evrosistem: Instrumenti

- Spodnja meja:
 - obrestna mera po kateri lahko banke naložijo denar pri Evrosistemu (*odprta ponudba mejnega depozita*).
- Zgornja meja:
 - obrestna mera po kateri je Evrosistem pripravljen posoditi denar bankam (*odprta ponudba mejnega posojila*).
- Vmes (vodilo za ciljno višino EONIA):
 - tedenske avkcije po določeni obrestni meri za dajanje likvidnosti na trg (*operacije glavnega refinanciranja*).

Evrosistem: Instrumenti

Graf 1 Obrestne mere ECB in obrestne mere denarnega trga

(v odstotkih na leto; dnevni podatki)

- izklicna obrestna mera/fiksna obrestna mera v operacijah glavnega refinanciranja
- obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita
- - - obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila
- obrestna mera čez noč (EONIA)



Vir: ECB.

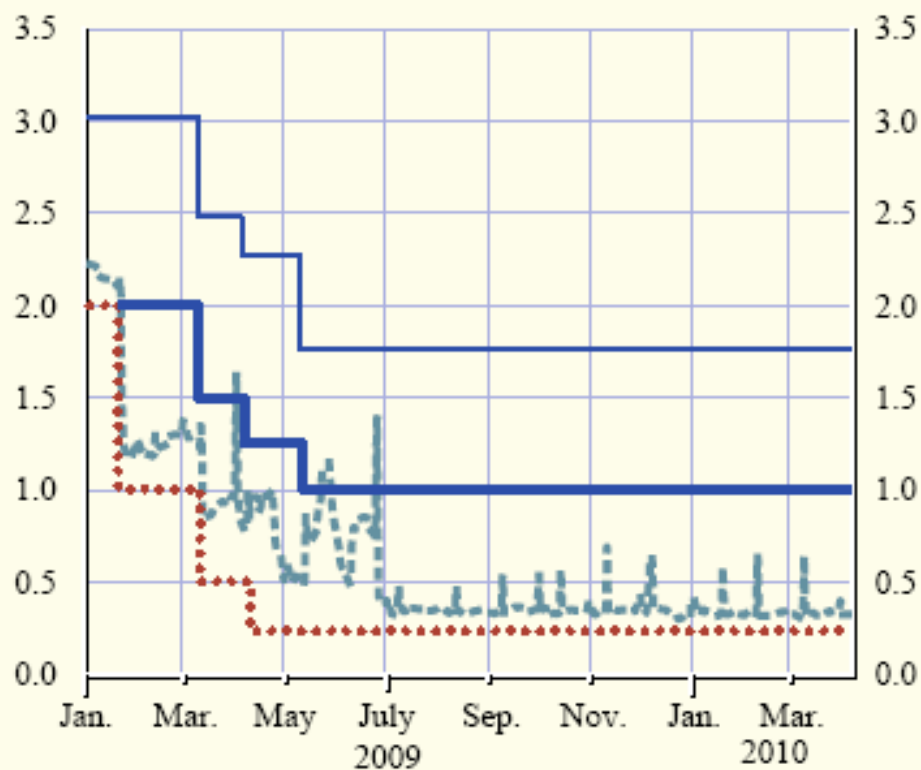
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 26. februar 2010.

Evrosistem: Instrumenti

Chart 11 ECB interest rates and the overnight interest rate

(percentages per annum; daily data)

- fixed rate in the main refinancing operations
- interest rate on the deposit facility
- overnight interest rate (EONIA)
- interest rate on the marginal lending facility

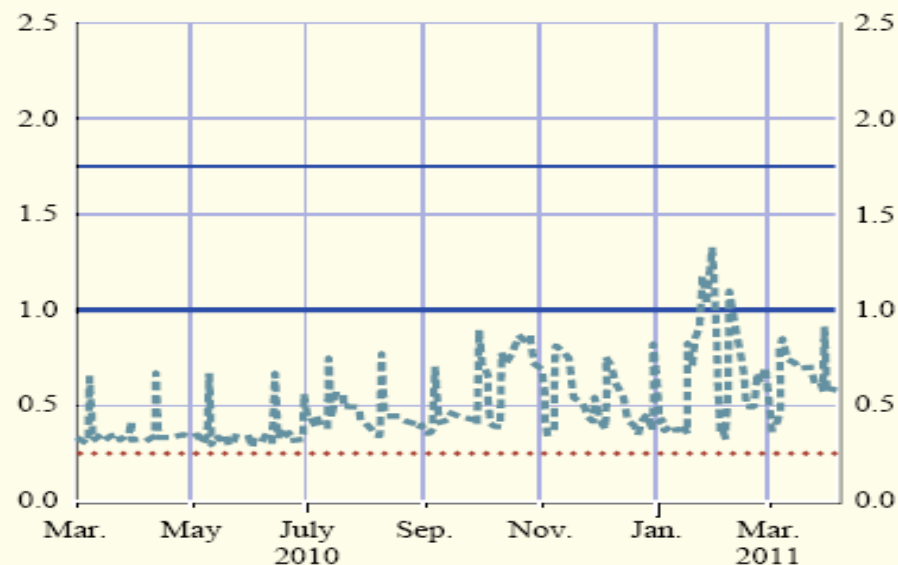


Sources: ECB and Reuters.

Chart 12 ECB interest rates and the overnight interest rate

(percentages per annum; daily data)

- fixed rate in the main refinancing operations
- interest rate on the deposit facility
- overnight interest rate (EONIA)
- interest rate on the marginal lending facility



Sources: ECB and Thomson Reuters.

Evrosistem: Strategija

- Na kakšen način Evrosistem uporablja svoj instrument za dosego cilja?
- Odločitve o obrestni meri temeljijo na dveh "stebrih":
- Ekonomska analiza:
 - Pregled trenutnega ekonomskega dogajanja in verjetno gibanje v prihodnje (rast, zaposlenost, cene, devizni tečaji, mednarodno okolje)
- Monetarna analiza:
 - Evolucija monetarnih agregatov (M3, itd.).

