

Cenovna stabilnost: zakaj je zame pomembna?

Priročnik za učitelje



© Evropska centralna banka, 2007

Naslov

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt na Majni
Nemčija

Poštni naslov

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Nemčija

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Faks

+49 69 1344 6000

Avtor

Dieter Gerdesmeier

Zasnova in oblikovanje

MEDIA CONSULTA Advertising GmbH
Wassergasse 3
10179 Berlin
Nemčija

Podatki o avtorstvu fotografij






Andreas Pangerl (str. 15)
Corbis (str. 23, 35)
Evropska centralna banka (str. 1, 6, 9, 47, 51, 69, 88)
Image Source (str. 13)
Photos.com (str. 10, 11, 14, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 24, 29, 30, 33, 36,
44, 45, 55, 56, 57, 61, 70, 71, 73, 74, 77, 78, 79, 81, 83, 85, 86, 87)

*Vse pravice so pridržane. Razmnoževanje v izobraževalne
in nekomercialne namene jedovljeno pod pogojem,
da je naveden vir.*

Cenovna stabilnost: zakaj je zame pomembna?

Priročnik za učitelje

Kazalo

Predgovor	6
Povzetek	9
	
Poglavje 1 Uvod	13
	
Poglavje 2 Kratka zgodovina denarja	15
2.1 Funkcije denarja	16
2.2 Oblike denarja	18
	
Poglavje 3 Pomen cenovne stabilnosti	23
3.1 Kaj je cenovna stabilnost?	24
3.2 Merjenje inflacije	24
3.3 Prednosti cenovne stabilnosti	29
	
Poglavje 4 Dejavniki, ki določajo cenovna gibanja	35
4.1 Kaj denarna politika zmore in česa ne?	36
4.2 Denar in obrestne mere – kako lahko na obrestne mere vpliva denarna politika?	38
4.3 Kako spremembe obrestnih mer vplivajo na nakupne odločitve potrošnikov in podjetij?	39
4.4 Dejavniki, ki usmerjajo cenovna gibanja na kratki rok	44
4.5 Dejavniki, ki usmerjajo cenovna gibanja na daljši rok	45
	
Poglavje 5 Denarna politika ECB	49
5.1 Kratek zgodovinski pregled	50
5.2 Institucionalni okvir	53
5.3 Strategija denarne politike ECB	57
5.4 Operativni okvir ECB	71

Slovarček	75
Priloga 1: Posledice inflacije – nekaj številčnih primerov	77
Priloga 2: Vaje	79
Bibliografija	87
Okvirji	
Okvir 3.1 Merjenje inflacije – enostaven primer	25
Okvir 3.2 Odnos med pričakovano inflacijo in obrestnimi merami: Fisherjev učinek	27
Okvir 3.3 Hiperinflacija	31
Okvir 3.4 Povpraševanje po gotovini	32
Okvir 4.1 Zakaj lahko centralne banke vplivajo na pričakovane realne obrestne mere? Vloga »lepljivih« cen	38
Okvir 4.2 Kako spremembe v skupnem povpraševanju vplivajo na gospodarsko rast in cenovna gibanja?	40
Okvir 4.3 Kvantitativna teorija denarja	46
Okvir 5.1 Koraki na poti do skupne valute	50
Okvir 5.2 Konvergenčni kriteriji	54
Okvir 5.3 Oblikovanje indeksa HICP in njegove značilnosti	60
Okvir 5.4 Varnostna meja proti deflaciji	61
Okvir 5.5 Srednjeročna usmeritev denarne politike ECB	62
Okvir 5.6 Realni ekonomski in finančni kazalci	64
Okvir 5.7 Makroekonomske projekcije euroobmočja	66
Okvir 5.8 Denarni agregati	67
Okvir 5.9 Referenčna vrednost ECB za rast denarja	68



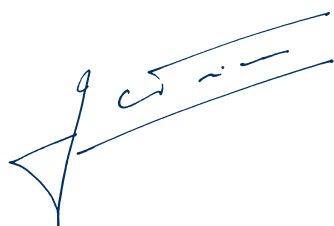
Jean-Claude Trichet

Euro je skupna valuta za več kot 300 milijonov ljudi v trinajstih evropskih državah. Za enotno denarno politiko v teh državah, s skupnim imenom »euroobmočje«, je odgovoren Svet Evropske centralne banke (ECB).

Eurosistem, ki ga tvorijo ECB in nacionalne centralne banke (NCB) držav euroobmočja, ima jasen mandat, ki izhaja iz Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti: ohranjati cenovno stabilnost v euroobmočju. Z drugimi besedami, Svet ECB ima nalogo, da ohranja kupno moč eura. Ta mandat izhaja iz splošnega prepričanja, da lahko denarna politika z ohranjanjem stabilnih cen veliko prispeva k trajni gospodarski rasti, materialni blaginji in visoki zaposlenosti.

Eurosistem je pri izvajanju svojega mandata neodvisen. Svet ECB je za ohranjanje stabilnosti cen določil in objavil tudi strategijo denarne politike, hkrati pa za vodenje enotne denarne politike uporablja učinkovit in zanesljiv operativni okvir. Eurosistem ima torej na voljo vsa sredstva in znanja, ki so potrebna za uspešno izvajanje denarne politike.

Kot vsaka pomembna sodobna ustanova mora biti tudi Eurosistem blizu širši javnosti in delovati tako, da državljani Evrope njegove ukrepe razumejo. Zato je pomembno, da svoj mandat in politiko pojasni širši javnosti. Prav to je namen te knjižice: na celovit, a še vedno razumljiv način prikazati, zakaj je cenovna stabilnost tako pomembna za trajno blaginjo in kako k temu cilju pristopa denarna politika ECB.



*Jean-Claude Trichet
Predsednik Evropske
centralne banke*

Pri pripravi te knjige so mi bili v veliko pomoč številni predlogi in pripombe sodelavcev v Evropski centralni banki, katerim se iskreno zahvaljujem. Zahvaljujem se tudi članom Odbora za komuniciranje z javnostjo Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) in članom Strokovnega odbora, kolegom iz oddelkov ECB za jezikovne storitve in prevajanje ter naslednjim posameznikom: H. Ahnert, J. Ahonen, W. Bier, D. Blenck, E. Bracke, D. Clarke, J. Cuvry, G. Deschamps, L. Dragomir, S. Ejerskov, G. Fagan, A. Ferrando, L. Ferrara, S. Keuning, H. J. Klöckers, prof. dr. D. Lindenlaub, A. Lojschova, K. Masuch, W. Modery, P. Moutot, H. Pill, C. Pronk, P. Rispal, B. Roffia, C. Rogers, P. Sandars, prof. dr. H. J. Schlösser, R. K. Schüller, A. Spivack, G. Vitale, C. Zilioli.

Dieter Gerdesmeier

Frankfurt na Majni, januar 2007

Cenovna stabilnost: zakaj je zame pomembna?

Povzetek

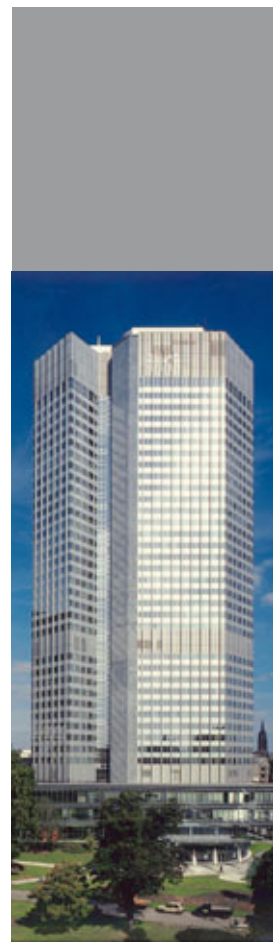
V skladu s Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti je temeljni mandat Eurosistema¹, ki ga sestavljajo Evropska centralna banka (ECB) in nacionalne centralne banke tistih držav, ki so sprejele euro, da ohranja cenovno stabilnost. Obstajajo utemeljeni ekonomski razlogi, zaradi katerih ta mandat velja za osnovni cilj Eurosistema. Odraža spoznanja, ki smo jih pridobili iz preteklih izkušenj, obenem pa izhaja iz ekonomske teorije in empiričnih raziskav, po katerih lahko denarna politika k splošni blaginji in še zlasti k visoki gospodarski rasti in zaposlenosti največ prispeva z ohranjanjem cenovne stabilnosti.

Glede na splošno prepričanje o prednostih cenovne stabilnosti menimo, da je za vse, še posebej pa za mlade ljudi, pomembno, da razumejo, kaj je cenovna stabilnost, kako jo je mogoče najučinkoviteje doseči in kako njeno ohranjanje prispeva k širšim ekonomskim ciljem Evropske unije.

Koristi cenovne stabilnosti, kakor tudi stroški, ki jih povzročata inflacija in deflacija, so tesno povezane z denarjem in njegovimi funkcijami. Drugo poglavje je zato posvečeno funkcijam in zgodovini denarja. Pojasnjuje, zakaj so v svetu brez denarja, v t. i. menjalnem gospodarstvu, stroški, ki nastanejo pri menjavi blaga ali storitev, denimo stroški zbiranja informacij ter iskanja ponudnikov in transporta, zelo visoki. Denar olajšuje menjavo dobrin in s tem povečuje splošno blaginjo. Predstavitvi teh splošnih načel sledi podrobnejša obravnava vloge in treh temeljnih funkcij denarja kot menjalnega sredstva, hranilca vrednosti in obračunske enote. Oblike denarja, ki so jih uporabljale različne družbe, so se s časom spreminjale in med njimi velja posebej omeniti naravni denar, kovinski denar in papirnati denar. Zato so na kratko predstavljeni in pojasnjeni glavni mejniki v zgodovinskem razvoju denarja.

Tretje poglavje podrobneje obravnava pomen cenovne stabilnosti. Pojasnjuje, da sta inflacija in deflacija ekonomska pojava, ki imata lahko resne negativne posledice za gospodarstvo. Poglavje uvodoma opredeli ta koncepta: inflacija je v načelu opredeljena kot splošna rast cen blaga in storitev v daljšem časovnem obdobju, ki izhaja iz zmanjševanja vrednosti denarja in s tem njegove kupne moči, deflacija pa kot padanje splošne ravni cen v daljšem časovnem obdobju.

Po kratki predstavitvi težav, povezanih z merjenjem inflacije, poglavje predstavi prednosti cenovne stabilnosti. Ta omogoča višji življenjski standard, ker zmanjšuje negotovosti glede gibanja splošne ravni cen in s tem krepi preglednost cenovnega mehanizma. Potrošnikom in podjetjem omogoča, da lažje prepoznajo spremembe



Evropska centralna banka

¹ Izraz Eurosistem se kot tak ne pojavlja niti v Pogodbi o ustanovitvi Evropske skupnosti niti v Statutu Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) in Evropske centralne banke (ECB). Ti dokumenti govorijo o ciljih in nalogah ESCB, ki združuje ECB in nacionalne centralne banke vseh držav članic Skupnosti. Določila o ciljih in nalogah ESCB torej ne veljajo za tiste države članice, ki še niso sprejele eura. Za Evropsko centralno banko in nacionalne centralne banke tistih držav članic, ki so sprejele euro, se je zato uveljavil izraz Eurosistem, ki ga podpira tudi Svet ECB.

cen, ki se ne pojavljajo pri vseh dobrinah (t. i. »spremembe relativnih cen«). Cenovna stabilnost k splošni blaginji prispeva tudi z zniževanjem premij za inflacijsko tveganje v obrestnih merah, odpravlja nujnost ukrepov za zavarovanje pred inflacijskimi tveganji in zmanjšuje izkrivljanja, ki jih povzročata davčni in socialni sistem. In končno cenovna stabilnost preprečuje arbitrarno razporejanje premoženja in dohodka, ki je na primer povezano s padanjem realne vrednosti nominalnih terjatev (prihrankov v obliki bančnih vlog, državnih obveznic, nominalnih plač), ki ga povzroča inflacija. Obsežen upad realnega premoženja in dohodka zaradi visoke inflacije lahko vodi v družbene nemire in politično nestabilnost. Zato je mogoče skleniti, da z ohranjanjem cenovne stabilnosti centralne banke prispevajo k doseganju širših gospodarskih ciljev in s tem k politični stabilnosti.

Četrto poglavje obravnava dejavnike, ki določajo cenovna gibanja. Uvodoma predstavi vlogo denarne politike in njene omejitve, nato pa pojasni, kako lahko centralna banka vpliva na kratkoročne obrestne mere. Centralna banka je monopolni (tj. edini) izdajatelj bankovcev in centralnobančnih depozitov. Ker banke potrebujejo bankovce za svoje stranke in morajo izpolniti svoje obveznosti glede obveznih rezerv (depozitov) pri centralni banki, centralno banko navadno zaprosijo za kredit. Centralna banka določi obrestno mero zanje in s tem vpliva na tržne obrestne mere.

Spremembe tržnih obrestnih mer vplivajo na nakupne odločitve gospodinjstev in podjetij in s tem posredno na gospodarsko rast in inflacijo. Višje obrestne mere pomenijo višje stroške investiranja in zato navadno zmanjšujejo odhodke za investicije. Poleg tega povečujejo privlačnost varčevanja, kar negativno vpliva na povpraševanje. Zato je v normalnih razmerah mogoče pričakovati, da bo dvig obrestnih mer povzročil padec potrošnje in investicij, kar ob nespremenjenih ostalih dejavnikih postopno ublaži inflacijske pritiske. Čeprav lahko denarna politika deloma vpliva na gospodarsko dejavnost v realnem sektorju, je ta učinek samo prehodni. Denarna politika ima trajen vpliv predvsem na cenovna gibanja in s tem na inflacijo.

V četrtem poglavju so podrobneje predstavljeni tudi dejavniki, ki usmerjajo razvoj inflacijskega procesa na daljši rok. Z razmeroma preprostim modelom, ki opisuje koncepte skupne potrošnje in skupnega povpraševanja, pojasnjuje, kako lahko spremembe cen na kratki rok povzročata vrsta gospodarskih dejavnikov, kot so krepitev potrošnje in rast investicij, rast proračunskega primanjkljaja ali višji neto izvoz. Poleg tega lahko pritiske na rast inflacije povzročajo tudi višje cene proizvodnih dejavnikov (npr. energentov) ali povečanje plač, ki mu ne sledi povečanje produktivnosti.

V tem kontekstu je podrobneje osvetljeno dejstvo, da denarna politika ne more v celoti nadzorovati kratkoročnih cenovnih gibanj. Kljub temu je dolgoročno gledano inflacija denarni pojav. Zato lahko denarna politika z ustreznimi odzivi na tveganja za cenovno stabilnost nadzoruje inflacijo na srednji ali dolgi rok.

V zadnjem poglavju je na kratko opisana denarna politika ECB. Predstavitvi procesa, ki je vodil do oblikovanja ekonomske in monetarne unije, sledi opis institucionalnega okvira enotne denarne politike, strategije denarne politike ECB in instrumentov denarne politike, ki jih uporablja Eurosistem. Svet ECB je v Pogodbi določeni temeljni cilj Eurosistema (ohranjanje cenovne stabilnosti) leta 1998 osvetlil z naslednjo številčno opredelitvijo: »Cenovna stabilnost je opredeljena kot medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP), ki je manjše kot 2 odstotka. Cenovna stabilnost se ohranja na srednji rok«. Dodatno je maja 2003 objavil, da namerava v okviru te opredelitve inflacijo na srednji rok ohranjati »pod 2 odstotkoma, vendar blizu te meje«.



V okviru strategije ECB temeljijo sklepi o denarni politiki na celoviti analizi tveganj za cenovno stabilnost. Takšna analiza se izvaja na osnovi dveh medsebojno dopolnjujočih se pogledov na cenovna gibanja. Namen prvega je oceniti kratkoročne in srednjeročne dejavnike cenovnih gibanj, s posebnim poudarkom na gospodarski dejavnosti v realnem sektorju in finančnih pogojih v gospodarstvu. Ta pogled upošteva dejstvo, da v tem časovnem okviru na cenovna gibanja močno vplivajo odnosi med ponudbo in povpraševanjem na trgu blaga, storitev in proizvodnih dejavnikov (npr. dela in kapitala). ECB ta pogled imenuje »ekonomska analiza«. Drugi pogled, imenovan »denarna analiza«, se osredotoča na dolgoročnejša gibanja in izhaja iz dolgoročne povezave med količino denarja v obtoku in cenami. Denarna analiza se uporablja predvsem kot sredstvo za srednjeročno in dolgoročno navzkrižno primerjanje kratkoročnih in srednjeročnih kazalcev, ki prihajajo iz ekonomske analize.

Na osnovi te ocene Svet ECB določi raven kratkoročnih obrestnih mer, ki najučinkoviteje omejujejo inflacijske in deflacijske pritiske ter zagotavljajo cenovno stabilnost na srednji rok.



V okviru strategije ECB temeljijo sklepi o denarni politiki na celoviti analizi tveganj za cenovno stabilnost.



Poglavje 1

Uvod

Na javnomnenjska vprašanja o splošnih gospodarskih razmerah Evropejci ponavadi odgovarjajo, da si želijo živeti nekje, kjer ni niti inflacije niti deflacije. Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti je Eurosistemu zaupala nalogo, da ohranja stabilnost cen. Ekonomsko gledano je taka usmeritev smiselna. Upošteva lekcije, ki smo se jih naučili v preteklosti, hkrati pa jo potrjujejo ekonomska teorija in empirične raziskave, ki kažejo, da k splošni blaginji, predvsem h gospodarski uspešnosti in visoki zaposlenosti, denarna politika lahko največ prispeva s tem, da ohranja cenovno stabilnost.

Glede na splošno spoznanje, da je cenovna stabilnost za družbo koristna, je pomembno, da vsi, še posebej pa mladi, razumejo, zakaj je pomembno, da so cene stabilne, kako to doseči in kako ohranjanje stabilnih cen prispeva k doseganju širših gospodarskih ciljev Evropske unije.

Ta knjižica je razdeljena na več poglavij. Vsako vsebuje temeljne informacije in ga je mogoče uporabljati tudi samostojno. Vseeno sta četrto in peto poglavje zahtevnejši od prvih treh, zato je za pravilno razumevanje petega poglavja treba pazljivo prebrati tretje in še zlasti četrto poglavje. Nekatera zahtevnejša vprašanja so podrobneje predstavljena v člankih v okvirju.

Cenovna stabilnost oziroma stroški, ki jih povzročata inflacija in deflacija, so tesno povezani z denarjem in njegovimi funkcijami. Drugo poglavje zato govori o funkcijah in zgodovini denarja. Pojasnjuje, zakaj so v svetu brez denarja – v menjalnem gospodarstvu – transakcijski stroški ob menjavi dobrin tako visoki. Odgovarja tudi na vprašanje, kako k učinkovitejši menjavi, in s tem višjemu življenjskemu standardu, prispeva denar. V razdelku 2.1 nato sledi podrobnejša razprava o vlogi in temeljnih funkcijah denarja. Oblike denarja so se v preteklosti spreminjale in glavne mejnike v tem procesu obravnava razdelek 2.2.

Tretje poglavje govori o pomenu cenovne stabilnosti. Opredeli koncepta inflacije in deflacije (razdelek 3.1), na kratko predstavi težave pri merjenju inflacije (razdelek 3.2), nato pa podrobneje predstavi prednosti cenovne stabilnosti in negativne učinke inflacije oz. deflacije (razdelek 3.3).

Četrto poglavje obravnava dejavnike, ki usmerjajo cenovna gibanja. Po splošnem pregledu (razdelek 4.1) se posveti vplivu denarne politike na obrestne mere (razdelek 4.2) in pojasni, kako spreminjanje obrestnih mer vpliva na nakupne odločitve gospodinjstev in podjetij (razdelek 4.3). Predstavi dejavnike, ki spodbujajo kratkoročne inflacijske procese (razdelek 4.4), in posebno pozornost nameni dejstvu, da denarna politika sama ne usmerja kratkoročnih cenovnih gibanj, saj lahko na inflacijo na krajši rok vpliva še vrsta drugih gospodarskih dejavnikov. Kljub temu priznava, da denarna politika usmerja inflacijo na daljši rok (razdelek 4.5).

V zadnjem poglavju je na kratko opisana denarna politika ECB. Uvodoma je predstavljena pot, ki jo je doslej prehodila ekonomska in monetarna unija (razdelek 5.1), v nadaljevanju pa je podrobneje opisan institucionalni okvir enotne denarne politike (razdelek 5.2), strategija denarne politike ECB (razdelek 5.3) ter operativni okvir Eurosistema (razdelek 5.4).

Za lažje iskanje specifičnih informacij knjižico zaokrožata slovarček in seznam virov.

Ta knjižica je razdeljena na več poglavij. Vsako vsebuje temeljne informacije in ga je mogoče uporabljati tudi samostojno.





Poglavje 2

Kratka zgodovina denarja

Denar je nujen sestavni del sodobnega življenja. To poglavje odgovarja na osnovna vprašanja o tem, kaj je denar, zakaj ga potrebujemo, zakaj je sprejet in kako dolgo že obstaja.

Razdelek 2.1
obravnavava funkcije denarja.

Razdelek 2.2
predstavlja različne dobrine, ki so vlogo denarja opravljale v preteklosti.

2.1 Funkcije denarja

Kaj je denar? Ob tem vprašanju danes najprej pomislimo na bankovce in kovance, ki nam predstavljajo denar, ker so dokaj likvidni. To pomeni, da so vedno dostopni in jih je mogoče kadarkoli uporabiti za plačilo. Čeprav bankovci in kovanci to vlogo prav gotovo opravljajo, danes obstaja tudi vrsta drugih finančnih sredstev, ki so zelo likvidna in jih ni težko pretvoriti v gotovino oziroma jih je mogoče z zelo nizkimi stroški uporabiti kot plačilno sredstvo. Taki so na primer depoziti čez noč in nekatere druge oblike depozitov v bankah.² Ti instrumenti so zato zajeti v tistih opredelitvah denarja, ki so navadno označene z izrazom »široki denar«.

Oblike denarja so se skozi čas spreminjale. Papirnati denar in bančni depoziti niso obstajali vedno. Zato je smiselno, da denar opredelimo bolj splošno. Razumemo ga lahko kot posebno dobrino, ki opravlja nekatere temeljne naloge. Tri najpomembnejše so menjalno sredstvo, hranilec vrednosti in obračunska enota. Zato je pogosta opredelitev denarja, da je »denar to, za kar se uporablja«³.

Denar je lažje razumeti, če pomislimo, kako so ljudje trgovali pred njegovim pojavom. Brez denarja so morali posamezniki blago ali storitve menjavati neposredno za drugo blago ali storitve v menjalni trgovini, imenovani tudi »barter«. Čeprav takšno »menjalno gospodarstvo« dopušča določeno delitev dela, obstajajo praktične omejitve, poleg tega pa se pri vsaki posamični kupčiji pojavijo precejšnji t. i. transakcijski stroški.

Najočitnejša težava z menjalnim gospodarstvom je v tem, da mora vsakdo, ki želi trgovati, najti nekoga, ki želi kupiti natanko to, kar mu prvi ponuja, in ki hkrati prodaja prav to, kar želi prvi kupiti. Za uspešno menjalno transakcijo mora torej obstajati *skladnost potreb*. Pek, denimo, ki se želi obriti, v plačilo pa ponuja kruh, mora najti brivca, ki je v zameno za britje pripravljen sprejeti ponujeni kruh. In nadalje, če bi brivec potreboval nove čevlje, bi moral čakati, dokler čevljar plačila za čevlje ne bi bil pripravljen sprejeti v britju. Takšno menjalno gospodarstvo torej vključuje precejšnje stroške, ki nastanejo z iskanjem ustreznega menjalnega partnerja, čakanjem in kopičenjem zalog.

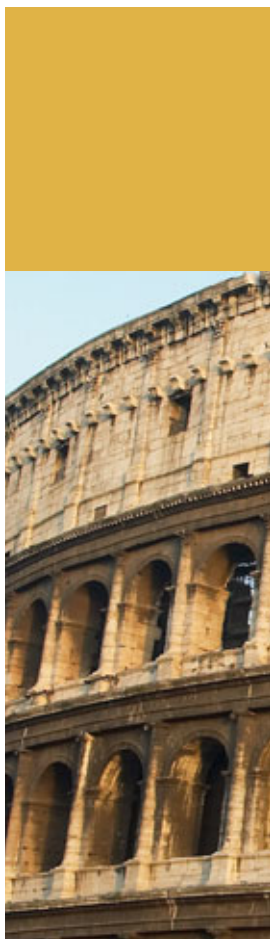
Denar kot menjalno sredstvo

Neprijetnostim, ki so povezane z menjalno trgovino, se je mogoče izogniti tako, da ena ali druga dobrina postane menjalno sredstvo. Ta preprosta oblika denarja se imenuje *naturalni denar*. Na prvi pogled menjava ene dobrine za denar in nato denarja za drugo dobrino kupčevanje še dodatno zaplete. Toda če pogledamo podrobneje, uvedba menjalnega sredstva celoten postopek močno poenostavi, saj skladnost potreb ni več potrebna, da bi bila transakcija mogoča. Očitno je, da vlogo denarja določena dobrina lahko opravlja samo pod pogojem, da je kot menjalno sredstvo – zaradi tradicije, neformalnih konvencij ali zakonodaje – sprejeta v celotnem gospodarstvu.

Hkrati je tudi očitno, da morajo dobrine, ki opravljajo vlogo menjalnega sredstva, izpolnjevati določene tehnične pogoje. Predvsem morajo biti prenosne, trpežne, deljive na manjše enote in preverljive kakovosti. Seveda mora biti denar tudi redka dobrina, saj imajo samo te visoko vrednost.

² Depoziti čez noč so sredstva, ki jih je mogoče takoj uporabiti za transakcije. Mednje spada tudi elektronski denar na karticah s predplačilom.

³ Izv. »money is what money does«.



Slovenska beseda
»denar« je
latinskega izvora.

Denar kot hranilec vrednosti

17

Kratka zgodovina denarja

Če dobrina, ki se uporablja kot denar, ne izgublja vrednosti, jo je mogoče hraniti dalj časa. Ta lastnost je pomembna, ker omogoča, da se prodaja loči od nakupa. Denar lahko v tem primeru opravlja pomembno vlogo hranilca vrednosti.

Dobrine, ki so tudi hranilci vrednosti, so torej primernejše od tistih, ki so lahko samo menjalno sredstvo. V načelu bi kot menjalno sredstvo lahko uporabljali tudi rože ali paradižnik. Toda ker ne ohranjajo vrednosti, se kot denar verjetno ne bi obnesli. Če namreč denar ni zmožen opravljati te funkcije (če dobrina, ki se uporablja kot denar, s časom izgublja svojo vrednost), bodo ljudje za hranjenje vrednosti uporabljali druga sredstva ali se v skrajnem primeru celo vrnili k menjalni trgovini.

Denar kot obračunska enota

Enako pomembna je funkcija denarja kot obračunske enote. Tudi to lahko ponazorimo s prvim primerom. Tudi če obstaja skladnost potreb, je še vedno treba določiti natančno menjalno razmerje med npr. kruhom in britjem ali med britjem in čevlji. To »menjalno razmerje« – število hlebcev kruha, ki jih je treba plačati za britje – se imenuje *relativna cena* ali »pogoji menjave«. Ob blagovni menjavi bi bilo relativno ceno na trgu treba določiti za vsak par dobrin ali storitev posebej in seveda bi vsi tržni udeleženci morali imeti vse informacije o pogojih menjave med vsemi dobrinami. Ni težko izračunati, da za dve dobrini obstaja ena sama relativna cena, za tri dobrine pa tri relativne cene (namreč kruh za britje, britje za čevlje in kruh za čevlje). Toda pri desetih dobrinah je relativnih cen že 45, pri 100 dobrinah pa kar 4950.⁴ To pomeni, da je z naraščanjem števila dobrin, s katerimi se trguje, vedno težje zbrati informacije o vseh možnih »menjalnih tečajih«. Zbiranje in pomnjenje informacij o pogojih menjave tako predstavlja visoke stroške, ki so vedno bolj nesorazmerni s številom dobrin na trgu. Ta sredstva bi bilo mogoče uporabiti mnogo bolj učinkovito, če bi ena od obstoječih dobrin prevzela vlogo obračunske enote (t. i. »numeraire«). Vrednost vseh dobrin se v tem primeru izrazi z »numeraireom«, kar bistveno zmanjša število cen, ki si jih morajo potrošniki zapomniti.⁵ Če so vse cene izražene v denarju, je trgovanje torej mnogo preprostejše. Bolj splošno to pomeni, da v denarju ni mogoče izraziti le cen blaga, ampak tudi ceno katere koli druge dobrine. Vsi gospodarski subjekti v določenem valutnem območju lahko izračunajo stroške, cene, plače, dohodek itd. v isti denarni enoti. Enako kot pri prejšnjih funkcijah denarja tudi tokrat velja, da denar vlogo obračunske enote opravlja tem težje, čim manj stabilna oz. zanesljiva je njegova vrednost. Splošno sprejeta in zanesljiva obračunska enota zato pomeni trdno osnovo za izračun cen in stroškov in s tem krepi preglednost in zanesljivost trgovanja.



