

GLOBALNO OKREVANJE IN ZADREGE CENTRALNIH BANK

Andrej Rant

42

Uvod

V obdobju, ko so bile v polnem teku priprave na zaključevanje sporazuma o transpacifiškem partnerstvu ZDA in razvitih azijskih držav (TPP), je na nekem predavanju ob robu ministrskega zasedanja Sveta OECD eden od ministrov iz držav članic razlagal prednosti TPP. Začel je z ugotovitvijo o izbiri, ki jo imajo države pri uveljavljanju trgovinske politike: promovirati sodelovanje in globalno prostost trgovine po svetu ali pristati na »balkanizacijo«¹ trgovine, ki vodi v trgovinske vojne. Uporaba omenjene prisposode odraža pogled nekaterih držav razvitega sveta na gospodarski nered, ki naj bi bil po njihovem značilen samo za določen geografski prostor na svetu.

Čas je pokazal, da nered ni samo značilnost Balkana. Ekonomska svoboda tudi v razvitem svetu velja, dokler sledi koristim najmočnejših. TPP in ob njem še kakšna namera promoviranja globalnih prostosti razvitega sveta so postale preteklost. Ministrsko zasedanje Sveta OECD se je v letu 2017 moralo ukvarjati z vprašanji negativnih posledic in nazadovanja globalizacije. *Udejaniti globalizacijo: boljše življenje za vse (Making globalisation work: better life for all)* je bil zato delovni naslov letošnje ministrske razprave. Njen zaključek je na doslej neobičajen način pokazal, kako se razdeljenost v današnjih družbah razvitih držav odraža v njihovem globalnem institucionalnem delovanju. Običajni izjavi ministrskega Sveta OECD in predsedujoče države ministrskemu Svetu sta se razlikovali v dveh ključnih vsebinah: pogledu na prostost globalne trgovine in pogledu na obvladovanje klimatskih sprememb.

V ozadju takega razpleta so globlji razlogi. Na površje jih je prinesla dolgotrajna kriza. Predvsem denarna politika je v desetletje dolgem obdobju z nestandardnimi posegi poglobila neenakost pri pridobivanju dohodka. Centralni bankirji so v svoje odločitve vnašali presoje, ki po svoji naravi sodijo v politiko.¹

Tehnološke spremembe pospešeno preoblikujejo delovanje družbe. Stagnacija realnih dohodkov velike večine in koncentracija dohodkov in bogastva v rokah maloštevilnih sta nenehna spremljevalca tega dogajanja. Tehnološki napredek sicer ustvarja tudi dobro plačana delovna mesta, a ta so v primerjavi s številom tistih, ki hkrati ugašajo, v veliki manjšini. Zanje je potrebno znanje nove dobe.

¹ Nekdanji uslužbenec Svetovne banke, Felix Martin, je to za širšo javnost poučno povzel in predstavil v članku »Back to the future on inflation«, Financial Times, 27.7.2017

Razdeljenost in negotovost razkrivajo tudi politična srečanja globalno najmočnejših v razvitem svetu. Domača in globalna politika sta pred izzivi ki presegajo pretekle vzorce in izkušnje. Kompleksnost vprašanj, ki se pojavljajo, omejuje njuno moč in učinkovitost. Trpi zaupanje v institucije družbe.

2. Globalno okrevanje

Globalno gospodarsko dogajanje ocenjujejo vse pomembne (javne in zasebne) institucije v svetu. A ključna vloga pripada klubu razvitih držav, včlanjenih v Organizacijo za ekonomsko in razvojno sodelovanje (OECD). Njihovi redni Ekonomski pregledi (Economic Outlook) in letna ministrska srečanja Sveta OECD z dokumenti, ki jih sprejemajo, so vodilo tudi ostalim. Posebej, ker ob gospodarskih temah po vsebini segajo v vse pore moderne razvite družbe. Leto 2017 je v ocene OECD o bodočem gibanju globalnega gospodarstva po dolgem obdobju negotovosti prineslo nekaj optimizma. Globalna rast naj bi se do leta 2018 okrepila od 3,0 na 3,6%. Krepijo se investicije in trgovina. Obnova tehnološko zastarelih kapacitet in vpliv novih tehnologij na dvig produktivnosti naj bi bila v ozadju tega dogajanja. Na to, se zdi, kažejo dogajanja v okviru globalnih repro povezav (*global value chains*). Povpraševanje v teh povezavah se krepi. A strukturno gledano gre boljše predvsem nekaterim državam v hitro rastočih gospodarstvih, ki so se izvile iz recesije. Prispevek območja držav članic OECD k živahnejši dinamiki rasti je še vedno skromen, podoben tistemu iz zadnjih let. Območje OECD kot celota naj bi v dveletnem obdobju dosegalo zmerno in konstantno 2,1% rast. Ob negotovostih, ki se pojavljajo v modelu kitajske rasti in ob tveganjih povezanih z visokimi cenami aktive v razvitem svetu je za trajnost perspektive rasti bolj pomembno ali ta relativno skromni ciklični zagon lahko prekine dosedanje trende nizke rasti produktivnosti in pomanjkanja povpraševanja. Neenakosti pri delitvi dohodka se še naprej krepijo. Regije v katerih so ti učinki koncentrirani, zaostajajo. Produktivnost ne raste v skladu s pričakovanji.

Ob predstavitvi Ekonomskega pregleda OECD na ministrskem zasedanju Sveta OECD 2017 je generalni sekretar organizacije, Angel Gurría, ugotovil, da je napredek v letošnjem letu prešibak za trajno prekinitev omenjenih negativnih trendov. Nizki rasti produktivnosti in poglobljanju dohodkovne neenakosti je pripisal ključen vpliv na politično nasprotovanje odprtosti in na odstopanje od globalizacije.

»Bolje, a ne dovolj dobro« je zato poudarilo junijsko sporočilo Ekonomskega pregleda 2017 svetovni javnosti, *»potrebni so novi pristopi, da bo globalizacija delovala za vse«*.