Evrosistem: Strategija

- V kolikšni meri naj se upoštevajo druge stvari poleg inflacije (zaposlenost, rast)?
- Uradno se Evrosistem ukvarja samo z inflacijo,
- vendar se je v preteklosti izkazalo, da upošteva tudi druge kategorije.

- Z deviznim tečajem se NE ukvarja – je prosto drseč.

Evrosistem: Strategija

- Strategije drugih CB:
- Ciljanje inflacije (inflation-targeting) – Češka, Madžarska, Norveška, Poljska, Švedska in VB.
 - Objavi ciljano raven inflacije (npr. 2% v VB) in interval (± 1%)
 - Primerjaj projekcijo inflacije v časovnem horizontu (2–3 leta) s ciljano ravniyo inflacije in ukrepaj temu primerno.

Evrosistem: Strategija

- Evrosistem se ni odločil za ciljanje inflacije;
- skuša obdržati strategijo Bundesbanke. Ta je ciljala rast denarnih agregatov.
- Kljub temu je tudi v pristopu Evrosistema podobnost s strategijo ciljanja inflacije,
 - Implicitni cilj (2%).
 - Projekcija inflacije je objavljena dvakrat letno.
- Evrosistem noče dajati vtisa, da deluje mehanično

Evrosistem: Strategija

- Se strategije v praksi res razlikujejo?
- Primerjaj dejansko obrestno mero s simulirano obrestno mero.
- Taylorjevo pravilo: $i = i^* + a(\pi - \pi^*) + b(y - y^*)$
 - Določi : $\pi^* = 2\%$
 - $i^* = 4\%$ (2% realna in 2% ciljana inflacija).
 - Določi a in b : $a = 1.5$, $b = 0.5$.

Evrosistem: Strategija

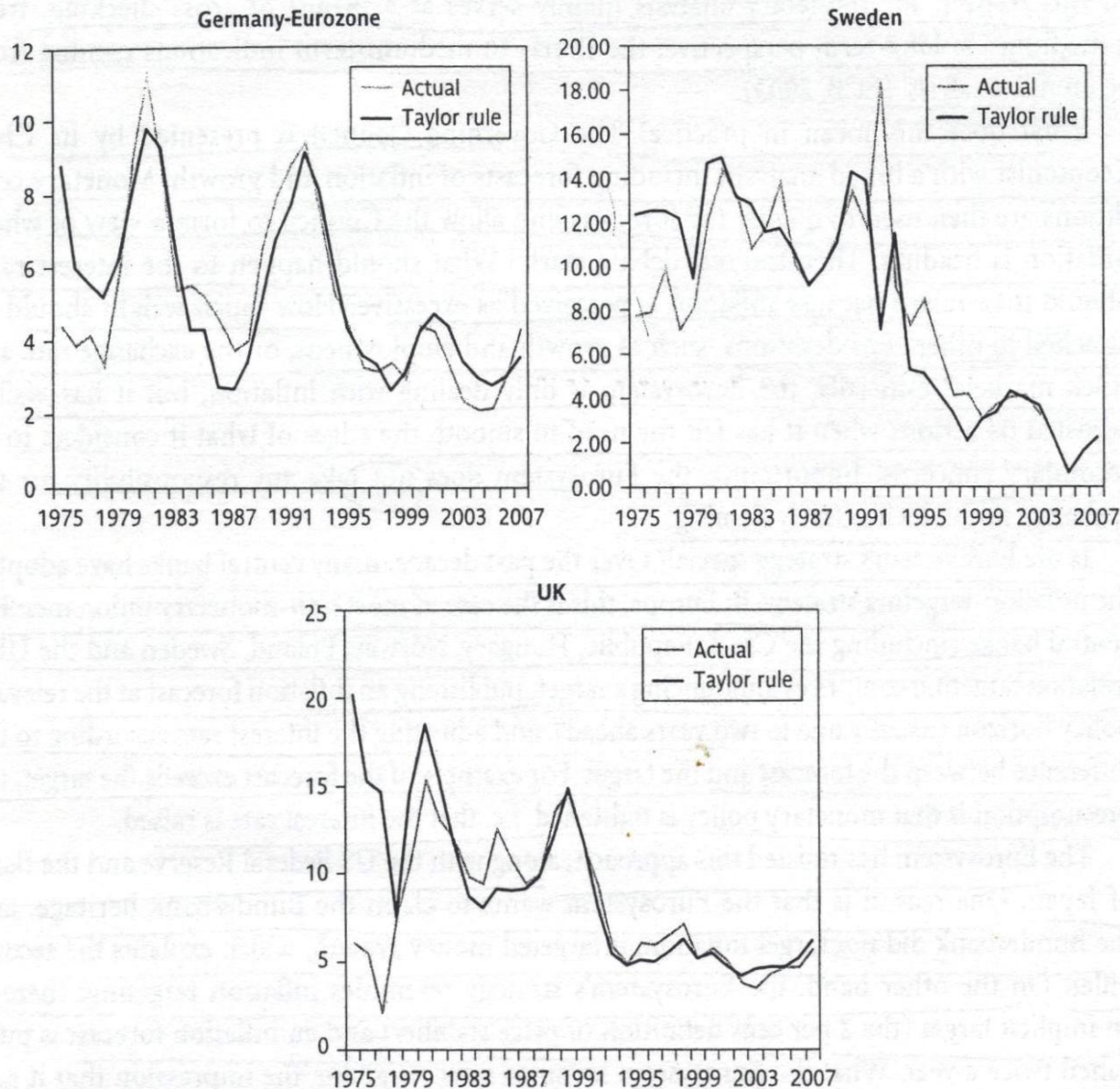


Figure 17.5 Actual and simulated interest rates (1975–2007)

Sources: IMF and *Economic Outlook*, OECD

Neodvisnost in odgovornost

- Glavna naloga centralne banke je zagotavljanje cenovne stabilnosti.
- Vendar se lahko znajde pod zelo močnimi pritiski.
 - Država v javnofinančni stiski, izvozniki, sindikati, dolžniki, finančne institucije
- Zato se v modernih časih zagotavlja neodvisnost centralne banke.

