

10 LET PO PREVZEMU EVRA

Andrej Rant

1. Uvod

10

Slovenija je evro prevzela 1. januarja 2007. Bila je prva in takrat edina nova država članica, ki je prestala stroge kriterije preverjanja vzdržnosti makroekonomskih ravnotežij v konvergenčnih poročilih ECB in Evropske Komisije. Litvo, ki se je skupaj s Slovenijo v istem času potegovala za prevzem evra, so ta poročila ustavila zaradi nedoseganja inflacijskega kriterija za 0,1 odstotne točke!¹ Od takrat se je članstvo v Evro območju povečalo na 19 članic. Zadnja ga je prevzela Litva.

Evro v očeh pomembnega dela javnosti in tudi politike v širšem prostoru Evropske unije postaja krivec za vse težave v gospodarstvu in družbi držav članic. Vrstijo se nasveti, kako popraviti domnevne pomanjkljivosti v zasnovi evropskega skupnega denarja. Ena od novejših evropskih študij² se zavzema za federalno Evropsko unijo. Drugačni nasveti prihajajo iz globalnega okolja. Njihov skupni imenovalc je razgraditev tistega, kar v evrskem območju države članice ščiti pred globalnimi tečajnimi nihanji drugih pomembnih svetovnih valut in nihanji premij za tveganja pri cenah finančne aktive, s katero se trguje na svetovnih finančnih trgih.

Življenje je samo prineslo nekatere odgovore. Grčiji je bil ponujen političen dogovor o odhodu iz evra, a se je, ob znanem referendumskem rezultatu, raje odločila za drastične varčevalne ukrepe kot za povratek v nacionalno valuto. Korak v nepravo smer kaznujejo kapitalski trgi. Brexit je državi, ki ima svojo lastno valuto in se ji ni treba ubadati z organizacijskimi vidiki izstopanja iz evro območja, prinesel močna nihanja vrednosti funta. V ospredju je negotovost o posledicah izstopa iz skupnega evropskega trga. London pričinja izgubljeni vplivnost globalnega kapitalskega in finančnega središča.

1 Konvergenčna poročila ne ocenjujejo samo ekonomske temveč tudi pravno konvergenco države, ki prevzema evro. Zaradi vztrajanja, da se mora tudi v pravni rabi (ne samo v javni, v katero se pravna pravila ne spuščajo) za zapis imena evra uporabljati slovenska slovnična pravila, bi Slovenija pri pravnem preverjanju skoraj spotaknila samo sebe. Tik pred zdajci šele je domača politika doumela, da bi imelo tako vztrajanje trajne posledice.

2 Popravi in pripravi: rast in evro po Brexitu (Henrik Enderlein, Enrico Letta et al. (2016); Gütersloh, Berlin, Paris: Bertelsmann Stiftung, Jacques Delors Institut- Berlin and Jacques Delors Institute in Paris)

2. Zasnova evro območja

Ob nedavni 25. obletnici uvedbe tolarja je nekdanji slovenski finančni minister, ki je tolar uvajal, poudaril to dejanje kot dejanje suverena. Samo suverene države lahko izdajajo in tiskajo svoj denar. Evropska unija je skupnost suverenih držav, ne država. Pri izdajanju in tiskanju evropskega denarja, evra, gre v tej skupnosti za dejanje deljene suverenosti. Države članice jo uresničujejo s pomočjo skupne institucije, Evropske centralne banke (ECB). Njene lastnice so centralne banke držav članic. V Svetu ECB jo upravljajo guvernerji njihovih centralnih bank skupaj z Izvršnim odborom ECB, ki ga imenuje Evropski svet. Tej instituciji so politične elite vsake od držav evropske skupnosti s Pogodbo o Evropski uniji (Pogodba) dodelile upravljavsko, funkcionalno in finančno neodvisnost, posebej pa tudi osebno neodvisnost članov njenega upravljalškega telesa. Enako neodvisnost so podelile tudi nacionalnim centralnim bankam. Ta neodvisnost evropskemu sistemu centralnih bank in ECB omogoča popolno prostost pri presojah, vezanih na denarno politiko.

11

Države članice so po Pogodbi dolžne, da evro prevzamejo kot enotno evropsko valuto. O času, v katerem to nameravajo storiti, odločajo same. Izjema od obveznosti prevzemanja evra velja za dve izvorni državi članici: Veliko Britanijo in Dansko. Evropska komisija (Komisija) in ECB vsaki dve leti ocenjujeta doseganje Maastrichtskih kriterijev in pravno skladnost držav članic z lastno valuto z evro območjem. V konvergenčnih poročilih ugotavljata, ali so te države članice pripravljene za prevzem evra. Do takrat guvernerji centralnih bank držav članic z lastno valuto sodelujejo v razširjenem Svetu ECB, brez možnosti odločanja o evrski denarni politiki.