Denar se uporablja kot menjalno sredstvo, hranilec vrednosti in kot obračunska enota.

⁴ Bolj splošno za n dobrin obstaja $\frac{n \times (n - 1)}{2}$ relativnih cen.

⁵ Namreč na $n-1$ absolutnih cen.

2.2 Oblike denarja

S časom se je narava dobrin, ki so se uporabljale kot denar, spreminjala. Po splošnem prepričanju je bil njihov prvotni namen drugačen, za denar pa so bile izbrane zato, ker jih je bilo mogoče dokaj preprosto hraniti in prenašati, imele so visoko vrednost, a razmeroma majhno težo, hkrati pa so bile trpežne in trajne. Te zelo iskane dobrine je bilo lahko menjati in so zato prevzele vlogo denarja. Evolucija denarja je tako odvisna od številnih dejavnikov, med katerimi sta najpomembnejša relativni pomen trgovine in raven gospodarskega razvoja.

Naturalni denar

Kot naturalni denar so se uporabljali najrazličnejši predmeti, od nanizanih in preluknjanih školjk »wampum« med amerškimi Indijanci, pisano pobarvanih školjk »cowries« v Indiji, kitovih zob na Fidžiju, tobaka v zgodnjih kolonijah v Severni Ameriki ali velikih kamnitih diskov na pacifiškem otoku Yap do cigaret in alkohola v Nemčiji po drugi svetovni vojni.

Kovinski denar

Z uvedbo kovinskega denarja so starodavne družbe skušale rešiti težave, ki so jih imele z netrajnimi dobrinami v vlogi denarja. Ni povsem znano, kdaj in kje se je prvič pojavil kovinski denar. Vemo pa, da so kovinski denar pred približno 2000 let pr. n. š. uporabljali v Aziji, čeprav se zdi, da takratni vladarji niso standardizirali teže denarja in jamčili za njegovo vrednost. Kosi ali palice iz zlata in srebra so se uporabljale kot naturalni denar, ker jih je bilo lahko prenašati, niso izgubljale lastne vrednosti in jih je bilo mogoče bolj ali manj deliti na manjše enote. Poleg tega jih je bilo mogoče taliti in iz njih izdelovati nakit.

Kovinski kovanci

Evropejci so bili med prvimi, ki so razvili standardizirane in certificirane kovinske kovance. V antični Grčiji so srebrne kovance uvedli okrog leta 700 pr. n. š. in prve mestne države, ki so poznale kovani denar, so bile otok Ajgina (595 pr. n. š.), Atene (575 pr. n. š.) in Korint (570 pr. n. š.). Delež srebra v atenski *drahmi*, znani po svoji legendarni sovi, je ostal enak skoraj 400 let. Grški kovanci so se, tudi zahvaljujoč osvajanjem Aleksandra Velikega, uporabljali na zelo obširnem območju, saj so jih arheologi našli v nahajališčih od Španije na zahodu do sodobne Indije na vzhodu. Rimljani, ki so kot denar sprva uporabljali nerodne bronaste palice, imenovane *aes signatum*, so sprejeli grško iznajdbo uradnih kovancev in prvi uvedli dvokovinski sistem s srebrnimi kovanci *denarius* in zlatimi kovanci *aureus*.



Kot naturalni denar so se uporabljali najrazličnejši predmeti – na primer pisano pobarvane školjke.

V času vladarja Nerona v prvem stoletju našega štetja se je delež plemenitih kovin v kovancih začel zmanjševati, saj so cesarske kovnice za financiranje gigantskega primanjkljaja rimskega imperija zlato in srebro začele zamenjevati z različnimi zlitinami. Z upadanjem lastne vrednosti kovancev so cene blaga in storitev začele naraščati. Sledil je splošen dvig cen, ki je verjetno prispeval k zatonu Zahodnega rimskega imperija. Nasprotno se je bolj stabilni vzhodnorimski *solidus*, ki ga je v 4. stoletju n. š. uvedel Konstantin Veliki, z nespremenjeno težo in vsebnostjo plemenite kovine obdržal do sredine 11. stoletja in več kot pet stoletij ohranjal sloves najpomembnejšega kovanega denarja v mednarodni trgovini. Kot mednarodni denar so se uporabljali tudi bizantinski grški kovanci, ki so jih arheologi našli celo v tako oddaljenih krajih, kot je pogorje Altaj v Mongoliji. Ko je sredi 11. stoletja bizantinsko denarno gospodarstvo propadlo, ga je nadomestil nov sistem, ki je vztrajal do konca 12. stoletja, do leta 1204, ko se je s križarskim zavzetjem Konstantinopla končalo obdobje grško-rimskega kovanega denarja.

Grki in Rimljani so uveljavili navado uporabe kovancev, pa tudi tehnično znanje o tem, kako jih je mogoče uporabljati na velikem geografskem prostoru. Večino srednjega veka so glavno plačilno sredstvo predstavljali lokalni zlati in srebrni kovanci, čeprav so se vedno več uporabljali tudi bakreni kovanci. Leta 793 je Karel Veliki reformiral in standardiziral frankovski denarni sistem in uvedel denarni standard, po katerem je bil en frankovski srebrni funt (408 g) vreden 20 šilingov ali 240 penijev – standard, ki se je v Veliki Britaniji in na Irskem ohranil vse do leta 1971.

Po padcu Konstantinopla sta italijanski trgovski mestni državi Genova in Firenze leta 1252 uvedli zlata kovanca *genoin* in *florina* (ali *florin*). V 15. stoletju je njuno mesto prevzel beneški *ducato*.

Papirnati denar

Kitajci so papirnati denar uvedli okrog leta 800 n. š. v času vladarja Hien Tsunga in ga uporabljali več stoletij. Ta papirnati denar ni imel nobene vrednosti kot dobrina in je vlogo denarja lahko opravljal samo na osnovi vladarskega dekreta, kar pomeni, da je bil t. i. *fiduciarni denar* (*fiat money*, denar brez lastne vrednosti). Na Kitajskem je bil najbolj razširjen okrog leta 1000, opustili pa so ga okrog leta 1500, ko se je po mongolskem zavzetju začel zaton takratne kitajske družbe.



Kitajci so papirnati denar uvedli okrog leta 800 n. š. in ga uporabljali več stoletij.

Zadolžnice

Denar je menjavo sicer močno poenostavil, toda na daljše razdalje je bilo še vedno težko trgovati, če je bila vrednost shranjena zgolj v dobrinah ali kovancih. Italijanske mestne države so zato kot plačilno sredstvo prve uvedle potrdila o zadolženosti oziroma zadolžnice.

Te so trgovci začeli jemati s seboj na trgovska potovanja, da bi se zaščitili pred roparji. Na zadolžnici sta bila navedena dolžnik in upnik, določen je bil datum plačila, prav tako tudi količina zlata ali srebra, ki jo zadolžnica izplača. Kmalu so trgovski bankirji začeli trgovati z zadolžnicami. Prvi viri o takšnih pogodbah segajo v leto 1156.

Zadolžnice so večinoma uporabljali italijanski trgovci, sicer pa je vse do tridesetletne vojne (1618-1648) prevladoval dvokovinski sistem. Zaradi gospodarskih pretresov, ki jih je povzročila vojna, so nekateri vladarji, npr. švedski kralji, začeli prednost dajati papirnategu denarju. Prva ga je leta 1694 uvedla Bank of England, leta 1716 pa ji je sledila Banque Générale de France. Z uvedbo papirnatega fiduciarnega denarja v Evropi se je v denarnem razvoju začelo novo obdobje. Vlade so sicer ostale odgovorne za vzpostavitev in upravljanje sistema fiduciarnega denarja, toda vedno pomembnejšo vlogo v prizadevanjih za trdnost nacionalne valute so dobivale tudi druge javne in zasebne ustanove, predvsem centralne banke in finančni sistem.

Zlati standard

Od uvedbe fiduciarnega denarja pred približno dvema stoletjema je denarni sistem doživel velike spremembe. Papirnati denar je bil – in še vedno je – zakonito plačilno sredstvo zgolj na osnovi vladnega odloka. Izdan je bil v fiksnih enotah in je imel natančno določeno nominalno vrednost. Njegovo verodostojnost so nacionalne države dolgo zagotavljale tako, da so v svojih nacionalnih bankah hranile zlate rezerve, zato se ta sistem imenuje *zlati standard*. Valute v obliki kovancev in fiduciarnega papirnatega denarja je bilo po vnaprej določenem nespremenljivem razmerju mogoče zamenjati za zlato. Prva država, ki je uvedla zlati standard, je bila leta 1816 Velika Britanija, potem ko je leta 1717 sam Isaac Newton določil menjalni tečaj med funtom in zlatom na ravni 3,811 funt sterlingov za unčo zlata.

Z začetkom prve svetovne vojne so številne države začele tiskati vedno več in več denarja, da bi krile stroške vojne. Tako je nemška centralna banka Reichsbank leta 1913 v obtoku vzdrževala 2593 milijonov bankovcev, deset let kasneje, natančneje 18. novembra 1923, pa je bilo v obtoku kar 92.844.720,7 milijarde bankovcev nemške marke. Taka politika je seveda vodila v hiperinflacijo.⁶ Z naraščanjem količine denarja v obtoku je večina držav opustila konvertibilnost svoje valute v zlato, ker ta ni bila več sorazmerna obsegu nacionalnih zlatih rezerv.

Nacionalne države so v svojih centralnih bankah hranile zlate rezerve, da bi zagotovile verodostojnost svojega denarja.

⁶ Prim. Davies (1994, str. 573).

Zlati menjalni standard

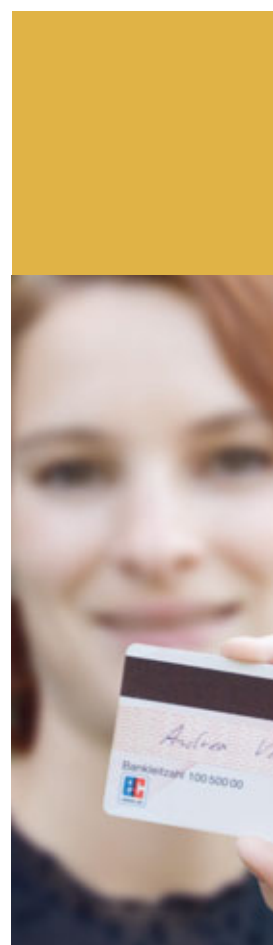
21

Kratka zgodovina denarja

Britanski zlati standard se je dokončno sesul leta 1931, ponovno pa so ga oživili leta 1944 na mednarodni konferenci v Bretton Woodsu v ameriški zvezni državi New Hampshire. Udeleženci so na konferenci sprejeli prenovljen zlati standard: devizni tečaj nacionalnih valut gospodarsko najrazvitejših držav so bili vezani na ameriški dolar, ta pa je bil zamenljiv za zlato po fiksni pariteti 35 dolarjev za unčo. Brettonwoodski denarni sistem se zato imenuje zlati menjalni standard. Centralne banke so bile dolarje vedno pripravljene menjati za nacionalno valuto in obratno.

Brettonwoodski denarni sistem je propadel leta 1971 in odtlej večina valut obstaja zgolj kot čisti fiduciarni denar. Poleg tega večina držav dopušča, da devizni tečaj njihove valute drsi.

Razvoj denarja se s tem ni končal. V zadnjih desetletjih so se pojavile številne oblike nematerialnega denarja, na primer »elektronski denar« (»e-denar«) oz. elektronska plačilna sredstva, katerih začetki segajo v 90-ta leta 20. stoletja. Uporabljajo se za plačevanje blaga in storitev prek interneta ali drugih elektronskih sredstev. Ko kupec potrди plačilo, se prodajalec poveže z banko in s kupčevega računa prenese ustrezno vsoto. Obstaja tudi vrsta sistemov elektronskega denarja na karticah, ki jih večinoma upravljajo finančne institucije.



V zadnjem času so se pojavile številne oblike nematerialnega denarja, na primer »elektronski denar«.



Poglavje 3

Pomen cenovne stabilnosti

To poglavje poglobljeno odgovarja na vprašanja, kaj pomenijo izrazi cenovna stabilnost, inflacija in deflacija, kako se meri inflacija, kakšna je razlika med nominalno obrestno mero in realno donosnostjo ter kakšne so koristi cenovne stabilnosti. Z drugimi besedami, poglavje govori o tem, zakaj je za centralne banke pomembno, da ohranjajo stabilnost cen.

Razdelek 3.1

pojasnjuje temeljne ekonomske pojme, kot so inflacija, deflacija in cenovna stabilnost.

Razdelek 3.2

obravnava vprašanja, povezana z merjenjem inflacije.

Razdelek 3.3

predstavlja prednosti cenovne stabilnosti.

3.1 Kaj je cenovna stabilnost

Inflacija in deflacija

Inflacija in deflacija sta pomembna ekonomska pojava, ki sta za gospodarstvo zelo škodljiva. Inflacijo lahko najpreprosteje opredelimo kot trajno rast vseh oz. velikega števila cen blaga in storitev v daljšem časovnem obdobju, ki zmanjšuje vrednost denarja oziroma njegovo kupno moč.

Deflacija je pogosto opredeljena kot nasprotje inflacije, kot splošen padec cen v daljšem časovnem obdobju.

Če cene s časom v povprečju ne naraščajo niti ne padajo, če torej ni inflacije niti deflacije, lahko rečemo, da obstaja cenovna stabilnost. Če 100 € danes kupi isto košarico dobrin, kot jo je pred denimo dvema letoma, je to stanje mogoče imenovati absolutna cenovna stabilnost.

Spremembe posameznih cen in splošne ravni cen

Pomembno je, da razlikujemo med spreminjanjem cene posamičnih dobrin in gibanjem splošne ravni cen. Pogoste spremembe posameznih cen so v tržnih gospodarstvih precej običajne, tudi v okolju cenovne stabilnosti. Spremembe v pogojih ponudbe ali povpraševanja posamezne dobrine in storitve nujno terjajo novo ceno. Zadnja leta so se na primer zaradi tehnološkega napredka močno pocenili osebni računalniki in prenosni telefoni. Toda po drugi strani so se nafta in drugi energenti od začetka leta 1999 do srede leta 2006 dražili, deloma zaradi negotovosti glede oskrbe z energijo v prihodnosti, deloma pa zaradi večjega povpraševanja predvsem v hitro rastočih gospodarstvih. Na splošno je inflacija v večini razvitih držav kljub temu ostala nizka in stabilna. To pomeni, da lahko stabilnost splošne ravni cen vztraja tudi ob precejšnjih spremembah posameznih cen, a le pod pogojem, da se posamezne naraščajoče in padajoče cene medsebojno izravnavajo.



3.2 Merjenje inflacije

Vprašanja merjenja inflacije

Kako merimo inflacijo? V vsakem gospodarstvu obstaja na milijone posameznih cen, ki se stalno spreminjajo glede na spremembe v ponudbi in povpraševanju in s tem izražajo »relativno redkost«
ustreznih dobrin. Očitno je, da ni niti izvedljivo niti smiselno upoštevati vseh cen, hkrati pa tudi ni mogoče spremljati samo nekaterih, saj ni nujno, da te predstavljajo splošno raven cen.

Večina držav pri merjenju inflacije uporablja preprost pristop, katerega jedro je t. i. »indeks cen življenjskih potrebščin« (Consumer Price Index – CPI).⁷ Sestavijo ga tako, da z analizo nakupnih navad potrošnikov najprej ugotovijo, katere izdelke in storitve ti navadno kupujejo, kar pomeni, da v zadostni meri predstavljajo povprečnega potrošnika. V izračunu upoštevajo tako dobrine, ki jih potrošniki kupujejo vsak dan (npr. kruh in sadje), kot tudi trajne dobrine (npr. avtomobile, računalnike, pralne stroje) in pogoste transakcije (npr. stanarine). Tako sestavijo »nakupovalni seznam«, s tehtanjem pomembnosti posameznih dobrin v proračunu potrošnikov pa oblikujejo t. i. »nakupovalno košarico«.⁸ Vsak mesec skupina strokovnjakov preveri cene dobrin v košarici in s primerjavo njihovih sprememb glede na prejšnje obdobje določi podatkovno vrsto za indeks cen. Letna stopnja inflacije se izračuna tako, da se sprememba cene nakupovalne košarice na današnji dan izrazi kot odstotek cene te košarice na isti dan pred enim letom.

Gibanje ravni cen, izražene s takšno nakupovalno košarico, odražala položaj »povprečnega« oz. reprezentativnega potrošnika. Če se nakupovalne navade določenega potrošnika bistveno razlikujejo od povprečnega nakupovalnega vzorca in s tem od nakupovalne košarice, na kateri temelji indeks, bo ta potrošnik občutil drugačne spremembe v življenjskih stroških od tistih, ki jih izraža indeks. To pomeni, da bodo vedno obstajali ljudje, ki v svoji »individualni nakupovalni košarici« občutijo višjo »stopnjo inflacije«, kot tudi ljudje, ki občutijo nižjo »individualno stopnjo inflacije«. Z indeksom merjena inflacija torej izraža zgolj povprečno stanje v gospodarstvu in ni enaka gibanju splošne ravni cen, kot ga doživlja vsak posamezen potrošnik.

Okvir 3.1 Merjenje inflacije – enostaven primer

Zgornjo razlago lahko ponazorimo s preprostim številčnim primerom. Vzemimo, da je reprezentativna nakupovalna košarica letnih izdatkov povprečnega najstnika 100 sendvičev, 50 sokov, 10 energijskih napitkov in eno gorsko kolo.

	Enota	Cena (1. leto)	Cena (2. leto)	Cena (3. leto)
Sendvič	100	EUR 1,00	EUR 1,20	EUR 0,90
Sok	50	EUR 0,50	EUR 0,40	EUR 0,70
Energijski n.	10	EUR 1,50	EUR 1,70	EUR 1,20
Gorsko kolo	1	EUR 160,00	EUR 173,00	EUR 223,00
Cena tržne košarice		EUR 300,00	EUR 330,00	EUR 360,00
Indeks cen		100,00	110,00	120,00

⁷ Indeks cen življenjskih potrebščin, ki meri gibanje cen potrošnih izdelkov in storitev, ni edini indeks v posameznem gospodarstvu. Drug, prav tako pomemben indeks, je indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih. Ta meri gibanje prodajnih cen izdelkov in storitev domačih proizvajalcev v določenem časovnem obdobju.

⁸ Povedano natančneje, te dobrine so tehtane glede na delež v končnih denarnih izdatkih zasebnih gospodinjstev. V praksi se uteži v košarici v rednih razmikih posodablja v skladu s spremembami vedenja potrošnikov.

Skupno ceno nakupovalne košarice izračunamo tako, da število enot vsakega izdelka pomnožimo s ceno tega izdelka in vse cene seštejemo. Vidimo, da se je cena nakupovalne košarice od prvega do drugega leta povečala s 300€ na 330€ oziroma za 10 odstotkov, od prvega do tretjega leta pa s 300€ na 360€ oziroma za 20 odstotkov.

Spremembo lahko izrazimo tudi z indeksom cen. Izračunamo ga tako, da ceno nakupovalne košarice v izbranem obdobju delimo z njeno ceno v izhodiščnem obdobju, rezultat pa množimo s 100. V zgornji tabeli je izhodiščno obdobje prvo leto, kar pomeni, da je indeks cen za tretje leto:

$$\text{Indeks cen} = (P_3/P_1) \times 100 = (360/300) \times 100 = 120,00$$

Indeks cen skuša podati splošno sliko gibanja velikega števila cen. Kot kaže zgornji primer, se indeks lahko poveča, čeprav nekatere cene dejansko padajo.

Težave pri merjenju

Iz različnih razlogov se ob vsakem poskusu, da bi skupno spremembo cen izrazili z eno samo številko, pojavijo težave.

Prvič, obstoječa nakupovalna košarica s časom postaja vse manj reprezentativna, saj potrošniki dražje izdelke nadomeščajo s cenejšimi. Če se na primer zviša cena goriva, bodo nekateri raje vozili manj in kupovali več drugih izdelkov. Če uteži te spremembe ne upoštevajo, utegne indeks preceniti »dejansko« povečanje cene goriva. Drugič, včasih je v indeks težko vračunati spremembe v kakovosti. Če izdelek postaja vedno boljši, hkrati pa mu raste tudi cena, je določen del višje cene posledica višje kakovosti. Podražitev zaradi spremembe kakovosti ni mogoče obravnavati kot vir inflacije, saj ne zmanjšujejo kupne moči denarja. Spremembe kakovosti so v daljših časovnih obdobjih običajne. Današnji avtomobili, na primer, se močno razlikujejo od tistih, ki so jih izdelovali v 70-ih letih, ti pa so spet precej drugačni od tistih iz 50-ih let. Statistični uradi porabijo veliko časa s prilagajanjem uteži spremembam kakovosti, vseeno pa jih je zaradi njihove narave zelo težko natančno oceniti.

Poleg različnih *obstojećih* dobrin (npr. uvedba nove vrste koruznih kosmičev) je pomembno in zahtevno vprašanje tudi uvedba *novih* izdelkov. Ko so v trgovine prišli prvi laserski predvajalniki, na primer, je moralo miniti nekaj časa, preden so bili vključeni v cenovne statistike, saj so bili za to potrebni podatki o tržnih deležih, glavnih distribucijskih kanalih, najbolj iskanih blagovnih znamkah in podobno. Seveda časovni zamik od uvedbe izdelka do njegove vključitve v indeks ne sme biti prevelik, saj sicer dejanskih gibanj povprečnih cen, s katerimi se soočajo potrošniki, indeks ne izraža več z zahtevano natančnostjo.

Kot je pokazala vrsta ekonomskih raziskav, pri merjenju nacionalnega indeksa cen življenjskih potrebščin prihaja do majhnega, a pozitivnega popačenja, iz katerega je mogoče sklepati, da je merjena stopnja inflacije, ki je denimo manjša od 1/2 odstotne točke, dejansko lahko skladna z »resnično« cenovno stabilnostjo. Za euroobmočje (tj. vse države članice EU, ki so sprejele euro) natančna vrednost takšnega popačenja ni znana, je pa iz dveh razlogov verjetno razmeroma majhna. Prvič, harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) – harmonizirani CPI za vse države euroobmočja – je

dokaj nov koncept. Drugič, Eurostat oz. služba Evropske komisije, ki je odgovorna za to statistično področje na ravni EU, se popačenju pri merjenju indeksa HICP skuša izogniti z določitvijo ustreznih statističnih standardov.

Nominalne in realne spremenljivke

Kot smo videli zgoraj, je v inflacijskem okolju z določeno vsoto mogoče kupiti vedno manj dobrin, kar z drugimi besedami pomeni, da vrednost denarja ali njegova kupna moč pada. To odpira še eno pomembno ekonomsko vprašanje, namreč, kakšna je razlika med nominalnimi in realnimi spremenljivkami. Nominalne spremenljivke so tiste, ki se merijo s tekočimi cenami in se navadno gibljejo skladno z ravnjo cen oziroma z inflacijo. To pomeni, da ne upoštevajo učinkov inflacije. Nasprotno pa so realne spremenljivke, npr. realni dohodek in realne plače, tiste, pri katerih so bili učinki inflacije odšteti ali »odvzeti«.

Vzemimo, da se letni dohodek delavca nominalno (tj. v denarju) poveča za 3 odstotke, denimo z 2000 € na 2060 € na mesec. Če predpostavimo še, da se je splošna raven cen v istem obdobju povečala za 1,5 odstotka, kar je isto, kot če rečemo, da je inflacija na medletni ravni znašala 1,5 odstotka, potem se je delavčeva realna plača povečala za $((103 / 101,5) - 1) \times 100\% \approx 1,48\%$ (oz. približno $3\% - 1,5\% = 1,5\%$). Čim višja je torej stopnja inflacije pri danem nominalnem povečanju plač, tem manj lahko delavec kupi.

Druga pomembna razlika je med nominalnimi in realnimi obrestnimi merami (gl. tudi spodnji okvir). Za primer vzemimo, da kupimo obveznico z dospelostjo enega leta in z imensko vrednostjo, ki ob koncu leta prinaša 4-odstotni donos. Če ob začetku leta stane 100 €, je na koncu leta vredna 104 €. Nominalna obrestna mera zanjo je torej 4 odstotke. Pri tem velja, da izraz obrestna mera, če ni drugače določeno, pomeni nominalno obrestno mero.

Ponovno predpostavimo, da je stopnja inflacije v tem letu 1,5 odstotka. Preprost račun nam pokaže, da bo košarica dobrin, ki danes stane 100 €, naslednje leto stala 101,5 €. Če obveznico s 4-odstotno nominalno obrestno mero kupimo za 100 €, jo čez eno leto prodamo za 104 €, nato pa kupimo košarico dobrin za 101,5 €, nam na koncu ostane 2,5 €. Po upoštevanju inflacije je »dejanski« donos obveznice za 100 € približno 2,5 €, kar z drugimi besedami pomeni, da je realna obrestna mera približno 2,5 odstotka. Očitno je, da je pri pozitivni inflaciji realna obrestna mera nižja od nominalne.

Okvir 3.2 Razmerje med pričakovano inflacijo in obrestnimi merami: Fisherjev učinek

Ekonomisti obrestno mero, ki jo izplača banka (ali navadna obveznica) imenujejo nominalna obrestna mera. Realna obrestna mera je opredeljena kot povečanje kupne moči, dosežene s to investicijo. Če i pomeni nominalno obrestno mero, r realno obrestno mero in π stopnjo inflacije, je razmerje med temi tremi spremenljivkami mogoče izraziti kot:⁹

⁹ To razmerje je zgolj približek, ki je samo zmerno natančen, vse dokler so r , i in π razmeroma majhni. Mogoče je pokazati, da $1 + r = (1 + i) \times (1 + \pi)$ ali $r = i - \pi - r \times \pi$. Seveda pri nizkih vrednostih r in π izraz $r \times \pi$ postane zanemarljiv, zato je uporabljen približek $r = i - \pi$.

$$r = i - \pi$$

Iz zgornje enačbe sledi, da je realna obrestna mera enaka razliki med nominalno obrestno mero in stopnjo inflacije. Če enačbo obrnemo, vidimo, da je nominalna obrestna mera enaka vsoti realne obrestne mere in stopnje inflacije:

$$i = r + \pi$$

Kaj nam ta enačba lahko pove o dejavnikih, ki določajo nominalne obrestne mere?

Ko se posojiljemalec (na primer nekdo, ki želi kupiti nov avto) in posojilodajalec (na primer banka) dogovorita za nominalno obrestno mero, ne vesta natančno, kakšna bo stopnja inflacije v času trajanja posojila. Zato je pomembno, da razlikujemo med dvema konceptoma realnih obrestnih mer: realna obrestna mera, ki jo dolžnik in upnik pričakujeta ob odobritvi posojila, se imenuje pričakovana (oz. *ex ante*) realna (r^*) obrestna mera; realna obrestna mera, ki je dejansko izplačana, pa realizirana (oz. *ex post*) obrestna mera (r).

Čeprav posojilodajalci in posojiljemalci ne morejo v celoti predvideti inflacije, je razumljivo, da imajo glede prihodnje inflacije oboji določena pričakovanja. Vzemimo, da π označuje dejansko inflacijo in π^e pričakovano inflacijo. Pričakovana realna obrestna mera je $i - \pi^e$, realizirana realna obrestna mera pa $i - \pi$. Obe obrestni meri se med seboj razlikujeta, kadar se dejanska ali realizirana inflacija razlikuje od pričakovane inflacije.

Očitno je, da nominalna obrestna mera ne more upoštevati prihodnje dejanske inflacije, saj ta takrat, ko je nominalna obrestna mera določena, ni znana. Nominalna obrestna mera lahko upošteva samo pričakovano inflacijo.

$$i = r^* + \pi^e$$

V tej obliki se enačba po ekonomistu Irvingu Fisherju (1867-1947) imenuje Fisherjeva enačba. V osnovi kaže, da se nominalna obrestna mera lahko spremeni iz dveh razlogov, prvič zato, ker se spremeni pričakovana realna obrestna mera (r^*), ali pa zato, ker se spremeni pričakovana stopnja inflacije (π^e). Natančnejše enačba predpostavlja, da se ob dani pričakovani realni obrestni meri nominalna obrestna mera i spreminja skladno z gibanjem pričakovane inflacije π^e . To razmerje med pričakovano stopnjo inflacije in nominalno obrestno mero se imenuje Fisherjev učinek in pomeni, da višja inflacija vodi k višjim nominalnim obrestnim meram.