Neodvisnost in odgovornost

- Zelo pomemben segment odločanja je prenesen na uradnike, ki niso izvoljeni, temveč “določeni”.
- Neodvisnost mora iti z roko v roki z demokratsko odgovornostjo.
- Kako je s tem v EMU?

Neodvisnost

- Evrosistem ima zelo visoko neodvisnost.
- Sporazum o EU (člen 108):

“...neither the ECB, nor a national central bank, nor any member of their decision-making bodies shall seek or take instructions from Community institutions or bodies, from any government of a Member State or from any other body. The Community institutions and bodies and the governments of the Member States undertake to respect this principle and not to seek to influence the members of the decision-making bodies of the ECB or of the national central banks in the performance of their tasks.”

Neodvisnost

- Pred vstopom v Evroobmočje mora vsaka država prilagoditi zakonodajo, da je v skladu s tem.
- Evrosistem je neodvisen v določitvi ciljev in instrumentov.
 - Bank of England, na primer, je neodvisna le v instrumentih (Finančni minister določi ciljno stopnjo inflacije).
- ECB je finančno neodvisna. Ima svoj proračun, neodvisen od EU.

Odgovornost

- Demokratična odgovornost se zagotavlja s:
 - poročanjem
 - transparentnostjo
- Formalno je Evrosistem pod nadzorom Evropskega parlamenta
 - Letno poročilo ECB se pošlje Evropskemu parlamentu, Komisiji in Svetu Evrope.
 - Predsednik ECB poroča Odboru za ekonomske in monetarne zadeve Evropskega parlamenta.
 - Predsedujoči Evropskega sveta in član Komisije se lahko udeležujeta sestankov Sveta ECB.

Odgovornost

- Transparentnost je zelo pomembna.
- Centralna banka javnosti predstavi svoje argumente in razloži svoje odločitve.
- Predsednik ECB ima takoj po mesečnem sestanku o obrestnih merah tiskovno konferenco.
- Nekateri CB objavijo tudi zapisnik seje Sveta. Nekateri celo objavijo posnetke sestankov (čez nekaj časa). Nekateri objavijo glasovanje posameznih članov Sveta - *Evrosistem ne počne nič od tega.*