Denarna in fiskalna politika sta komplementarni politiki. Časovni horizont prve je kratkoročen, druge dolgoročnejši. Evropska unija nima fiskalne suverenosti. Ta ostaja v rokah držav članic. Deljena suverenost pri izdajanju denarja zato zahteva tudi posebno ureditev fiskalne odgovornosti držav članic, ki podpira usklajenost kratkoročnega in dolgoročnejšega horizonta pri vodenju skupne denarne politike. Določajo jo pravila Pakta stabilnosti in rasti. Za njihovo uresničevanje skrbi Komisija.

Pravila Pakta stabilnosti in rasti preprečujejo, da bi napake v ekonomskih politikah posamezne(-ih) države članice davčno obremenjevale državljane drugih držav članic. Davčno breme napak ostaja v nacionalnem okolju. Fiskalni transferji med državami članicami niso dovoljeni.

3. Krizno obdobje in spremembe v njem

Na taki zasnovi evrske denarne politike je ECB uresničevala svoje denarno posredovanje v krizi. Neomejeno likvidnostno podporo je najprej temeljila na okrepljenem kreditnem delovanju, ki je bilo kratkoročno. V nadaljevanju je naletela na vprašanje neločljive

povezanosti tveganj držav članic z zasebnimi tveganji v njihovih bančnih sistemih. Zato je podaljšala obdobje likvidnostnega kreditiranja bank na srednji rok. S premiki likvidnosti, ki so odražali preference tržnih udeležencev, je ob podaljšanem roku kreditiranja lahko prišlo do prenosa zasebnih tveganj med bančnimi sistemi v državah članicah. Upniki so lahko prenesli svoje finančno premoženje v nacionalna okolja, ki so se jim zdela varnejša. Likvidnostni transferji sproženi z emisijo denarja so obšli prepoved fiskalnih transferjev med državami članicami. Obilje likvidnosti daljše ročnosti je imelo za posledico tudi izravnavo tveganj med državami članicami evro območja. Breme te izravnave pa je bilo še vedno zamejeno v nacionalna okolja. Nosile so ga nacionalne centralne banke, ki so iz teh premikov izšle z neto dolžniško pozicijo.

12

A razmere so ECB prisilile, da je iz okrepljenega kreditnega delovanja prešla v delovanje s količinskim sproščanjem. Spremljata ga ciljno dolgoročno kreditiranje in prehod obrestnih mer iz pozitivnega v negativno območje. Stroški financiranja so se pomembno znižali. V želji, da okrepi in poenoti evropski kapitalski trg, ECB nakupovanja finančne aktive ni omejila samo na državne obveznice. Tržna tveganja so z dokončnim kupovanjem finančne aktive na trgih pričela trajno prehajati v njeno bilanco. Breme teh tveganj nosi evro območje kot celota. Od uvedbe količinskega sproščanja naprej se po podatkih TARGET 2 krepí neto dolžniška pozicija v sami ECB.

Nestandardno delovanje je povsod v razvitem svetu močno povečalo bilance centralnih bank. Gibanje cen finančne aktive, ki so jo centralne banke kupile, lahko pomembno vpliva na njihove finančne rezultate. Zato dogajanja na kapitalskih trgih nadzorujejo dosti bolj od blizu, kot so to počele v obdobju pred krizo. Obsežni nakupi vplivajo na razpoložljivost količine obveznic, ki je na voljo ostalim udeležencem finančnega trgovanja in na njihove donose. Ti so postali negativni v širokem časovnem spektru. V evro območju se pozitivni donosi najkvalitetnejših obveznic pričenjajo šele pri ročnosti nad 7 let in pol. Upniki ki vlagajo v obveznice krajših ročnosti izdajateljem teh obveznic plačujejo za varnost naložbe. Delovanje ECB v kombinaciji z zapovedano pospešeno fiskalno strogostjo je prineslo umiritev razponov tveganj za obveznice držav članic evro območja. Precej slabše jo je odnesla realna ekonomija. Upad gospodarske rasti in cen kot posledica dušenja povpraševanja in naraščajoče negotovosti pri investicijah je pred ECB postavil zrcalno sliko potrebnega ukrepanja. Cenovnega cilja se mora zdaj lotevati z nasprotnega konca. Namesto s tveganji inflacije se srečuje s tveganji deflacije. To je pred njo postavilo tudi vprašanje izhodišč za določanje cilja denarne politike. Pričela se je spraševati, ali ne bi bilo treba dvigniti dinamike rasti cen kot cilja denarne politike? Ga morda nadomestiti z nominalno rastjo bruto domačega proizvoda ali celo z ravnijo cen? Do kod sega prostor negativnih obrestnih mer?