Visoka nominalna obrestna mera za bančno vlogo ali državno obveznico torej lahko odraža zgolj visoka inflacijska pričakovanja in ne pomeni nujno, da je pričakovan tudi visok realni donos naložbe. Ta koncept je pomemben za vse, ki denar posojajo oz. si ga izposojajo.

Pri tem ne gre pozabiti, da v določenih okoliščinah obrestne mere vključujejo premije za zavarovanje pred tveganjem. Najpogostejše so premija za inflacijsko tveganje, premija za tečajno tveganje in premija za stečajno tveganje.

3.3 Prednosti cenovne stabilnosti

29

Pomen cenovne stabilnosti

Cenovna stabilnost omogoča višji življenjski standard, ker ...

Inflacija in deflacija sta na splošno nezaželena pojava. Oba sta povezana z velikimi stroški in sta lahko zelo škodljiva. Cenovna stabilnost preprečuje nastanek teh stroškov in vsem državljanom prinaša številne koristi. H gospodarski uspešnosti države prispeva na številne načine, med katerimi je eden najvidnejših visoka stopnja zaposlenosti.

... blaži negotovost glede gibanja splošne ravni cen in s tem izboljšuje preglednost relativnih cen ...

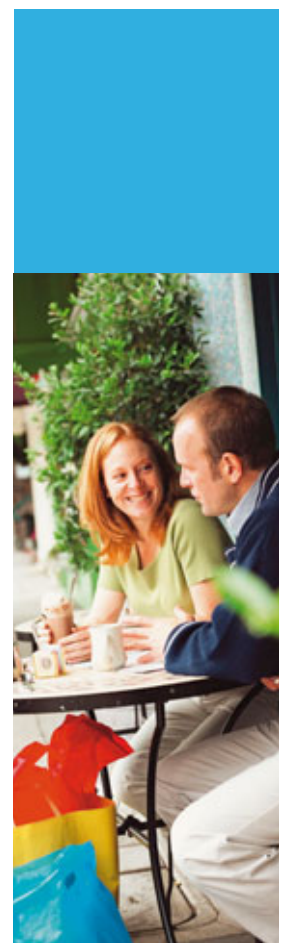
Cenovna stabilnost ljudem pomaga, da lažje ugotovijo, kako se je cena ene dobrine spremenila v primerjavi s cenami drugih dobrin (t. i. »relativne cene«), saj spremembe niso skrite v gibanju splošne ravni cen. Vzemimo, da se določen izdelek podraži za 3 odstotke. Če je splošna raven cen stabilna, potrošniki vejo, da se je relativna cena tega izdelka zvišala, zato ga kupujejo manj. Če je inflacija visoka in nestabilna, pa ni več očitno, kaj se je zgodilo z relativno ceno, ki se je morda celo znižala. V tem primeru je za potrošnike smiselno, da kupujejo več tega izdelka, saj se je podražil »samo« za 3 odstotke.

Pri splošni deflaciji se potrošniki včasih ne zavedajo, da je pocenitev določenega izdelka lahko zgolj odraz gibanja splošne ravni cen in ne pomeni nujno, da je izdelek tudi realno cenejši. Zato spremembo cene lahko razumejo napačno in kupujejo več izdelka, ki se je realno morda celo podražil.

Če povzamemo: če so cene stabilne, podjetja in potrošniki ne tvegajo, da bodo gibanje splošne ravni cen narobe razumeli kot spremembo relativne cene, zato se lahko bolj poučeno odločajo o nakupih in naložbah.

Zaradi negotovosti glede stopnje inflacije se lahko tudi podjetja zmotijo v svojih odločitvah pri zaposlovanju. Vzemimo, da pri visoki inflaciji podjetje povečanje tržne cene svojih izdelkov za npr. 5 odstotkov napačno razume kot padec relativnih cen, saj ne ve, da je inflacija nedavno padla z npr. 6 na 4 odstotke. Zato se odloči, da bo vlagalo manj in nekaj zaposlenih odpustilo, da bi tako zmanjšalo svoje proizvodne zmogljivosti in se izognilo izgubi zaradi domnevne relativne pocenitve svojih izdelkov. Ta odločitev je napačna, saj se zaradi nižje inflacije nominalne plače zaposlenih zvišajo manj, kot je podjetje predvidevalo. Ekonomisti takšno napako imenujejo »napačno razporejanje virov«. V osnovi pomeni, da so bili viri (kapital, delo itd.) porabljeni neučinkovito, saj je zaradi nestabilnosti v gibanju cen nekaj zaposlenih izgubilo delo.

Do podobne izgube virov pride, če delavci in sindikati zaradi negotove prihodnje inflacije zahtevajo višje plače, da bi se izognili padcu realnih plač. Če podjetja pričakujejo nižjo inflacijo kot delavci in sindikati, zahtevo za višje nominalne plače lahko razumejo kot pretirano povečanje realnih plač in zato nekaj delavcev odpustijo ali jih vsaj zaposlijo manj, kot bi jih brez visokega »zaznanega« povečanja realnih plač.



Cenovna stabilnost ljudem pomaga, da lažje ugotovijo spremembe v cenah dobrin.

Cenovna stabilnost zmanjšuje inflacijsko negotovost in s tem pomaga preprečevati zgoraj opisano napačno razporejanje virov. Ker trgom pomaga usmerjati vire tja, kjer so najbolj produktivni, trajna cenovna stabilnost povečuje učinkovitost gospodarstva in s tem povečuje življenjsko raven gospodinjstev.

... zmanjšuje premije za inflacijska tveganja in obrestne mere ...

Če upniki verjamejo, da bodo cene v prihodnje ostale stabilne, v nadomestilo za inflacijsko tveganje, ki ga sprejemajo, če nominalna finančna sredstva hranijo dalj časa, ne bodo zahtevali dodatnega donosa v obliki premije za inflacijsko tveganje (gl. okvir 3.2). Cenovna stabilnost znižuje te premije (in s tem nominalne obrestne mere) in kapitalskim trgom omogoča, da bolj učinkovito razporejajo vire in povečujejo naložbe. S tem cenovna stabilnost po drugi strani posredno prispeva k ustvarjanju novih delovnih mest in, bolj splošno, krepi gospodarsko rast in blaginjo.

... preprečuje nepotrebne ukrepe za zavarovanje pred tveganjem ...

Ob trajni cenovni stabilnosti je tudi manj verjetno, da bodo posamezniki in podjetja, ki se želijo zavarovati pred inflacijo ali deflacijo, nekaj virov preusmerili v neproduktivne namene, na primer v vezavo nominalnih pogodb na cenovna gibanja. Ker popolna vezava ni mogoča ali pa je predraga, visoka inflacija spodbuja vlaganje v zaloge, saj ob visoki inflaciji ali deflaciji blago bolje ohranja vrednost kot denar ali druga finančna sredstva. Vseeno pretirano kopičenje zalog ni dobra investicijska odločitev in zavira rast gospodarstva in realnih dohodkov.

... zmanjšuje izkrivljanja, ki jih povzročata davčni in socialni sistem ...

Davčni in socialni sistem lahko ustvarjata spodbude, ki izkrivljajo ekonomsko vedenje. V mnogih primerih inflacija ali deflacija ta izkrivljanja še povečujeta, saj fiskalni sistemi navadno ne dopuščajo vezave davčnih stopenj in socialnih prispevkov na inflacijo. Višja plača kot nadomestilo za inflacijo, na primer, lahko povzroči prehod zaposlenega v višji davčni razred, kar imenujemo »hladno napredovanje«. Cenovna stabilnost ta izkrivljanja, ki jih povzročajo učinki inflacije ali deflacije na davčni in socialni sistem, zmanjšuje.



Trajna cenovna stabilnost izboljšuje učinkovitost gospodarstva in s tem blaginjo gospodinjstev.

Okvir 3.3 Hiperinflacija

S hiperinflacijo označujemo razmere, v katerih je inflacija zelo visoka ali pa vztrajno narašča in počasi uide izpod nadzora. S socialnega stališča je hiperinflacija izjemno škodljiv pojav, ki ima dolgotrajne posledice tako za posameznike kot tudi za družbo kot celoto. Splošno sprejeta definicija hiperinflacije sicer ne obstaja, večina ekonomistov pa se strinja, da je razmere, v katerih *medmesečna* inflacija presega 50 odstotkov, mogoče opisati kot hiperinflacijo.

Hiperinflacija in zelo visoka inflacija sta se v 20. stoletju pojavili večkrat. Spodaj je naštetih nekaj držav, ki so se v različnih obdobjih spopadale s posebej visokimi stopnjami inflacije:

1922	Nemčija	5,000%
1985	Bolivija	več kot 10,000%
1989	Argentina	3,100%
1990	Peru	7,500%
1993	Brazilija	2,100%
1993	Ukrajina	5,000%

Kakšne so posledice hiperinflacije? 50-odstotna medmesečna inflacija pomeni, da se v enem letu cene povečajo za več kot stokrat, v treh letih pa celo za več kot dvamilijonkrat. Nedvomno takšna rast inflacije za družbo predstavlja veliko breme.

V Nemčiji je po prvi svetovni vojni hiperinflacija, ki je višek dosegla leta 1923, imela uničujoče gospodarske, socialne in – po splošnem prepričanju – tudi politične posledice.

Banke niso mogle izplačevati prihrankov in mnogi ljudje so izgubili vse svoje premoženje. Spoznanje, da cene vztrajno naraščajo, je vodilo v začaran krog. Ljudje so v prepričanju, da bodo cene v prihodnje še višje, zahtevali višje plače. Višje plače so povečale stroške proizvodnje, to pa je pomenilo še višje cene. Obenem so ljudje kupovali vse bolj pospešeno, saj je denar hitro izgubljal vrednost.

Vlada se je na razvrednotenje denarja odzvala tako, da je na bankovce dodajala nove in nove ničle, toda kmalu ni več mogla slediti vrtoglavi rasti cen. Sčasoma so stroški hiperinflacije postali nevzdržni. Denar je popolnoma prenehal opravljati vlogo menjalnega sredstva, hranilca vrednosti in obračunske enote. Širila se je menjalna trgovina in papirnati denar so začele nadomeščati neuradne oblike denarja, npr. cigarete, ki so ohranjale vrednost.

... povečuje prednosti hranjenja gotovine ...

Inflacijo je mogoče razumeti kot skriti davek na gotovino. Če ljudje hranijo gotovino (ali vloge, ki niso obrestovane po tržnih obrestnih merah), se njihov *realni* denarni saldo in s tem njihovo realno finančno premoženje zmanjša vsakič, ko se raven cen zviša, enako kot če bi na del svojega denarja plačali davek. Zato je razumljivo, da gospodinjstva po gotovini povprašujejo tem manj, čim višja je pričakovana raven inflacije (in posledično raven nominalne obrestne mere (gl. okvir 3.2); okvir 3.4 prikazuje, zakaj višje nominalne obrestne mere zmanjšujejo povpraševanje po (neobrestovanem) denarju). To se zgodi celo v primeru, če ni zanesljivih znakov, da bo inflacija naraščala, če torej ni v celoti pričakovana. Kadar ljudje hranijo manj gotovine, morajo večkrat ponjo v banko. Te nedobrodošle opravke in stroške, ki so z njimi povezani, ekonomisti imenujejo »čevljarski stroški« inflacije, ker se zaradi pogostega obiskovanja banke ali bančnega avtomata čevlji obrabijo hitreje. Bolj splošno je mogoče reči, da manjše zaloge gotovine ustvarjajo višje transakcijske stroške.

Okvir 3.4 Povpraševanje po gotovini

Zaradi svoje likvidnosti denar za imetnika predstavlja storitev, ker olajšuje transakcije. Če te storitve ne bi opravljal, ne bi bilo smiselno, da ljudje s seboj nosijo gotovino, ki ni obrestovana. Gotovina namreč vključuje t. i. »oportunitetne stroške«, saj drugačne naložbe prinašajo obresti, ki so z gotovino izgubljene. Zato višje stopnje pričakovane inflacije in s tem višje nominalne obrestne mere (gl. okvir 3.2) navadno negativno vplivajo na povpraševanje po denarju.

Vzemimo primer, pri katerem kratkoročna tržna obrestna mera za bančne vloge ali državne obveznice znaša 2 odstotka. Če imamo denimo 1000€ in jih hranimo v gotovini namesto v banki ali v obveznicah, vsako leto izgubimo 20€. Obrestna mera za druge oblike naložb je oportunitetni strošek imetja v bankovcih.

Denimo, da se zaradi višje inflacije nominalne obrestne mere povečajo in so zdaj 10 odstotkov. Ob enakem imetju 1000€ v bankovcih oportunitetni stroški narastejo na 100€ na leto ali približno 2€ na teden. V tem primeru se zdi smiselno imetje v gotovini zmanjšati na npr. 500€ in povečati prihodek od obresti za približno 1€ na teden ali 50€ na leto. Povedano drugače – čim višja je obrestna mera, tem manjše je povpraševanje po denarju. V ekonomskem jeziku to pomeni, da je povpraševanje po denarju »obrestno elastično«.

... preprečuje samovoljno razporejanje premoženja in dohodka ...

Trajna cenovna stabilnost preprečuje resne politične, socialne in gospodarske težave, ki jih v obdobjih inflacije ali deflacije povzročata samovoljno in poljubno razporejanje premoženja in dohodka. To še posebej drži, če je spremembe v ravni cen težko predvideti,

ter velja za tiste družbene skupine, ki svojih nominalnih terjatev ne znajo učinkovito zavarovati pred inflacijo. Če se inflacija nenadoma poveča, bo vsakdo, ki ima takšne nominalne terjatve, npr. v obliki dolgoročne plačne pogodbe, hranilne vloge ali državnih obveznic, utrpel padec realne vrednosti teh terjatev. Premoženje se zato prenese od upnikov (ali varčevalcev) k dolžnikom, saj je z denarjem, v katerem je posojilo na koncu izplačano, mogoče kupiti manj kot ob odobritvi posojila.

Če se nepričakovano razvije deflacija, utegnejo vsi z nominalnimi terjatvami zaslužiti, saj se realna vrednost terjatev (npr. plač, vlog) poveča. Vendar pa v času deflacije tako posojilodajalci kot posojilojemalci pogosto ne morejo odplačati svojih dolgov in lahko celo bankrotirajo. To lahko prizadene družbo kot celoto in še posebej tiste družbene skupine, ki imajo terjatve, ter vse zaposlene v podjetjih, ki gredo v stečaj.

Navadno inflacija in deflacija najbolj prizadeneta najrevnejše skupine v družbi, saj imajo te najmanj možnosti, da se zavarujejo pred njunimi učinki. Stabilne cene zato krepijo socialno kohezijo in stabilnost. V 20. stoletju je več primerov, ki kažejo, da visoka inflacija pogosto destabilizira družbo in povzroča politične pretrese, saj se tisti, ki jih je inflacija prizadela najbolj, čutijo prevarane, če (nepričakovana) inflacija »obdavči« velik del njihovih prihrankov.

... prispeva k finančni stabilnosti

Nenadno prevrednotenje premoženja zaradi nepričakovane inflacije lahko ogrozi finančno trdnost bank. Vzemimo, da banka nudi dolgoročna posojila z nespremenljivo obrestno mero, ki se financirajo s kratkoročnimi vezanimi vlogami. Če se inflacija nepričakovano močno poveča, se bo realna vrednost njenih naložb zmanjšala. To lahko ogrozi plačilno sposobnost banke in povzroči škodljive »verižne učinke«. Denarna politika, ki ohranja cenovno stabilnost, preprečuje inflacijske in deflacijske udarce na realno vrednost nominalnih naložb in s tem krepi finančno stabilnost.

Z ohranjanjem cenovne stabilnosti centralne banke prispevajo k širšim ekonomskim ciljem

Vsi zgornji argumenti kažejo, da centralna banka, ki ohranja cenovno stabilnost, veliko prispeva k širšim ekonomskim ciljem, kot so višji življenjski standard, trdna gospodarska rast in visoka zaposlenost. To ugotovitev potrjujejo tudi izsledki ekonomskih analiz, ki za vrsto držav, metodologij in obdobjev kažejo, da na dolgi rok gospodarstva z nižjo inflacijo v povprečju dosežajo višjo realno rast.



Kaže, da gospodarstva z nižjo inflacijo v povprečju dolgoročno dosežajo višjo realno rast.



Poglavje 4

Dejavniki, ki določajo cenovna gibanja

V tem poglavju so zbrani nekoliko zahtevnejši odgovori na vprašanja o dejavnikih, ki določajo splošno raven cen in gibanje inflacije, o vlogi centralne banke pri obvladovanju inflacije, pomenu fiskalne politike ter o temeljnih ciljih denarne politike. Z drugimi besedami, poglavje govori o tem, kaj denarna politika zmore in česa ne.

Razdelek 4.1

opisuje, kakšne so pristojnosti denarne politike.

Razdelek 4.2

odgovarja na vprašanje, kako lahko denarna politika vpliva na obrestne mere.

Razdelek 4.3

predstavlja učinke sprememb obrestnih mer na nakupne odločitve gospodinjstev in podjetij.

Razdelek 4.4

obravnava dejavnike, ki uravnavajo kratkoročna cenovna gibanja.

Razdelek 4.5

obravnava dejavnike, ki uravnavajo srednjeročna in dolgoročna cenovna gibanja in pojasnjuje, zakaj ima v teh časovnih obdobjih denarna politika ustrezne instrumente, s katerimi lahko vpliva na cene. Denarna politika je torej odgovorna za inflacijske trende.

V prejšnjih poglavjih smo si ogledali vprašanja, ki so povezana z merjenjem inflacije in prednostni cenovne stabilnosti, nismo pa neposredno obravnavali dejavnikov, ki uravnavajo splošna cenovna gibanja. Zato se bomo v nadaljevanju posvetili vzrokom inflacije – ki jo opredeljujemo kot splošno rast cen ali padec kupne moči denarja. Toda preden preidemo k podrobnostim, si na kratko oglejmo vlogo in učinke denarne politike. Tako bomo lažje razumeli, kako so različni dejavniki medsebojno povezani.

4.1 Kaj denarna politika zmore in česa ne?

Kako lahko denarna politika vpliva na raven cen? Vprašanje je povezano s procesom, ki ga ekonomisti imenujejo »transmisijski mehanizem« in označuje način, kako se ukrepi centralne banke prenašajo skozi gospodarstvo in na koncu vplivajo na cene. Proces je precej zapleten in še ni povsem raziskan, znane pa so njegove temeljne značilnosti. Mehanizem, s katerim denarna politika vpliva na gospodarstvo, je mogoče pojasniti takole: centralna banka je edini izdajatelj bankovcev in bančnih rezerv in potemtakem monopolni ponudnik t. i. primarnega denarja. S tem monopolom lahko centralna banka vpliva na pogoje na trgu denarja in usmerja kratkoročne obrestne mere.

Na kratki rok lahko centralna banka vpliva na realna gospodarska gibanja

Na kratki rok sproži sprememba obrestnih mer na denarnem trgu (tj. kratkoročnih obrestnih mer), ki jo izvede centralna banka, vrsto mehanizmov, še zlasti zato, ker vpliva na nakupne in varčevalne odločitve gospodinjstev in podjetij. Če vsi ostali dejavniki ostanejo nespremenjeni, višje obrestne mere odvrta gospodinjstva in podjetja od najemanja posojil za financiranje potrošnje in investicij. Istočasno bodo oboje tudi spodbudile, da svoje dohodke hranijo, namesto da bi jih porabili. Nadalje lahko sprememba uradnih obrestnih mer vpliva tudi na ponudbo kreditov. Vsa ta gibanja po drugi strani z določenim zamikom vplivajo na realne ekonomske spremenljivke, npr. na obseg proizvodnje.

Na dolgi rok spremembe v ponudbi denarja vplivajo na splošno raven cen ...

Zgoraj opisani dinamični proces vključuje vrsto mehanizmov in dejanj različnih gospodarskih subjektov v različnih fazah procesa. Poleg tega sta obseg in intenzivnost različnih učinkov odvisna od gospodarskih razmer. Zato navadno traja kar nekaj časa, preden začne denarna politika vplivati na cenovna gibanja. Vendar pa v ekonomski teoriji velja, da bo na dolgi rok, torej potem, ko so v gospodarstvu opravljene vse prilagoditve, sprememba v količini denarja, ki ga zagotavlja centralna banka (če vsi ostali dejavniki ostanejo nespremenjeni), povzročila samo premik splošne ravni cen, ne bo pa trajno vplivala na realne spremenljivke, kot so realni obseg proizvodnje ali brezposelnost. Sprememba količine denarja v obtoku, ki jo povzroči centralna banka, je pravzaprav enaka spremembi obračunske enote (in s tem splošne ravni cen), kar ohranja vse ostale spremenljivke stabilne, precej podobno kot sprememba standardne merske enote (npr. pretvorba kilometrov v milje) ne spremeni dejanske razdalje med dvema krajema.



Denarna politika, ki prepričljivo ohranja stabilnost cen, ima zelo močan pozitiven vpliv na blaginjo.

... ne pa na raven realnega dohodka in zaposlenost

Na tem splošnem načelu, imenovanem tudi »dolgoročna nevtralnost« denarja, temelji vsa standardna makroekonomska teorija. Kot smo že omenili, ima denarna politika, ki prepričljivo ohranja stabilnost cen, zelo močan pozitiven vpliv na življenjsko raven in gospodarsko rast. Na dolgi rok realni dohodek in raven zaposlenosti določajo realni dejavniki (tj. na ponudbeni strani) in nanju ni mogoče vplivati z aktivno denarno politiko.¹⁰

Glavne determinante dolgoročne zaposlenosti in realnega dohodka so tehnologija, naraščanje prebivalstva in vsi vidiki institucionalnega okvira gospodarstva (lastninske pravice, davčna politika, socialna politika in drugi predpisi, ki določajo prožnost trgov in vplivajo na spodbude za ponudbo dela in kapitala ter vlaganje v človeške vire).

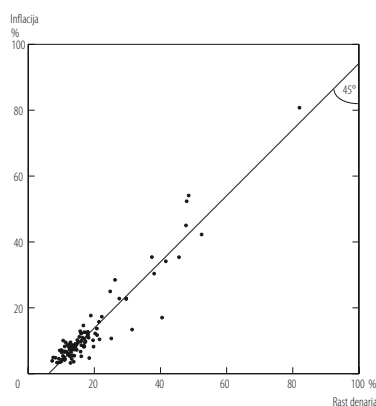
Inflacija je v osnovi denarni pojav

Inflacija je v svojem bistvu denarni pojav. Kot so pokazale številne empirične raziskave, so daljša obdobja visoke inflacije praviloma povezana s hitro denarno rastjo (gl. spodnji graf). Medtem ko lahko ostali dejavniki (npr. nihanja skupnega povpraševanja, tehnološke spremembe ali šoki zaradi višjih cen primarnih surovin) vplivajo na cenovna gibanja na krajši rok, njihove učinke sčasoma uravnovesijo ustrezne prilagoditve denarne politike. Na ta način lahko centralne banke nadzorujejo dolgoročnejsše trende v gibanju cen ali inflacije.

Zgoraj smo načeli vrsto vprašanj, ki terjajo podrobnejšo razlago. Ker je inflacija v osnovi denarni pojav, je nujno, da podrobneje pojasnimo, kako denarna politika vpliva na gospodarstvo in posredno na cenovna gibanja. To lahko najbolje storimo v treh korakih.

Prvič, v razdelku 4.2 obravnavamo, zakaj in kako lahko denarna politika vpliva na obrestne mere. Drugič, v razdelku 4.3 odgovarjamo na vprašanje, zakaj spremembe obrestnih mer lahko vplivajo na odločitve gospodinjstev in podjetij glede potrošnje. V tretjem koraku pa analiziramo, kako te spremembe v skupnem povpraševanju vplivajo na cenovna

Graf: Denar in inflacija



Povprečna medletna stopnja rasti denarnega agregata M2 in cen življenjskih potrebščin med leti 1960 in 1990 v 110 državah.

Vir: McCandless and Weber (1995)

¹⁰ Dejavniki na ponudbeni strani so tisti, ki določajo ponudbo blaga in storitev v gospodarstvu, še zlasti količina in kakovost kapitala in dela, pa tudi tehnološki napredek in narava strukturnih politik.

gibanja. V tej povezavi obravnavamo tudi druge, nedenarne oz. realne dejavnike, ki lahko vplivajo na cenovna gibanja na kratki rok. Pri tem je koristno, da razumemo, kaj pomenita splošna ali agregatna ponudba in povpraševanje po dobrinah v gospodarstvu (gl. okvir 4.2), in razlikujemo med kratkoročnimi in dolgoročnimi učinki (razdelka 4.4 in 4.5).

4.2 Denar in obrestne mere – kako lahko na obrestne mere vpliva denarna politika?

Centralna banka lahko določi kratkoročne nominalne obrestne mere, ki jih morajo banke plačati, ko pri centralni banki vzamejo posojilo. V to so prisiljene, ker potrebujejo bankovce za svoje stranke in morajo izpolniti svoje obveznosti glede obveznih rezerv v obliki depozitov pri centralni banki.

Ker so centralne banke edine ustanove, ki izdajajo bankovce (in bančne rezerve) – so torej monopolni ponudniki primarnega denarja – lahko določijo kratkoročne nominalne obrestne mere za svoja posojila bankam. Pričakovanja glede prihodnjih gibanj obrestnih mer po drugi strani vplivajo na vrsto dolgoročnih bančnih in tržnih obrestnih mer.

Okvir 4.1 Zakaj lahko centralne banke vplivajo na pričakovane (ex ante) realne obrestne mere? Vloga »lepljivih cen«

Kot smo podrobneje pojasnili v okviru 3.2, predstavljajo pričakovane realne obrestne mere realni donos, ki se pričakuje za določeno finančno sredstvo. Opremljene so kot nominalne obrestne mere minus pričakovana inflacija v času dospelosti, za katero je obrestna mera fiksna. Učinek denarne politike na kratkoročne realne obrestne mere je povezan z dvema vprašanjema: prvič, denarna politika nadzoruje kratkoročne nominalne obrestne mere, in drugič, cene se na kratki rok ne spreminjajo.

Kaj pomeni izraz »lepljive cene«? Iz prakse vemo, da se večina cen nekaj časa ne spreminja. Podjetja cen običajno ne spremenijo takoj, ko se spremenijo pogoji ponudbe in povpraševanja. Nekatere cene se prilagajajo zelo pogosto (npr. cene motornih goriv), druge pa samo enkrat mesečno ali enkrat letno. Vzroki so lahko različni. Prvič, včasih so cene določene z dolgoročnimi pogodbami med podjetji in njihovimi strankami, ki želijo na ta način zmanjšati negotovost in stroške, ki so povezani s pogostimi pogajanji. Drugič, podjetja utegnejo ohranjati stalne cene, da s prepogostimi popravki ne bi odtujila rednih strank. Tretjič, nekatere cene so lepljive zaradi strukturiranosti trga; ko podjetje svoj cenik natisne in razpošlje, postane spreminjanje cen zelo drago. In končno, tudi izračunavanje novih cen je drago.

Na dolgi rok pa se cene načeloma prilagajajo spremembam v pogojih ponudbe in povpraševanja. Povedano drugače – na dolgi rok so cene popolnoma prožne.¹¹

Vzemimo, da centralna banka poveča ponudbo denarja. Lahko na primer natisne nove bankovce ali pa kupi državne obveznice. Ljudje so pripravljene povečati delež svojega imetja v gotovini in s tem zmanjšati delež obveznic, če se donos obveznic, tj. obrestna mera, zniža. Če torej centralna banka poveča ponudbo denarja, se morajo nominalne obrestne mere znižati, da bi ljudi spodbudile k povečanju imetja v gotovini. Toda ker so cene na kratki rok lepljive, se kratkoročna inflacijska pričakovanja večinoma ne spremenijo. Sprememba kratkoročnih nominalnih obrestnih mer se zato pretvori v spremembo pričakovanih realnih obrestnih mer (gl. okvir 3.2). To pomeni, da lahko denarna politika vpliva na pričakovane ali ex ante realne obrestne mere za kratkoročne instrumente.