Neodvisnost in odgovornost

- *Bolj, ko je CB neodvisna, bolj transparentna bi morala biti.*

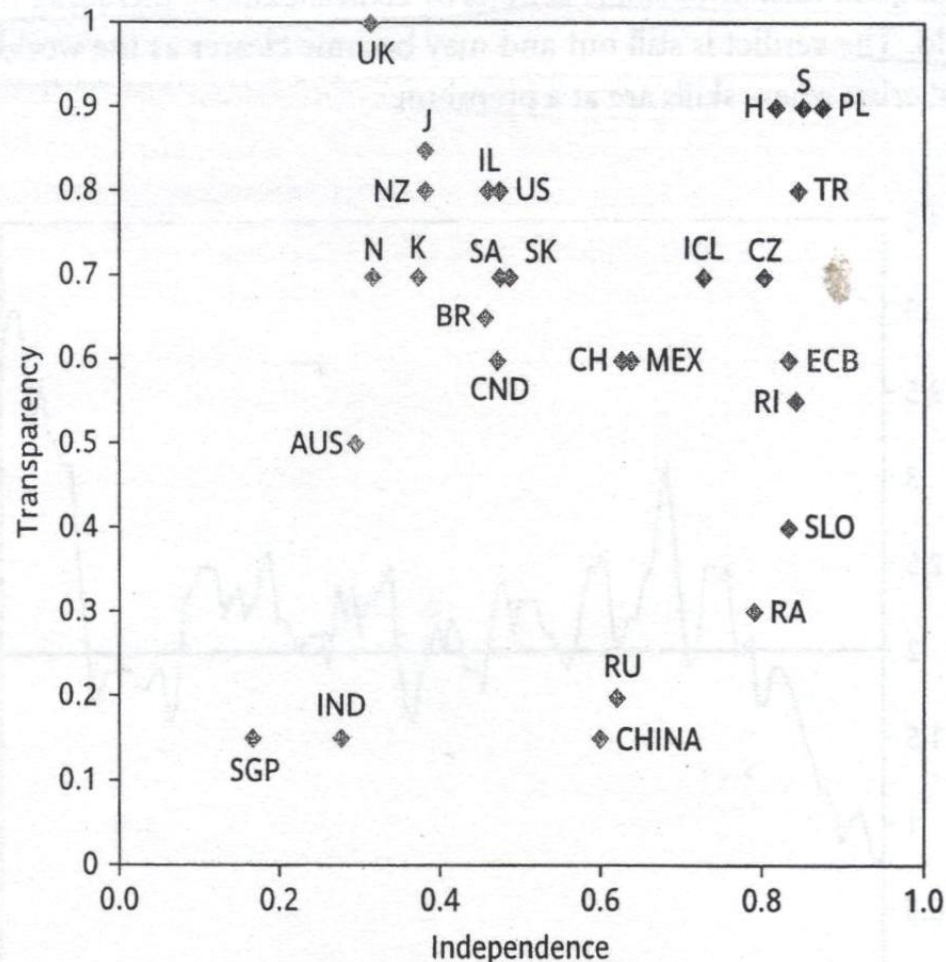


Figure 17.6 Independence and transparency indices

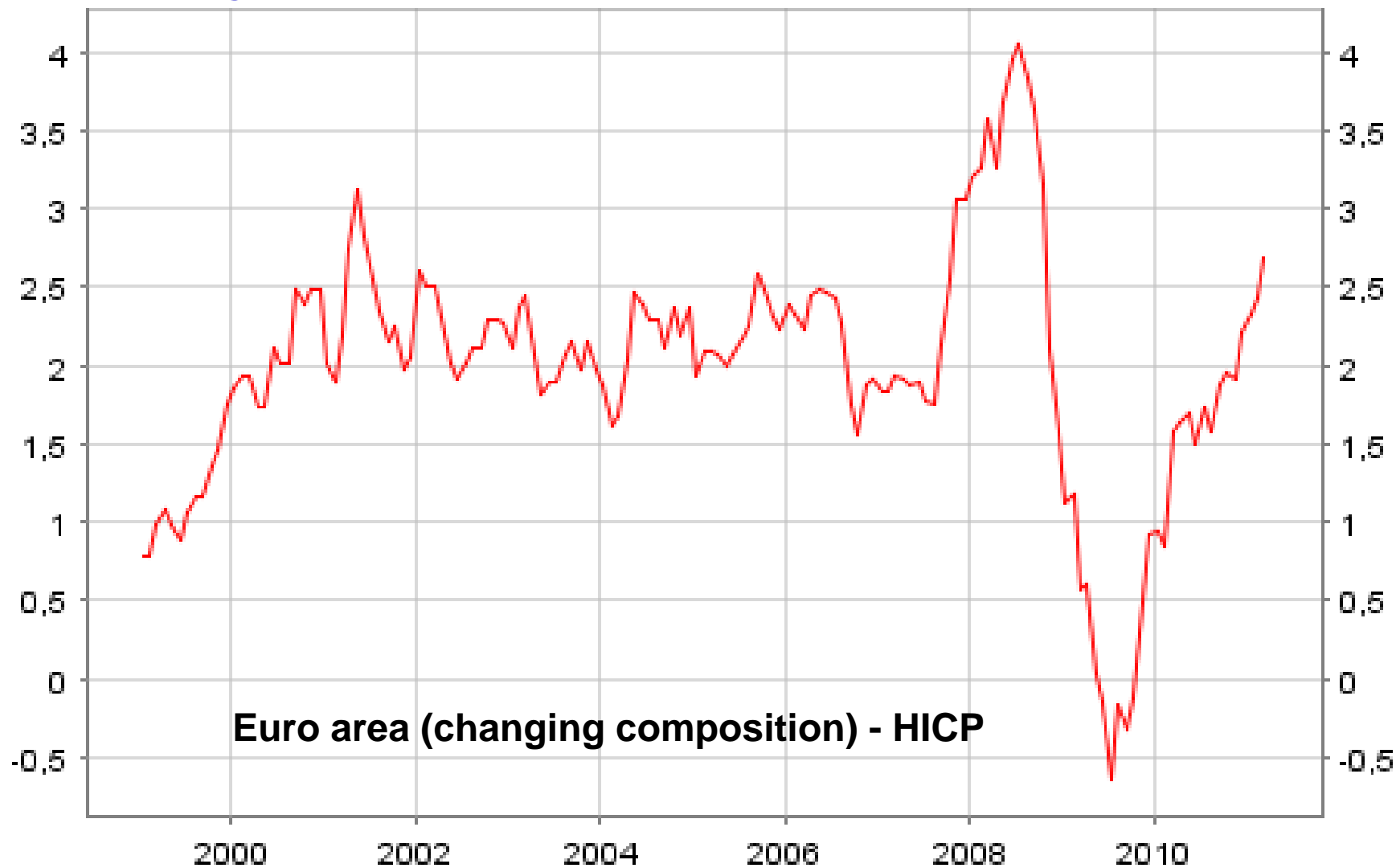
Source: Crowe and Meade (2008)

Prvih deset let: Inflacija in rast

- Ob uvedbi evra leta 1999 je bila inflacija nizka.
- Nato sledi težko obdobje:
 - naftni šok 2000
 - po svetu močno padajo cene delnic
 - nizka rast v ZDA in v Evropi
 - September 11, 2001
 - finančna kriza, ki se začne v ZDA sredi 2007

Prvih deset let: Inflacija in rast

- Inflacija večino časa nad 2%.



Prvih deset let: Inflacija in rast

- Je torej Evrosistem neuspešen pri zagotavljanju cenovne stabilnosti?
- Nobena država članica po 2. svetovni vojni ni imela tako dolgega obdobja nizke inflacije (vključno z Nemčijo).
- Kljub temu je javnost nekako prepričana, da je evro prinesel inflacijo.
- Obenem pa je res, da je bila inflacija v tem obdobju nizka v večini razvitih držav.