3. Stroka in politika

Urnavanje gospodarskih in finančnih gibanj je politika v razvitem svetu po padcu berlinskega zidu prepustila stroki. Neodvisno izvršno odločitveno moč ji je podelila v okviru državnih in javnih institucij. Z zakoni jih je pravno zavarovala pred lastnimi vplivi,

da kratkoročne potrebe ne bi prehitro zapeljale v skušnjava politike same. V neodvisnih institucijah družbe eksperti odločajo v skladu z veljavnimi standardi, doktrinami in teorijami svoje stroke. Dokler slednje delujejo, so s stroko podprte odločitve institucij za politiko predvidljive. Oprta na to konstanto se lahko politika ukvarja z iskanjem rešitev za vsa druga vprašanja, ki jih življenje v družbi nenehno odpira. Eksperti v institucijah politično smer tega ukvarjanja tehnično uresničujejo. Zdi se, da je ločitev stroke od politike popolna in nevtralnost delovanja ekspertov zagotovljena.

44

Tudi stroka se nenehno uči in dopolnjuje svoja spoznanja. V razvitem svetu tudi ta razvoj analitično spremlja institucija. OECD je takšna globalna analitična institucija razvitega sveta. Utemeljena je na ekonomski svobodi v kateri je sprejemanje gospodarskih odločitev avtonomno, od spodaj navzgor. Doseganje ravnotežja celote teh odločitev zahteva njihovo usmerjanje z ustreznimi makroekonomskimi politikami. Osnovno funkcionalno sporočilo OECD se zato glasi: *Boljše politike za boljše življenje (Better policies for better lives)*. Smisel obstoja OECD je v učenju na izkušnjah, v njihovi izmenjavi in v postavljanju globalnih standardov ekspertnega ravnanja ter vodenja ekonomskih politik. Spoznanja organizacije z usmeritvami, namenjenimi bodočemu ravnanju, vsako leto na ministrskem zasedanju Sveta OECD predstavijo številni dokumenti. V njih se zrcalita aktualna politična in strokovna vsebina: pretežno politična v dokumentih, ki jih potrdijo ministri, pretežno strokovna v *Strateških usmeritvah*, ki jih oblikuje generalni sekretar v svojem imenu kot predstojnik institucije.

V dokumentih ministrskega zasedanja Sveta OECD 2017 se pojavlja zahteva po opustitvi pristopa »najprej rast, nato prerazdelitev«. To redefinira vlogo države. Od koncepta »vitke« (*slim*) in »pametne« (*smart*) države se je pripoved premaknila v koncept države, ki daje moč, »opolnomoča« (*empowering State*). Koga in zakaj? Izhodišče lahko najdemo v dokumentu ministrskega zasedanja Sveta OECD 2016 z naslovom *Povezava produktivnost-vključenost (The Productivity-Inclusiveness Nexus)*.

Število tistih, ki jih je globalizacija pustila ob strani in za seboj, je v svetu naraslo do te mere, da pričenja ogrožati dobrobiti, ki jih je od globalizacije deležna manjšina. Povpraševanje, ki poganja trgovino in investicije, je usahnilo. Kot ugotavlja dokument *Povezava produktivnost-vključenost*, ni nobenih zagotovil za samodejno korekcijo negativnih trendov. Cele generacije lahko ostanejo ujete v začarani krog trajne izgube ne samo svoje produktivne moči temveč tudi izgube univerzalnega dostopa do javnih storitev, ki jim to moč vzdržuje in krepi: do kvalitetnega izobraževanja in zdravstvenih storitev. V regijah, ki so zaostale, manjka tudi infrastrukture za gospodarstvo moderne dobe. Postavljanje moderne družbene infrastrukture zahteva obsežna vlaganja in prevzemanje dolgoročnih tveganj, ki jih ni mogoče dovolj oceniti. Zato zasebni sektor tja ne vlaga. Temeljno izhodišče ekonomske svobode – enakost priložnosti, je izgubljeno. Sedanje globalne razmere korporacijam v regijah, ki zaostajajo, krčijo tržišče, prebivalcem v njih pa življenjsko perspektivo.

Del tveganj pri vlaganju v infrastrukturo je zasebni sektor pripravljen sprejeti, če lahko računa na javno oporo. To naj bi reševalo javno zasebno partnerstvo. A pojavlja se vprašanje razmejitve tveganj med partnerjema, kadar v takem partnerstvu pride do sporov. Odprta so vprašanja prava ter pravnih institucij, ki o razmejitvi odločajo. Ni nepomembno, v kakšni mreži bilanc javnih institucij je mogoče tveganja posredno preventivno blažiti. V ospredje prihajajo bilance centralnih bank².

Univerzalno dostopne ključne javne storitve, ki so opora gospodarstvu, lahko podpira samo država. Za to potrebuje davčne vire. A državo je obubožalo pokrivanje izgub finančnega sektorja, tesno povezano s politikami fiskalnega stiskanja. Čeprav so se, kot ugotavljajo *Strateške usmeritve 2017* generalnega sekretarja OECD, davčne stopnje posameznikov in korporacij v zadnjih 30 letih zniževale, se je davčno breme srednjega in nižjega razreda povečalo. Tudi davčna baza razvitega sveta je osiromašena. V ZDA n.pr. izrazit problem mlade generacije postaja 1.300 milijardni študentski dolarski dolg, s katerim ta generacija financira svoj študij. Dolg zajeda v njene pričakovane bodoče dohodke. Mnogi sedanji študentje ga bodo odplačevali vse življenje in doživljali kot trajen »dolžniški zapor«, če se nič ne spremeni.

45

Zato *Strateške usmeritve* poudarjajo, da nesorazmerno povečevanje deleža kapitala v delitvi narodnega dohodka zahteva nova razmišljanja o obdavčevanju kapitalskih dohodkov, obdavčevanju finančnih kompenzacijskih paketov vodstvenih struktur, ki ne sodijo v plačo ter obdavčevanju tržnih deležnikov, ki svoje delovanje temeljijo na povečevanju donosov finančnega premoženja. V središču pozornosti so ostri ukrepi zoper izogibanje plačevanja davkov in zoper davčne utaje. Letošnje ministrsko zasedanje Sveta OECD je v tem pogledu ustvarilo pomemben napredek s ponudbo multilateralne BEPS³ konvencije, ki se ji je ob odprtju za podpis pridružilo 76 držav. Konvencija odpravlja potrebo po

2 Nekdanji guverner Bank of England, Mervyn King, v svoji nedavno izdani knjigi »The End of Alchemy, Money, Banking and the Future of the Global Economy«, Little Brown 2016, v kateri analizira tekoča dogajanja v svetu bank in financ, funkcionalno bodočnost centralnih bank vidi v blaženju tveganj, ki izvirajo iz cenovnih nihanj različne finančne aktive. Primerja jih z »zastavljalnici«, kamor banke v zameno za likvidnost začasno odlagajo cenovno turbulentno finančno aktivo in jo ponovno odkupujejo, ko se cenovna gibanja umirijo in prilagodijo dolgoročnejšim ravnotežjem.