O teoretičnih izhodiščih denarne politike se ne sprašuje samo ECB. FED, ameriška centralna banka, razmišlja ali se v krizi znižuje raven »naravne« obrestne mere. Tiste, ki uravnateži investicije z varčevanjem in ne duši ali pregreva gospodarstva. Donosi investicij v očeh

investitorjev niso na ravni tveganj, ki jih z dolgoročnejsimi investicijskimi odločitvami sprejemajo. Kljub nekaterim znakom, da je ameriško gospodarstvo že doseglo to ravnotežje, se FED zato obotavlja z dvigom obrestne mere. A razmišljanja v ZDA gredo še dlje. Na letošnjem srečanju centralnih bank v Jackson Hole, so nekateri akademiki predstavljali povezanost denarne in fiskalne politike z drugačnega zornega kota, kot je to veljalo doslej. Da gre pri delovanju centralnih bank za resna, še neodgovorjena vprašanja nadaljnega razvoja, opozarjajo tudi institucionalne raziskave in analize. Banka za mednarodne poravnave (BIS) je n.pr. objavila primerjalno analizo dogajanj v strukturi bilanc centralnih bank v krizi.³ V njej je predstavila okvir za pristop k obravnavanju tovrstnih sprememb. Odprla je veliko vprašanj ter nanje dala malo odgovorov. V kontekst nestandardnega vodenja denarne politike je vključena tudi njena analiza o financiranju tekočega računa plačilne bilance.⁴ Ta v integriranem globalnem gospodarjenju popolnoma na novo definira vprašanje varčevanja in investicij ter finančnega posredništva pri povezovanju obojega. Če se poglobimo v razmišljanja te analize, se pokaže, da so veliki sistemi pri financiranju investicij postali neodvisni od drobnih varčevalcev. Njihovo ex-post varčevalno finančno moč lahko ex-ante ustvarja emisijska aktivnost globalnih centralnih bank z nestandardnim delovanjem. One so vir »obilja varčevanja«. Spreminja se položaj bank na trgu. Emitiran denar se pretaka na globalnih kapitalskih trgih in sili tudi prebivalstvo, da se v ta pretok vključi. Depoziti v bankah nimajo več omembe vrednih donosov, pri posrednem ali neposrednem vključevanju na kapitalske trge pa je prebivalstvo izpostavljeno nihanjem cen finančne aktive, ki sproti izničujejo dosežene donose. Ogrožena je varna starost. Manjša podjetja so pri financiranju svojih investicij seveda še vedno pretežno odvisna od varčevanja prebivalstva. Tok količinskega sproščanja denarne emisije in prevzemanja investicijskih tveganj v bilance centralnih bank ni namenjen njim temveč velikim, globalno integriranim sistemom.

Nestandardno ukrepanje krči prostor delovanju trgov. Jeremy Grantham, pomemben britanski investitor, ki deluje v ZDA, je nedavno po poročanju Financial Timesa FED-u očital, da v današnjih časih s politiko obrestnih mer nenehno vpliva na cene finančne aktive, da bi dosegel premoženjske učinke. Po njegovih besedah je FED postal dominantna ekonomska in finančna sila in si prisvojil izjemno moč. Zato mu ne zaupa več.

A spomin trgov je kratek. Pozabili so, da so izjemno moč centralnim bankam pomagali ustvariti sami. Tik pred krizo je v pristopu k nadzoru bank ter finančnih institucij veljalo načelo »rahlega dotika«. Prepričanje, da trgi vedo vse in da dnevne cene v celoti odražajo »pošteno vrednost« z vsemi tveganji vred, so uveljavljali tudi pooblaščen revizorji. Regulatorji so bili omejeni v izboru svojih ukrepov. Načelo »rahlega dotika« je izzvenelo s stečajem Lehman Brothers. Pokazalo se je, da trgi niso vsevedni in da cene ne povedo

3 A comparative analysis of developments in central bank balance sheet composition, Christiaan Pattipeilohy, BIS Working Papers No 559, April 2016

4 Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously, Claudio Borio in Piti Disyatat, BIS Working Papers No 525, Oktober 2015

vsega. Dogajanja v bančnih bilancah so bila »preveč kompleksna, da bi tveganja dobila ceno«, se je o tem izrazil Andrew Haldane, glavni ekonomist Bank of England. Centralne banke so reševale izgube velikih investorjev.

