

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

EVRSKA KRIZA IN TARGET KREDITI

Ljubljana, julij 2013

MATEJ ANZELJC

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Matej Anzeljc, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor diplomskega dela z naslovom Evrska kriza in TARGET krediti, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Senjur Marjanom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
 - poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v diplomskem delu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
 - pridobil vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v besedilu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal;
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Zakonu o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega diplomskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 DOLŽNIŠKA KRIZA EVRA.....	2
2 VZROKI EVRSKE KRIZE.....	4
3 OPTIMALNO VALUTNO OBMOČJE.....	6
3.1 Mobilnost dela	6
3.2 Različnost proizvodnje	7
3.3 Odprtost	7
3.4 Fiskalni transferji.....	7
3.5 Homogene želje	7
3.6 Solidarnost proti nacionalizmu.....	8
4 TARGET SISTEM IN TARGET RAVNOTEŽJE	9
5 TARGET KREDITI PREKO EVROSISTEMA	11
6 URADNA IZJAVA NEMŠKE CENTRALNE BANKE IN ECB.....	12
7 KAKO JE ZUNANJI DENAR IZRINIL KREDIT ZA REFINANCIRANJE V OSRČJU EVROOBMOČJA	13
8 TARGET RAVNOTEŽJE V ZDA.....	17
9 TARGET RAVNOTEŽJE KOT MERILEC VREDNOSTI KREDITOV	19
10 NERAVNOTEŽJA TEKOČEGA RAČUNA PLAČILNE BILANCE IN KAPITALSKI PREMIKI	19
SKLEP	22
LITERATURA IN VIRI	24
PRILOGE	

KAZALO SLIK

Slika 7: Trend skupnega evropskega in nemškega primarnega denarja.....	15
Slika 8: Proces izrinjanja kredita za refinanciranje	16
Slika 9: Celoten neto kredit za refinanciranje v evroobmočju	16

UVOD

Dolžniška kriza evra predstavlja resno težavo Evrope. Začela se je leta 2008 s propadom islandskega bančnega sistema. Veliko evropskih držav se sooča s slabimi finančnimi institucijami in nezaupanjem vanje ter visokim javnim dolgom in hitro rastočo donosnostjo državnih obveznic. Lahko bi rekli, da gre že skoraj za sistemsko finančno krizo Evrope. Težavo v Evropi pa predstavljajo tudi prekomerni TARGET krediti, ki širši javnosti niso znani.

Namen diplomske naloge je osvetliti problem dolžniške krize v Evropi in predstaviti TARGET kredite kot vzrok za plačilno-bilančna neravnotežja, ki se pojavljajo v Evropi. TARGET krediti so tesno povezani z dolžniško krizo v Evropi. Zaradi bega kapitala iz obrobni držav Evropske Unije (v nadaljevanju EU), kot so Grčija, Irska, Italija, Portugalska in Španija (v nadaljevanju GIIPS), v varnejša zatočišča so države iz osrčja EU financirale države GIIPS s TARGET krediti. Države GIIPS so s TARGET krediti financirale svoje plačilno-bilančne primanjkljaje.

V prvem delu diplomske naloge opisujem dolžniško krizo evra in njene vzroke. Podana so mnenja različnih strokovnjakov s področja mednarodne ekonomije in nekatere rešitve za preprečitev krize v nadaljnje. Definirano je tudi optimalno valutno območje z vsemi njegovimi kriteriji, kot so mobilnost dela, različnost proizvodnje, odprtost, fiskalni transferji, homogene želje, solidarnost proti nacionalizmu. Ugotavljam, ali je EU res optimalno valutno območje in katere kriterije izpolnjuje.