Prvih deset let: Inflacija in rast

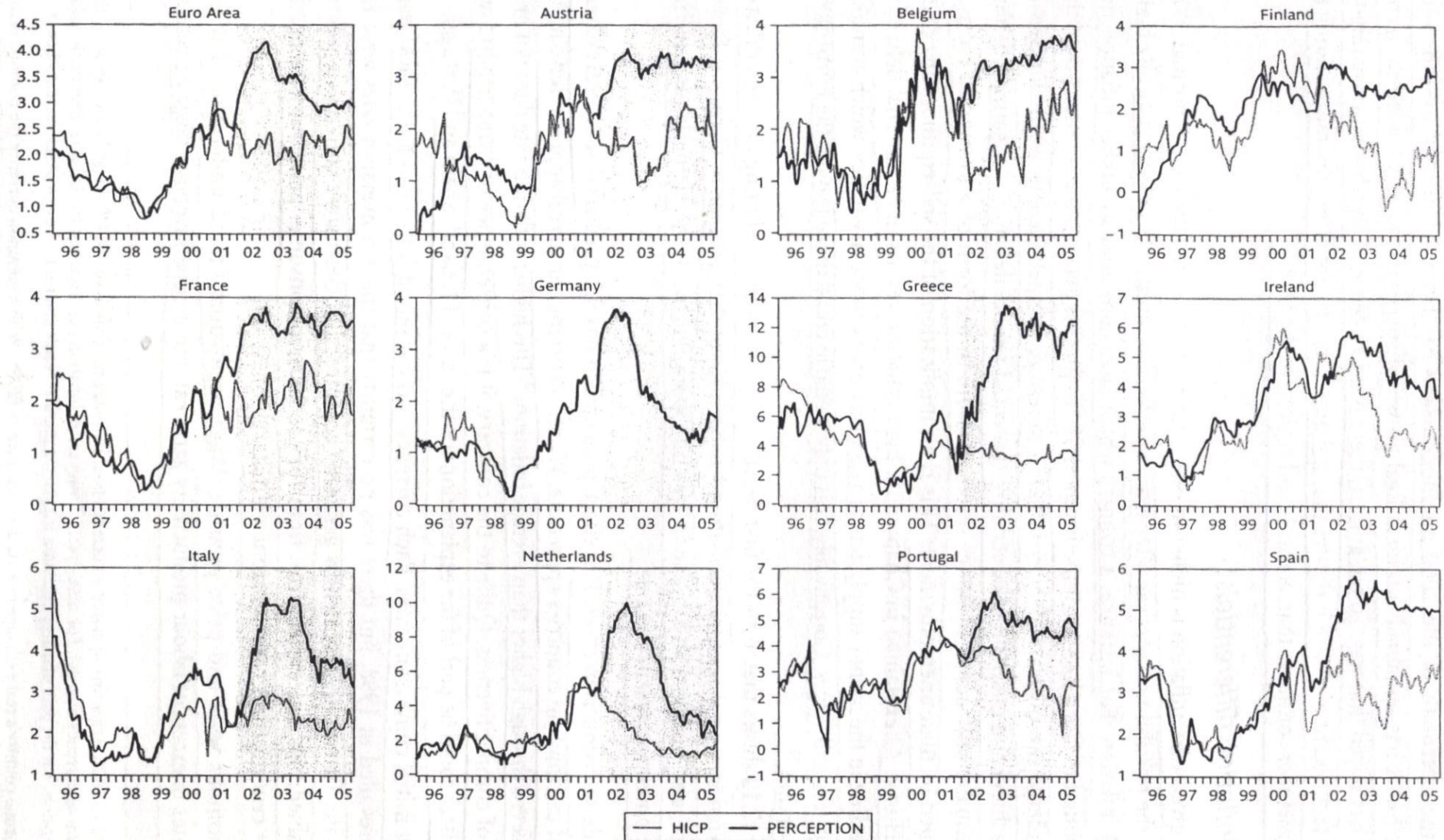
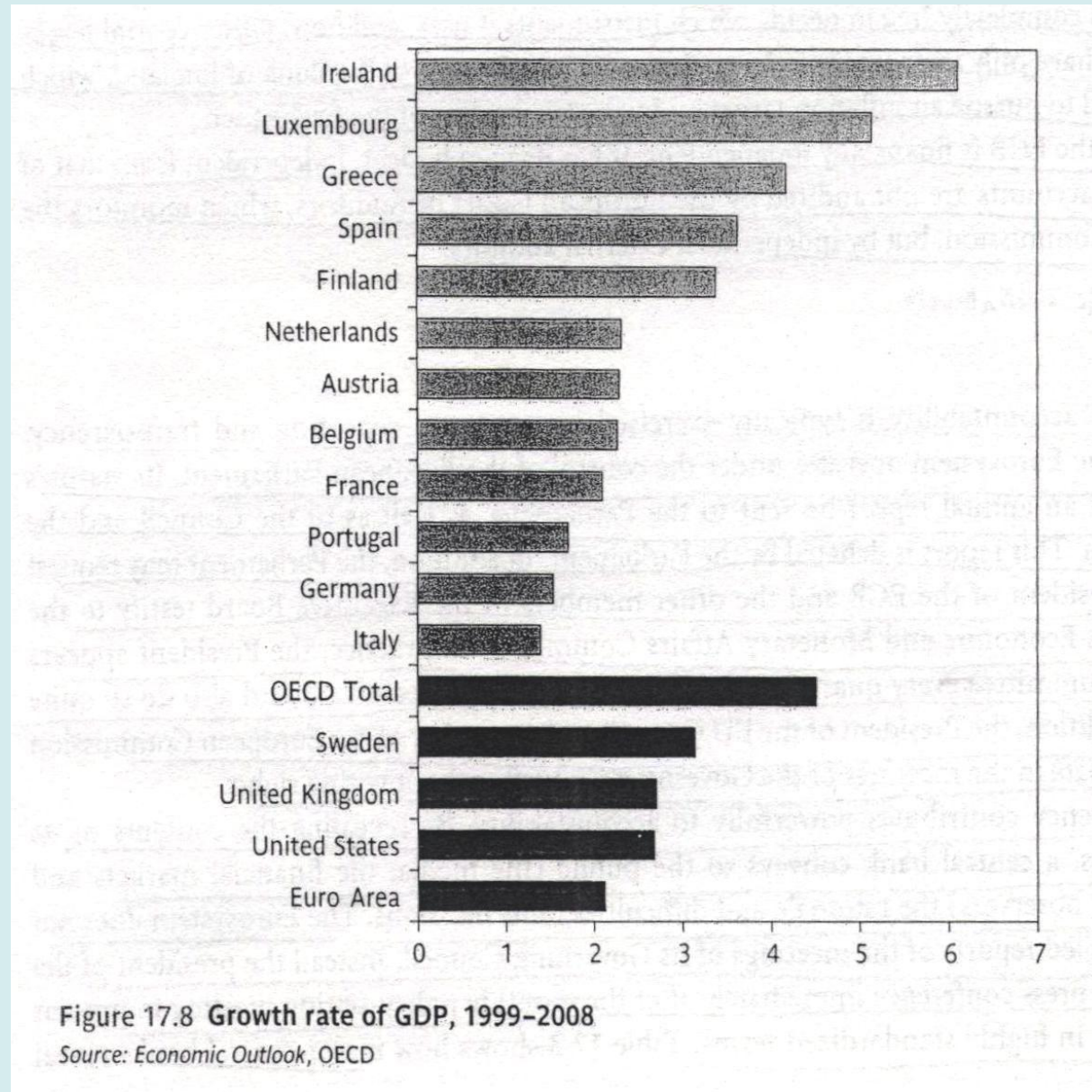


Figure 17.9 Measured and perceived price inflation in the Eurozone

Source: Aucremanne et al. (2007)

Prvih deset let: Inflacija in rast

- Gospodarska rast je bila nizka.
- Veliko kritik na ta račun.
- Vendar rast nizka v povprečju.