Neodvisnost centralnih bank in politika

14

Presoje centralnih bank so pričele načenjati tudi zaupanje politike. V evro območju najprej na periferiji. Tam so dogajanja v bančni krizi ponekod sprožila parlamentarne preiskave. Irska svoje ni usmerila samo v vsebino domačih dogajanj. Ozrla se je tudi navzven, v evropske in svetovne institucije. Poslanci njenega parlamenta so želeli vedeti, zakaj je v krizi odpovedal sistem, na katerem je temeljilo njihovo delovanje. Irski parlamentarni odbor za preiskavo se je zavedal, da sodelovanje evropskih in svetovnih institucij z nacionalnim parlamentom lahko poteka samo na prostovoljni podlagi. Komisija in IMF sta vabilo odbora za sodelovanje v preiskavi sprejela, OECD in ECB ne. Sodelovanje nekdanjega predsednika ECB ni bil formalen razgovor s poslanci temveč njegovo zasebno predavanje na nekem drugem dogodku, organiziranem na Irskem. Pričevanja predstavnikov Komisije in IMF pred preiskovalnim odborom so dala dragocen vpogled v krizna dogajanja. Zaključno poročilo irske bančne parlamentarne preiskave, objavljeno januarja 2016, pa je bilo posebej kritično do obnašanja ECB. V evropskem javnem prostoru, kjer tehnokratske elite nenehno pripovedujejo, da bi vse teklo drugače, če njihovega ukrepanja ne bi ovirali nacionalni interesi, so vsebina in sporočila irske parlamentarne preiskave ostali skoraj neopaženi.

Molk globalne in evropske politike o denarni politiki je prekinil Brexit. Izpostavljenost majhnih varčevalcev tveganjem, ki presegajo njihove moči obvladovanja, je segla globoko v volilno telo. Theresa May, konservativna predsednica vlade Velike Britanije je v nagovoru svojim strankarskim kolegom na konferenci v začetku oktobra 2016 denarno politiko, ki nagrajuje bogate, favorizira dolžnike in siromaši varčevalce, označila za nesprejemljivo. Obljubila je, da bo to spremenila. V evrskem območju se je oglasil Svet modrih v Nemčiji. Zahteval je, da se politika količinskega sproščanja ECB konča in podprl obstoječo ureditev, po kateri je fiskalna suverenost v rokah držav članic EU. Iz krogov novoizvoljenega predsednika ZDA prihajajo sporočila o »neresnični ekonomiji«, ki jo ustvarja FED in z nizkimi obrestnimi merami kaznuje varčevanje prebivalstva.

Obdobje dominantnosti denarne politike se umika. Nastopa obdobje dominantnosti fiskalne politike. Potrebne so investicije v infrastrukturo. Investicijskih tveganj pri vlaganjih vanjo zasebni sektor ne želi prevzemati brez sodelovanja skupnosti, ki jo predstavlja država s svojimi institucijami. Naslov prispevka, ki ga je konec septembra 2016 v Financial Timesu objavil William White, predsednik odbora za ekonomske in razvojne preglede v OECD, je poveden: »Samo vladno ukrepanje lahko reši globalno krizo plačilne sposobnosti«. Pove temeljne resnice o »obilju varčevanja« in »naravni« obrestni meri. V nadaljevanju v ospredje postavlja vlogo države pri prevzemanju tveganj v okviru javno zasebnega partnerstva in njen pomen pri investiranju v infrastrukturo. V središču pozornosti razvitega sveta v taki

strukturi je nadzor nad režimom prevzemanja tveganj. Občutljivost javnosti do oblikovanja sodišč, ki bi na multilateralni ravni razsojala v sporih med javnimi in zasebnimi partnerji je popolnoma na mestu.

Finančni trgi so se na premik v dominantnost fiskalne politike odzvali takoj. Na obzorju so pričakovanja rasti, dvigovanja cen v realnem sektorju in priložnosti za investiranje v delnice. Pričakovani donosi kapitala gibanja domnevne »naravne« obrestne mere nenadoma potiskajo v nasprotno smer. Cene obveznic so padle, njihovi donosi so se povečali. Cene s seboj nosijo informacije o spremenjenih pogledih na tveganja. Trge skrbijo dogajanja v evro območju.

15

Koliko vprašanj v teh pričakovanjih ostaja brez odgovora? Kakšen je v negotovosti, ki preveva svet, prostor za delovanje domače, slovenske denarne institucije?

Slovenska centralna banka po prevzemu evra o denarni politiki (kot že nekoč v preteklosti) soodloča z drugimi centralnimi bankami. V krizi je izgubila moč nadzora nad sistemsko pomembnimi domačimi bankami. V negotovosti časa je, brez zadostnega lastnega premisleka, pomembne odločitve prepustila v presojo drugim. Zaupanje vanjo so zamenjali dvomi v njena ravnanja. Kako zaupanje obnoviti in razvijati lastno znanje za sodelovanje v današnjem svetu deljene denarne suverenosti, so vprašanja za njeno vodstvo.