4.3 Kako spremembe obrestnih mer vplivajo na nakupne odločitve potrošnikov in podjetij?

Z vidika posameznega gospodinjstva predstavlja višja realna obrestna mera spodbudo za varčevanje, saj donosi na hranilne vloge pomenijo možnost večje potrošnje v prihodnosti. Zato višje realne obrestne mere navadno povzročijo padec tekoče potrošnje in rast varčevanja. Po drugi strani višja realna obrestna mera, če vsi ostali dejavniki ostanejo nespremenjeni, podjetja odvrča od naložb, saj imajo na voljo manj naložbenih projektov, ki bi dajali tolikšen donos, da pokrijejo višje stroške kapitala.

Če povzamemo: zvišanje obrestne mere bo gospodinjstva odvrnilo od tekoče potrošnje, podjetja pa od tekočih naložb. Učinki na posamezna gospodinjstva in podjetja kažejo, da povečanje realnih obrestnih mer, ki ga povzročijo ukrepi denarne politike, vodi v zmanjšanje tekoče potrošnje v gospodarstvu kot celoti (če vse ostale spremenljivke ostanejo nespremenjene). V ekonomskem jeziku takšna sprememba politike povzroča padec skupnega povpraševanja in pomeni »zaostrovanje« denarne politike.

Pomembno je razumeti, da v tem procesu prihaja do časovnih zamikov. Pogosto mine več mesecev, preden podjetja začnejo izvajati nov investicijski načrt; naložbe v nove poslovne prostore ali zahtevnejšo opremo včasih trajajo celo več let. Tudi gospodinjstva se na nove obrestne mere s svojimi naložbenimi odločitvami odzovejo šele čez nekaj časa, saj mnogi potrošniki svojih nakupovalnih načrtov ne spremenijo takoj, ko se spremenijo obrestne mere.

Na splošno velja, da celoten transmisijski mehanizem denarne politike zahteva čas. Denarna politika zato na kratki rok ne more nadzorovati skupnega povpraševanja po blagu in storitvah. Povedano drugače: med spremembo denarne politike in njenimi učinki na gospodarstvo obstaja precejšen zamik.

¹¹ Z izjemo nadzorovanih cen, za katere se pričakuje, da se bodo spreminjale zelo redko.

Okvir 4.2 Kako spremembe v skupnem povpraševanju vplivajo na gospodarsko rast in cenovna gibanja?

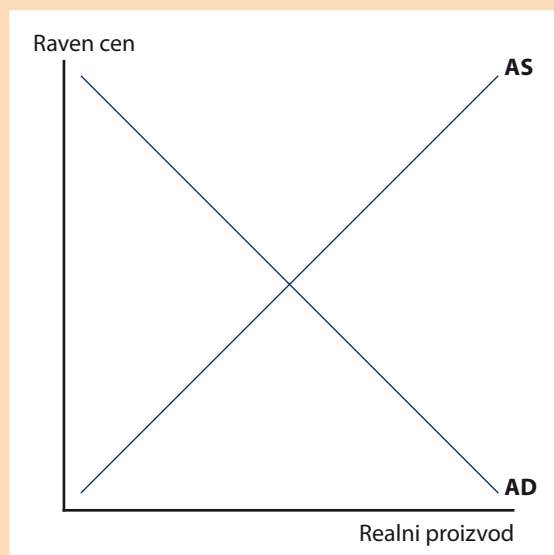
Vpliv sprememb v skupnem povpraševanju na cenovna gibanja najlažje pojasnimo s preprostim modelom, ki predstavlja skupno ponudbo in povpraševanje za celotno gospodarstvo.

V analizi bomo zanemarili zahtevnejše podrobnosti in glavne poudarke ponazorili z grafi. Model v osnovi opisuje odnos med ponudbo in povpraševanjem po realnih količinah blaga in storitev v gospodarstvu na eni strani ter skupno ravno cen na drugi strani.

Skupna ponudba in povpraševanje – kratkoročno ravnovesje

Spodnji graf prikazuje odnos med skupno ponudbo (AS) in skupnim povpraševanjem (AD). Raven cen je označena na navpični osi, realni proizvod pa na vodoravni.

Graf 1: Skupno povpraševanje in kratkoročna skupna ponudba



Skupno povpraševanje in raven cen

Če želimo razumeti krivuljo skupnega povpraševanja, moramo najprej preučiti, kaj se zgodi z realnimi nakupnimi odločitvami, ko se raven cen spremeni, vse ostale spremenljivke pa ostanejo enake. Kot kaže zgornji graf, je krivulja skupnega povpraševanja padajoča, kar je mogoče razložiti na dva načina. Prvi izhaja iz ponudbe in povpraševanja po realnem denarnem stanju. Če so cene višje, nominalna ponudba denarja pa fiksna, bodo ljudje zaznali, da je realno denarno stanje nižje, kar pomeni, da bodo lahko financirali le manjši delež transakcij. Če pa je nasprotno raven cen nižja, je realno denarno stanje višje, kar omogoča financiranje večjega obsega transakcij, to pa pomeni, da bo povpraševanje po realnem proizvodu večje.

Skupna ponudba in raven cen na kratki rok

Kot pove že ime, skupna ponudba zajema ponudbo blaga in storitev, ki jih proizvajajo podjetja. Najprej moramo razumeti, kako je splošna raven cen povezana s splošno ravno proizvodnje na kratki rok, ponovno ob predpostavki,

da vsi ostali dejavniki (proizvodna tehnologija, nominalne plače itd.) ostanejo nespremenjeni. Kako sprememba ravni cen vpliva na realno proizvodnjo oz. na realni proizvod podjetij? Če so nominalne plače dane, bo višja raven cen vodila v znižanje realnih plač. Z nižjimi realnimi plačami je za podjetja bolj donosno, če zaposlijo več delavcev in povečajo proizvodnjo. Povedano drugače – realne plače so ključna determinanta zaposlovanja. Če cene zrastejo, vsi ostali dejavniki, npr. tehnologija in nominalne plače, pa ostanejo nespremenjeni, bodo podjetja zaposlovala več in povečala proizvodnjo. Krivulja kratkoročne skupne ponudbe je zato naraščajoča.

Presečišče obeh krivulj označuje točko, ki jo ekonomisti imenujejo »ravnovesje«. Ta v ekonomski znanosti predstavlja enega ključnih konceptov. V tej točki želje obeh tržnih strani namreč sovpadajo, zato si nobena ne želi nadaljnjih sprememb. Ravnovesje zato označuje raven cen in raven realnega proizvoda, ki sta v določenem gospodarskem sistemu istočasno prevladujoča.

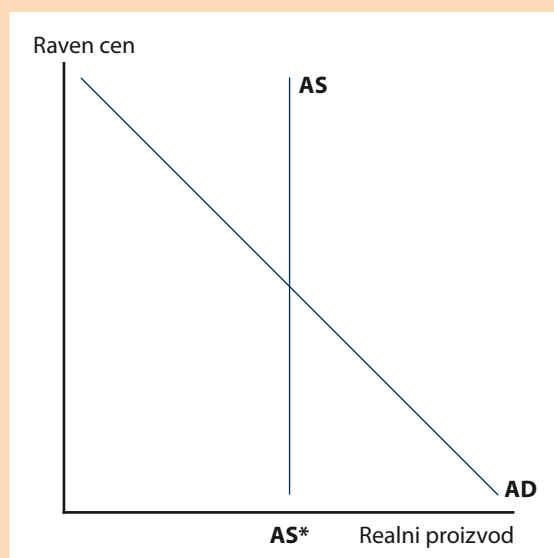
Kaj se zgodi, če v gospodarstvu pride do neravnovesja? Vzemimo, da je raven cen višja od ravnovesne. V takšnih razmerah je glede na ravnovesno točko skupna ponudba previsoka, skupno povpraševanje pa prenizko. Kaj se bo zgodilo? Če je raven cen nad ravnovesjem, bodo porabniki kupovali manj, kot proizvajalci želijo prodati. Zato bodo nekateri znižali cene, skupno povpraševanje pa se bo zaradi tega povečalo. Hkrati se bodo zaradi nižjih cen povečale realne plače (saj so nominalne cene na kratki rok fiksne), podjetja pa bodo – ker realne plače zanje predstavljajo strošek – zmanjšale proizvodnjo in skušale zmanjšati skupno ponudbo. Ta proces bo tekel tako dolgo, dokler ne doseže ravnovesne ravni oz. stanja, v katerem želje kupcev in proizvajalcev sovpadajo na določeni ravni cen in proizvodnje.

Skupna ponudba na dolgi rok

Zakaj zgoraj govorimo o krivulji kratkoročne ponudbe? Pozitivni vpliv višjih cen na realni proizvod bo trajal samo tako dolgo, dokler nominalne, in s tem tudi realne, plače ostanejo nespremenjene. V praksi so nominalne plače navadno fiksirane za približno eno leto, v nekaterih primerih tudi do dveh let. Če delavci ali sindikati niso zadovoljni z nižjimi realnimi plačami zaradi inflacije, bodo v pogajanjih z delodajalci zahtevali nadomestilo za inflacijo v obliki višjih nominalnih plač. Če se realne plače vrnejo na raven pred zvišanjem ravni cen (in proizvodna tehnologija ostane enaka), podjetja z obstoječo ravnjo proizvodnje in zaposlenosti ne bodo več poslovala z dobičkom, zato se bodo odločila za krčenje proizvodnje. Povedano drugače, če realnih plač na dolgi rok ni mogoče znižati z višjo inflacijo, bosta tudi zaposlenost in proizvodnja na dolgi rok neodvisna od cenovnih gibanj. To pomeni, da bo krivulja dolgoročne skupne ponudbe navpična.

Dolgoročno ravnovesje

Graf 2: Skupno povpraševanje in dolgoročna skupna ponudba



Presečišče krivulje AS z vodoravno osjo (gl. AS* v grafu 2) je točka, ki jo ekonomisti imenujejo »potencialna raven proizvoda«. Ta predstavlja vrednost končnih izdelkov in storitev, ki so proizvedene ob polni izkoriščenosti zmogljivosti in z obstoječo tehnologijo in strukturnimi lastnostmi gospodarstva (npr. delovna zakonodaja, davčni in socialni sistem itd.).

Doslej smo obravnavali gibanja vzdolž obeh krivulj, ko vsi dejavniki razen cen in realnega proizvoda ostanejo nespremenjeni. Zdaj moramo razumeti, kaj se zgodi, če se spremeni kateri od teh ostalih dejavnikov. V osnovi take spremembe premaknejo krivulji levo ali desno.

Dejavniki, ki vplivajo na skupno ponudbo in povpraševanje

Iz preprostega modela, ki smo ga uporabljali doslej, je razvidno, da kombinacijo cen in realnega proizvoda, ki obstaja v gospodarstvu, določa dinamični odnos med ponudbo in povpraševanjem. Kateri dejavniki povzročajo premike teh dveh krivulj?

Skupno povpraševanje se lahko poveča (krivulja AD se premakne navzven oz. v desno) zaradi povečanja proračunskih odhodkov, znižanja davkov, deprecijacije domače valute in povečanja realnega premoženja (npr. višje cene vrednostnih papirjev ali zemljišč). Ti dejavniki po drugi strani spodbujajo zasebno potrošnjo in naložbe.

Zasebno potrošnjo in investicije lahko spodbujajo tudi pričakovanja. Če npr. podjetja pričakujejo, da se bodo potrošnja in investicije v prihodnosti povečali, utegnejo nameniti več sredstev za naložbe. In če gospodinjstva zaradi višje pričakovane produktivnosti dela pričakujejo višje realne dohodke, bodo namenila več sredstev za potrošnjo. Zato je okrepitev zaupanja potrošnikov in investorjev navadno povezana z večjim skupnim povpraševanjem.

Glede učinkov denarne politike lahko opazimo, da večja ponudba denarja in z njo povezane nižje realne obrestne mere povzročijo rast skupnega povpraševanja, zato se

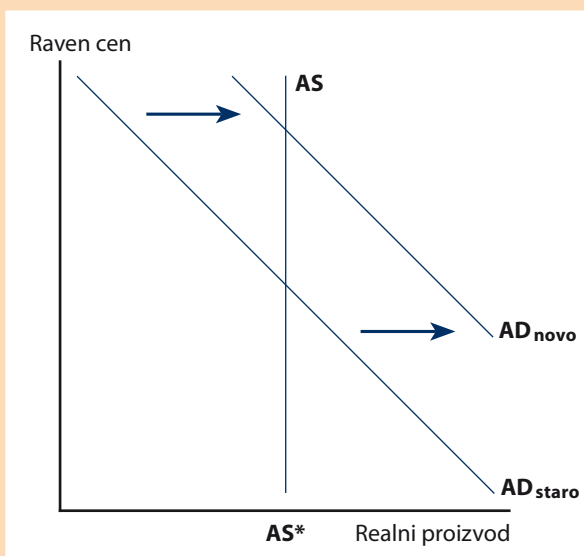
krivulja povpraševanja premakne v desno.¹² Če se vrednost teh spremenljivk zmanjša, se bo zmanjšalo tudi skupno povpraševanje (krivulja AD se bo premaknila v levo).

Pri skupni ponudbi vidimo, da dvig cen proizvodnih dejavnikov, kot so plače, ali dvig cen nafte, povzroči premik skupne ponudbe v levo. Nasprotno tehnološki napredek ali izboljšanje produktivnosti krivuljo skupne ponudbe premakne v desno, saj te spremembe ob dani ravni inputov dela omogočajo večji obseg proizvodnje ob istih stroških.

Spremembe v splošni ravni cen lahko torej povzročijo premik krivulje ponudbe ali krivulje povpraševanja ali pa obeh. Na primer, ob nespremenjenih ostalih dejavnikih bo padec skupne ponudbe (premik krivulje AS v levo) spremljal kratkoročen padec realnega proizvoda, dvig povpraševanja (premik krivulje AD v desno) pa se bo izrazil v višji kratkoročni realni aktivnosti in višjih cenah.

Iz dolgoročnega modela je razvidno, da je gibanje skupnega povpraševanja ključno pri določanju splošne ravni cen, ki bo v gospodarstvu prisotna na dolgi rok. Če je krivulja skupne ponudbe navpična, bodo spremembe v skupnem povpraševanju vplivale na cene, ne pa na proizvodnjo. Če se npr. poveča ponudba denarja, se bo krivulja skupnega povpraševanja premaknila v desno, gospodarstvo pa bo na dolgi rok doseglo novo ravnovesno stanje, v katerem je realno proizvod ostal nespremenjen, cene pa so višje.

Graf 3: Premiki skupnega povpraševanja in skupne dolgoročne ponudbe



Inflacija je opredeljena kot splošno ali vseobsežno povečanje cen blaga in storitev. Inflacijski proces se zato lahko razvije samo ob stalnem naraščanju skupnega povpraševanja v daljšem časovnem obdobju. To je po drugi strani mogoče samo v primeru, če denarna politika dopušča takšna gibanja z ohranjanjem nizkih obrestnih mer in visoke denarne rasti.

¹² Ekonomisti padec povpraševanja po denarju pogosto izrazijo kot povečanje hitrosti kroženja denarja. To spremenljivko je mogoče opredeliti kot hitrost, s katero denar prehaja med različnimi imetniki in s tem določa, koliko denarja je potrebnega za določen obseg transakcij. Ta dva pojavi je pravzaprav mogoče razumeti kot dve plati medalje. Če ljudje hranijo manj gotovine, bo ob konstantni ponudbi denar moral večkrat zamenjati lastnika in torej krožiti hitreje. To je enako večji hitrosti kroženja denarja. K temu vprašanju se bomo še vrnili v nadaljevanju.

4.4 Dejavniki, ki usmerjajo cenovna gibanja na kratki rok

V naslednjem razdelku bomo predstavili nekatere dejavnike, ki določajo kratkoročna cenovna gibanja. Kot smo pojasnili v okviru 4.2, lahko inflacijo (tj. trajno rast ravni cen) povzroči eden ali drugi proces ali pa oba, z drugimi besedami, cene bodo na splošno zrasle, če se v povprečju skupno povpraševanje poveča ali pa se ponudba zmanjša. Inflacijski pritiski se torej lahko razvijejo, kadar spremembe (če so premiki v gospodarskih gibanjih nepričakovani, ekonomisti pogosto govorijo o »šokih«) potrošnike spodbudijo, da trošijo več, podjetja pa, da proizvajajo manj. Prvi primer, pri katerem se povpraševanje poveča in povzroči inflacijo, označujemo z izrazom »inflacija povpraševanja« (*demand-pull inflation*), drugi, kjer se stroški povečajo, ponudba pa ustrezno zmanjša, pa z izrazom »stroškovna inflacija« (*cost-push inflation*). Nasprotno se deflacijski pritiski razvijejo v primeru, da se skupno povpraševanje zmanjša ali skupna ponudba poveča. Na splošno se mora denarna politika, ki želi zagotoviti cenovno stabilnost, na takšna gibanja odzivati. V primeru inflacijskih pritiskov centralna banka navadno poveča (realne) obrestne mere, da bi preprečila prenos pritiskov na bolj trdovratna odstopanja od cenovne stabilnosti.

Dvig cen zaradi povečanja skupnega povpraševanja lahko povzroči kateri koli od dejavnikov, ki povzročajo dvig cen, vendar so poleg denarne politike (povečanje ponudbe denarja) najpomembnejši povečanje državnega trošenja, depreciacija deviznega tečaja in večje povpraševanje po domačih dobrinah v ostalih delih sveta (izvoz). Spremembe v skupnem povpraševanju lahko tudi okrepijo zaupanje. Tako je na primer verjetno, da bodo podjetja investirala več, če v prihodnosti pričakujejo večje dobičke. Spremembe v skupnem povpraševanju navadno povzročijo dvig ravni cen in začasno povečanje skupne proizvodnje (gl. okvir 4.2).

Kateri dejavniki povzročajo *zmanjšanje skupne ponudbe in s tem višje kratkoročne cene*? Glavni razlogi za zmanjšanje skupne ponudbe so zmanjšanje produktivnosti, višji proizvodni stroški (npr. višje realne plače in cene surovin, predvsem nafte) in višji davki za podjetja. Če vsi ostali dejavniki ostanejo nespremenjeni, višji stroški proizvodnje pomenijo, da se bo ob istih cenah obseg proizvodnje zmanjšal.

Če se ob dani ravni cen stroški za surovine, npr. nafto, povečajo, bodo podjetja prisiljena zmanjšati število zaposlenih in obseg proizvodnje. Ker gre za rezultat dejavnikov s ponudbene strani, se za inflacijo, ki jo ti povzročijo, pogosto uporablja izraz »stroškovna inflacija«.

Dvig cen inputov lahko povzročijo najrazličnejše okoliščine, npr. če ponudba surovin ne zadosti pričakovanjem ali če se poveča svetovno povpraševanje po surovinah. Dvig realnih plač (ki ga ne spremlja večja produktivnost) lahko vodi v padec skupne ponudbe in nižjo zaposlenost. Do takšnega povečanja plač lahko pride zaradi nižje ponudbe na trgu dela, ki so jo po drugi strani povzročili vladni ukrepi, ki zmanjšujejo spodbude za delo (npr. višji davek na dohodke od dela). Višje realne plače lahko izsilijo tudi močnejši sindikati.

Če vsi zgoraj opisani dejavniki delujejo v nasprotni smeri, se bo *skupna ponudba povečala*. Dvig produktivnosti (zaradi novih tehnologij), na primer, ob nespremenjenih ostalih dejavnikih lahko povzroči padec cen in višjo zaposlenost na kratki rok, saj povečanje zaposlenosti ob danih plačah postane bolj dobičkonosno. Če pa se realne plače zvišajo hkrati s produktivnostjo, se raven zaposlenosti ne bo spremenila.



Obstajajo različni razlogi za rast cen inputov – npr. povečanje svetovnega povpraševanja po surovinah.

Vpliv pričakovane inflacije

45

Dejavniki, ki določajo cenovna gibanja

Ko se podjetja in zaposleni pogajajo o plačah in ko podjetja določajo cene, pogosto upoštevajo tudi raven inflacije v prihodnosti, na primer v prihodnjem letu. Pričakovana inflacija je za tekoče dogovore o plačah pomembna, saj rast cen v prihodnosti zmanjša obseg dobrin, ki jih je mogoče kupiti z dano nominalno plačo. Če delavci pričakujejo, da bo inflacija v prihodnosti višja, bodo v pogajanjih z delodajalci zahtevali večje povečanje nominalnih plač. Stroški se za podjetje povečajo, če dogovori o plačah temeljijo na takšnih inflacijskih pričakovanjih, in podjetje jih lahko prenese na potrošnike v obliki višjih cen. Podobno velja za določanje cen. Ker so mnoge posamične cene za določeno obdobje (za en mesec ali eno leto; gl. okvir 4.1) fiksne, podjetje, ki načrtuje objavo novih cen, lahko že vnaprej poveča nekatere cene, da bi se izognilo izgubam zaradi višje splošne ravni cen ali plač. Če torej ljudje pričakujejo, da bo inflacija v prihodnje naraščala, lahko s svojim vedenjem povzročijo, da se inflacija poveča že danes. To je še en razlog, zaradi katerega je pomembno, da denarna politika prepričljivo vzdržuje obstoječo raven cen, saj s tem dolgoročno inflacijska pričakovanja ohranja na nizki ravni in v skladu s cenovno stabilnostjo.

V celoti gledano lahko kratkoročno na raven cen vplivajo najrazličnejši dejavniki in šoki. Eden takšnih dejavnikov je gibanje skupnega povpraševanja in njegovih komponent, vključno s spremembami v fiskalni politiki. Premike lahko povzročijo tudi spremembe v ceni inputov, stroških in produktivnosti, gibanje deviznega tečaja in razmere v svetovnem gospodarstvu. Vsi ti dejavniki lahko vplivajo na realno aktivnost in cene na kratki rok. Kako pa je z gibanji na dolgi rok?

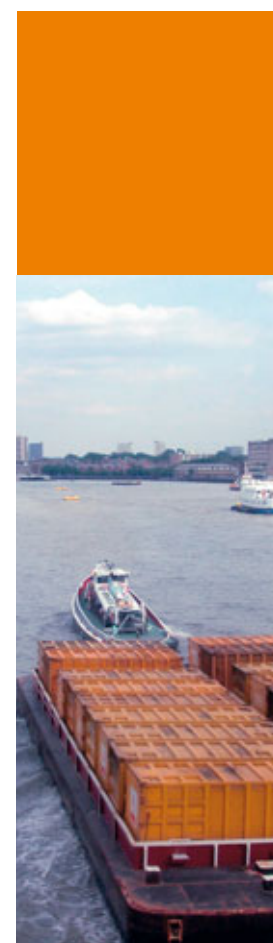
S tem pridemo do še enega pomembnega razlikovanja v ekonomiji. Ekonomisti navadno razlikujejo med kratkoročnimi in dolgoročnimi gibanji (gl. okvir 4.2).

4.5 Dejavniki, ki usmerjajo cenovna gibanja na dolgi rok

Kakšen je relativni pomen dejavnikov inflacije v daljših časovnih obdobjih? So za inflacijske trende vsi enako pomembni? Odgovor je očitno »ne«. Kot bomo videli, ima pri tem denarna politika ključno vlogo.

Kot smo že omenili v prejšnjih poglavjih, med spremembo denarne politike in njenimi učinki na cene mine približno od enega do treh let. To pomeni, da denarna politika ne more preprečiti nepričakovanih realnih gospodarskih gibanj ali šokov, ki vplivajo na inflacijo na kratki rok. Kljub temu se ekonomisti strinjajo, da lahko denarna politika nadzoruje cenovna gibanja na dolgi rok in s tem določa tudi »trend« inflacije oz. spremembo ravni cen potem, ko se je gospodarstvo že v celoti prilagodilo na kratkoročne motnje.

Na dolgi rok so cene fleksibilne in se lahko odzivajo na spremembe v ponudbi in povpraševanju. Na kratki rok pa so številne posamične cene lepljive in se nekaj časa ne morejo spremeniti (gl. okvir 4.1).



Okrepitev zunanje povpraševanja po izvoznih izdelkih lahko vpliva na tekočo potrošnjo in investiranje.

Kaj to razlikovanje pomeni za naše rezultate? Tudi če se ne spustimo v pretirane podrobnosti, lahko pokažemo, da obseg proizvodnje na dolgi rok ni odvisen od ravni cen. Določajo ga dani obseg kapitala, razpoložljiva delovna sila, strukturne politike, ki vplivajo na spodbude za delo in investiranje, in razvoj proizvodnih tehnologij. Z drugimi besedami, dolgoročni obseg proizvodnje je odvisen od številnih realnih oz. ponudbenih dejavnikov. Ti določajo natančno lego krivulje skupne ponudbe.

Druga krivulja, ki določa stanje ravnovesja v gospodarstvu, je krivulja skupnega povpraševanja. Kot smo videli, lahko povečanje skupnega povpraševanja povzroči vrsta dejavnikov. Mednje spadajo povečanje proračunskih odhodkov, okrepitev zunanjskega povpraševanja (izvoz) in višja pričakovanja glede produktivnosti v prihodnje, kar vse lahko vpliva na tekočo potrošnjo in investiranje. Kljub temu, da lahko mnogi od teh dejavnikov naraščajo celo dalj časa, je očitno, da lahko trajno rast ravni cen v dolgoročnem obdobju povzroča samo trajno ekspanzivna denarna politika. Ta poudarek je pogosto naveden v povezavi s slavno trditvijo, da je »inflacija vedno in povsod denarni pojav«. To hipotezo je potrdila tudi vrsta empiričnih raziskav. Temeljni razlog za inflacijski proces na dolgi rok je trajna rast ponudbe denarja oz. trajno ekspanzivna denarna politika. Na dolgi rok so ukrepi denarne politike tisti, ki določajo, ali inflacija raste ali pa je vzdrževana na nizki ravni. Z drugimi besedami, centralna banka, ki uravnava ponudbo denarja in kratkoročne obrestne mere, je v končni fazi tisti dejavnik, ki nadzoruje stopnjo inflacije na dolgi rok. Če centralna banka ohranja prenizke obrestne mere in preveč poveča ponudbo denarja, se bo na koncu povečala tudi raven cen. Ta osnovni rezultat je ponazorjen s temeljnim ekonomskim konceptom, ki podrobneje obravnava razmerje med denarjem in cenami – kvantitativno teorijo denarja (gl. okvir 4.3 spodaj).

Okvir 4.3 Kvantitativna teorija denarja

Po kvantitativni enačbi je sprememba v količini denarja v obtoku (ΔM) enaka spremembi nominalnih transakcij (približek: sprememba realne aktivnosti (ΔYR) plus sprememba ravni cen (ΔP)) minus sprememba hitrosti kroženja (ΔV). Zadnjo spremenljivko je mogoče opredeliti kot hitrost, s katero denar prehaja od enega imetnika k drugemu, kar določa, koliko denarja je potrebnega za določeno raven nominalnih transakcij.¹³

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Ta odnos je identiteta, kar pomeni, da ga očitno ni mogoče ovreči. Kot tak ne vključuje nikakršnih trditev o vzročnosti. Občutek kavzalnosti je mogoče izvesti samo ob upoštevanju dodatnih predpostavk o determinantah spremenljivk. Za pretvorbo kvantitativne *enačbe* v kvantitativno *teorijo* sta še posebej pomembni naslednji predpostavki. Prvič, obseg proizvodnje na dolgi rok določajo dejavniki realne strani, npr. proizvodne priložnosti ter okusi in preference potrošnikov. Drugič, na dolgi rok za hitrost kroženja velja, da jo določajo plačilne navade, finančni in gospodarski dogovori o izvajanju transakcij ter stroški in dohodki od imetij v denarju namesto v drugih sredstvih. Iz tega sledi, da je raven ponudbe denarja – ki jo s svojimi odločitvami določajo denarne oblasti – na dolgi rok povezana z ravno cen. Z drugimi besedami to pomeni, da na dolgi rok raven cen določajo neposredno spremembe v količini denarja v obtoku, ki se zato giba sorazmerno z njo.

Sklenemo lahko, da je za gibanje inflacije na dolgi rok v prvi vrsti odgovorna ustanova, ki določa ponudbo denarja, torej centralna banka.

¹³ Leva stran enačbe sešteva količino porabljenega denarja, desna pa kaže vrednost transakcij.



Poglavje 5

Denarna politika ECB

V tem poglavju boste našli podrobne informacije o tem, kako je nastala ekonomska in monetarna unija, katero telo je odgovorno za enotno denarno politiko v euroobmočju, kakšen je cilj Eurosistema ter kako izpolnjuje svoj mandat.

Razdelek 5.1

predstavlja kratek zgodovinski pregled.

Razdelek 5.2

razlaga institucionalni okvir.