Nekaj podobnega je ob odpiranju prostosti pretoka kapitala, v obdobju včlanjevanja v Evropsko unijo in kasneje v Evro območje, v svoji politiki uveljavljala Banka Slovenije za valutno aktivo. Povpraševanje po tolarjih se je zaradi dotoka tujega kapitala takrat v Sloveniji nesorazmerno krepilo. To je ogrozilo samostojnost Banke Slovenije pri vodenju politike obrestnih mer. Krepitev tolarja bi v razmerah, ko so bile rast cen in posledično obrestne mere v tujem okolju precej nižje kot v gospodarskem okolju v Sloveniji, vplivala na prehitro znižanje tolarskih obrestnih mer. Cenovne razlike bi domače dohodke prelile v potrošnjo tujih dobrin. Doma bi se ustvaril videz cenovnega ravnotežja, žal podprtega s tujim dolgom namesto z domačim varčevanjem. Ohranjanje dolgoročno vzdržnih notranjega in zunanjega makroekonomskega ravnotežja bi bilo ogroženo. Inovativna tržno zasnovana ponudba bankam, da svoje kratkoročne poglede na tečajno tveganje zamenjajo z dolgoročno vzdržnimi pogledi Banke Slovenije, je Banki Slovenije omogočila vodenje samostojne obrestne politike, ki je bila skladna z vzdržnim zniževanjem inflacije. Začasno, do vstopa v Evro območje, so banke, ki so to želele, skrb za tečajno tveganje prenesle v bilanco centralne banke. To je omogočilo izvozni industriji, ključni za preživetje bank samih, da se je izognila pretiranemu stiskanju svojih dohodkov, ki bi jo prinesla krepitev tečaja tolarja, temelječa na tujem dolgu. Zahvala za to inovacijo (kot tudi za mnoge druge v poslovanju Banke Slovenije) gre nekdanjemu članu Sveta Banke Slovenije, Veljku Boletu. Bila je podlaga za visoko zaupanje v centralno denarno institucijo v Sloveniji v tedanjem času.

3 »Base Erosion And Profit Shifting«, analizi davčne stvarnosti multinacionalnih korporacij namenjena študija OECD za potrebe G20

zamudnih bilateralnih pogajanjih pri uresničevanju projekta OECD/G20 glede avtomatske izmenjave davčnih podatkov. Na njeni podlagi bodo prve modifikacije bilateralnih davčnih sporazumov podpisane stopile v veljavo že v začetku leta 2018.

Ob predstavitvi Ekonomskega pregleda 2017 je generalni sekretar OECD poudaril, da samo vsebinsko povezane politike, usmerjene v vključujočo rast, dobrobiti globalizacije lahko prenesejo širokemu krogu ljudi. Enako mislečim je v današnjih razmerah postavil visok prag za krepitev zaupanja v tak izid.

46

4. Ovire pri iskanju in udejanjanju novih pristopov

Tako politika kot stroka šele po desetih letih krize resnično spoznavata, da hodita po neuhojenih poteh. Stvarna politična dogajanja in resna razmišljanja dobro obveščenih posameznikov kažejo, kako načeti sta demokratična politična moč⁴ in kako nemočna je stroka. Ekspertno institucionalno odločanje doživlja vedno ostrejšo kritično obravnavo v javnem prostoru.⁵

Že nekaj časa nazaj je trdovratnost krize zahtevala poglobljeno diagnozo makroekonomskih politik. Leta 2012 je ministrsko zasedanje Sveta OECD sprožilo projekt Novih pristopov k ekonomskim izzivom (*NAEC – New Approaches to Economic Challenges*), ki naj bi bolje diagnosticiral krizo in načine njenega reševanja. Projekt je leta 2016 doživel svoj zaključek z zaključnim poročilom na ministrskem zasedanju Sveta OECD.⁶

Razprava o novih spoznanjih v OECD pa se nadaljuje. V njej vse bolj prihaja v ospredje konflikt med načelom ekonomske svobode in dušenjem te svobode zaradi koncentracije tržne moči. Koncentracija tržne moči omogoča ustvarjanje monopola nad širjenjem znanja. Dokument *Povezava produktivnost-vključenost* iz ministrskega zasedanja Sveta OECD 2016 ugotavlja, da med 2000 najpomembnejšimi korporacijami, ki sodijo v svetovni vrh pri raziskavah, že samo 5% teh korporacij ustvarja kar 65% izdatkov za vlaganja v raziskave in razvoj, dosega 53% delež v patentih in 30% delež v blagovnih znamkah. Svojo pozicijo krepijo s pripojitvami ali posnemanjem tehnoloških rešitev konkurenčnih podjetij. Njihov renome in velikost privabljata uporabnike in izločata konkurente. Rentniško obnašanje majhnega števila korporacij na gornji meji inovativnih procesov pobira smetano dohodkov iz tehnološkega napredka in predstavlja oviro za širjenje inovacij in tehnološkega znanja

4 Dogajanja po Brexitu v Veliki Britaniji in zmeda v ZDA (ob dejstvu, da so volitve v ZDA v izvršni in zakonodajni veji oblasti formalno ustoličile vladavino ene stranke) pogosto dajeta vtis, da vladajoče konservativne elite ne zmorejo ustvarjati smeri, ki vodi v dogodke temveč velja obratno – da smer ustvarjajo dogodki sami, elite pa se ji sprti prilagajajo

5 Pomanjkljiva preglednost in etičnost sta glavni predmet kritik. S priporočili spreminjanja sedanje prakse se pojavljajo institucije civilne družbe. Transparency International Europe je 2017 objavila študijo »Two sides of the same coin, independence and accountability of the European Central Bank« o delovanju ECB. V njej opozarja na politizacijo odločanja v tej ustanovi in daje sugestije za izboljšave.