Prvih deset let: Devizni tečaj

- Takoj po uvedbi evra je dolar začel rasti nasproti večini valut.
- To se je interpretiralo, kot šibek evro. Kritiki pravijo, da po PPP torej ni cenovne stabilnosti.
- Od konca 2002 je dolar začel padati. Tokrat so kritiki protestirali, da je evro precenjen.
- Tečaj evra je prosto drseč. (Neobstojna trojica in prosti pretok kapitala. Velikost gospodarstva.)

Prvih deset let: Devizni tečaj

- Gledano čez daljše obdobje, gibanje evra ni tako zelo "drugačno"

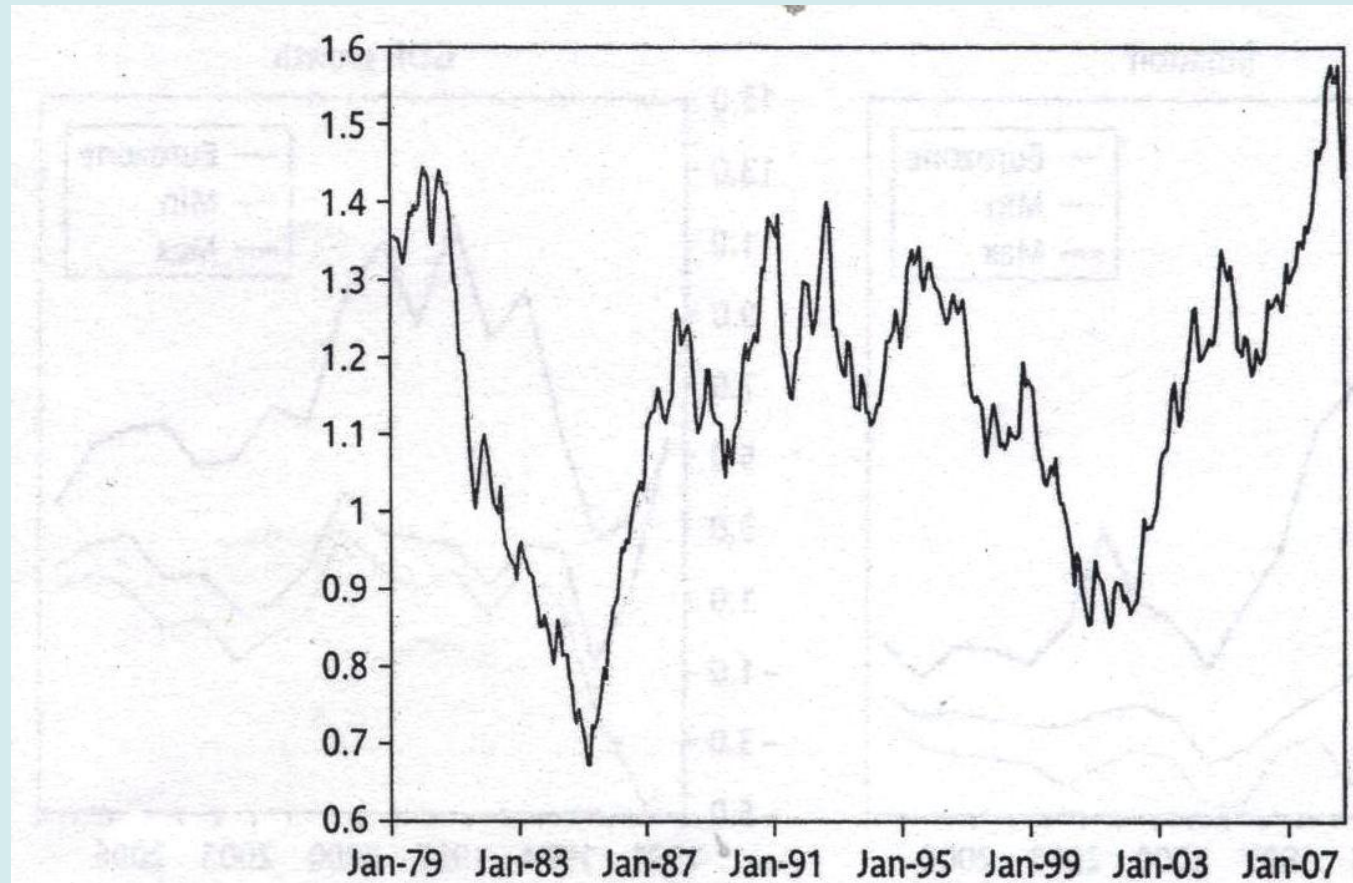


Figure 17.10 The dollar/euro exchange rate, January 1979–September 2008

Source: Monthly Bulletin, ECB

Prvih deset let: En denar, ena politika

Asimetrični šoki

- Do sedaj ni bilo resnih asimetričnih šokov.