Razdelek 5.3

se osredotoča na strategijo denarne politike ECB.

Razdelek 5.4

pa pojasnjuje operativni okvir Eurosistema.

5.1 Kratek zgodovinski pregled

Zgodovina – tri faze ekonomske in monetarne unije

Ideja, da Evropa potrebuje enoten, usklajen in stabilen denarni sistem, sega daleč nazaj v zgodovino (gl. okvir 5.1). Po neuspelem poskusu v zgodnjih sedemdesetih letih je junija leta 1988 prišlo do odločilne pobude za integracijo, ko je Evropski svet ponovno potrdil cilj, da je treba postopno uresničiti ekonomsko in monetarno unijo. Ustanovljen je bil odbor, ki mu je predsedoval Jacques Delors, tedanji predsednik Evropske komisije, z nalogo, da preuči in predlaga konkretne faze, potrebne za uresničitev takšne unije. Poročilo odbora (tako imenovano Delorsovo poročilo), ki je bilo predstavljeno aprila 1989, je predlagalo, da se ekonomska in monetarna unija (EMU) uvede v treh ločenih in razvojno povezanih korakih.

Okvir 5.1 Koraki na poti do skupne valute

1962	Evropska komisija pripravi prvi predlog za ekonomsko in monetarno unijo (<i>Marjolin-Memorandum</i>).
maj 1964	Ustanovljen je Odbor guvernerjev centralnih bank držav članic Evropske gospodarske skupnosti (EGS), ki naj institucionalizira sodelovanje med centralnimi bankami EGS.
1970	Wernerjevo poročilo predstavi načrt za uresničitev ekonomske in monetarne unije Skupnosti do leta 1980.
april 1972	Ustanovljen je sistem za postopno zmanjšanje nihanj med tečaji posameznih valut držav članic Evropske gospodarske skupnosti, ki naj omeji nihanja znotraj določenih meja (»kača«).
april 1973	Ustanovljen je Evropski sklad za monetarno sodelovanje, ki naj zagotovi ustrezno delovanje kače.
marec 1979	Ustanovljen je evropski monetarni sistem (EMS).
februar 1986	Podpisana je Enotna evropska listina (EEL).
junij 1988	Evropski svet pooblasti odbor strokovnjakov, ki mu predseduje Jacques Delors (»Delorsov odbor«), da pripravi predlog za uresničitev EMU.
maj 1989	Evropski komisiji je predloženo »Delorsovo poročilo«.
junij 1989	Evropski svet sprejme odločitev, da se EMU uresniči v treh fazah.
julij 1990	Začne se prva faza EMU.
december 1990	Začne se medvladna konferenca, ki naj pripravi vse potrebno za drugo in tretjo fazo EMU.
februar 1992	Podpisana je Pogodba o Evropski uniji (»Maastrichtska pogodba«).
oktober 1993	Frankfurt na Majni je izbran kot sedež Evropskega monetarnega inštituta (EMI) in ECB; imenovan je predsednik EMI.
november 1993	Pogodba o Evropski uniji začne veljati.
december 1993	Alexandre Lamfalussy je imenovan za predsednika EMI, ki je ustanovljen 1. januarja 1994.
januar 1994	Prične se druga faza EMU; ustanovljen je EMI.
december 1995	Evropski svet na zasedanju v Madridu določi ime enotne valute ter predstavi načrt za sprejetje eura in zamenjavo gotovine.

december 1996	EMI Evropskemu svetu predstavi vzorce bankovcev.
junij 1997	Evropski svet sprejme odločitev o Paktu za stabilnost in rast.
maj 1998	Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija naj bi izpolnjevale potrebne pogoje za sprejem eura kot enotne valute; imenovani so člani izvršilnega odbora ECB.
junij 1998	Ustanovljena sta Evropska centralna banka (ECB) in Evropski sistem centralnih bank (ESCB).
oktober 1998	ECB predstavi strategijo in operativni okvir enotne denarne politike, ki jo bo izvajala od januarja 1999 dalje.
januar 1999	Začne se tretja faza EMU; euro postane enotna valuta euroobmočja; menjalna razmerja med nacionalnimi valutami sodelujočih držav članic so nepreklicno določena; začne se izvajanje enotne denarne politike za celotno euroobmočje.
januar 2001	Grčija postane dvanajsta država članica, ki se pridruži euroobmočju.
januar 2002	Zamenjava gotovine v euro: uvedeni so eurobankovci in kovanci, ki od konca februarja 2002 postanejo edino zakonito plačilno sredstvo v euroobmočju.
maj 2004	Nacionalne centralne banke desetih novih držav članic EU se pridružijo ESCB.
januar 2007	Z Bolgarijo in Romunijo se skupno število držav članic EU poveča na 27, novi članici pa se istočasno pridružita tudi ESCB.

Vir: Scheller (2004), str. 16, posodobil avtor sam.

Prva faza EMU

Po Delorsovem poročilu je Evropski svet junija 1989 sprejel odločitev, da se prva faza ekonomske in monetarne unije začne 1. julija 1990. Hkrati je Odbor guvernerjev centralnih bank držav članic Evropske gospodarske skupnosti, ki je imel od svoje ustanovitve maja 1964 vse večjo vlogo pri denarnem sodelovanju, dobil dodatne odgovornosti.

Za izvedbo druge in tretje faze EMU je bilo treba spremeniti Pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti (tako imenovano Rimsko pogodbo), kar naj bi omogočilo uvedbo potrebne institucionalne ureditve. S tem namenom je leta 1991 vzporedno z medvladno konferenco o politični uniji potekala medvladna konferenca o ekonomski in monetarni uniji. Odbor guvernerjev je medvladni konferenci predložil predlog Statuta ESCB in ECB. Rezultat pogajanj je bila Pogodba o Evropski uniji, ki je bila sprejeta decembra 1991 in podpisana v Maastrichtu 7. februarja 1992, vendar je zaradi dolgotrajne ratifikacije Pogodba začela veljati šele 1. novembra 1993.

Druga faza EMU: ustanovitev EMI in ECB

Z ustanovitvijo Evropskega monetarnega inštituta (EMI) 1. januarja 1994 se je začela druga faza EMU. S tem je prenehal delovati Odbor guvernerjev. Prehodni značaj EMI je odražal takratno stanje denarne povezanosti v Skupnosti: EMI ni imel nikakršne odgovornosti za izvajanje denarne politike v Evropski uniji (ta je bila še naprej v pristojnosti nacionalnih oblasti) niti ni bil pristojen za poseganje na deviznem trgu.

Dve glavni nalogi EMI sta bili: prvič, krepitev sodelovanja med centralnimi bankami in usklajevanje denarnih politik držav članic ter drugič, priprave za ustanovitev Evropskega



Decembra 1996 je bila predstavljena oblikovna rešitev izbrane serije eurobankovcev.

sistema centralnih bank (ESCB), ki je potreben za izvajanje enotne denarne politike in uvedbo enotne valute v tretji fazi.

Decembra 1995 je Evropski svet na zasedanju v Madridu sprejel odločitev, da se evropska valuta, ki bo uvedena na začetku tretje faze EMU, imenuje »euro«, ter potrdil, da se tretja faza začne 1. januarja 1999. Predhodno je bil objavljen tudi kronološki potek dogodkov, potrebnih za prehod na skupno valuto. Ta scenarij je temeljil predvsem na podrobnem predlogu, ki ga je pripravil EMI. EMI je hkrati dobil tudi nalogo, da pripravi vse, kar je potrebno za oblikovanje prihodnjih denarnih in deviznih razmerij med euroobmočjem in drugimi državami članicami EU. Decembra 1996 je EMI Evropskemu svetu predložil poročilo, na podlagi katerega je bila junija 1997 sprejeta Resolucija Evropskega sveta o načelih in osnovnih elementih novega mehanizma deviznih tečajev (ERM II).

Decembra 1996 je EMI Evropskemu svetu in kasneje tudi javnosti predstavil oblikovno rešitev izbrane serije eurobankovcev, ki naj bi jih začeli dajati v obtok 1. januarja 2002.

Za dopolnitev in pojasnitev tistih določil Pogodbe, ki zadevajo EMU, je Evropski svet junija 1997 sprejel Pakt za stabilnost in rast, ki naj bi zagotavljal proračunsko disciplino v EMU. Pakt je bil maja 1998 dopolnjen z Deklaracijo Sveta, s čimer so se povečale tudi obveznosti, ki jih nalaga Pakt.

Svet Evropske unije (v sestavi voditeljev držav ali vlad) je 2. maja 1998 odločil, da 11 držav članic izpolnjuje pogoje za uvedbo enotne valute s 1. januarjem 1999 (Avstrija, Belgija, Finska, Francija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemčija, Nizozemska, Portugalska in Španija).

Hkrati so se finančni ministri držav članic, ki naj bi uvedle euro, skupaj z guvernerji nacionalnih centralnih bank, Evropsko komisijo in EMI dogovorili, da se za določitev nepreklicnih menjalnih razmerij med eurom in valutami sodelujočih držav članic uporabi osrednji tečaj iz mehanizma deviznih tečajev (ERM).

Vlade enajstih sodelujočih držav članic so 25. maja 1998 uradno imenovale predsednika, podpredsednika in štiri druge člane Izvršilnega odbora ECB. Njihovo imenovanje je začelo veljati 1. junija 1998, kar je zaznamovalo tudi začetek Evropske centralne banke.

S tem je Evropski monetarni inštitut izpolnil svojo nalogo. V skladu s členom 123 Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti je šel EMI v likvidacijo. Vse pripravljalne naloge, ki so bile zaupane EMI, so bile zaključene pravočasno, ECB pa je do konca leta 1998 izvajala zadnje preskuse delovanja sistemov in postopkov.

Tretja faza EMU – nepreklicna določitev deviznih tečajev

Tretja in zadnja faza EMU se je začela 1. januarja 1999 z nepreklicno določitvijo deviznih tečajev enajstih držav članic, ki so takrat sodelovale v monetarni uniji, ter z začetkom izvajanja enotne denarne politike, za katero je odgovorna ECB.

Število sodelujočih držav članic se je 1. januarja 2007 povečalo na 13, ko je Slovenija vstopila v tretjo fazo EMU. To je sledilo odločitvi, ki jo je Svet Evropske unije v sestavi voditeljev držav ali vlad sprejel 11. julija 2006, da Slovenija izpolnjuje konvergenčne kriterije.

5.2 Institucionalni okvir

53

Denarna
politika ECB

Evropski sistem centralnih bank (ESCB)

ECB je bila ustanovljena 1. junija 1998 in je tako ena najmlajših centralnih bank na svetu. Kljub temu uživa zaupanje in ima ustrezno strokovno znanje, ki ga je nasledila od vseh nacionalnih centralnih bank euroobmočja, ki skupaj z ECB izvajajo denarno politiko ECB.

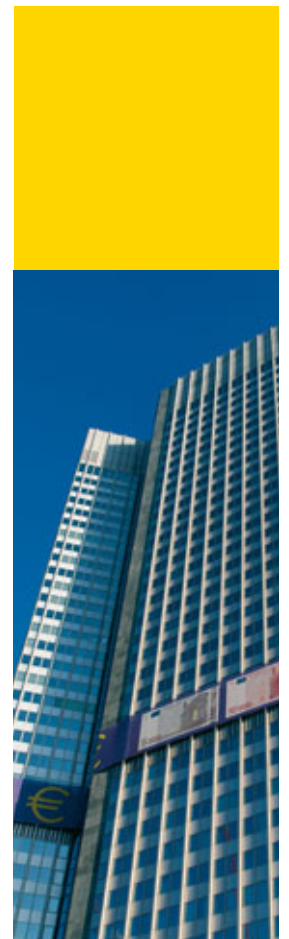
Pravno podlago za ECB in Evropski sistem centralnih bank (ESCB) daje Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti. V skladu s to pogodbo ESCB sestavljajo ECB in nacionalne centralne banke vseh držav članic EU (od 1. januarja 2007 jih je 27). Statut ESCB in ECB je priložen Pogodbi kot protokol.

Mandat ESCB

Pogodba določa, da je »poglavitni cilj ESCB ohranjanje stabilnosti cen« ter da »ESCB podpira splošne ekonomske politike v Skupnosti, če to ni v nasprotju s ciljem stabilnosti cen, z namenom prispevati k doseganju ciljev Skupnosti, opredeljenih v členu 2 te pogodbe«. Člen 2 Pogodbe kot cilje Skupnosti med drugim navaja »visoko stopnjo zaposlenosti (...), trajnostno in neinflatorno rast, visoko stopnjo konkurenčnosti in konvergence ekonomskih učinkov«. Pogodba tako postavlja jasno hierarhijo ciljev, stabilnosti cen pa pripisuje izredno velik pomen. Pogodba z usmerjanjem denarne politike ECB k enemu od glavnih ciljev jasno kaže, da je zagotavljanje stabilnosti cen največ, kar lahko denarna politika prispeva k doseganju ugodnega gospodarskega okolja in visoke stopnje zaposlenosti.

Eurosistem

Trinajst centralnih bank euroobmočja in ECB skupaj tvorijo Eurosistem. Ta izraz je izbral Svet ECB, da bi poimenoval ureditev, s katero ESCB izvaja svoje naloge v okviru euroobmočja. Dokler bodo obstajale države članice EU, ki še niso prevzele eura, bo treba razlikovati med Eurosistemom in ESCB. Nacionalne centralne banke držav članic EU, ki še niso sprejele eura – Danska, Švedska in Velika Britanija med »starimi« članicami in devet od desetih držav, ki so se pridružile 1. maja 2004 (Ciper, Češka, Estonija, Latvija, Litva, Madžarska, Malta, Poljska in Slovaška) ter od 1. januarja 2007 tudi dve novi državi članici (Bolgarija in Romunija) – niso vključene v proces sprejemanja odločitev o notni denarni politiki euroobmočja ter imajo še naprej svojo nacionalno valuto in svojo denarno politiko. Posamezna država EU lahko prevzame euro v kasnejši fazi, vendar samo, če izpolnjuje konvergenčne kriterije (gl. spodnji okvir za podrobnejši opis kriterijev). To je bil primer Slovenije, ki se je euroobmočju pridružila 1. januarja 2007.



Okvir 5.2 Konvergenčni kriteriji

Pogoji za prevzem eura so določeni v členu 121 Pogodbe in v Protokolu o konvergenčnih kriterijih iz člena 121, ki je priložen Pogodbi. Za preverjanje, ali je posamezna država članica dosegla visoko stopnjo trajnostne konvergence, se uporabljajo štiri kriteriji: stabilnost cen, zdrav javnofinančni položaj, stabilnost deviznih tečajev in zblíževanje obrestnih mer.

Prva alineja člena 121(1) Pogodbe zahteva »doseganje visoke stopnje stabilnosti cen«, kar je »razvidno iz stopnje inflacije, ki je blizu stopnji inflacije največ treh držav članic z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen«. Člen 1 Protokola poleg tega določa, da »merilo stabilnosti cen (...) pomeni, da ima država članica trajno stabilne cene in povprečno stopnjo inflacije, zabeleženo v enem letu pred pregledom, ki ne presega za več kakor 1½ odstotne točke stopnje inflacije največ treh držav članic z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen. Višina inflacije se izračuna z uporabo indeksa cen življenjskih potrebščin na primerljivi osnovi, upoštevajoč razlike v definicijah posameznih držav«.

Druga alineja člena 121(1) Pogodbe zahteva »vzdržnost stanja javnih financ« in določa, da to »izhaja iz doseženega proračunskega stanja brez čezmernega primanjkljaja v skladu s členom 104(6)«. Člen 2 Protokola poleg tega določa, da to merilo »pomeni, da v času pregleda država članica ni predmet odločbe Sveta iz člena 104(6) te pogodbe o obstoju čezmernega primanjkljaja«. V skladu s členom 104(1) Pogodbe se države članice »izogibajo čezmernemu javnofinančnemu primanjkljaju«. Komisija preveri spoštovanje proračunske discipline predvsem na podlagi naslednjih meril:

»(a) če razmerje med načrtovanim ali dejanskim javnofinančnim primanjkljajem in bruto domačim proizvodom presega referenčno vrednost (ki je v Protokolu o postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem določena kot 3 odstotke bruto domačega proizvoda), razen:

- če se je to razmerje znatno in stalno zmanjševalo ter doseglo raven blizu referenčne vrednosti, ali
- če je preseganje referenčne vrednosti le izjemno in začasno, razmerje pa ostaja blizu referenčne vrednosti;

(b) če razmerje med javnim dolgom in bruto domačim proizvodom presega referenčno vrednost (ki je v Protokolu o postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem opredeljena kot 60 odstotkov bruto domačega proizvoda), razen če se razmerje znižuje v zadostnem obsegu in dovolj hitro približuje referenčni vrednosti«.

Tretja alineja člena 121(1) Pogodbe zahteva »upoštevanje normalnih meja nihanja, predvidenih z mehanizmom deviznih tečajev evropskega denarnega sistema, v obdobju najmanj dveh let brez devalvacije glede na valuto katere koli druge države članice«. Člen 3 Protokola poleg tega določa, da »merilo sodelovanja v mehanizmu deviznega tečaja evropskega denarnega sistema (...) pomeni, da je država članica upoštevala normalne meje nihanja, predvidene z mehanizmom deviznega tečaja evropskega denarnega sistema, brez hujših napetosti vsaj dve leti pred pregledom. Država članica v tem času zlasti ni na lastno pobudo devalvirala dvostranskega osrednjega tečaja svoje valute glede na valuto druge države članice«.

Četrta alineja člena 121(1) Pogodbe zahteva »trajnost dosežene konvergence in sodelovanja države članice v mehanizmu deviznega tečaja evropskega denarnega sistema, kar se kaže v ravni dolgoročnih obrestnih mer«. Člen 4 Protokola poleg tega določa, da »merilo konvergence obrestnih mer (...) pomeni, da ima država članica v enem letu pred pregledom tako povprečno dolgoročno nominalno obrestno mero, ki ne presega za več kakor 2 odstotni točki dolgoročne obrestne mere v največ treh državah članicah z najboljšimi doseženimi rezultati glede stabilnosti cen. Obrestne mere se izračunajo na podlagi dolgoročnih državnih obveznic ali primerljivih vrednostnih papirjev, upoštevaje razlike v definicijah posameznih držav«.

Konvergenčni kriteriji poleg izpolnitve ekonomskih pogojev zahtevajo tudi pravno konvergenco, ki naj zagotovi združljivost nacionalne zakonodaje (vključno s statutom nacionalnih centralnih bank) s Pogodbo in Statutom ESCB in ECB. Pogodba zahteva, da ECB in Komisija vsaj enkrat na dve leti ali na zahtevo države članice z odstopanjem poročata Svetu Evropske unije o napredku, ki ga je država članica dosegla na področju izpolnjevanja konvergenčnih kriterijev. Na podlagi konvergenčnih poročil, ki jih ECB in Komisija predložita ločeno, ter na podlagi predloga Komisije se Svet, potem ko se je posvetoval z Evropskim parlamentom, v sestavi voditeljev držav ali vlad odloči, ali posamezna država članica izpolnjuje konvergenčne kriterije in ji dovoli, da se pridruži euroobmočju. Od začetka tretje faze ekonomske in monetarne unije je ECB pripravila konvergenčno poročilo v letih 2000, 2002, 2004 in 2006.

... in njegove temeljne naloge ...

Temeljne naloge Eurosistema so, da:

- opredeli in izvaja denarno politiko euroobmočja;
- opravlja devizne posle ter ima in upravlja uradne devizne rezerve držav euroobmočja;
- podpira nemoteno delovanje plačilnih sistemov.

Druge naloge so še, da:

- odobri izdajo bankovcev v euroobmočju;
- daje mnenja in svetuje o predlogih zakonov Skupnosti in predlogih nacionalne zakonodaje;
- zbira potrebne statistične informacije pri nacionalnih uradih ali neposredno pri gospodarskih subjektih (npr. finančnih institucijah);
- prispeva k nemotenemu izvajanju politik oblasti, ki so pristojne za bonitetni nadzor kreditnih institucij in stabilnost finančnega sistema.

Svet ECB

Najvišji organ odločanja v ECB je Svet. Svet ECB sestavlja šest članov Izvršilnega odbora in guvernerji nacionalnih centralnih bank euroobmočja (v letu 2007 jih je bilo 13). Svetu ECB in Izvršilnemu odboru predseduje Predsednik ECB (gl. shemo spodaj).

Ključna naloga Sveta je, da oblikuje denarno politiko euroobmočja. To pomeni, da je pristojen za določanje obrestnih mer, po katerih lahko kreditne institucije pridobivajo likvidnost (denar) od Eurosistema. Svet ECB tako posredno vpliva na obrestne mere v celotnem gospodarstvu euroobmočja, med drugim tudi na obrestne mere, ki jih kreditne institucije zaračunavajo svojim strankam za posojila, in obrestne mere, ki jih varčevalci dobijo za svoje vloge. Svet ECB izpolnjuje svoje naloge tako, da sprejema smernice in odločitve.

Izvršilni odbor

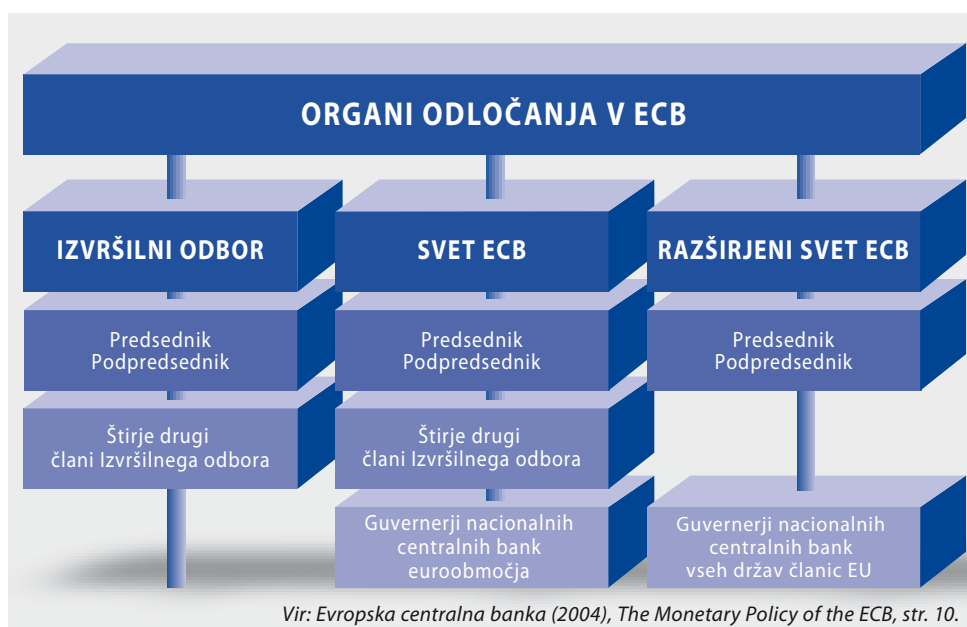
Izvršilni odbor ECB sestavljajo predsednik, podpredsednik in štirje drugi člani. Vse člane z medsebojnim soglasjem imenujejo voditelji držav ali vlad držav članic, ki so del euroobmočja. Izvršilni odbor je odgovoren za izvajanje denarne politike, ki jo je oblikoval

Svet ECB, za kar daje potrebna navodila nacionalnim centralnim bankam. Poleg tega pripravlja sestanke Sveta ECB in upravlja tekoče poslovanje ECB.

Razširjeni svet

Tretji organ odločanja v ECB je Razširjeni svet. Njegovi člani so predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji nacionalnih centralnih bank vseh 27 držav članic EU. Razširjeni svet ni pristojen za sprejemanje odločitev glede denarne politike euroobmočja. Njegova naloga je, da prispeva k usklajevanju denarnih politik držav članic, ki še niso prevzele eura, ter da sodeluje pri pripravah za morebitno širitev euroobmočja.

Slika: Organi odločanja v ECB



Neodvisnost

Odločitev, da se odgovornost za ohranjanje stabilnosti cen dodeli neodvisni centralni banki, ki ni pod vplivom političnih pritiskov, temelji na številnih tehtnih razlogih. V skladu z določbami Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti ima Eurosistem pri izvajanju svojih nalog popolno neodvisnost: niti ECB niti nacionalne centralne banke Eurosistema niti kateri koli član organov odločanja ne sme zahtevati ali sprejemati navodil od katerega koli drugega organa. Institucije Skupnosti ter organi in vlade držav članic morajo spoštovati to načelo in ne smejo vplivati na člane organov odločanja v ECB ali nacionalnih centralnih bankah. Poleg tega Eurosistem ne sme dajati posojil organom Skupnosti ali nacionalnim vladam, kar ga dodatno varuje pred političnim vmešavanjem. Eurosistem ima vse instrumente in pristojnosti, ki jih potrebuje za izvajanje učinkovite denarne politike. Člani organov odločanja ECB imajo dolg mandat, razrešeni pa so lahko samo v primeru hujših kršitev ali nezmožnosti, da bi opravljali svoje naloge. ECB ima svoj proračun, ki je neodvisen od proračuna Evropske skupnosti. S tem je upravljanje ECB ločeno od finančnih interesov Skupnosti.

Kapital ECB

57

Denarna
politika ECB

Kapitala ECB ni zagotovila Evropska skupnost, ampak so ga vpisale in vplačale nacionalne centralne banke. Vpisani znesek posamezne nacionalne centralne banke je določen glede na delež posamezne države članice v bruto domačem proizvodu in številu prebivalstva v Evropski uniji.

5.3 Strategija denarne politike ECB

Splošna načela

Mandat in naloga denarne politike

Kot smo že omenili, je temeljni cilj Eurosistema, kot mu ga je dodelila Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti, ohranjanje stabilnosti cen v euroobmočju. Pogodba natančneje določa, da je »poglavitni cilj ESCB ohranjanje stabilnosti cen«.

Izziv, s katerim se spopada ECB, lahko opišemo na naslednji način: Svet ECB mora vplivati na razmere na denarnem trgu in s tem na raven kratkoročnih obrestnih mer, da bi tako zagotavljal stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. V nadaljevanju so opisana nekatera ključna načela, ki veljajo za uspešno denarno politiko.

Denarna politika mora temeljito zasidrati inflacijska pričakovanja ...

Denarna politika je precej bolj učinkovita, če uspešno zasidra inflacijska pričakovanja (gl. tudi razdelek 3.3). Centralne banke morajo zato določiti svoje cilje in jih podrobno opredeliti, vztrajati pri dosledni in sistematični metodi za izvajanje denarne politike ter jasno in odprto komunicirati. To so ključni dejavniki za doseganje visoke stopnje zaupanja, kar je poglavitni pogoj, da lahko centralna banka vpliva na pričakovanja gospodarskih subjektov.

... usmerjena mora biti naprej ...

Zaradi zamikov v transmisiji ukrepov denarne politike (gl. razdelek 4.3) bodo spremembe, ki jih uvajamo danes, vplivale na raven cen šele po določenih četrletjih oziroma letih. To pomeni, da morajo centralne banke oceniti, kakšno stanje denarne politike je najustreznejše za ohranitev stabilnosti cen tudi v prihodnje, torej takrat, ko se časovni zamik v transmisiji izteče. V tem smislu mora biti denarna politika usmerjena naprej.

... osredotočati se mora na srednjeročno obdobje ...

Ker denarna politika zaradi zamikov v transmisiji ne more nevtralizirati nepričakovanih šokov, ki vplivajo na stabilnost cen v kratkoročnem obdobju (npr. spremembe v cenah surovin na svetovnih trgih ali spremembe posrednih davkov), se določenim kratkoročnim



nihanjem v stopnji inflacije ni mogoče izogniti (gl. tudi razdelek 4.4). Ker je transmisijski mehanizem denarne politike dokaj zapleten, učinke gospodarskih šokov in denarne politike vedno spremlja tudi precejšnja negotovost. Zaradi tega mora biti denarna politika srednjeročno usmerjena, s čimer naj bi se izognili pretiranemu poseganju in vnašanju nepotrebnih nihanj v realno gospodarstvo.

... in mora biti široko zasnovana

ECB se tako kot katera koli druga centralna banka srečuje s precejšnjo negotovostjo glede zanesljivosti ekonomskih kazalcev, strukture gospodarstva v euroobmočju in transmisijskega mehanizma denarne politike, če omenimo samo nekatere dejavnike. Zato mora biti uspešna denarna politika široko zasnovana in mora za razumevanje dejavnikov, ki vplivajo na gospodarska gibanja, upoštevati vse potrebne informacije ter se ne sme zanašati na omejen sklop kazalcev oziroma na en sam model gospodarstva.