6 Na spletni strani OECD, posebej namenjeni vsebini tega projekta (<http://www.oecd.org/naec/>), si lahko vsakdo ogleda, posluša in/ali prečita, kaj prinaša novega.

na tehnološko manj napredna podjetja. Monopoliziranje in trgovanje z intelektualno lastnino v digitalni dobi bi zahtevali posege v omejevanje zasebnih pravic nad intelektualno lastnino. Zagotovo bi pomagalo, če bi država močno skrajšala čas trajanja patentnih pravic, posebej ob preprodajah na trgu. Inoviranje danes ne izvira več samo iz nadarjenosti in pameti posameznega inovatorja, na življenjsko dobo katerega se lahko smiselno veže čas prisvajanja koristi iz posameznih rešitev. Pri odkrivanju in uveljavljanju novosti sodeluje vrsta soustvarjalcev, različno mrežno povezanih. Zato bi bilo omejevanje časa trajanja patentnih pravic smiselno. A tovrstnih priporočil za vodenje politik ni.

Posamezni primeri tovrstnega ukrepanja v preteklosti obstajajo. Kot navaja Paula Dwyer v analizi, ki je bila julija objavljena na spletnih straneh Bloomberg⁷, so jih v ZDA leta 1956 uvedli v primeru Bell Labs. Regulatorji so od korporacije zahtevali, da vsem novim udeležencem trga podeli licenco za uporabo njenih patentov. Rezultat naj bi bila množica inovacij pri podjetjih, ki so vstopila na trg. Vendar vnema po odpravljanju monopolov usiha. Analiza Dwyerjeve razkriva, da je bilo v ZDA v obdobju 1970-1999 letno 15,7 primerov obravnave monopolov. V obdobju med letom 2000-2014 je to število padlo na 3 letne obravnave. Ob tem pa digitalizacija ustvarja nova področja za monopoliziranje dejavnosti, posebej pri obdelavah obsežnih podatkov (*big data*).

47

Monopolizacija intelektualne lastnine omogoča prisvajanje koristi, ki so vezane na inovativno prepoznavanje in povezovanje naravnih, stvarnih dejstev. Ekonomska veda pa proučuje in skuša na izkušnjah ugotoviti tudi, kako se gospodarstvo obnaša v času. Na tej podlagi je nastala teorija o realnih gospodarskih ciklih (*real business cycle theory*). Modeli, ki iz nje izvirajo temeljijo na predpostavki, da gospodarske cikle ustvarja neznana, eksogena sila in ne človeška aktivnost. Paul Romer, sedanji podpredsednik Svetovne banke, se je tega vprašanja dotaknil leta 2016.⁸ Domneva o zunanji (neznani) sili zahteva v modelih uvedbo spremenljivke, ki to silo definira. Ne na dejstvih, temveč na predpostavkah avtorjev modela. Romer je ugotovil, da število spremenljivk, ki so definirane po volji avtorjev, brez objektivizirane presoje, narašča. Samo tako lahko avtorji kompleksnost stvarnega ekonomskega dogajanja »ujamejo« v teorijo.⁹ Avtorji modelov vsakogar, ki to javno izpostavi in kritizira, izločijo iz svoje sredine in mu onemogočajo objavljanje v priznanih strokovnih revijah.

7 Paula Dwyer: »Should America's Tech Giants Be Broken Up?« Bloomberg.com, 20. julij 2017

8 Paul Romer: »The Trouble With Macroeconomics«, Commons Memorial Lecture na Omicron Delta Epsilon Society, januar 2016

Romer je ustvarjalce makro ekonomskih modelov »zbodel« s primerjavo teorije o realnih gospodarskih ciklih z zgrešeno flogistonsko teorijo iz 17. stoletja. Izmislili so si jo tedanji nemški alkemisti in kemiki, ko so skušali razložiti, zakaj ogenj preneha goreti. Po tej »teoriji« naj bi se ob izgorevanju v zrak sproščala neznana snov »flogiston (phlogiston)«. Ko snovi ni več, naj bi gorenje prenehalo. »Flogiston« naj bi v zraku posrkala drevesa in rastlinje. Odtod njihova gorljivost. Romer teoriji o realnih gospodarskih ciklih oponese, da pojav recesije veže na pomanjkanje domnevnega »flogistona«.

9 »...če dejstva ne potrjujejo uradno priznanega teoretičnega pogleda, mu postanejo podrejena«, je zapisal Romer. Napredek pri modeliranju se »... presoja po čistosti matematičnih teorij, kakor jih določijo avtoritete.« Ibidem.

Ker denar ni eksogen ampak ga ustvarja človeška aktivnost, denarna politika po tej teoriji ne more vplivati na delovanje gospodarskih ciklov. Kratkoročno lahko samo izboljša izrabo zmogljivosti, če te niso polno angažirane. V ta namen denarna politika uporablja spoznanja iz t.i. Phillipsove krivulje.¹⁰ Ta je s kritiko, ki jo izreka Romer makroekonomskemu modeliranju povezana preko koncepta *naravne obrestne mere*.¹¹

48

Informacijo o obrestnem upravljanju vrzeli med stvarnim in potencialnim produktom, ki jo pri zasledovanju inflacijskega cilja denarni politiki daje Phillipsova krivulja, je Taylorjevo pravilo opremilo z obrestnim sidrom – naravno (realno) obrestno mero. Zaradi nemerljivosti je v tem pravilu dobila kar vrednost dolgoročne konstante – 2%.¹² Stvarnost krize je to predpostavko zamajala. Odprla je razpravo o previsokem pragu naravne obrestne mere. Realne obrestne mere v razvitem svetu so trenutno blizu ničle. V ZDA se je nezaposlenost znižala na raven, ki je nekdaj pomenila polno zaposlenost, vendar ne gibanje plač ne stopnja rasti cen ne kažeta pospeševanja. Letošnje letno poročilo BIS razlaga, kaj se je zgodilo.¹³ Naklon Phillipsove krivulje se je v 40 letnem obdobju izravnal za več kot 45%. Pogajalska moč dela pri oblikovanju plač se je po letu 1974 nenehno zmanjševala. Robotizacija delovnih procesov in ustvarjanje »prekarcev« trajno izravnava Phillipsovo krivuljo. Kakšno informacijo o zapolnjenosti kapacitet vse bolj izravnana Phillipsova krivulja lahko da denarni politiki? Da so možnosti širjenja kapacitet brez meja? Da lahko denarna politika nenehno spodbuja gospodarsko rast z nizkimi obrestnimi merami, brez tveganj za inflacijo? Kot kažejo nekatere analize FED - ovih analitikov, se bodo obdobja nizkih obrestnih mer v prihodnosti izrazito podaljšala.¹⁴