V drugem delu diplomske naloge opisujem TARGET kredite. Predstavljena je definicija TARGET ravnotežja, ki je velikokrat nejasna. Nato je pojasnjeno, katere države so dobile TARGET kredite in v kakšni vrednosti ter katere države so jim odobrile te kredite in v kakšnem znesku. Podana je tudi uradna izjava Nemške centralne banke in Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) glede člankov, ki jih je na to temo objavil Werner Sinn v različnih finančnih časopisih (*Wirtschaftswoche*, *Süddeutsche Zeitung*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*). Sledi predstavitev zunanega denarja, ki je izrinil kredite za refinanciranje v osrčju EU. Izrinjanje kredita za refinanciranje je dobro poznano iz časov, ko je brettonwoodski sistem prisilil evropske centralne banke v ohranjanje fiksne menjalnega tečaja proti ameriškemu dolarju. Primerjam TARGET ravnotežja v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) s TARGET ravnotežji v evroobmočju. Pojasnim tudi, zakaj so TARGET ravnotežja merilec vrednosti kreditov. Na koncu predstavim neravnotežja tekočih računov in kapitalske premike posameznih držav GIIPS ter opišem, kdaj so se ti kapitalski premiki dogajali in v kakšni vrednosti.

1 DOLŽNIŠKA KRIZA EVRA

Evropska dolžniška kriza se je začela leta 2008, ko je propadel islandski bančni sistem. V letu 2009 se je razširila še na druge evropske države, predvsem Grčijo, Irsko in Portugalsko. Dolžniška kriza evra je vodila v krizo zaupanja v evropski poslovni svet in ekonomijo. Veliko evropskih držav se sooča s slabimi finančnimi institucijami ter nezaupanjem v njih, visokim javnim dolgom in hitro rastočo donosnostjo državnih obveznic. V času evropske dolžniške krize, ki je finančna kriza, posamezne države zelo težko oziroma ne morejo same refinancirati svojega javnega dolga brez pomoči drugih (posojilodajalcev). Med investitorji se je proti koncu leta 2009 pojavil strah o dolžniški krizi kot posledica naraščajočega zasebnega in javnega dolga po svetu. Investitorji se bojijo, da prezadolžene države ne bodo mogle povrniti oziroma servisirati svojega dolga, kar bi med njimi povzročilo paniko in sprožilo bančni šok. Vzroki za nastanek se razlikujejo od države do države. V veliko državah se je zasebni dolg, ki je nastal iz nepremičninskega balona, spremenil v javni dolg, saj so države financirale bančni sistem in počasno gospodarsko rast. V Grčiji sta k povečanju javnega dolga prispevala na primer preobsežen javni sektor in pokojninski sistem. Struktura EU brez fiskalne unije je tudi prispevala k nastanku krize. Težava nekaterih prezadolženih držav v EU je postala skupna težava območja EU. Proračunskega primanjkljaja pa niso beležile vse države. Države z močno ekonomijo, kot sta Nemčija in Francija, so ohranjale visoko storilnost in obvladljiv javni dolg. Toda, ko 17 držav uporablja isto valuto, se morebitne težave hitro razširijo. Ob tem se postavlja vprašanje, ali je možno, da pride do razpada EU. Najbolj problematične so države GIIPS. Sedaj, ko je znana zadolženost tako imenovanih držav GIIPS, se investitorji vse manj zanimajo za nakup obveznic evropskih držav (Cabannes, 2011; Eichler, 2011).

Dolžniška kriza pustoši po EU. Ko primerjamo rast javnega dolga v EU in ZDA, ugotovimo, da je trend rasti javnega dolga v EU veliko bolj blag kot v ZDA. Kazalca zadolženosti (razmerje med javnim dolgom in BDP) med EU in ZDA sta se pred izbruhom finančne krize leta 2007 približevala. Kazalec zadolženosti za EU je celo padal, medtem ko se je za ZDA povečeval. Od začetka finančne krize kazalec zadolženosti v ZDA občutno hitreje raste kot v EU. Zakaj je torej EU bolj prizadeta od dolžniške krize kot pa ZDA? Države v EU se med seboj zelo razlikujejo po zadolženosti, poleg tega pa EU nima mehanizma, ki bi odpravil te razlike. Grčija in Italija imata na primer zelo visok javni dolg, medtem ko ta na Irskem in v Španiji zelo hitro narašča. Težava se pojavi pri vprašanju o zmožnosti odplačevanja dolgov teh držav v okolju z nizko gospodarsko rastjo. Kljub temu pa ima večina držav v EU blag trend kazalca zadolženosti v primerjavi z ZDA. Grčija predstavlja 2 % celotnega BDP EU. EU bi lahko že na začetku rešila težavo zadolženosti Grčije, če bi obstajal primeren mehanizem znotraj EU za reševanje takšnih težav. V tem primeru je razlika med ZDA in EU očitna. Tudi v ZDA obstajajo zvezne države s proračunskim presežkom in tiste s proračunskim primanjkljajem. Američani imajo za to mehanizem, kjer osrednji zvezni proračun avtomatsko razdeli določeno vsoto denarja državam s proračunskim primanjkljajem. Ocenjeno je bilo, da dobijo zvezne države ZDA