Vloga strategije: celovit okvir za sprejemanje odločitev o denarni politiki

Svet ECB je sprejel in objavil strategijo denarne politike, da bi zagotovil usklajen in sistematičen način sprejemanja odločitev o denarni politiki. Ta strategija vključuje zgoraj navedena splošna načela, kar ji omogoča, da se uspešno spopada z izzivi, s katerimi se srečuje centralna banka. Namen strategije je vzpostaviti celovit okvir za določanje ustrezne ravni kratkoročnih obrestnih mer ter za seznanjanje javnosti s temi odločitvami.

Glavni elementi strategije denarne politike ECB

Prvi element strategije denarne politike ECB je številčna opredelitev stabilnosti cen. Strategija poleg tega vzpostavlja okvir, ki Svetu ECB omogoča, da preuči vse bistvene informacije in upošteva vse ustrezne analize, potrebne za sprejemanje takšnih odločitev o denarni politiki, ki bodo prispevale k ohranjanju stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju. Ti elementi so podrobneje opisani v nadaljevanju tega poglavja.

Številčna opredelitev stabilnosti cen

Poglavitni cilj

Poglavitni cilj Eurosistema je, da ohranja stabilnost cen v euroobmočju in tako vzdržuje kupno moč eura. Kot že rečeno, je zagotavljanje stabilnih cen najpomembnejši prispevek denarne politike k ustvarjanju ugodnega gospodarskega okolja in doseganju visoke stopnje zaposlenosti. Inflacija in deflacija lahko družbo veliko staneta tako v gospodarskem kot družbenem smislu (gl. zlasti razdelek 3.3). Eurosistem podpira tudi splošne gospodarske politike v Evropski skupnosti, ne da bi to vplivalo na primarni cilj stabilnosti cen. Eurosistem poleg tega deluje v skladu z načeli odprtega tržnega gospodarstva, kot to določa Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti.



Denarna politika
mora upoštevati
prihodnja
dogajanja ...

ECB je številčno opredelila stabilnost cen

59

Denarna
politika ECB

Čeprav Pogodba jasno določa, da je ohranjanje stabilnosti cen poglavitni cilj ECB, ne daje točne definicije cenovne stabilnosti. Svet ECB je z namenom, da natančneje določi ta cilj, leta 1998 objavil naslednjo številčno opredelitev: »Cenovna stabilnost je opredeljena kot medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) v euroobmočju, ki je manjše kot 2 odstotka. Cenovna stabilnost se ohranja na srednji rok«. Leta 2003 je Svet ECB dodatno pojasnil, da namerava v okviru te opredelitve stopnjo inflacije na srednji rok ohranjati »pod 2 odstotkoma, vendar blizu te meje«.

Ta opredelitev pomaga zasidrati inflacijska pričakovanja in prispeva k preglednosti in odgovornosti ECB

Svet ECB se je iz številnih razlogov odločil, da javno objavi številčno opredelitev stabilnosti cen. Prvič, ta opredelitev prispeva k lažjemu razumevanju okvira denarne politike, saj je Svet ECB pojasnil, kako razume cilj, ki mu ga je naložila Pogodba (tako postane denarna politika bolj pregledna). Drugič, opredelitev stabilnosti cen daje jasen in merljiv kriterij, s katerim lahko javnost preverja odgovornost ECB pri izvajanju svojih nalog. Če bi se cenovna gibanja oddaljevala od opredelitve stabilnosti cen, bi morala ECB pojasniti, zakaj je prišlo do teh odmikov in kako namerava znova vzpostaviti cenovno stabilnost v sprejemljivem časovnem obdobju. Nenazadnje ta opredelitev deluje tudi kot smernica za javnost, ki si oblikuje lastna pričakovanja glede prihodnjih cenovnih gibanj (gl. okvir 3.2).

Značilnosti opredelitve: pozornost je usmerjena na celotno euroobmočje

Opredelitev stabilnosti cen ima številne pomembne značilnosti. Prvič, ECB izvaja svoj mandat na celotnem euroobmočju, zato so odločitve enotne denarne politike usmerjene k doseganju stabilnosti cen na celotnem euroobmočju. Usmeritev pozornosti na celotno euroobmočje je naravna posledica dejstva, da lahko denarna politika v okviru denarne unije usmerja samo povprečno raven obrestnih mer na denarnem trgu tega območja, se pravi, da ne more določati različnih obrestnih mer za različna področja euroobmočja.

Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP)

V opredelitvi stabilnosti cen je določen poseben indeks cen – harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) – ki naj se uporablja pri preverjanju cenovne stabilnosti. Uporaba širšega indeksa cen zagotavlja preglednost zavezanosti ECB, da popolnoma in učinkovito ščiti denar pred izgubo kupne moči (gl. tudi razdelek 3.2).

HICP, ki ga objavlja Eurostat (Statistični urad Evropske unije), je ključno merilo cenovnih gibanj v euroobmočju. Indeks je bil zaradi primerljivega merjenja gibanj cen usklajen med različnimi državami euroobmočja. HICP je indeks, ki se najnatančneje



Definicija cenovne stabilnosti je tudi smernica za javnost, kar ji omogoča oblikovanje lastnih pričakovanj glede prihodnjih cenovnih gibanj.

približuje spremembam v ceni reprezentativne košarice izdatkov gospodinjstev za potrošnjo (gl. okvir 5.3).

Okvir 5.3 Oblikovanje indeksa HICP in njegove značilnosti

Zasnovo za oblikovanje HICP za euroobmočje je pripravila Evropska komisija (Eurostat) v tesnem sodelovanju z nacionalnimi statističnimi uradi. Pri tem delu sta tesno sodelovala tudi ECB in njen predhodnik, Evropski monetarni inštitut. Podatki o HICP, ki jih objavlja Eurostat, so dosegljivi od januarja 1995 dalje.

Na podlagi uteži, ki so jo v letu 2004 imeli posamezni deli izdatkov gospodinjstev v celotnem trošenju, predstavljajo proizvodi 58,7 odstotka celotnega HICP in storitve 41,3 odstotka (gl. tabelo spodaj). Z razčlenitvijo celotnega HICP na posamezne komponente potrošnje je mogoče lažje opredeliti različne gospodarske dejavnike, ki vplivajo na gibanje cen življenjskih potrebščin. Gibanja cen v skupini energentov so na primer tesno povezana z gibanjem cen nafte. Cene hrane so razdeljene na predelano in svežo hrano, ker na cene sveže hrane močno vplivajo dejavniki vremena in sezonskih gibanj, medtem ko imajo ti dejavniki manjši vpliv na cene predelane hrane. Cene storitev so razdeljene na pet komponent, ki zaradi različnih tržnih razmer kažejo značilne razlike v svojih gibanjih.

Zaradi uskladitve in statističnih izboljšav, katerih cilj je izboljšanje natančnosti, zanesljivosti in pravočasnosti, je postal HICP kvaliteten cenovni indeks, ki zadovoljuje mednarodne standarde in je na splošno primerljiv med državami. Kljub temu se indeks na številnih področjih še vedno izboljšuje.

Tabela: Uteži glavnih komponent HICP za euroobmočje, ki so veljale za leto 2006

Celotni indeks	100,0
Cene blaga	59,2*
Sveža hrana	7,4
Predelana hrana	11,8
Industrijski proizvodi brez energentov	30,7
Energenti	9,2
Storitve	40,8
Stanovanjske storitve	10,3
Promet	6,4
Komunikacije	2,9
Rekreacija in osebne storitve	14,5
Raznovrstne storitve	6,6

* Številke se zaradi zaokroževanja ne seštejejo.

Vir: Eurostat

Razlogi za ciljanje inflacije, ki je pod 2 odstotkoma, vendar blizu te meje

Opredelitev stabilnosti cen z navedbo, da je »povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin manjše kot 2 odstotka«, jasno kaže, da inflacija nad 2 odstotka kakor tudi deflacija (znižanje cenovne ravni) nista v skladu s cenovno stabilnostjo. ECB je z nedvoumno napovedjo, da namerava vzdrževati takšno stopnjo inflacije, ki je nižja od 2 odstotkov, vendar blizu tej ravni, nakazala svojo zavezanost k preprečitvi tveganja deflacije s tem, da je postavila ustrezno mejo proti deflaciji (gl. razdelek 3.1 in spodnji okvir). Zastavljeni cilj, da povišanje HICP ne presega 2 odstotkov, vendar ostaja blizu tej ravni, upošteva tudi morebitno pristranskost pri merjenju HICP in možne posledice razlik v inflaciji v euroobmočju.

Okvir 5.4 Varnostna meja proti deflaciji

Opredelitev, da povišanje HICP ne presega 2 odstotkov, vendar ostaja blizu tej ravni, zagotavlja varnostno mejo proti deflaciji.

Medtem ko predstavlja deflacija enake stroške za gospodarstvo kot inflacija, je posebno pomembno, da preprečimo deflacijo. Ko se deflacija enkrat pojavi, jo je težko odpraviti, ker se nominalne obrestne mere ne morejo znižati pod nič odstotkov kot v običajnih razmerah in nihče ni pripravljen posojati denarja, vedoč, da bo čez določen čas dobil manj denarja, kot ga je posodil. V deflacijskem okolju tako denarna politika ne more zadovoljivo spodbujati skupnega povpraševanja z uporabo instrumenta obrestnih mer. Kakršen koli poskus, da bi znižali nominalne obrestne mere na raven pod nič odstotkov, bi bil neuspešen, saj bi se posamezniki raje odločali za gotovino, kot da bi denar posojali za negativne obresti oziroma varčevali pri takih obrestih. Čeprav je nekatere ukrepe denarne politike še vedno mogoče izvajati, tudi če so nominalne obrestne mere enake nič, je uspeh takšne alternativne politike negotov. Za denarno politiko je tako bolje, da si postavi varnostno mejo proti deflaciji.

Srednjeročna usmeritev

Nazadnje je ključni vidik denarne politike ECB tudi odločitev, da namerava ohranjati stabilnost cen v »srednjeročnem obdobju«. Kot smo že omenili, je to posledica ugotovitve, da denarna politika ne more uravnavati gibanj cen ali inflacije v kratkoročnem obdobju, ki traja nekaj tednov oziroma mesecev (gl. tudi razdelek 4.4). Spremembe v denarni politiki vplivajo na cene šele s časovnim zamikom, obseg morebitnih vplivov pa je negotov. To pomeni, da denarna politika ne more nevtralizirati vseh nepričakovanih motenj, ki vplivajo na raven cen. Določena kratkoročna nihanja v inflaciji so torej neizogibna.

Okvir 5.5 Srednjeročna usmeritev denarne politike ECB

Gospodarstvo je ves čas izpostavljeno večinoma nepredvidljivim šokom, ki hkrati vplivajo tudi na gibanje cen. Denarna politika lahko vpliva na gibanje cen le s precejšnjim časovnim zamikom, ki ni vedno enak in je podobno kot večina gospodarskih razmerij precej negotov. V takšnih razmerah je nemogoče, da bi centralna banka ves čas vzdrževala inflacijo na določeni ravni oziroma da bi jo v zelo kratkem času znižala na željeno raven. Zaradi tega mora denarna politika delovati tako, da načrtuje vnaprej, stabilnost cen pa lahko vzdržuje samo v daljšem časovnem obdobju. Takšno razumevanje je v središču srednjeročne usmeritve ECB.

Pojem »srednjeročnega obdobja« namenoma ohranja določeno nejasnost glede tega, kakšen časovni okvir zajema. Časovnega razpona, v katerem se izvaja denarna politika, namreč ni priporočljivo vnaprej natančno določiti, saj se transmisijski mehanizem razteza prek obdobja, ki ni natančno določeno, in se spreminja. Pretirano agresiven odziv denarne politike, ki bi poskušal v zelo kratkem obdobju ponovno vzpostaviti stabilnost cen, je v takšnih razmerah tvegan, saj lahko povzroči precejšnje stroške v obliki nihanja proizvodnje in zaposlenosti, v daljšem časovnem obdobju pa lahko vpliva tudi na gibanje cen. V takšnih okoliščinah je postopen odziv denarne politike najprimernejši tako za preprečevanje nepotrebnih močnih nihanj v realnem gospodarstvu kot za ohranjanje stabilnosti cen v dolgoročnejšem obdobju. S srednjeročno usmeritvijo ECB pridobi prilagodljivost, potrebno za ustrezno odzivanje na različne gospodarske šoke, ki se lahko pojavijo. Hkrati ne smemo pozabiti, da je ECB pri oceni svojega dela za nazaj odgovorna le za gibanje inflacije.

Dva stebra strategije denarne politike ECB

Dvostebrni okvir je orodje za urejanje informacij ...

Pristop ECB k urejanju, presojanju in medsebojnemu preverjanju informacij, ki so pomembne za oceno dejavnikov tveganj pri ohranjanju cenovne stabilnosti, temelji na dveh analitičnih izhodiščih, imenovanih dva »stebra«.

... temelji na dveh analitičnih izhodiščih ...

V strategiji ECB se odločitve o denarni politiki sprejemajo na podlagi celovite analize vseh dejavnikov, ki predstavljajo tveganje za ohranitev cenovne stabilnosti. Ta analiza temelji na dveh dopolnjujočih se izhodiščih. Cilj prvega izhodišča je analiza kratkoročnih in srednjeročnih dejavnikov gibanja cen, pri čemer se osredotoča predvsem na gospodarsko aktivnost v realnem sektorju in finančne pogoje v gospodarstvu. Upošteva dejstvo, da je gibanje cen v tem časovnem obdobju predvsem pod vplivom razmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgu blaga, storitev in proizvodnih faktorjev (gl.

tudi razdelek 4.4). ECB to imenuje »ekonomska analiza«. Drugo izhodišče, ki se imenuje »denarna analiza«, se osredotoča na dolgoročne obdobje in upošteva dolgoročno povezavo med ponudbo denarja in ravno cen (gl. tudi razdelek 4.5). Denarna analiza se uporablja predvsem kot način, da se iz srednjeročne in dolgoročne perspektive medsebojno preverijo kratkoročni in srednjeročni znaki, ki izhajajo iz ekonomske analize in so pomembni za denarno politiko.

... in zagotavlja, da so upoštevane vse pomembne informacije

Dvostebni pristop zagotavlja, da analiza tveganj za stabilnost cen upošteva vse informacije ter da dovolj pozornosti posveča različnim izhodiščem in navzkrižnemu preverjanju informacij, kar omogoča celovito presojo tveganj, ki bi lahko vplivala na cenovno stabilnost. Predstavlja in izraža torej načelo vsestranske analize ter zagotavlja, da so sprejete odločitve zanesljive in temeljijo na različnih analitičnih izhodiščih.

Ekonomska analiza

Analiza kratkoročnih in srednjeročnih tveganj za stabilnost cen ...

Ekonomska analiza se osredotoča predvsem na tekoča gospodarska in finančna gibanja ter s tem povezana kratkoročna in srednjeročna tveganja za stabilnost cen. Ekonomske in finančne spremenljivke, ki so del te analize, med drugim vključujejo gibanja v celotni proizvodnji, skupno povpraševanje in posamezne komponente, javnofinančno politiko, razmere na trgu dela in kapitala, širok nabor cenovnih in stroškovnih kazalcev, tečajna gibanja, svetovno gospodarstvo in plačilno bilanco, finančne trge ter finančni položaj sektorjev euroobmočja. Vsi ti dejavniki omogočajo oceno dinamike gospodarske dejavnosti v realnem sektorju in analizo možnih kratkoročnih gibanj cen glede na razmerje med ponudbo in povpraševanjem na trgu blaga, storitev in proizvodnih faktorjev (gl. tudi razdelek 4.4).

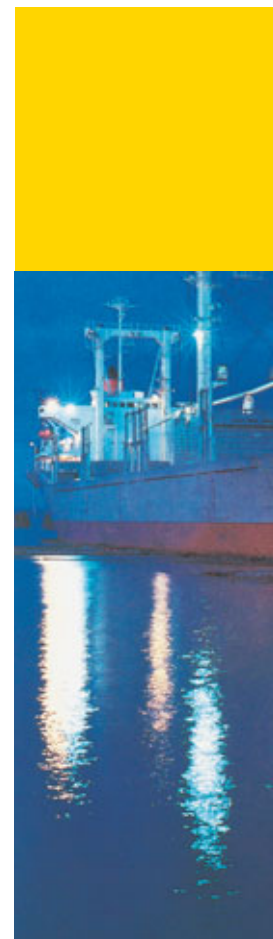
Okvir 5.6 Realni ekonomski in finančni kazalci

ECB se v okviru svoje ekonomske analize osredotoča predvsem na tekoča gospodarska in finančna gibanja ter s tem povezana kratkoročna in srednjeročna tveganja za stabilnost cen.

Pri analizi kazalcev realnega gospodarstva ECB redno spremlja gibanja v celotni proizvodnji, razmere na področju povpraševanja in trgu dela, širok nabor cenovnih in stroškovnih kazalcev, javnofinančno politiko ter plačilno bilanco za euroobmočje.

Na področju gibanj cen in stroškov strokovnjaki poleg HICP in njegovih komponent analizirajo tudi gibanja cen v industrijskem sektorju s pomočjo cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih, saj se lahko spremembe v proizvodnih stroških

Cenovna gibanja so predvsem pod vplivom razmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgu blaga, storitev in proizvodnih faktorjev.



prenesejo na cene življenjskih potrebščin. Stroški dela, ki so pomemben del celotnih proizvodnih stroškov, imajo lahko precejšen vpliv na oblikovanje cen. Statistični podatki o stroških dela dajejo tudi informacije o konkurenčnosti gospodarstva euroobmočja.

Kazalci *proizvodnje in povpraševanja* (nacionalni računi, kratkoročna statistika o aktivnosti v industriji in storitvenih dejavnostih, naročila ter kvalitativni anketni podatki) dajejo informacije o stanju gospodarskega cikla, kar je pomembno za analizo obetov glede gibanja cen. Poleg tega so podatki o *trgu dela* (zaposlenost, brezposelnost, prosta delovna mesta in delovna aktivnost) pomembni za konjunkturalno gibanje in ocenjevanje strukturnih sprememb v gospodarstvu euroobmočja. Javni sektor predstavlja precejšen del gospodarske aktivnosti, zato so izredno pomembne tudi informacije o finančnih in nefinančnih računih *javnega sektorja*.

Statistika plačilne bilance skupaj s statistiko zunanje trgovine zagotavlja informacije o izvoznih in uvoznih gibanjih, ki lahko prek učinkov na povpraševanje vplivajo na inflacijske pritiske. Ti podatki omogočajo tudi spremljanje zunanjetrgovinskih cen, ki jih trenutno nadomeščajo indeksi povprečnih izvoznih in uvoznih vrednosti. S temi indeksi lahko zlasti merimo možen vpliv tečajnih gibanj in sprememb cen surovin (npr. nafte) na uvozne cene. Ti kazalci torej omogočajo oceno gibanj v skupnem povpraševanju in skupni ponudbi ter stopnjo izkoriščenosti zmogljivosti.

Natančno spremljamo tudi gibanja kazalcev na finančnih trgih in cene finančnega premoženja. Spremembe v cenah finančnega premoženja lahko vplivajo na cenovna gibanja prek učinkov dohodka in bogastva. Če se na primer tečaji lastniških vrednostnih papirjev povišajo, lahko gospodinjstva, ki imajo delnice, obogatijo in tako povečajo svojo porabo. S tem se poveča zasebno povpraševanje, kar lahko poveča inflacijske pritiske iz domačega okolja. V nasprotnem primeru, torej če se tečaji delnic znižajo, bodo gospodinjstva najverjetneje zmanjšala svojo potrošnjo. Cene finančnega premoženja lahko vplivajo na skupno povpraševanje tudi prek vrednosti zastavljenega zavarovanja za posojila, kar posojiljemalcem omogoča, da dobijo večja posojila oziroma plačajo nižje premije za kreditna tveganja, ki jih zahtevajo posojilodajalci oziroma banke. Odločitve glede odobritve posojil so namreč največkrat tesno povezane z višino zavarovanja. Če se vrednost zavarovanja zmanjša, postanejo posojila dražja oziroma jih je sploh težko dobiti, zaradi česar se zmanjša trošenje in z njim povpraševanje.

Z analizo cen finančnega premoženja in finančnih donosov lahko dobimo tudi informacije o pričakovanjih na finančnih trgih, vključno s pričakovanji glede prihodnjih cenovnih gibanj. Ko na primer udeleženci na finančnem trgu prodajajo ali kupujejo obveznice, posredno razkrijejo svoja pričakovanja o prihodnjih gibanjih realnih obrestnih mer in inflacije (gl. tudi okvir 3.2). S pomočjo različnih tehnik lahko ECB prek analize cen finančnega premoženja izlušči, kakšna so na trgu prikrita pričakovanja o prihodnjih gibanjih. Različni trgi finančnega premoženja in s tem tudi cene finančnega premoženja so že po svoji naravi usmerjeni v prihodnost. Spremembe v cenah finančnega premoženja v prvi vrsti razkrivajo »novice« (informacije o gibanjih, ki jih finančni trgi niso pričakovali). Tako lahko s spremljanjem cen finančnega premoženja ugotovimo, kakšni šoki trenutno vplivajo na celotno gospodarstvo in še posebno na pričakovanja o prihodnjih gospodarskih gibanjih. Z analizo finančnih trgov lahko preverimo različne statistične informacije o cenah finančnih sredstev, pridobljenih iz raznih virov. Poleg tega določene statistične informacije zbira tudi sama ECB.

Natančno ocenjujemo še tečajna gibanja in njihove posledice za stabilnost cen. Tečajna gibanja imajo prek uvoznih cen neposreden učinek na oblikovanje cen. Čeprav je euroobmočje relativno zaprto gospodarstvo v primerjavi s posameznimi državami članicami tega območja, uvozne cene vseeno vplivajo na gibanje domačih cen pri proizvajalcih in cen življenjskih potrebščin. Spremembe v deviznih tečajih lahko vplivajo tudi na cenovno konkurenčnost doma proizvedenega blaga na mednarodnih trgih ter s tem na povpraševanje in verjetno tudi na obete glede cenovnih gibanj.

... razkriva naravo šokov ...

V okviru te analize poskušamo ugotoviti izvor in naravo šokov, ki povzročajo težave v gospodarstvu, oceniti njihov vpliv na stroške in oblikovanje cen ter predvideti kratkoročne in dolgoročne možnosti za njihovo širitev v gospodarstvu. Tako na primer ustrezen odziv denarne politike na učinek, ki ga ima začasno povišanje svetovnih cen nafte na inflacijo, ni nujno enak ustreznemu odzivu na povišanje inflacije zaradi višjih stroškov dela, torej zaradi rasti plač, ki ni v skladu z rastjo produktivnosti. V prvem primeru bo najverjetneje prišlo do začasnega in kratkoročnega povišanja inflacije, ki se lahko zopet hitro zmanjša. Če takšen šok ne povzroči višjih inflacijskih pričakovanj, verjetno ne bo predstavljal velike nevarnosti za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju. V primeru previsoke rasti plač pa obstaja nevarnost, da nastane nenehno vzpenjajoča se spirala višjih stroškov, višjih cen in zahtev po višjih plačah. Da bi preprečili nastanek take spirale, se mora denarna politika odzvati z odločnimi ukrepi, ki naj ponovno potrdijo zavezanost centralne banke k ohranjanju cenovne stabilnosti, ter tako prispeva k umirjanju inflacijskih pričakovanj.

Za sprejemanje ustreznih odločitev mora imeti Svet ECB celovit pregled nad prevladujočimi gospodarskimi razmerami in mora biti seznanjen s specifično naravo in obsegom vseh motenj v gospodarstvu, ki bi lahko ogrozile stabilnost cen.

... in vključuje makroekonomske projekcije

V okviru ekonomske analize imajo makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema pomembno vlogo. S pomočjo projekcij lahko strukturiramo in združimo veliko količino ekonomskih podatkov ter zagotovimo združljivost med različnimi viri podatkov. V tem pogledu so projekcije ključni element pri izostritvi ugotovitev o prihajajočih gospodarskih obetih ter kratkoročnih in srednjeročnih nihanjih inflacije okrog osrednjega trenda.

Okvir 5.7 Makroekonomske projekcije euroobmočja

Z uporabo besede »projekcije« skušamo poudariti dejstvo, da so te napovedi rezultat scenarija, ki temelji na vrsti tehničnih predpostavk, vključno s predpostavko o nespremenjenih kratkoročnih obrestnih merah. Napovedi se na tak način pripravljajo v številnih centralnih bankah, kar naj bi nosilec odločitev o denarni politiki omogočalo, da pridobijo čim več informacij o tem, kaj se bo zgodilo v primeru nespremenjenih obrestnih mer. Zato lahko rečemo, da projekcije na splošno niso najboljši napovednik prihodnjih gibanj, še posebno ko gre za daljša časovna obdobja. Projekcije pravzaprav predstavljajo scenarij, ki se najverjetneje ne bo uresničil, saj se denarna politika vedno odziva na nevarnosti, ki prežijo na stabilnost cen. Zato makroekonomske projekcije inflacije, ki jih pripravlja Eurosistem, v nobenem primeru ne izražajo dvoma o zavezanosti Sveta ECB k ohranjanju stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju. Vsi, ki določajo plače in cene (vlada, podjetja in gospodinjstva), bi se morali ravnati po številčni opredelitvi stabilnosti cen in si predvsem prizadevati, da vzdržujejo inflacijo pod 2 odstotkoma, vendar blizu tej ravni, kot najboljši napovedi srednjeročnih in dolgoročnih cenovnih gibanj.

Kljub temu, da so makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema koristne, imajo določene omejitve. Prvič, končne projekcije so precej odvisne od izbranega konceptualnega okvira in uporabljenih tehnik. Vsak tak okvir nujno poenostavlja realna dogajanja in lahko včasih zanemarja ključna vprašanja, ki so pomembna za denarno politiko. Drugič, ekonomske projekcije lahko opišejo gospodarstvo samo v zgoščeni obliki in tako ne vključujejo vseh relevantnih informacij. V okviru izdelavo projekcij je še posebno težko vključiti pomembne informacije, ki jih na primer vsebujejo denarni agregati, ali pa se te informacije spremenijo, potem ko so projekcije že izdelane. Tretjič, mnenja strokovnjakov so neogibno del projekcij, pri čemer se s posameznimi pogledi iz utemeljenih razlogov ni mogoče vedno strinjati. Četrto, projekcije vedno temeljijo na določenih predpostavkah (na primer predpostavke o cenah nafte in tečajih), ki se lahko hitro spreminjajo in projekcije tako postanejo zastarele.

Čeprav imajo makroekonomske projekcije strokovnjakov pomembno vlogo v strategiji denarne politike ECB, njihova vloga zaradi teh razlogov ni prevladujoča. Svet ECB jih ovrednoti skupaj s številnimi drugimi informacijami in analizami, ki so tudi del dvostebnega okvira. Mednje sodijo denarna analiza, analize cen finančnih sredstev, posamezni kazalci in napovedi drugih institucij. Svet ECB ne prevzema odgovornosti za projekcije in jih ne uporablja kot edino orodje za urejanje in sporočanje svojih ugotovitev.

Denar zagotavlja nominalno sidro

ECB v sklopu izbranih ključnih kazalcev, ki jih natančno spremlja in preučuje, posebno pozornost posveča denarju. Takšna odločitev temelji na ugotovitvi, da sta v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju rast denarja in inflacija tesno povezani (gl. tudi razdelek 4.5). To splošno sprejeto razmerje daje denarni politiki trdno in zanesljivo nominalno sidro tudi za obdobje, ki presega običajni razpon inflacijskih napovedi. Dodelitev osrednje vloge denarju je zato tudi orodje, ki potrjuje srednjeročno usmeritev strategije. Sprejemanje odločitev in ocenjevanje posledic ne samo na podlagi kratkoročnih kazalcev, ki izhajajo iz analize gospodarskih in finančnih razmer, ampak tudi na podlagi gibanj denarja in likvidnosti, tako omogoča centralnim bankam, da imajo širši pregled nad dogajanjem, ki presega kratkotrajne vplive različnih šokov, ter jim pomaga, da se vzdržijo pretirano aktivnega delovanja.

Okvir 5.8 Denarni agregati

Glede na to, da so si številna različna finančna sredstva približno enakovredna ter da se narava in značilnosti finančnih sredstev, transakcij in plačilnih sredstev sčasoma spreminjajo, ni vedno jasno, kako opredeliti denar in katera finančna sredstva vključiti v posamezno definicijo denarja. Centralne banke običajno opredelijo in spremljajo več denarnih agregatov.