10 Phillipsova krivulja odraža izrabo zmogljivosti skozi razmerje med rastjo plač in nezaposlenostjo. Bolj ko upada nezaposlenost (in se polni zasedenost kapacitet), hitreje rastejo plače in obratno. S pomočjo Phillipsove krivulje denarna politika skuša določiti točko polne zaposlenosti, do katere še lahko brez nevarnosti za pospeševanje inflacije z obrestno mero spodbuja gospodarsko aktivnost. Ta točka naj bi bila dosežena, ko nezaposlenost ne upada več, plače pa se zvišujejo, kar se odraži v pospeševanju rasti cen. Pospeševanje rasti cen v povezavi z zaposlenostjo centralne banke spremljajo z analizo nezaposlenosti, ki ne pospešuje inflacije (NAIRU - Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)

11 Naravna ali nevtralna (realna) obrestna mera, ki narodno gospodarsko uravnoteža investicije z varčevanjem in ne pregreva niti ne duši ekonomije, je več kot stoletje stara ekonomska teorija, ki je pomembna predpostavka pri postavljanju makroekonomskih modelov cikličnega gibanja gospodarske rasti, posebej t.i. novo Keynesianskih DSGE modelov.

Naravna obrestna mera je realna obrestna mera. Glavna težava je njeno merjenje.

Leta 2005 (torej še pred nastopom velike recesije) je Jeffery D' Amato v BIS-ovih delovnih zvezkih št.171 »The role of the natural rate of interest in monetary policy« podrobno analiziral razvoj in praktične težave uporabe te teorije pri dnevni denarni politiki. Njegove empirične raziskave so ga navedle celo na domnevo, da morda teorija sploh ne drži. Vendar praga »herezije« ni prestopil. D' Amato v zaključku ugotavlja, da je za potrebe monetarne politike tekoča inflacija dovolj dober približek vrzeli do realne obrestne mere.

Bolj neposreden glede praktične uporabe teorije naravne obrestne mere v denarni politiki je bil leto kasneje tedanji guverner nemške Bundesbanke, Axel Weber. V svojem predavanju na G.L.S. Shackle Biennial Memorial v St. Edmund' s College v Cambridgeu marca 2006 z naslovom »The role of natural interest rate in theory and practice – how useful is the concept of the real natural interest rate for monetary policy?« je svojo podrobno razčlenitev teorije zaključil z ugotovitvijo, da »...je mera, s katero lahko ta teoretični koncept prenesemo v praktično denarno politiko, zaenkrat še negotova«.

12 Jeffery D' Amato, BIS WP 171. Pravilo je dobilo ime po profesorju Stanfordske univerze, Johnu B. Taylorju. Objavljeno je bilo leta 1993.

13 BIS 87th Annual Report, 1 April 2016 – 31.March 2017, Basel 25 June 2017

14 Michael T. Keley, FED in John M. Roberts, FED » Monetary policy in a low interest rate world«, Brookings Papers on Economic Activity, BPEA Conference Drafts, March 23-24, 2017

5. Zadrege centralnih bank

V dolgem desetletnem obdobju nestandardnega delovanja denarne politike so centralne banke postale »edina igra v mestu (*the only game in town*)«. Glavni kanal njihove vplivnosti je postalo količinsko posredovanje denarja v obtok, t.i. kvantitativno sproščanje (*quantitative easing*). To jim je omogočilo globok neposreden vpliv na gibanje cen različne aktive na kapitalskih trgih. V svoje bilance so pričele sprejemati tudi komercialna tveganja. Pričele so spreminjati temeljno predpostavko delovanja tržnega sistema – lastno odgovornost za prevzeta tveganja. Prevelikih za propad (*too big to fail*) je bilo nenadoma preveč.

Ob naraščajočem gospodarskem optimizmu leta 2017 se je zazdelo, da denarna politika lahko prepusti nove pristope izvoljenim politikom, sama pa se vrne v okvir standardnega delovanja. Vse globalno pomembne centralne banke napovedujejo, da prihaja čas dvigovanja obrestnih mer. Vzporedno bi to pomenilo tudi postopen umik ogromne količine denarja iz globalnega obtoka, ki so ga zaradi umirjanja negotovosti v krizi poslale v svet s svojim dolgoletnim »*nestandardnim*« delovanjem. Štirim ključnim globalno pomembnim centralnim bankam¹⁵ so se skupno njihove bilance v desetih letih krize povečale od okoli 4.000 milijard \$ v letu 2007 na blizu 15.000 milijard \$ v letu 2017. Od okoli 10% na okoli 44% skupnega BDP držav, katerih valute emitirajo.

Kriza je centralnim bankam prinesla nova pooblastila pri urejanju finančne stabilnosti. Postale so ustvarjalke makro previdnostnega pristopa za povečanje odpornosti finančnega sistema na bodoče krize. Letno poročilo BIS poudarja, da je pogled na odpornost finančnega sistema v finančnem ciklu potrebno ovrednotiti srednjeročno. Samo dopolnitev nadzora in oblikovanje makro previdnostnega ukrepanja za odpornost ne zadoščata. Pogledi na krčenje bilanc centralnih bank in umikanje nestandardno emitiranega denarja iz obtoka zato še niso dorečeni. Negotove so posledice denarne restriktivnosti za cene na kapitalskih trgih.