za vsak izgubljen dolar v prihodkih med 0,2 in 0,4 dolarja povrnjenega preko zveznega proračuna.

Po besedah uglednega ekonomista Paula de Grauweja (2010) je osrčje težave oziroma strukturna težava EU ta, da obstaja monetarna unija brez zadostne politične unije. Politična unija bi morala zagotoviti, da sta proračunska in ekonomska politika usklajeni, ter preprečiti razlike, ki bi se pojavljale znotraj teh politik. V politični uniji obstaja osrednji proračun, ki je namenjen tudi avtomatičnemu solidarnemu mehanizmu, ki je potreben v času krize. To manjka EU. V skupni monetarni uniji se ne moremo izogniti solidarnosti kljub tistim, ki se ne držijo pravil. Avtomatski (finančni) transferji ne rešijo celotne težave zadolženosti države, ampak zmanjšajo potrebo, da bi se država zadolževala na kapitalstskih trgih. Solidarnostni mehanizem omogoča državi, ki je v krizi, da dobi potreben kapital brez zapletenih odločitvenih procesov.

Mnogo ekonomistov se je strinjalo, da je tak varovalni mehanizem potreben za optimalno delovanje monetarne unije. Fiskalna unija ni edini način za doseg varovalnega mehanizma znotraj monetarne unije. Lahko se naredi denarni sklad, ki vsebuje kapital, ki ga vplačajo članice, in denar se izplača v času krize. Pri oblikovanju EU so zavrgli idejo o avtomatičnem varovalnem mehanizmu. Glavni razlog je bil moralni hazard, ki ga predstavlja varovalni mehanizem. To je tveganje, da bodo države izkoriščale varovalni mehanizem in ustvarile prekomerni dolg. To je bil glavni razlog, zakaj je bila EU ustanovljena brez varovalnega mehanizma. Razumljivo je, da države niso bile pripravljene nuditi svoje pomoči državam, ki bi se prekomerno zadolževale. Ni pa razumljivo, da je toliko ekonomskih strokovnjakov verjelo, da lahko monetarna unija deluje brez nekega varovalnega mehanizma.

Današnja kriza kaže na to, da so bile nekatere države prisiljene finančno pomagati drugim, čeprav tega niso želele. Ko okoliščine prisilijo države, da pokažejo solidarnost, v EU ni mehanizma, ki bi to naredil. Uradna doktrina EU je bila, da varovalni mehanizem ni potreben za brezhibno delovanje evroobmočja. Pakt za stabilnost in rast naj bi zadoščal. Važno je, da se države držijo predpisanih pravil in potem ni nobene potrebe po avtomatičnem varovalnem mehanizmu, ki bi bil financiran iz skupnega proračuna.

Paul de Grauwe (2010) je rekel: »To je kot, da bi rekel, da če se ljudje striktno držijo požarnih pravil, potem ne rabimo gasilcev. Resnica je, da bodo vedno bili nekateri ljudje, ki se ne bodo striktno držali pravil, zato potrebujemo gasilce. Še ena pomembna podrobnost: gasilska brigada mora biti pripravljena najprej pogasiti požar in šele nato kaznovati krive za nastalo situacijo. Lahko rečemo, da ima EU temeljito izdelan nabor pravil, ki preprečujejo »ogenj« in zato so se odločili, da ne potrebujejo gasilске brigade. Ko so končno vzpostavili gasilsko brigado, so najprej hoteli kaznovati odgovorne za »požar«, preden so začeli gasiti. Sedaj je jasno, da ta pristop ne deluje, ko izbruhne kriza«. Profesor de Grauwe (2010) tudi trdi, da je diagnoza vzrokov za krizo napačna. Pravijo