Opredelitve denarnih agregatov za euroobmočje, ki jih uporablja ECB, temeljijo na usklajenih definicijah denarnega in nedenarnega sektorja ter kategorijah obveznosti denarnih finančnih institucij. Denarni sektor obsega denarne finančne institucije s sedežem v euroobmočju. Nedenarni sektor vključuje vse nefinančne družbe in druge finančne organizacije s sedežem v euroobmočju z izjemo ožje opredeljene države.

Na podlagi idejnih izhodišč in empiričnih raziskav ter v skladu z mednarodno prakso je Eurosistem opredelil ožji denarni agregat (M1), »vmesni« denarni agregat (M2) in širši denarni agregat (M3). Ti agregati se med sabo razlikujejo glede na stopnjo likvidnosti sredstev, ki jih vključujejo.

M1 obsega gotovino (bankovce in kovance) ter stanja, ki jih je mogoče takoj pretvoriti v gotovino ali uporabiti za brezgotovinska plačila, na primer depoziti čez noč.

M2 poleg M1 obsega vezane vloge z ročnostjo do dveh let oziroma vloge na odpoklic do treh mesecev. Te vloge je mogoče spremeniti v posamezne sestavine ožjega denarja, vendar za to obstajajo določene omejitve, kot na primer obveznost predhodne najave, penale ali plačilo nadomestila.

M3 obsega M2 in nekatere tržne instrumente, ki jih izdajajo denarne finančne institucije s sedežem v euroobmočju. Ti tržni instrumenti so pogodbe o povratnem nakupu, delnice oziroma točke odprtih investicijskih skladov denarnega trga ter dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do dveh let (vključno z vrednostnimi papirji denarnega trga). Zaradi visoke stopnje likvidnosti in varnosti cene so ti instrumenti

približno enakovredni vlogam. Zaradi njihove vključitve je širši denarni agregat M3 manj pod vplivom možnih zamenjav med različnimi kategorijami likvidnih sredstev kot ožje definicije denarja in je zato bolj stabilen.

Likvidna sredstva v tuji valuti, ki jih imajo rezidenti euroobmočja, so lahko približno enakovredna sredstvom, ki so denominirana v eurih. Denarni agregati zato vključujejo taka sredstva, če so naložena pri denarnih finančnih institucijah v euroobmočju.

Referenčna vrednost za rast denarnega agregata

ECB je z namenom, da opozori na svojo zavezanost k denarni analizi in zagotovi primerjalno osnovo za oceno denarnih gibanj, objavila referenčno vrednost za rast širšega denarnega agregata M3 (gl. okvir 5.9).

Ta referenčna vrednost (v letu 1998 je bila določena na ravni 4½ odstotka) pomeni medletno stopnjo rasti M3, ki naj bi bila skladna s stabilnostjo cen v srednjeročnem obdobju. Referenčna vrednost torej predstavlja izhodišče, ki se uporablja pri analizi denarnih gibanj v euroobmočju. Zaradi srednjeročne oziroma dolgoročne usmeritve denarne politike ni neposredne povezave med kratkoročnimi denarnimi gibanji in odločitvami denarne politike, zato se denarna politika na odstopanja rasti M3 od referenčne vrednosti ne odziva mehanično.

Okvir 5.9 Referenčna vrednost ECB za rast denarja

ECB je na pomembno vlogo, ki jo ima denar v njeni strategiji, opozorila z objavo referenčne vrednosti za rast širšega denarnega agregata M3. Izbira M3 temelji na ugotovitvah številnih empiričnih študij, ki kažejo, da ima ta agregat lastnosti stabilnega povpraševanja po denarju ter značilnosti vodilnega indikatorja, ki kaže prihodnja cenovna gibanja v euroobmočju. Določena je bila takšna referenčna vrednost za rast denarnega agregata M3, ki je skladna s ciljem cenovne stabilnosti. Občutnejša in dolgotrajnejša odstopanja rasti denarja od referenčne vrednosti bi morala v normalnih okoliščinah opozarjati na nastanek tveganj za stabilnost cen.

Izpeljava referenčne vrednosti temelji na razmerju med rastjo denarja oziroma spremembami v stopnji rasti (ΔM), inflacijo (ΔP), realno rastjo BDP (ΔYR) in hitrostjo kroženja denarja. Po tej definiciji, ki je splošno znana kot Fisherjeva enačba, je sprememba v količini denarja v nekem gospodarstvu enaka spremembi v nominalnih transakcijah (ki se približno ocenijo kot sprememba v realnem BDP plus sprememba v inflaciji) minus sprememba v hitrosti kroženja denarja (gl. tudi okvir 4.3). Zadnjo spremenljivko lahko opredelimo kot hitrost, s katero denar prehaja od enega uporabnika k drugemu, in tako določa, koliko denarja je potrebne za vzdrževanje določene ravni nominalnih transakcij.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Referenčna vrednost vključuje opredelitev cenovne stabilnosti, določene kot medletno povečanje HICP v euroobmočju, ki je manjše kot 2 odstotka. Poleg tega temelji izpeljava referenčne vrednosti tudi na srednjeročnih predpostavkah o potencialni rasti proizvoda in trendu hitrosti kroženja denarnega agregata M3. Leta 1998 smo predpostavili, da bo v euroobmočju srednjeročni trend realne potencialne rasti BDP znašal 2–2½ odstotka letno, kar odraža ocene mednarodnih organizacij in ECB. Pri izpeljavi predpostavke o hitrosti kroženja denarja smo uporabili različne pristope ob upoštevanju enostavnih trendov ter informacij, ki jih dajejo bolj kompleksni modeli povpraševanja po denarju. Glede na rezultat, ki so ga pokazali vsi pristopi skupaj, se bo hitrost kroženja M3 zmanjšala za ½–1 odstotka letno. Na podlagi teh predpostavk je Svet ECB decembra leta 1998 določil referenčno vrednost kot 4½ odstotka letno in od takrat še ni bila spremenjena. Svet ECB ves čas spremlja, ali so razmere in predpostavke, na katerih temelji referenčna vrednost, še vedno veljavni, in sporoča kakršne koli spremembe v temeljnih predpostavkah takoj, ko so takšne spremembe potrebne.

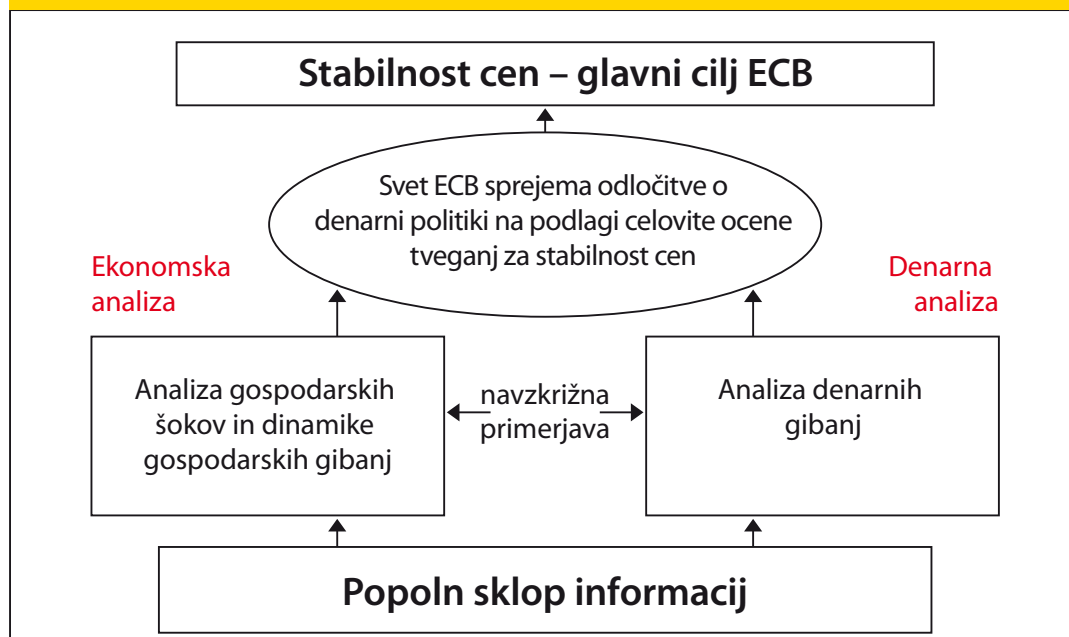
Analiza posebnih dejavnikov

Eden od razlogov za to je dejstvo, da lahko na denarna gibanja vplivajo tudi »posebni« dejavniki, ki so posledica institucionalnih sprememb, kot so na primer spremembe v obdavčitvi prihodka od obresti ali kapitalskih dobičkov. Ti posebni dejavniki lahko povzročijo spremembe v denarnih imetjih, saj se gospodinjstva in podjetja odzivajo na spremembe v atraktivnosti bančnih vlog, ki so vključene v opredelitev denarnega agregata M3, v primerjavi z drugimi finančnimi instrumenti. Denarna gibanja, ki so posledica takšnih posebnih dejavnikov, ne dajejo veliko informacij o dolgoročnejših cenovnih gibanjih, zato se skuša denarna analiza ECB usmeriti predvsem na osnovna denarna gibanja, hkrati pa upošteva tudi podrobno oceno posebnih dejavnikov in drugih šokov, ki lahko vplivajo na povpraševanje po denarju.

Navzkrižna primerjava podatkov iz obeh stebrov

Ko Svet ECB določa ustrezno stanje denarne politike, v okviru dvostebrega pristopa navzkrižno primerja informacije iz kratkoročnejske ekonomske analize z informacijami iz dolgoročnejske usmerjene denarne analize. Kot smo razložili zgoraj, navzkrižna primerjava zagotavlja, da denarna politika upošteva vse relevantne informacije, ki so potrebne za ugotavljanje prihodnjih cenovnih gibanj. Analiza izkorišča vse, kar oba stebra dopolnjuje, saj je to najboljši način, da se pri ocenjevanju cenovnih obetov konsistentno in učinkovito vključijo vse potrebne informacije, sprejemanje odločitev in seznanjanje javnosti s temi odločitvami pa je tako lažje (gl. sliko spodaj). Tak pristop zmanjšuje tveganje, da bi pri oblikovanju politike prišlo do napak zaradi prevelikega zanašanja na en sam kazalec, napoved ali model. Strategija ECB skuša z raznolikim pristopom k analizi gospodarskih razmer oblikovati takšno denarno politiko, ki bo v negotovih gospodarskih razmerah zanesljiva.

Slika: Stabilnostna usmeritev strategije denarne politike ECB



Vir: Evropska centralna banka (2004), *The Monetary Policy of the ECB*, str. 66.

Preglednost in odgovornost

Zahteve poročanja, ki jih nalaga Pogodba

Neodvisna centralna banka mora za ohranitev kredibilnosti svoja dejanja jasno utemeljiti in z njimi seznaniti javnost. Hkrati mora odgovarjati tudi demokratičnim institucijam. Pogodba o ustanovitvi Evropske skupnosti Evropski centralni banki brez poseganja v njeno neodvisnost nalaga natančno določene obveznosti poročanja.

ECB mora pripraviti letno poročilo o svojih dejavnostih in denarni politiki za prejšnje in tekoče leto ter ga predstaviti Evropskemu parlamentu, Svetu EU, Evropski komisiji in Evropskemu svetu. Nato lahko v Evropskem parlamentu poteka splošna razprava o letnem poročilu ECB. Predsednik ECB in drugi člani Izvršilnega odbora lahko na zahtevo Evropskega parlamenta ali na lastno pobudo predstavijo svoja stališča pristojnim odborom Evropskega parlamenta. Takšna zaslišanja običajno potekajo vsako četrletje.

Poleg tega mora ECB vsaj enkrat na četrletje objavljati poročila o dejavnostih Evropskega sistema centralnih bank. Nazadnje mora ECB objavljati tudi konsolidirani računovodski izkaz Eurosistema, ki kaže denarne in finančne transakcije Eurosistema v predhodnem tednu.

Seznanjanje javnosti z dejavnostmi ECB

71

Denarna
politika ECB

ECB se je dejansko zavezala, da javnost seznanja v večjem obsegu, kot to nalagajo zahteve poročanja iz Pogodbe. Ta daljnosežna zaveza med drugim pomeni, da predsednik utemelji odločitve Sveta ECB na tiskovni konferenci, ki se skliče takoj po prvem sestanku Sveta ECB v mesecu. Druge podrobnosti o pogledih Sveta ECB na gospodarske razmere in obete glede cenovnih gibanj so objavljene v Mesečnem biltenu ECB.¹⁴

Odnosi z drugimi organi EU

Član Evropske komisije ima pravico, da se udeležuje sestankov Sveta ECB in Razširjenega sveta ECB, vendar nima pravice glasovanja. Komisijo praviloma zastopa komisar, odgovoren za gospodarske in finančne zadeve.

ECB ima vzajemen odnos s Svetom EU. Po eni strani je predsednik Sveta EU vabljen na sestanke Sveta ECB in Razširjenega sveta ECB. Svetu ECB lahko predloži predlog za razpravo, vendar ne sme glasovati. Po drugi strani je predsednik ECB vabljen na sestanke Sveta EU, kadar Svet razpravlja o temah, ki so povezane s cilji in nalogami ESCB. Poleg uradnih in neuradnih sestankov Ekonomsko-finančnega sveta (kjer se srečujejo ministri EU za gospodarstvo in finance) predsednik sodeluje tudi na sestankih Euroskupine (srečanja ministrov za gospodarstvo in finance iz euroobmočja). ECB je zastopana tudi v Ekonomsko-finančnem odboru, posvetovalnem organu Skupnosti, ki se ukvarja s širokim razponom tem, povezanih z evropsko ekonomsko politiko.

5.4 Kratak pregled operativnega okvira Eurosistema

Operativni okvir

Kot smo že omenili, Svet ECB določa raven ključnih obrestnih mer ECB. ECB te obrestne mere posreduje do podjetij in potrošnikov prek posredništva bančnega sistema. Ko ECB spremeni pogoje, pod katerimi si izposoja in posoja denar bankam, se spremenijo tudi pogoji, ki jih za svoje stranke, se pravi podjetja in potrošnike, postavljajo banke. Sklop instrumentov in postopkov, s katerimi Eurosistem opravlja transakcije z bančnim sistemom in tako sproži proces, prek katerega svoje pogoje prenaša do gospodinjstev in podjetij, se imenuje *operativni okvir*.

Glavne skupine instrumentov

Bančni sistem euroobmočja potrebuje likvidnostna sredstva; po eni strani zato, ker banke potrebujejo bankovce, in po drugi strani zato, ker ECB od bank zahteva, da na računih pri nacionalnih centralnih bankah vzdržujejo določene obvezne rezerve ter so tako odvisne od refinanciranja, ki ga zagotavlja Eurosistem. V tem okviru Eurosistem



ECB se je zavezala, da javnost seznanja v večjem obsegu, kot to nalagajo zahteve poročanja iz Pogodbe.

¹⁴ Publikacije ECB lahko naročite brezplačno, lahko pa si jih ogledate tudi na spletni strani ECB (www.ecb.int), kjer so tudi povezave na spletne strani nacionalnih centralnih bank EU.

deluje kot ponudnik likvidnih sredstev, ki prek svojega operativnega okvira omogoča bankam, da nemoteno in organizirano zadovoljijo svoje potrebe po likvidnosti.

Operativni okvir Eurosistema obsega tri glavne elemente. Prvič, ECB na denarnem trgu določa pogoje glede obveznih rezerv in usmerja obrestne mere na denarnem trgu tako, da bankam zagotavlja rezerve za zadovoljitev njihovih potreb po likvidnih sredstvih prek *operacij odprtega trga*. Drugič, banke imajo na voljo dve *odprti ponudbi*, in sicer odprto ponudbo mejnega posojanja in odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč, ki jim v izjemnih okoliščinah omogočata posojanje oziroma deponiranje likvidnih sredstev čez noč. Ponudbi sta na voljo bankam, kadar ju potrebujejo, vendar je posojanje v okviru odprte ponudbe mejnega posojanja možno samo na podlagi ustreznega finančnega premoženja za zavarovanje terjatev. Tretjič, *obvezne rezerve* povečujejo potrebe bank po likvidnosti. Ker se znesek rezerv meri s povprečjem enega meseca, lahko rezerve blažijo tudi trenutne likvidnostne šoke na denarnem trgu in tako zmanjšujejo nihanja kratkoročnih obrestnih mer.

Operacije odprtega trga

Operacije odprtega trga, ki so prvi element operativnega okvira, se izvajajo decentralizirano. Medtem ko ECB usklajuje te operacije, transakcije izvajajo nacionalne centralne banke. Tedenske operacije glavnega refinanciranja imajo osrednjo vlogo pri izvajanju denarne politike ECB. Uradna obrestna mera, ki je določena za te operacije, signalizira stanje denarne politike, ki jo oblikuje Svet ECB. Operacije dolgoročnejšega refinanciranja so tudi transakcije za zagotavljanje likvidnosti, vendar se izvajajo enkrat mesečno in imajo dospelost treh mesecev. Operacije uravnavanja se izvajajo občasno in z namenom, da se izravnajo učinki, ki jih imajo na obrestne mere nepričakovana nihanja likvidnostnih sredstev na trgu oziroma nepričakovani dogodki.

Kriteriji, ki jih morajo izpolnjevati institucije, da lahko kot nasprotni stranke sodelujejo v operacijah Eurosistema, so zelo široki. Načeloma so za to primerne vse kreditne institucije, ki so v euroobmočju. Vsaka banka se lahko odloči, da postane nasprotna stranka, če je predmet zahtev Eurosistema po obveznih rezervah, je finančno stabilna ter izpolnjuje posebne operativne kriterije, ki ji omogočajo, da opravlja transakcije z Eurosistemom. Za zagotovitev enakega obravnavanja vseh institucij v euroobmočju so določeni tako širši kriteriji za nasprotni stranke kot decentralizirane operacije, tako da lahko vsi sodelujejo v operacijah, ki jih izvaja Eurosistem, kar spodbuja oblikovanje integriranega primarnega denarnega trga.

Operacije odprtega trga Eurosistema se izvajajo na podlagi pogodb o povratnem nakupu (»repo posli«) ali kot kreditne operacije, zavarovane z ustreznim finančnim premoženjem. V obeh primerih Eurosistem odobri kratkoročna posojila na podlagi zadostnega zavarovanja. Seznam ustreznih sredstev za zavarovanje je zelo širok in med drugim vključuje dolžniške vrednostne papirje javnega in zasebnega sektorja, kar naj bi nasprotnim strankam v državah euroobmočja omogočilo, da lahko kot zavarovanje uporabijo obsežen izbor sredstev. Poleg tega se lahko primerna sredstva za zavarovanje uporabljajo tudi prek meja. Operacije odprtega trga Eurosistema so organizirane kot avkcije, s čimer naj bi zagotovili pregledno in učinkovito razporejanje likvidnosti na primarnem trgu.

Najpomembnejša značilnost operativnega okvira je, da temelji na trgu, ki se uravnava sam, centralne banke pa so le redko prisotne. Poseganje centralne banke na denarni trg je običajno omejeno na operacije glavnega refinanciranja, ki se izvajajo enkrat tedensko, ter precej manj obsežne operacije dolgoročnejšega refinanciranja, ki se izvajajo enkrat mesečno. Operacije uravnavanja so bile v prvih letih obstoja ECB precej redke.



Ko ECB spremeni pogoje za banke, je verjetno, da se bodo spremenili tudi pogoji za podjetja in potrošnike.

Odprte ponudbe in obvezne rezerve

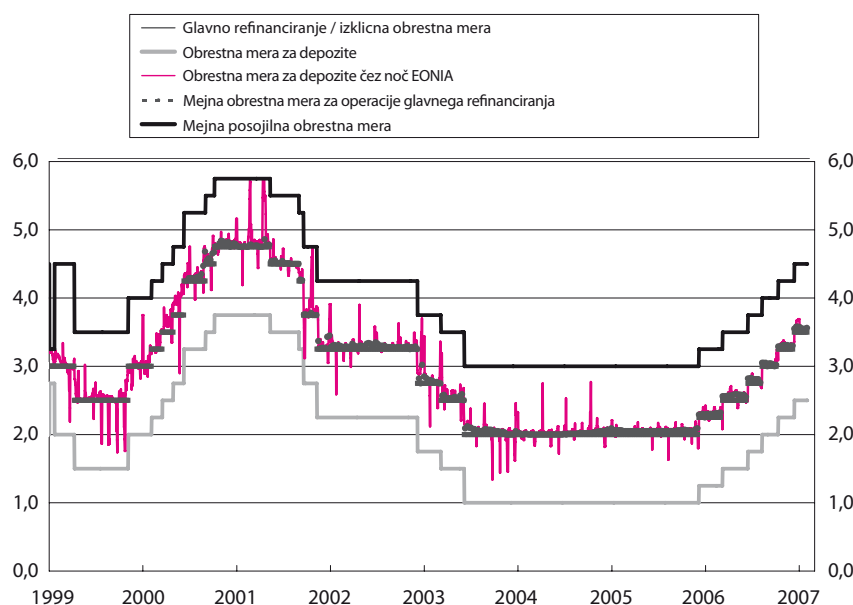
73

Denarna
politika ECB

Dva glavna instrumenta, ki dopolnjujeta operacije odprtega trga – odprte ponudbe in obvezne rezerve – se v glavnem uporabljata za omejitev nihanj kratkoročnih obrestnih mer na denarnem trgu.

Obrestne mere za odprte ponudbe so ponavadi precej manj ugodne kot obrestne mere na medbančnem trgu (+/- eno odstotno točko glede na obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja). To naj bi predvsem spodbudilo banke, da svoje transakcije opravljajo na trgu in uporabljajo odprte ponudbe samo takrat, ko so bile druge tržne možnosti že izkoriščene. Ker imajo banke vedno dostop do odprtih ponudb, predstavljajo obrestne mere za obe odprti ponudbi zgornjo in spodnjo mejo, ki jo tržna arbitražna uporablja za oblikovanje obrestne mere na trgu za čez noč (tako imenovana EONIA). Ti dve obrestni meri torej določata koridor, znotraj katerega naj bi se gibala EONIA, širina koridorja pa naj bi spodbujala uporabo trga. Denarni trg tako pridobi pomemben vzvod, ki omejuje nihanja zelo kratkoročnih tržnih obrestnih mer (gl. graf spodaj).

Graf: Obrestne mere ECB in obrestne mere denarnega trga



(v odstotkih na leto; dnevni podatki)

Vir: ECB. Zadnji podatki: 15. december 2006.

Rezerve, ki jih je dolžna zagotoviti vsaka banka, so določene kot delež od osnove za rezerve, pri čemer osnova zajema sklop obveznosti v njeni bilanci stanja (vloge, dolžniški vrednostni papirji in vrednostni papirji denarnega trga z dospelostjo manj kot dve leti).

Sistem obveznih rezerv določa najmanjši znesek imetij na tekočem računu, ki jih morajo banke vzdrževati pri svoji nacionalni centralni banki. Izpolnjevanje te obveznosti se ugotavlja na podlagi povprečja dnevnih stanj med približno enomesečnim obdobjem



Najpomembnejša značilnost operativnega okvira je, da temelji na trgu, ki se uravnava sam, centralne banke pa so le redko prisotne.

(imenovanim »obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv«). Mehanizem povprečenja daje bankam časovno prožnost pri upravljanju rezerv znotraj obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Začasnih likvidnostnih neravnovesij ni treba takoj izravnati, zato se lahko določena nihanja v obrestni meri na trgu čez noč zmanjšajo. (Če je na primer obrestna mera čez noč višja od pričakovane obrestne mere v poznejšem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, lahko banke ustvarijo dobiček s posojanjem na trgu, pri čemer odložijo izpolnjevanje obveznega vzdrževanja rezervnih imetij na kasnejši čas (»časovna zamenjava«). S takšnim prilagajanjem dnevnih zahtev po obveznih rezervah se lahko obrestne mere stabilizirajo.)

Obvezna rezervna imetja so v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv obrestovana po povprečni avkcijski obrestni meri iz operacij glavnega refinanciranja. Ta obrestna mera je skoraj enaka povprečni obrestni meri na medbančnem trgu, ki velja za enako dospelost. Rezerve na tekočih računih bank, ki presegajo mesečno obveznost, se ne obrestujejo. To naj bi spodbudilo banke, da svoje rezerve aktivno upravljajo na trgu. Z obrestovanjem obveznih rezerv se hkrati izognemo tveganju, da bi obvezne rezerve obremenjevale banke oziroma zavirale učinkovito razporejanje finančnih virov.

Obvezne rezerve blažijo tudi likvidnostne šoke. Vzdrževanje obveznih rezerv na približno zahtevani ravni lahko nevtralizira likvidnostne šoke in zmanjša njihov vpliv na tržne obrestne mere. Zato ni velike potrebe, da bi centralna banka z izrednimi posegi na denarnem trgu stabilizirala tržne obrestne mere.

Deflacija:

vztrajen padec splošne ravni cen, npr. v indeksu cen življenjskih potrebščin, v daljšem časovnem obdobju.

Euroobmočje:

območje, ki vključuje tiste države članice Evropske unije, ki so sprejele euro kot skupno valuto.

Eurosistem:

Evropska centralna banka in nacionalne centralne banke tistih držav članic, ki so že sprejele euro.

Evropska centralna banka (ECB):

ustanovljena je bila 1. junija 1998 in se nahaja v Frankfurtu na Majni v Nemčiji. ECB je srce Eurosistema.

Evropski sistem centralnih bank (ESCB):

ECB in nacionalne centralne banke vseh držav članic EU, ne glede na to, ali so sprejele euro ali ne.

Indeks cen življenjskih potrebščin:

indeks, ki se izračunava vsak mesec na osnovi t.i. »nakupovalne košarice«. Za euroobmočje se uporablja harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP), za katerega so statistično metodologijo medsebojno uskladile vse udeležene države.

Inflacija:

povišanje splošne ravni cen, npr. v indeksu cen življenjskih potrebščin, v daljšem časovnem obdobju.

Izvršilni odbor:

eden od organov odločanja Evropske centralne banke. Sestavljajo ga predsednik in podpredsednik ECB ter štirje drugi člani, ki jih v medsebojnem soglasju imenujejo voditelji držav ali vlad držav članic, ki so uvedle euro.

Menjalna trgovina (barter):

izmenjava določenega blaga in storitev za drugo blago in storitve brez uporabe denarja kot menjalnega sredstva. Običajno je za to nujna medsebojna potreba po dobrinah, s katerimi se trguje.

Obrestna mera:

dodatni odstotek denarja, ki ga nekdo dobi, če denar posodi nekemu drugemu (ali hrani v banki) ali dodatni odstotek denarja, ki ga mora nekdo plačati (poleg prejetega posojila), če si denar izposodi.

Primarni denar:

v euroobmočju vključuje gotovino v obtoku (bankovce in kovance), rezerve, ki jih imajo nasprotne stranke pri Eurosistemu, in sredstva, ki so naložena pri Eurosistemu prek odprte ponudbe deponiranja likvidnosti čez noč. Te postavke predstavljajo obveznosti v bilanci stanja Eurosistema. Rezerve lahko razčlenimo še na obvezne in presežne rezerve. V sistemu obveznih rezerv Eurosistema morajo nasprotne stranke vzdrževati obvezne



rezerve pri nacionalni centralni banki. Poleg obveznih rezerv imajo kreditne institucije pri Eurosistemu običajno le manjšo količino prostovoljnih presežnih rezerv.

Razširjeni svet:

eden od organov odločanja Evropske centralne banke. Njegovi člani so predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji vseh nacionalnih centralnih bank v EU.

Stabilnost cen:

ohranjanje stabilnosti cen je glavni cilj Eurosistema. Svet ECB cenovno stabilnost opredeljuje kot medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v euroobmočju, ki je manjše kot 2 odstotka. Poleg tega je Svet dodatno pojasnil, da namerava v okviru te opredelitve ohranjati letno stopnjo inflacije pod 2 odstotkoma, vendar blizu te meje.