Emitirani denar ob razlikah v globalnem okrevanju pomembno vpliva na odnose med svetovno pomembnimi valutami. Dogajanja na valutnih trgih pomembno vplivajo na naravnost nacionalnih denarnih politik. V zadnjem obdobju se izrazito krepki povpraševanje po evrih. Zaradi zniževanja vrednosti ameriškega dolarja ameriška denarna politika postaja ohlapnejša, evro območju pa krepitev evra prinaša restriktivnost. Namere centralnih bank v ZDA in v Evro območju pri denarni politiki so ravno obratne. Hkrati so različni kazalci tveganj na finančnih trgih na zelo nizkih ravneh. Trgi se obnašajo, kot da se ne more zgoditi nič posebnega. Cene aktive na kapitalskih trgih naraščajo. Je finančna odpornost z dosedanjimi ukrepi zagotovljena?¹⁶ Po propadu Lehman Brothers veliki in močni vedo, da jih institucije družbe ne bodo pustile na cedilu. Najbrž to pomirja trge. Malo časa je trajalo, da so se negotovost in z njo povezana stara vprašanja povrnila. Retorika

¹⁵ FED, ECB, Bank of England, Bank of Japan

¹⁶ Gavyn Davies »Have they really fixed financial instability?« Financial Times 23. julija 2017 in »The message from financial condition indicators«, Financial Times, 30. julija 2017

centralnih bankirjev se umirja in dinamika napovedanega dvigovanja obrestnih mer spet postaja vprašljiva.

50

Vendar centralne bankirje nova pooblastila v zvezi s finančno stabilnostjo tudi vznemirjajo. Makro previdnostni nadzor, ki naj bi krepil odpornost finančnega sistema pri zagotavljanju ključnih storitev sistema (plačevanje, kreditiranje, prenos tveganj in zavarovanja) ob moči, ki jo daje centralnim bankam, centralne bankirje postavlja v vlogo politikov, ki za svoje odločitve nimajo na volitvah potrjenega mandata. To zadrego je v svoji knjigi in v uvodnem referatu na mednarodni konferenci v Kuala Lumpurju oktobra 2016¹⁷ predstavil nekdanji namestnik guvernerja Bank of England, Paul Tucker.¹⁸ Nekdanji centralni bankir graditev bodočih temeljev finančne stabilnosti vidi v sodelovanju z (globalno vplivno) politiko. Svoje nekdanje kolege svari pred premočnimi pooblastili, ki prvič po četrto stoletja porajajo tudi dvome o njihovi nepristranosti. Z ukrepi v krizi so okrepili distribucijske učinke denarne politike in posegli v daljše ročnosti, ki so domena politike. Na daljši naj bi rok veljalo, da z denarno politiko ni mogoče ustvarjati gospodarske rasti. Vplivi neodvisnega makro previdnostnega ukrepanja na gospodarsko rast so neznani. »Preprosto ne vemo«, pravi Tucker.

Posamezni odgovori prihajajo sproti. V ZDA nova oblast pričinja razgrajevati v krizi sprejete pristope, ki naj bi preventivno okrepili odpornost bančnega sistema. FED bo prvič dobil podpredsednika za nadzor. Kandidat za to funkcijo, Randal Quarles, se je na zaslišanju v Kongresu zavzel za več preglednosti pri stresnem testiranju bank in za izpopolnitev regulatornega sistema. Banke upajo, da bo omehčal trdoto nekaterih pravil.¹⁹

V Evro območju, ki gradi svojo bančno unijo, se pri njenem uveljavljanju pojavljajo dvojni standardi. Nevtralne neodvisnosti makro previdnostnega ukrepanja ni. Posebej grenko izkušnjo o tem ima Grčija.²⁰ Na pristranost opozarja tudi slovenska izkušnja iz leta 2013.²¹ V novejšem času evropsko politiko delijo postopki do bank v Italiji in Španiji. Pojavile

17 Mednarodna raziskovalna konferenca »Financial systems and the real economy« v organizaciji Bank Negara Malaysia in BIS, objavljeno v BIS Papers 91, marec 2017

18 Uvodni referat »What is macroprudential policy for? Making it safe for central bankers«, temelječ na njegovi knjigi »The Design and Governance of Financial Stability Regimes: A Common Resource Problem That Challenges Technical Know-How, Democratic Accountability and International Coordination«, CIGI Essays on International Finance, volume 3, Waterloo, ON: CIGI 2016

19 »Fed nominee backs banks call for changes to stress tests« Financial Times, 27.7.2017

20 Nekdanji grški finančni minister Janis Varoufakis v svoji najnovejši knjigi »Adults in the room, My Battle With Europe's Deep Establishment«, The Bodley Head, 2017* n.pr. na primeru Grčije razkriva »globoko državo« v Evro območju in ključno vlogo ECB v njej. Posebej opozarja na njeno odgovornost za likvidnostno stiskanje in zaprtje grških bank v času, ko so pogajanja o reševanju Grčije še potekala.

21 Veljko Bole je preverjal nevtralnost makro previdnostnega pristopa v Sloveniji s primerjanjem podobnih pristopov pri reševanju težav bančnega sistema v drugih državah evro območja. Odstopanje od nevtralnosti na primeru slovenskih bank je ocenil s številkami. Pri tem je ugotovil, da je pristranost predpostavk tujih analitikov nadgradila tudi pristranost pravil domače denarne institucije.

so se reakcije iz akademskega sveta.²² Oglasili so se delničarji. Pridružujejo se jim drugi vlagatelji. V tej novi fazi vstopa v presoje tudi Evropsko sodišče pravice.²³

Diskrecija institucionalne moči novih regulatorjev sistema, ki jim prostost vsebinskega odločanja skoraj neomejeno širijo njihove lastne interpretacije načelno definiranih vsebin, posega v same temelje delovanja sedanjega sistema. V primeru Banco Popular je privedla do razlastitve investorjev, ki so resno jemali lastniško funkcijo in bili pripravljene sodelovati v zahtevani dokapitalizaciji banke.

Pred preveliko močjo centralnih bank je v svojem vsebinskem nastopu na mednarodni konferenci »Financial systems and the real economy« v Kuala Lumpurju posvaril tudi Paul Tucker.

Med drugim je o centralnih bankah kot »*premogočnih državljanih (over-mighty citizens)*« zapisal tudi naslednje: *«...Tema bo slej ko prej, morda posebej v demokratičnem svetu, sprožila vprašanje ali nastajanje premogočnih državljanov, premočnih, ključnih ali preveč uglednih, da bi jih omejevali, predstavlja tveganje za centralne banke. V demokracijah bi bila to polomija. Centralne banke bi povsod postale talke spreminjajočih se pričakovanj in standardov: premikajoči se ciljni stebri...»*.²⁴

Priznanje, da smer družbi, posebej ko se znajde na brezpotjih, daje z mandatom volivcev opremljena politika, ne eksperti v institucijah družbe. Žal je v današnjih časih politika postala zbegana in njena smer popolnoma negotova. Tudi to spoznanje se zrcali v Tuckerjevem zapisu.