namreč, da je vzrok za dolžniško krizo v EU razsipnost nacionalnih vlad. Kot že omenjeno, je kazalec javne zadolženosti v EU pred finančno krizo padal. Med istim obdobjem se je zasebni dolg (gospodinjstva in finančne institucije) nevzdržno povečal. Kazalec javne zadolženosti v EU je padel z 72 % v letu 1999 na 67 % BDP v letu 2007, medtem ko se je kazalec zadolženosti gospodinjstev povečal z 52 % na 70 % BDP v istem obdobju. Kazalec zadolženosti finančnih institucij se je povečal z manj kot 200 % BDP na več kot 250 %. Z izjemo Grčije so bile vlade EU manj zadolžene kot zasebni sektor. Večanje javnega dolga po letu 2007 je bila samo posledica reševanja zasebnega sektorja, posebno finančnega sektorja. Tisti, ki pravijo, da je vladna razsipnost vzrok za dolžniško krizo, se po mnenju de Grauweja motijo. Ne vidijo namreč povezave med zasebnim in javnim dolgom. Ta povezava je še posebej močna v Španiji in na Irskem, ki ju je močno prizadela dolžniška kriza. Španija in Irska sta bili zelo uspešni pri zmanjševanju javnega dolga pred finančno krizo. Španija je javni dolg znižala s 60 % na 40 % BDP in Irska s 43 % na 23 % BDP. To sta državi, ki sta pravilom Pakta za stabilnost in razvoj sledili boljše kot katera koli druga država. Nemčija je na primer dovolila, da se je njen kazalec javnega dolga povečal pred letom 2007. Nekatere države so dovolile, da so se cene nepremičnin in potrošnih dobrin nevzdržno dvignile ter da so bile financirane z bančnim dolgom. Države s presežki v svoji bilanci so veliko financirale to nevzdržno rast cen.

2 VZROKI EVRSKE KRIZE

Priznani ekonomist Paul Krugman (2011a) pravi, da se vzroki za evrsko krizo skrivajo v tem, da so dali evropski politiki prednost politiki pred ekonomijo. Hoteli so mirno in stabilno Evropo, spregledali pa so nekatere šibkosti monetarne unije oziroma pogoje, ki jih Evropa ne izpolnjuje za monetarno unijo. Profesor Carlo Panico (2011) pa vidi vzroke za krizo v neustreznem institucionalnem okviru. Najprej predstavim argument, ki ga navaja Carlo Panico.

Utopični liberalizem, ki se je pojavil na začetku 30. let prejšnjega stoletja, je zagovarjal idejo, da je konflikt neracionalen način za reševanje mednarodnih nasprotij. Mir bi dosegli z vzpostavitvijo mednarodnih poravnalnih institucij. Liberalno idejo o potencialni harmoniji med narodi so podpirali ricardski in marginalistični izreki, ki so kazali na vzajemne prednosti mednarodne trgovine. Nasproten pogled, ki se je pojavil, se imenuje politični realizem. Nanj so močno vplivali Thucydides, Machiavelli in Hobbes, ki so zagovarjali posamezno državo kot središče bogastva in moči. Politični realizem je skeptičen do mednarodnih institucij. Slabost evropskih institucij ni v tem, da so slabo oblikovane oziroma zamišljene, ampak kot nas uči politični realizem, se države redko odrečejo suverenosti.

Francija je od leta 2008 od Nemčije večkrat zahtevala, da sprejme močnejše evropsko vladanje, predvsem, da uskladi svojo fiskalno politiko. Nemci so vedno ostro zavrnil te predloge, ker bi višji status evroskupine zmanjšal moč in neodvisnost ECB. Avtoritativno

skupno politično telo, ki bi usklajevalo ekonomsko politiko, bi imelo večji vpliv kot pa ECB. Nemško ustavno sodišče je poleti leta 2009 vsako domnevno skupno evropsko zvezno vodstvo označilo celo kot protiustavno in s tem zagotovilo, da je EU klub neodvisnih držav.