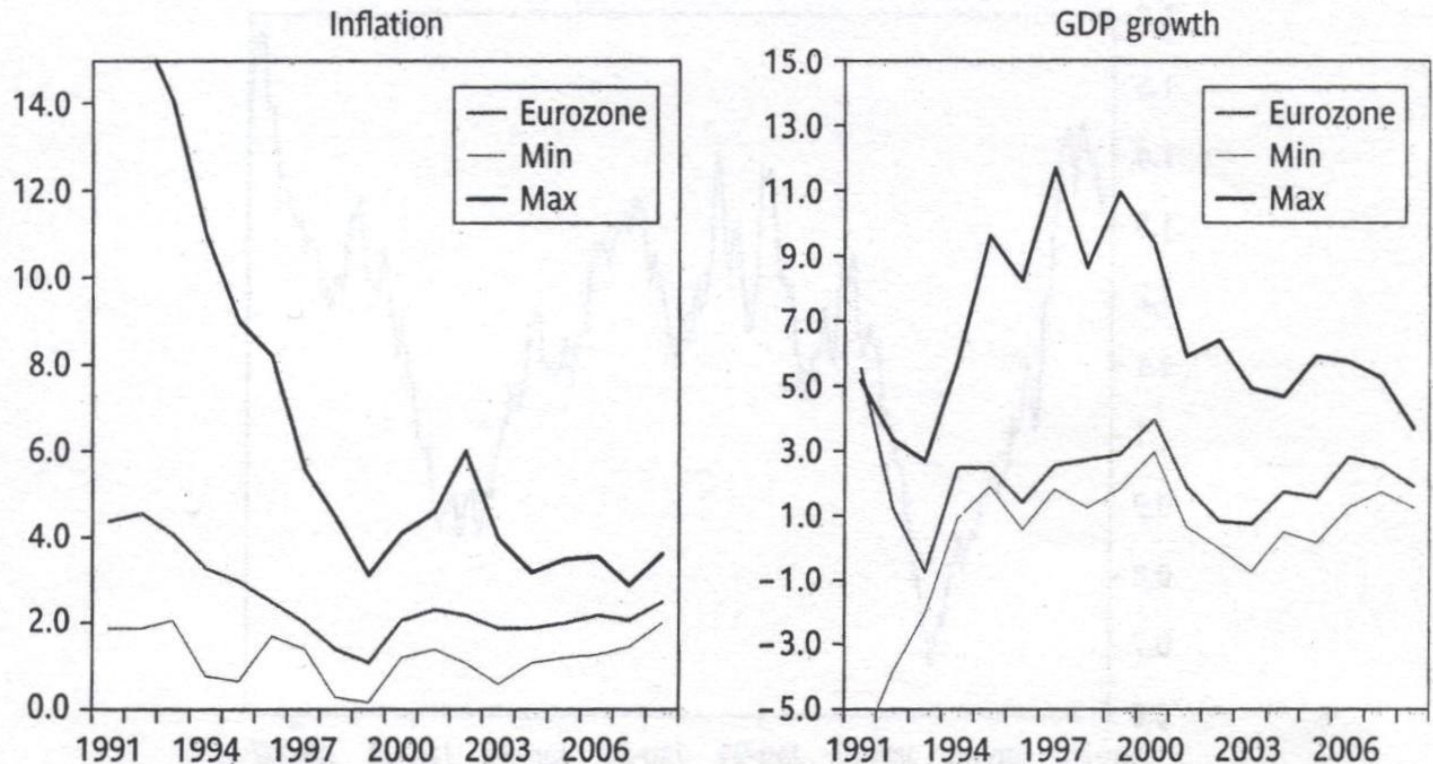


Figure 17.11 Asymmetries in the Eurozone, 1991–2008

Source: *Economic Outlook*, OECD

Prvih deset let: En denar, ena politika

Razlike v inflaciji

- Problem, če je inflacija nekje iz leta v leto višja
- To pomeni izgubo konkurenčnosti
- Za povrnitev konkurenčnosti potrebna dezinflacija/deflacija, povezana z recesijo
- To lahko naredi izstop iz Evroobmočja privlačno opcijo.

Prvih deset let: En denar, ena

Razlike v inflaciji politika

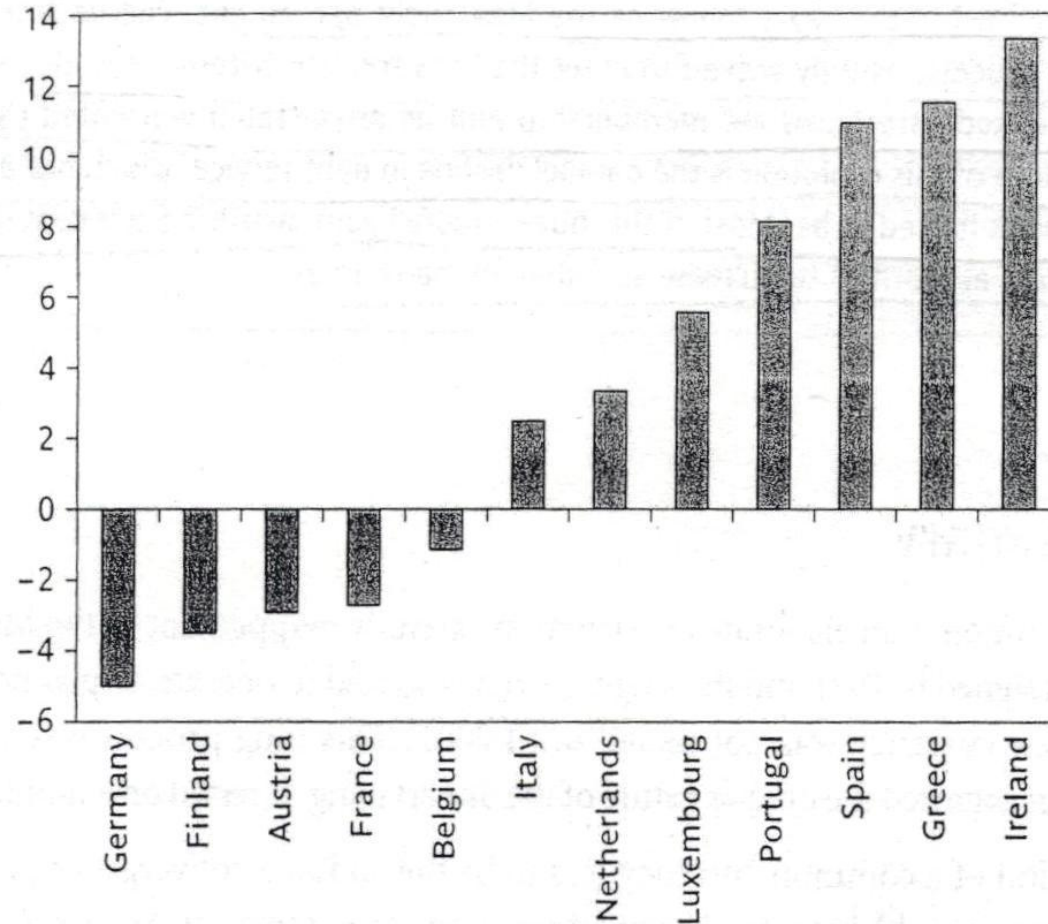


Figure 17.12 Change in price levels relative to the Eurozone, 1999-2008

Source: Economic Outlook, OECD

Prvih deset let: En denar, ena politika

Razlike v inflaciji: Zakaj take razlike?