6. Digitalna doba in denar

Niso samo politika in ekonomske doktrine tiste, ki oblikujejo prostor institucionalnega delovanja. Odreja mu ga tudi tehnološki napredek. Ustvarja okolje za inovacije. Ena

22 Lucrezia Reichlin, nekdanja generalna direktorica raziskav v ECB, danes pa profesorica na London School of Economics, je v članku »The European Banking Union falls short in Italy« opozorila na potrebo po razmisleku o nekaterih načelih bančne unije in na to, da bo avtomatično uveljavljanje direktive o reševanju bank naletelo na politične ovire. Opomnila je, da zgodovina velikih bančnih čiščenj kaže, da ta vedno zahtevajo javno posredovanje in često vlaganje javnega kapitala. Zamisel, da je reševanje bank in njihovo ponovno okrepitev s kapitalom možno vedno doseči brez javnega posredovanja, je po njenem nerealistična, Financial Times, 27.6.2011.

23 Mehiški investitorji so na Evropskem sodišču pravice sprožili tožbo proti evropskim regulatorjem. Očitajo jim, da so opustili svoje nadzorniške dolžnosti in nato prekorčili svoja pooblastila ter celo namerno sprožili likvidnostno krizo v Banco Popular, da so jo lahko proglasili za »propadajočo ali blizu propada« (failing or likely to fail). Zahtevajo, da Evropsko sodišče pravice razveljavi sprejete odločitve. Banko je po odločitvi evropskega Enotnega reševalnega odbora za 1€ kupila banka Santander. Mehiški investitorji so bili 4% lastniki Banco Popular. Njene delnice so kupili leta 2013 in nato v dokapitalizaciji še leta 2016, »Mexican investors ask ECJ to overturn Banco Popular sale«, Financial Times, 5.8.2017.

Tožbe na Evropskem sodišču pravice zaradi ukrepanja v primeru Banco Popolar so vložili tudi Anchorage Capital, Algebris in Ronit Capital. »Investors launch legal actions over Banco Popular fire sale«, Financial Times 17.8.2017.

24 Ibidem

takih v digitalni dobi je računalniško oblikovana DLT tehnologija (*Distributed Ledger Technology*), ki s programskim povezovanjem množice računalnikov omogoča dokončno poravnavo obveznosti med kupcem in prodajalcem brez uporabe centralno bančnega denarja in centralne banke kot posrednika. Na tej tehnološki podlagi temeljita izdajanje in uporaba kripto valut. Centralnim bankam prinaša nenavadno konkurenco. Kar je še pred nekaj leti veljalo za zelo neobičajno, postaja trend. Kripto valute se pojavljajo kot digitalno »premoženje«. Kot denar, ki ga lahko izdaja tako rekoč vsakdo in hkrati ni obveznost nikogar. Za izdajo kripto valute zadoščajo okvirni poslovni načrt, malo domišljije, globalna predstavitev in računalniško znanje. Kupcev in prodajalcev ne manjka, čeprav kupujejo in prodajajo nekaj, kar fizično ne obstoja.

52

Cene kripto valut naraščajo in padajo vrtoglavo. A ob izdaji je količina kripto valute fiksirana. Rast povpraševanja njene cene, kljub veliki nestanovitnosti, obrača navzgor. Bitcoin, na začetku vreden nekaj centov, se danes prodaja za okoli 4000\$. Tržna kapitalizacija na globalnem trgu kripto valut se bliža 200 milijardam \$, dnevne transakcije na tem trgu pa milijardi \$. Z njimi se ne plačuje samo blaga in storitev v okoljih, ki jih sprejemajo za plačilno sredstvo. Na trgih se z njimi tudi trguje. Tudi možnosti za njihovo zamenjavo v valute, ki so zakonito plačilno sredstvo, se da najti. Vabljivo za pranje denarja.

Anonimnost transakcij zagotavlja privlačnost trga kripto valut. Naraščanje cen kljub nihanjem in omejenim možnostim uporabe privablja tudi kupce zunaj kriminalnega in špekulativnega kroga. Bitcoin-u, ki je bil prva kripto valuta je sledilo na stotine novih. Pojavlja se poplava t.i. ICO-ov (*Initial Coin Offering*), v katerih start-upi z izdajo svojega digitalnega »premoženja« zbirajo začetni kapital in šele obljublajo storitve, ki jih bo mogoče z njim plačevati. Priložnostne pripovedi razkrivajo, kako nenavadno hitro je mogoče zbrati nenavadno veliko začetnega kapitala. Resda v kripto valutah, a zato so tu trgi, na katerih se z njimi trguje.

Regulatorji finančnih trgov še nimajo pravih odgovorov, kako se lotiti te nove finančne aktivnosti. Kripto valute niso obveznost izdajateljev. So digitalno »premoženje«, ki se kupuje in s katerim se trguje. Zaenkrat se zatekajo k prepovedim. A poleg pozornosti na preprečevanje dejanj, ki bi lahko zaslužke iz nezakonitih poslov iz sveta kripto valut premaknile v svet zakonito prislužnega denarja prihajajo v ospredje nova sistemska vprašanja. Banke so pričele razmišljati, kako poravnave v plačilnem prometu organizirati brez prisotnosti centralne banke. Digitalizacija denarnega poslovanja pred centralne banke postavlja upadanje interesa za gotovino in nanjo vezanega monopolnega dohodka – seignoragea.