Strategija denarne politike:

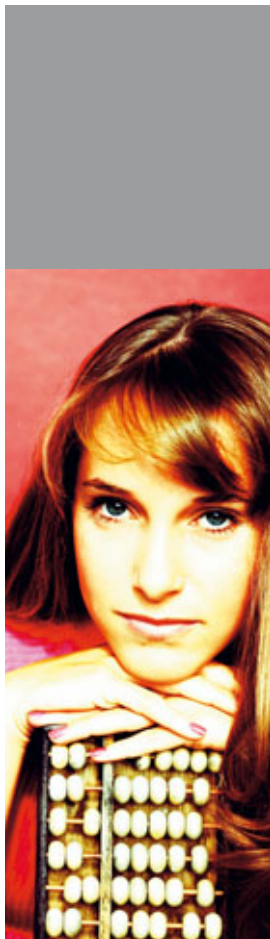
splošni pristop k izvajanju denarne politike. Najpomembnejši značilnosti strategije denarne politike ECB sta številčna opredelitev stabilnosti cen kot temeljnega cilja ter analitični okvir, ki temelji na dveh stebrih: ekonomski analizi in denarni analizi. Strategija poleg tega upošteva tudi splošna načela za izvajanje denarne politike, kot je npr. srednjeročna usmeritev. Na podlagi strategije Svet ECB celovito ocenjuje tveganja, ki vplivajo na stabilnost cen, in sprejema odločitve o denarni politiki. To je tudi okvir, ki ga ECB uporablja za seznanjanje javnosti s svojimi odločitvami o denarni politiki.

Svet ECB:

najvišji organ odločanja Evropske centralne banke. Sestavljajo ga vsi člani Izvršilnega odbora ECB in guvernerji nacionalnih centralnih bank držav članic, ki so uvedle euro.

Transmisijski mehanizem denarne politike:

način, prek katerega denarna politika s svojimi odločitvami učinkuje na gospodarstvo v celoti in še zlasti na raven cen.



Priloga 1

Posledice inflacije – nekaj številčnih primerov

Spodnja inflacijska tabela v številčni obliki prikazuje, kako se bo cena izdelka, ki danes stane 10 €, spreminjala skozi čas.

Formula za izračun je naslednja:

$$\text{cena po } n \text{ letih} = 10 \text{ €} \times (1 + \pi)^n$$

pri čemer π predstavlja predvideno inflacijo (v decimalnih številkah) in n predstavlja število let.

Če je na primer predvidena inflacija 30 odstotkov in število let 10 (gl. celico v spodnjem desnem kotu tabele), se cena izračuna takole:

$$\text{cena po 10 letih} = 10 \text{ €} \times (1 + 0,30)^{10} = 137,86$$

Inflacijska tabela

Učinek inflacije na ceno CD-ja, ki stane 10 € (po n letih)

Letna stopnja inflacije:	1 %	2 %	5 %	10 %	30 %
	Stabilne cene		Inflacijsko okolje		
1 leto kasneje	10,10	10,20	10,50	11,00	13,00
2 leti kasneje	10,20	10,40	11,03	12,10	16,90
3 leta kasneje	10,30	10,61	11,58	13,31	21,97
4 leta kasneje	10,41	10,82	12,16	14,64	28,56
5 let kasneje	10,51	11,04	12,76	16,11	37,13
6 let kasneje	10,62	11,26	13,40	17,72	48,27
7 let kasneje	10,72	11,49	14,07	19,49	62,75
8 let kasneje	10,83	11,72	14,77	21,44	81,57
9 let kasneje	10,94	11,95	15,51	23,58	106,04
10 let kasneje	11,05	12,19	16,29	25,94	137,86

Učinek inflacije na kupno moč denarja (začetno leto = 100, po n letih inflacije pri dani stopnji inflacije, v odstotkih)

Letna stopnja inflacije:	1 %	2 %	5 %	10 %	30 %
	Stabilne cene		Inflacijsko okolje		
1 leto kasneje	99,0	98,0	95,2	90,9	76,9
2 leti kasneje	98,0	96,1	90,7	82,6	59,2
3 leta kasneje	97,1	94,2	86,4	75,1	45,5
4 leta kasneje	96,1	92,4	82,3	68,3	35,0
5 let kasneje	95,1	90,6	78,4	62,1	26,9
6 let kasneje	94,2	88,8	74,6	56,4	20,7
7 let kasneje	93,3	87,1	71,1	51,3	15,9
8 let kasneje	92,3	85,3	67,7	46,7	12,3
9 let kasneje	91,4	83,7	64,5	42,4	9,4
10 let kasneje	90,5	82,0	61,4	38,6	7,3

Naloge za poglavje 2

1. Katere so temeljne funkcije denarja?
2. Katere splošne oblike denarja poznate?

Rešitve za poglavje 2

1. Denar izpolnjuje naslednje funkcije: je menjalno sredstvo, obračunska enota in hranilec vrednosti.
2. Splošne oblike so naturalni denar, kovinski denar, papirnati denar, unovčljive vloge (obveznosti bank), unovčljivi kratkoročni vrednostni papirji in elektronski denar.

Naloge za poglavje 3

1. Kako bi opredelili pojem »inflacija«? Kakšen je odnos med inflacijo in kupno močjo denarja?
2. Kaj pomeni »deflacija«?
3. Kako lahko merimo inflacijo?
4. Če poenostavimo, recimo, da reprezentativna tržna košarica vsebuje 50 sendvičev in dva para superg. Leta 2003 je cena sendviča 1 €, cena enega para superg pa je 80 €. Leta 2004 je cena sendviča 1,20 €, cena enega para superg pa je 85 €. Za koliko se je povišala cena te tržne košarice?
5. S primerom prikažite težave pri merjenju, ki nastanejo, če merimo skupno spremembo cen.
6. Naštejte nekatere prednosti trajne stabilnosti cen.

Rešitve za poglavje 3

1. Inflacija je opredeljena kot splošno oziroma vseobsežno povišanje cen blaga in storitev v daljšem časovnem obdobju, zaradi česar se zmanjša vrednost denarja in s tem kupna moč denarja.
2. Deflacija je največkrat opredeljena kot nasprotje inflacije, se pravi kot stanje, kjer splošna raven cen pada.
3. Inflacija se običajno meri kot sprememba v indeksu cen življenjskih potrebščin. Najprej analiziramo nakupovalne navade potrošnikov, da bi opredelili, katero kupljeno blago in storitve so značilni za vse potrošnike v določenem gospodarstvu. S sestavljanjem »nakupovalnega seznama« izdelkov in dodeljevanjem vrednosti posameznemu izdelku glede na njegov pomen v celotnem trošenju posameznikov



Inflacija se običajno meri kot sprememba v indeksu cen življenjskih potrebščin.

(utež) dobimo »tržno košarico«. Vsak mesec večje število »kontrolorjev cen« v številnih trgovinah preveri cene teh izdelkov. Nato primerjamo ceno košarice v različnih časovnih obdobjih in oblikujemo niz (serijo) indeksov cen. Nazadnje izračunamo letno stopnjo inflacije tako, da spremembo v ceni današnje tržne košarice izrazimo kot odstotek cene enake košarice, ki je veljala prejšnje leto.

4. V letu 2003: $50 \times 1,00 + 2 \times 80,00 = 210 \text{ €}$. V letu 2004: $50 \times 1,20 + 2 \times 85,00 = 230 \text{ €}$.
Cena tržne košarice se je absolutno povečala za 20 €.
Cena se je relativno povečala za $(230 - 210) / 210 \times 100 =$ približno 9,5 odstotka.
5. Spremembe v kakovosti, na primer, je težko vključiti v indeks cen življenjskih potrebščin. Če se kakovost izdelka sčasoma izboljša, cena pa se zato poviša, je del povišanja cene posledica boljše kakovosti. Podražitve, ki so posledica sprememb v kakovosti, ne moremo šteti kot povzročitelje inflacije, saj se ne znižuje kupna moč denarja. Zaradi tega skušajo statistični uradi v izračun vključiti tudi spremembe v kakovosti. Če na primer izmerjeno povišanje cen znaša 3 odstotke, povišanje cen zaradi boljše kakovosti pa po predvidevanjih znaša okrog 2 odstotka, se ta številka odšteje od skupnega povišanja cen, s čimer dobimo »popravljeno« skupno rast cen, ki znaša okrog 1 odstotek. Spremembe v kakovosti so v daljšem časovnem obdobju precej običajne.
6. Cenovna stabilnost omogoča višji življenjski standard tako, da znižuje negotovost glede splošnega gibanja cen in s tem izboljšuje preglednost relativnih cen, zmanjšuje premije za inflacijsko tveganje v obrestnih merah, odpravlja ukrepe za zavarovanje pred tveganjem, zmanjšuje izkrivljanja, ki jih povzročata davčni sistem in sistem socialne varnosti, povečuje prednosti hranjenja gotovine ter preprečuje samovoljno in poljubno razporejanje premoženja in dohodka. Povedano drugače, centralne banke z ohranjanjem stabilnosti cen prispevajo k uresničevanju širših ekonomskih ciljev.



Spremembe v kakovosti so v daljšem časovnem obdobju običajne.

Naloge za poglavje 4:

1. Kaj v okviru denarne politike pomeni izraz »transmisijski mehanizem«?
2. Kako lahko centralne banke vplivajo na obrestne mere?
3. Kaj je realna obrestna mera? Kakšna je razlika med pričakovano in realizirano realno obrestno mero?
4. Recimo, da vlagatelj kupi obveznico z dospelostjo 10 let in fiksno nominalno kuponsko obrestno mero 4 odstotke. Poleg tega vlagatelj pričakuje, da bo v naslednjih desetih letih povprečna inflacija 1,8 odstotka. Kakšen je povprečni pričakovani realni donos njegove naložbe?
5. Kakšen bi bil realizirani realni donos, če potem, ko je vlagatelj kupil obveznico, oblasti začnejo izvajati inflacijsko politiko in se povprečna inflacija v obdobju dospelosti obveznice poveča na 5 odstotkov?
6. Kakšen bi bil pričakovani in realizirani realni donos po obdavčitvi, če bi bil nominalni donos obdavčen s 25-odstotnim davkom na dobiček?
7. Kako spremembe v obrestnih merah vplivajo na izdatke gospodinjstev in podjetij? Koliko časa traja, preden se ti vplivi pokažejo?

8. Kateri dejavniki prispevajo k povišanju inflacije na kratki rok?
9. Kateri dejavniki prispevajo k povišanju inflacije na dolgi rok?

Rešitve za poglavje 4:

1. »Transmisijski mehanizem« na splošno opisujemo kot način, kako se ukrepi centralne banke prenašajo skozi gospodarstvo in končno do cen.
2. Ker je centralna banka edina institucija, ki lahko izdaja denar (in denarne rezerve), oziroma je edini ponudnik primarnega denarja, lahko določa nominalne obrestne mere za kratkoročna posojila bankam. Trenutne in pričakovane obrestne mere, ki jih morajo banke plačati centralni banki, vplivajo na celo vrsto drugih bančnih in tržnih obrestnih mer.
3. Ekonomisti obrestno mero, ki jo daje banka (oziroma obveznica), imenujejo nominalna obrestna mera. Realna obrestna mera je opredeljena kot povečanje kupne moči, ki jo posameznik doseže s celotnim donosom naložbe, oziroma z drugimi besedami, razlika med nominalno obrestno mero in stopnjo inflacije.

Pri tem je treba razlikovati med dvema pojmom realne obrestne mere: realna obrestna mera, ki jo posojilojemalec in posojilodajalec pričakujeta ob odobritvi posojila, se imenuje pričakovana realna obrestna mera, dejanska realna obrestna mera pa se imenuje realizirana obrestna mera.

4. Povprečni pričakovani realni donos bi bil približno $4,0\% - 1,8\% = 2,2\%$ oziroma $((1,04 / 1,018) - 1) \times 100 = 2,2\%$.
5. Glede na predpostavke bi bil realizirani realni donos približno $4,0\% - 5,0\% = -1,0\%$. Z drugimi besedami, realizirani donos bi bil negativen.
6. Davek na dobiček v višini 25 odstotkov bi zmanjšal pričakovani realni donos (po obdavčitvi) na $4,0\% - 1,0\% - 1,8\% = 1,2\%$. V primeru inflacijske politike bi bil realizirani realni donos (po obdavčitvi) $4,0\% - 1,0\% - 5,0\% = -2,0\%$.
7. Z vidika posameznega gospodinjstva postane varčevanje ob višjih realnih obrestnih merah privlačnejše, saj je donosnost varčevanja glede na prihodnje trošenje višja. Značilne posledice višjih realnih obrestnih mer so zato manjša tekoča potrošnja in povečano varčevanje. Z vidika posameznega podjetja bodo višje realne obrestne mere povzročile zmanjšanje naložb (pri predpostavki, da ostane vse drugo nespremenjeno), saj bo le malo število projektov zagotavljalo dovolj visok donos za pokritje višjih stroškov kapitala.

Vendar je pri tem vsekakor treba upoštevati časovni zamik, ki spremlja take projekte. Podjetja bi za uvedbo novega naložbenega projekta lahko potrebovala tudi več mesecev, naložbe v gradnjo nove tovarne oziroma naročilo posebne opreme pa lahko traja celo več let. Naložbe v stanovanjsko gradnjo ravno tako potrebujejo nekaj časa, da se odzovejo na spremembe v obrestnih merah. Poleg tega večina potrošnikov najbrž ne spreminja svojih nakupovalnih načrtov v trenutku.

Skratka, višje obrestne mere bodo najverjetneje povzročile znižanje tekočih izdatkov podjetij in gospodinjstev, vendar lahko traja nekaj časa, preden se ti učinki pojavijo.



Višje realne obrestne mere značilno zmanjšajo tekočo potrošnjo in povečajo varčevanje.

8. Na kratki rok lahko na raven cen vplivajo različni dejavniki in šoki. Mednje sodijo gibanja celotnega povpraševanja in posameznih komponent, vključno s spremembami v javnofinančni politiki. Druge spremembe se nanašajo na gibanje cen inputov, stroškov in produktivnosti ter deviznih tečajev in svetovnega gospodarstva. Vsi ti dejavniki lahko vplivajo na aktivnost v realnem gospodarstvu in cene v kratkoročnem obdobju.
9. Trajno povišanje splošne ravni cen je na dolgi rok izključno posledica vztrajne in dolgotrajno ekspanzivne denarne politike. Na ta vidik opozarja tudi trditev, da je »inflacija vedno in povsod denarni pojav«.

Naloge za poglavje 5:

1. Pojdi na spletno stran ECB in poglej, kdo je predsednik ECB.
2. Pojdi na spletno stran svoje nacionalne centralne banke in ugotovi, kdo je trenutno guverner centralne banke.
3. Kako je sestavljen Svet ECB? Katere so njegove glavne naloge?
4. Kako je sestavljen Izvršilni odbor? Katere so njegove glavne naloge?
5. Kako je sestavljen Razširjeni svet ECB? Katere so njegove glavne naloge?
6. Na kratko opiši opredelitev stabilnosti cen ECB?
7. Iz kakšnih razlogov je Svet ECB objavil številčno opredelitev stabilnosti cen?
8. Na kratko opiši dve izhodišči, iz katerih izhaja ECB pri analizi tveganj za stabilnost cen? Na kakšno časovno obdobje se osredotoča denarna politika?
9. Na kratko opiši glavne elemente operativnega okvira Eurosistema. Kakšne so njihove glavne značilnosti?
10. Recimo, da ECB objavi avkcijo s fiksno obrestno mero in namerava dodeliti 100 milijonov €. Med avkcijskim postopkom banke dajo svoje ponudbe, kot je prikazano spodaj. Kako bo ECB bankam razdelila 100 milijonov €?

	Ponudba	Dodelitev
Banka 1	30	?
Banka 2	30	?
Banka 3	50	?
Banka 4	40	?
Banka 5	50	?
Skupno	200	100

Rešitve za poglavje 5:

1. Jean-Claude Trichet.
2. Od 1. aprila 2001 je s šestletnim mandatom guverner BS Mitja Gaspari.
3. Svet ECB je najvišji organ odločanja v ECB. Sestavlja ga šest članov Izvršilnega odbora in guvernerji nacionalnih centralnih bank euroobmočja (trenutno 13). Predseduje mu predsednik ECB. Ključna naloga Sveta je, da oblikuje denarno politiko euroobmočja. To natančneje pomeni, da je pristojen za določanje obrestnih mer, po katerih lahko kreditne institucije pridobivajo likvidnost (denar) od svoje centralne banke. Svet ECB tako posredno vpliva na obrestne mere v celotnem gospodarstvu euroobmočja, vključno z obrestnimi merami, ki jih komercialne banke zaračunavajo svojim strankam za posojila, in obrestnimi merami, ki jih varčevalci dobijo za svoje vloge.
4. Izvršilni odbor ECB sestavljajo predsednik, podpredsednik in štiri drugi člani. Vse člane z medsebojnim soglasjem imenujejo voditelji držav ali vlad trinajstih držav članic, ki so del euroobmočja. Izvršilni odbor je odgovoren za izvajanje denarne politike, ki jo je oblikoval Svet ECB, in s tem namenom daje potrebna navodila nacionalnim centralnim bankam. Poleg tega pripravlja sestanke Sveta ECB in upravlja tekoče poslovanje ECB.
5. Tretji organ odločanja v ECB je Razširjeni svet. Njegovi člani so predsednik in podpredsednik ECB ter guvernerji nacionalnih centralnih bank vseh 27 držav članic EU. Razširjeni svet ni pristojen za sprejemanje odločitev o denarni politiki euroobmočja. Njegova naloga je, da prispeva k usklajevanju denarnih politik držav članic, ki še niso prevzele eura, ter da sodeluje pri pripravah za morebitno širitev euroobmočja.
6. Čeprav Pogodba jasno določa, da je ohranjanje stabilnosti cen poglavitni cilj ECB, ne daje točne definicije cenovne stabilnosti. Svet ECB je z namenom, da natančneje določi ta cilj, leta 1998 objavil naslednjo številčno opredelitev: »Cenovna stabilnost je opredeljena kot medletno povečanje harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP) v euroobmočju, ki je manjše kot 2 odstotka. Cenovna stabilnost se ohranja na srednji rok«. Po temeljitem ovrednotenju strategije denarne politike v letu 2003 je Svet ECB potrdil to opredelitev in dodatno pojasnil, da namerava v okviru te definicije na srednji rok ohranjati stopnjo inflacije pod 2 odstotkoma, vendar blizu te meje.
7. Svet ECB se je iz številnih razlogov odločil, da javno objavi številčno opredelitev stabilnosti cen. Prvič, ta opredelitev prispeva k lažjemu razumevanju okvira denarne politike, saj je Svet pojasnil, kako razume cilj, ki mu ga je naložila Pogodba (tako postane denarna politika bolj pregledna). Svet lahko hkrati usmerja pričakovanja javnosti, ki si oblikuje lastna pričakovanja glede prihodnjih cenovnih gibanj. Drugič, opredelitev stabilnosti cen daje jasen in merljiv kriterij, s katerim lahko javnost preverja odgovornost ECB pri izvajanju svojih nalog. Oddaljevanje cenovnih gibanj od opredelitve stabilnosti cen je mogoče hitro ugotoviti, ECB pa bi morala v takem primeru pojasniti, zakaj je prišlo do teh odmikov in kako namerava znova vzpostaviti cenovno stabilnost v sprejemljivem časovnem obdobju.
8. V strategiji ECB se odločitve o denarni politiki sprejemajo na podlagi celovite analize tveganj za stabilnost cen. Ta analiza temelji na dveh dopolnjujočih se pristopih k dejavnikom, ki vplivajo na cenovne spremembe. Cilj prvega izhodišča je analiza kratkoročnih in srednjeročnih dejavnikov gibanja cen, pri čemer se osredotoča na gospodarsko dejavnost v realnem sektorju in finančne pogoje v gospodarstvu.



Poglavitni cilj ECB je ohranjanje cenovne stabilnosti.

Upošteva dejstvo, da je gibanje cen v teh časovnih obdobjih predvsem pod vplivom razmerja med ponudbo in povpraševanjem na trgu blaga, storitev in proizvodnih faktorjev. ECB to imenuje »ekonomska analiza«. Drugo izhodišče, ki se imenuje »denarna analiza«, se osredotoča na dolgoročne obdobje in upošteva dolgoročno povezavo med ponudbo denarja in ravno cen. Denarna analiza se uporablja predvsem kot način, da se iz srednjeročne in dolgoročne perspektive medsebojno preverijo kratkoročni in srednjeročni znaki, pomembni za denarno politiko, ki izhajajo iz ekonomske analize.

9. Operativni okvir Eurosistema obsega tri glavne elemente. Prvi element so obvezne rezerve z upoštevanjem določb o povprečenju, kar nasprotnim strankam omogoča, da svoje obvezne rezerve izpolnjujejo na podlagi povprečnih rezervnih imetij v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ki traja približno en mesec. Kreditne institucije morajo vzdrževati obvezne rezerve na računih pri svoji nacionalni centralni banki. Pomembna naloga tega instrumenta je, da ustvarja dodatno povpraševanje bančnega sistema po likvidnostnih sredstvih centralne banke ter da na denarnem trgu blaži začasne likvidnostne šoke in s tem zmanjšuje nihanje kratkoročnih obrestnih mer. ECB tako lažje izvaja svojo denarno politiko. Drugič, Eurosistem lahko z zagotavljanjem rednega refinanciranja bankam prek operacij odprtega trga določa pogoje za vzdrževanje rezerv in usmerja obrestne mere na denarnem trgu. Banke lahko s pomočjo rednega refinanciranja zadovoljujejo svoje likvidnostne potrebe. Operacija glavnega refinanciranja z dospelostjo enega tedna je ključni element izvajanja denarne politike ECB. Obrestna mera, ki je določena za operacije glavnega refinanciranja, signalizira stanje denarne politike, ki jo oblikuje Svet ECB. Prek operacij glavnega refinanciranja bančni sistem izpolnjuje tudi večino svojih potreb po refinanciranju. Operacije dolgoročnejšega refinanciranja so ravno tako transakcije za zagotavljanje likvidnosti, vendar se izvajajo enkrat mesečno in imajo dospelost treh mesecev. Operacije uravnavanja se izvajajo občasno z namenom, da se izravnajo učinki, ki jih imajo na obrestne mere nepričakovana nihanja likvidnosti na trgu oziroma nepričakovani dogodki. Tretjič, banke imajo na voljo dve odprti ponudbi, in sicer odprto ponudbo mejnega posojanja in odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč, ki jim omogočata posojanje oziroma deponiranje likvidnosti čez noč in s tem upravljanje svojih likvidnostnih potreb. Ti dve ponudbi sta bankam na razpolago na njihovo lastno pobudo.
10. Skupna dodelitev znaša 50 odstotkov skupnih ponudb. Torej vsaka banka dobi 50 odstotkov od svoje ponudbe.

	Ponudba	Dodelitev
Banka 1	30	15
Banka 2	30	15
Banka 3	50	25
Banka 4	40	20
Banka 5	50	25
Skupno	200	100

Dodatne vaje

1. Predpostavimo, da centralna banka izda določeno količino dodatnega denarja (denar porazdeli vsem enakomerno) in s tem v gospodarstvu poveča količino denarja v obtoku. Kakšne bi bile kratkoročne posledice? Kakšne bi bile dolgoročne posledice?
2. Če se indeks cen življenjskih potrebščin zviša, se kupna moč denarja
 - zmanjša?
 - ostane enaka?
 - poveča?
3. Premik celotne ponudbe v levo je lahko posledica
 - povišanja realnih plač (ob dani produktivnosti)?
 - zmanjšanja produktivnosti?
 - povečanje povpraševanja po denarju?

Rešitve

1. Kratkoročno bi imeli ljudje občutek, da so bogatejši in bi zato povečali svoje trošenje. Realna rast bi se zato kratkoročno povečala, vendar bi se čez nekaj časa zopet vrnila na prvotno raven. V dolgoročnem obdobju bi prišlo do povišanja ravni cen, ker bi se cene zvišale ena za drugo.
2. Če se indeks cen življenjskih potrebščin zviša, se kupna moč denarja zmanjša.
3. Premik celotne ponudbe v levo je lahko posledica rasti realnih plač ali padca produktivnosti.



Bordo, M. D. in B. Eichengreen, (1993), A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform, University of Chicago Press.

Davies, G. (1994), A History of Money: From Ancient Times to the Present Day, University of Wales Press, Cardiff.

Evropska centralna banka (1998), A stability-oriented monetary policy for the ESCB, Obvestilo za javnost ECB, 13. oktober, <http://www.ecb.int>.

Evropska centralna banka (1998), The quantitative reference value for monetary growth, Obvestilo za javnost ECB, 1. december, <http://www.ecb.int>.

Evropska centralna banka (1999), The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem, Mesečni bilten, januar.

Evropska centralna banka (1999), Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem's monetary policy strategy, Mesečni bilten, februar.

Evropska centralna banka (1999), The operational framework of the Eurosystem: description and first assessment, Mesečni bilten, maj.

Evropska centralna banka (1999), The implementation of the Stability and Growth Pact, Mesečni bilten, maj.

Evropska centralna banka (1999), The institutional framework of the European System of Central Banks, Mesečni bilten, julij.

Evropska centralna banka (2000), Monetary policy transmission in the euro area, Mesečni bilten, julij.

Evropska centralna banka (2000), The two pillars of the ECB's monetary policy strategy, Mesečni bilten, november.

Evropska centralna banka (2000), Issues arising from the emergence of electronic money, Mesečni bilten, november.

Evropska centralna banka (2000), The Eurosystem and the EU enlargement process, Mesečni bilten, februar.

Evropska centralna banka (2001), Monetary policy-making under uncertainty, Mesečni bilten, januar.

Evropska centralna banka (2001), Framework and tools of monetary analysis, Mesečni bilten, maj.

Evropska centralna banka (2001), Measures of underlying inflation in the euro area, Mesečni bilten, julij.

Evropska centralna banka (2001), Issues related to monetary policy rules, Mesečni bilten, oktober.



Evropska centralna banka (2001), The monetary policy of the ECB.

Evropska centralna banka (2001), Monetary analysis: tools and applications, <http://www.ecb.int>.

Evropska centralna banka (2002), List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves, <http://www.ecb.int>.

Evropska centralna banka (2002), Enhancements to MFI balance sheet and interest rate statistics, Mesečni bilten, april.

Evropska centralna banka (2002), The Eurosystem's dialogue with EU accession countries, Mesečni bilten, julij.

Evropska centralna banka (2002), The accountability of the ECB, Mesečni bilten, november.

Evropska centralna banka (2002), Transparency in the monetary policy of the ECB, Mesečni bilten, november.

Evropska centralna banka (2003), Measures to improve the efficiency of the operational framework for monetary policy, Sporočilo za javnost ECB, 23. januar.

Evropska centralna banka (2003), Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, <http://www.ecb.int>.

Evropska centralna banka (2003), The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, Mesečni bilten, junij.

Evropska centralna banka (2003), Measures to improve the collateral framework of the Eurosystem, javno posvetovanje, 11. junij, <http://www.ecb.int>.

Evropska centralna banka (2003), Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, september.

Evropska centralna banka (2004), The monetary policy of the ECB, <http://www.ecb.int>.

Evropska centralna banka (2006), Konvergenčno poročilo, maj, <http://www.ecb.int>.

Evropski monetarni inštitut (1997), The single monetary policy in Stage Three: Specification of the operational framework, januar.

Evropski monetarni inštitut (1998), The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures, september, <http://www.ecb.int>.

Issing, O. (1994), Geschichte der Nationalökonomie, Vahlen Verlag.

Issing, O. (2003), Einführung in die Geldtheorie, 13. Auflage, Vahlen Verlag.

Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni, and O. Tristani (2001), Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank, Cambridge University Press.



McCandless, G. T. and **W. E. Weber**, (1995), Some Monetary Facts, Federal Reserve of Minneapolis Review, Vol. 19, No. 3, str. 2-11.

Papademos, L. (2003), The contribution of monetary policy to economic growth, govor na 31. konferenci o ekonomiji, Dunaj, 12. junij 2003, <http://www.ecb.int>.

Papademos, L. (2004), Policy-making in EMU: strategies, rules and discretion, govor v Banco de España, Madrid, 19. april 2004, <http://www.ecb.int>.

Scheller, H.-P. (2004), The European Central Bank – History, Role and Functions.

Trichet, J.-C. (2004), Key issues for monetary policy: an ECB view, glavni nagovor na nacionalnem združenju za poslovno ekonomijo (National Association of Business Economics), Philadelphia, 5. oktober 2004, <http://www.ecb.int>.

Trichet, J.-C. (2004), A stability-oriented monetary policy as a necessary condition for long-term growth, govor na dnevu konkurenčnosti UNICE (UNICE Competitiveness Day), Bruselj, 9. december 2004, <http://www.ecb.int>.



EUROSISTEM



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM



Eurosystem



CENTRAL BANK &
FINANCIAL SERVICES
AUTHORITY OF IRELAND

EUROSISTEM



BANK OF GREECE
EUROSISTEM

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



EUROSISTÈME



Banco de Portugal
EUROSISTEMA

**BANKA
SLOVENIJE**
BANK OF SLOVENIA
EUROSISTEM



EUROJARJESTELMA
EUROSISTEMET

Evropska centralna banka
Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt na Majni
Nemčija
www.ecb.int

SL