- Balassa-Samuelson učinek
- Napačne konverzijske stopnje ob uvedbi evra
- Avtonomni pritiski plač in cen
- Napake v ekonomski politiki vlad
- Asimetrični šoki

Prvih deset let: En denar, ena politika

Asimetrični učinki monetarne politike

- Monetarna politika določa enotno nominalno obrestno mero
- Vendar je pomembna *realna* obrestna mera
 - v državah z visoko inflacijo je torej monetarna politika relativno ekspanzivna
 - v državah z nizko inflacijo pa restriktivna

Prvih deset let: En denar, ena politika

Asimetrični učinki monetarne politike

- Ali torej enotna monetarna politika sistematično destabilizira?
 - Če je vir inflacije rast produktivnosti (Balassa-Samuelson) – NE
 - Če so vir inflacije napake v domači ekonomski politiki in previsoka rast plač – DA
- Je to zaskrbljujoče? Najbolje, da se države izognejo povzročanju inflacije (zadrževanje fiskalne ekspanzije)

Prvih deset let: En denar, ena politika

Širitev Evroobmočja

- Nova EU članica lahko vstopi v Evroobmočje najhitreje dve leti po članstvu v ERM II
- Vsako leto Komisija objavi "Convergence Report" – ocena izpolnjevanja Maastrichtskih kriterijev
- Začarani krog: pridružitvev evru znižajo pričakovanja trgov glede inflacije in znižajo obrestne mere

Prvih deset let: En denar, ena politika

Širitev Evroobmočja

Table 17.4 Non-Eurozone members: the convergence criteria in 2008

Country	Inflation	Long-term interest rate	ERM membership	Budget deficit	Public debt
Bulgaria	9.4	4.7	No	-3.4	18.0
Czech Republic	4.4	4.5	No	1.6	28.1
Estonia	8.3	N.A.	June 2004	-2.8	3.4
Hungary	7.5	No	No	5.5	66.0
Latvia	12.3	5.4	May 2005	0.0	9.7
Lithuania	7.4	4.6	June 2004	1.2	17.3
Poland	3.2	5.7	No	2.0	45.2
Romania	5.9	7.1	No	2.5	13.0
Sweden	2.4	4.2	No	-3.5	46.0
Convergence limits	3.2	6.5	> 2 years	3	60.0

Note: The countries with a derogation (Denmark and the UK) are not subject to official convergence reports.

Source: Convergence Report 2008, European Commission

Prvih deset let: En denar, ena politika

Širitev Evroobmočja

- Primer: Znižanje stroškov servisiranja dolga Italije

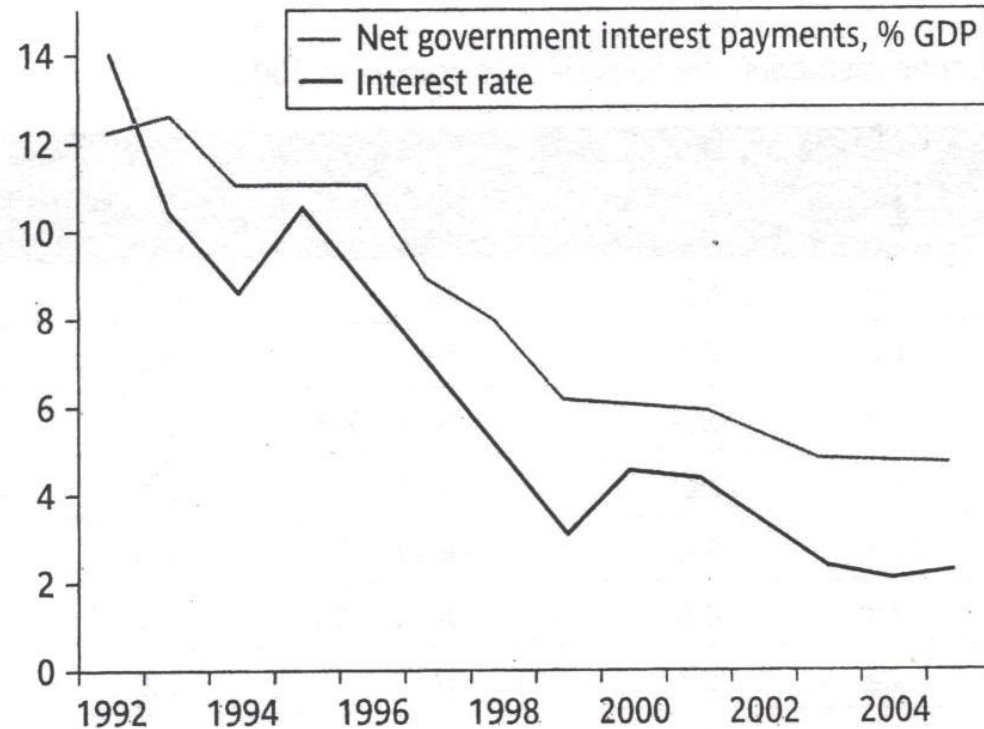


Figure 17.13 The interest rate and net debt service as a percentage of GDP in Italy, 1992–2005

Source: *Economic Outlook*, OECD