»Demokratizacija« izdajanja denarja je odprla vprašanje monopola države in vloge centralne banke pri dokončni poravnavi denarnih transakcij. Kakšne spremembe to prinaša v bodoče delovanje denarnih institucij, zaenkrat ostaja neznan. Pojavili so se pa prvi poizkusi sistemiziranja vprašanj, ki jih pojav kriptovalut odpira v uveljavljenem sistemu.²⁵

7. Slovenija v evropskem in globalnem okolju

Odprtost in majhnost Sloveniji omogočata hitro prilagodljivost na spremenjene globalne razmere. Od njih je pri gospodarjenju tudi odvisna. Njeno pozicijo globalnemu okolju predstavlja (kot za vsako drugo državo članico) vsakoletni Ekonomski pregled OECD. Trenutno se rast v Sloveniji krepi in ocene OECD kažejo, da se v letu 2017 bliža 4%. Pomembnosti tujega povpraševanja se je pridružilo okrevanje domačega. Ob visokih presežkih tekočega dela plačilne bilance (v obdobju po letu 2014 so po ocenah OECD narasli od 6,2% na 7,4% BDP) se je rast celotnega domačega povpraševanja v treh letih več kot podvojila (od 1,8% na 4,0%). Prispevek neto izvoza k bruto domačemu proizvodu je zato postal relativno manjši. Pojavljajo se znaki ozkih grl v kapacitetah, a delež podjetij, ki o tem poročajo, je še precej pod ravniyo pred nastopom krize. Ob zmerni integraciji v globalne repro povezave skuša Slovenija najti pravo ravnotežje pri ohranjanju gospodarske samostojnosti. Za njo je boleča izkušnja saniranja bančnega sistema, katere politični in pravni odmevi bodo še dolgo čakali na epilog. Zdi se, da ima gospodarski optimizem vse bolj čvrste temelje. Globalne razmere jih lahko hitro spodkopljejo.

53

Evropska unija je v soočanju z globino krize uvedla pomembne strukturne institucionalne spremembe, usmerjene posebej tudi v krepitev odpornosti evro območja.²⁶ Za delovanje finančnega sistema je v tem sklopu še posebej pomembna bančna unija. V tem okviru sta bila sprejeta enotni nadzorni in enotni rešitveni mehanizem za banke. Z njima je bila vzpostavljena centralizirana odločitvena moč pri nadzorovanju sistemsko pomembnih bank v državah članicah.

Centralizacije odločitvene moči ni spremljala centralizacija odgovornosti zanjo. Evropske solidarnostne garancije za depozite prebivalstva v bankah ni. Ta, t.i. tretji steber, je formalno sicer v pripravi a nič ne kaže, da bi do njegove uveljavitve prišlo kmalu. Vplivne evropske države na bodočnost Evropske unije in Evro območja še vedno gledajo z zornega kota skupnosti držav. Ta ne vključuje stalnih transferjev in vzajemne odgovornosti za dolgove.²⁷

25 »Central bank cryptocurrencies«, Morten Bech, Rodney Garratt, BIS Quarterly Review, September 2017. Bilten na vsem razumljiv način predstavlja DLT tehnologijo, sistemizira lastnosti denarnih poravn in razčlenjuje izzive za centralne banke. V njem so tudi okvirni podatki o gibanju obsega trga in cen kriptovalut.

26 Boljša koordinacija ekonomskih politik z uvedbo evropskega semestra, dopolnjena fiskalna pravila, postopek za odpravljanje makro ekonomskih neravnotežij in uvedba evropskega stabilnostnega mehanizma so nova institucionalna orodja skupnosti. Za države članice evro območja so posebej pomembne reforme, usmerjene v oblikovanje »globlje in pravičnejše denarne unije«.

27 Glej n.pr. intervju Klause Reglinga, direktorja Evropskega mehanizma stabilnosti (ESM) v Delu, 10.6.2017 ali članek » Why a Franco-German bargain will help secure the Euro«, Financial Times, 9.8.2017

Sprejeta pravila so nadgradila zaščito ekspertnega odločanja v institucionalni strukturi evropske družbe. Evropska pogodba, ki bi jim dala potrebno demokratično legitimitnost, se pri tem ni spremenila. Politika se je pri njihovem potrjevanju odločila za preklon na medvladno dogovarjanje. Zahtevala ga je hitrost napredovanja krize. Preklon je vladajočim evropskim elitam kot stranski učinek prinesel tudi zaščito pred izražanjem ljudske volje na referendumih.

54

Zaščita pred posegi dnevne politike v stroko je z novimi pravili nadgrajena v zaščito ekspertov kot politikov brez mandata volivcev. Dobili so široko prostost vsebinske razlage na novo pridobljenih pooblastil in nacionalne institucije podrejujejo uresničevanju teh razlag. Oviro pri tem jim predstavljajo nacionalni pravosodni sistemi. Zato ne presenečajo ostri evropski odzivi, ko posamezni nacionalni pravosodni postopki pričenjajo ogrožati na novo pridobljeno evropsko oblastno moč.²⁸ *«Premogočni državljani»* pričenjajo izzivati politiko. Pravosodje je ključna vsebina nacionalne suverenosti.

28 Zaradi uporabe nacionalne zakonodaje pri reševanju italijanskih sistemsko manj pomembnih bank so novi evropski institucionalni regulatorji reševanja bank takoj sprožili postopke za spremembo predpisov, da bi tudi majhne banke vključili v režim, ki velja za sistemsko pomembne banke. Smernice Evropske Komisije iz leta 2013, ki so Komisiji omogočile pravno razlago za pristop, uporabljen v Italiji, razglašajo za zastarele. Glej članek »Tighter EU curbs urged on winding down banks«, Financial Times 8.8.2017

Pritiski se pojavljajo tudi pri postopkih, ki so izključno v nacionalni pristojnosti.

Sloveniji se oporeka preiskava pravne korektnosti postopkov in dejanj v zvezi s sanacijo bank leta 2013 ter ugotavljanje njihove kaznivosti. Zatika se sprejemanje zakona za zagotovitev pravnega varstva vlagateljev ob izgubi premoženja, vloženega v bančne obveznice. Javno predstavljena vsebina osnutkov pravno bolj ščiti pravice regulatorjev kot pravno varstvo vlagateljev.

Grška sodišča so pred kratkim zaradi očitanih dejanj obsodila nekdanjega direktorja grškega statističnega urada Elstat na dvoletno pogojno kazen. Na ostro izrečene kritike iz Evro območja so grški sodniki in tožilci reagirali z izjavo, v kateri so uradnike Evro območja poučili o enakosti grških državljanov pred grškimi zakoni in o neodvisnosti sodstva kot temelja demokratične države. Glej članek »Eurozone officials warn on Greece statistic trial «farce»«, Financial Times, 3.8.2017