Zakaj so Nemci opustili svojo valuto, niso pa hoteli skupne (usklajene) fiskalne politike v Evropi? Odgovor lahko najdemo v nemškem ekonomskem in socialnem modelu, ki se je izoblikoval po 2. svetovni vojni. Ta model se imenuje »*ordo mercantilismus*«. Ordoliberalna šola, ki je prevladovala v 50. letih v Zahodni Nemčiji (bolj znano in narobe razumljeno pod imenom socialno-tržna ekonomija), je učila o kapitalizmu prostega trga, ki je prost pritiskov moči oligopolov in trgovskih sindikatov. Ordoliberalci so bili močni zagovorniki cenovne stabilnosti kot mere za ekonomsko disciplino. Keynesianizem so zavračali, ker je dovoljeval moč trgovinskih sindikatov in inflacijo. Ludwig Erhard (kancler Zahodne Nemčije od leta 1963–1966 in vpliven politik) in Wilhelm Vocke (predsednik takratne nemške centralne banke) sta bila zagovornika tega modela, ki sta ga tudi izvajala. Politika cenovne stabilnosti cen ali nižja stopnja inflacije od tekmecev je bila nemška konkurenčna prednost. Erhard je leta 1953 rekel: »Tuja trgovina ni specializirana dejavnost samo za nekatere, ki v njej sodelujejo, ampak je bistvo in celo predpogoj za naš ekonomski in socialni red.« Nemška centralna banka je bila nadzornik plačne discipline. Stroga domača fiskalna politika, ukrepi za sterilizacijo denarja in izvoz kapitala so Nemčijo ščitili pred inflacijo. Fiskalni presežki in zmerna rast plač pojasnita, zakaj je imel ta izvozni model velike trgovinske presežke (Cesaratto, 2011).

Pod vlado Gerharda Schröderja so poskušali ponovno vzpostaviti ta ekonomski model. To ni model, ki bi se mu Nemčija zlahka odrekla. Opustitev nemške marke in s tem denarne suverenosti Nemčije ni presenetljivo, ker jim zagotavlja delovanje njihovega ekonomskega modela. Drugače bi bilo, če bi EU imela skupno politično ustanovo, ki bi skrbela za skupno makroekonomsko politiko (monetarno in fiskalno) ter za uravnoteženo plačilno bilanco med državami. Po vsej verjetnosti bi ta ustanova lahko prisilila države s trgovinskim presežkom, da ga zmanjšajo ali s fiskalnimi transferji preusmerijo k državam s primanjkljajem. Javno mnenje v Nemčiji je nenaklonjeno tako imenovani »uniji transferjev«. Vprašanje ni v institucionalni zasnovi EU, ampak v približevanju ali pomanjkanju nacionalnih interesov. Ameriški ekonomisti so bili vedno skeptični do Evropske monetarne unije (v nadaljevanju EMU). Krugman (2010, 2011a) je rekel, da je evropska politika ignorirala opozorila, ki so bila izrečena že na začetku. Ena izmed pomembnih želja za vstop držav na obrobju Evrope v EMU je verjetno bila pridobitev nemške discipline. Nemčija bo verjetno vedno bila najboljši igralec svoje igre, cena, ki so jo plačale države na obrobju EU, pa je naraščajoče trgovinsko neravnovesje proti Nemčiji. Razsipne države GIIPS, oskrbovane s kapitalskimi tokovi iz središča Evrope, so dajale občutek, da EMU deluje.

Boljše zasnovana Evropa bi lahko bila možna z usklajeno fiskalno in denarno politiko, mednarodno načrtovanimi nacionalnimi plačami in fiskalno politiko, ki bi odpravljala notranja evropska neravnovesja.

3 OPTIMALNO VALUTNO OBMOČJE

Teorija optimalnega valutnega območja (angl. *optimal currency area theory* ali *OCA theory*) poskuša določiti, katero geografsko območje je optimalno za vzpostavitev enotne valute, oziroma poskuša sistematično določiti, ali je smiselno, da skupina držav opusti nacionalno valuto. Uporabnost denarja raste z velikostjo valutnega območja, ampak stroški nastanejo, ko to območje postane preveč različno. Različnost je draga, ker se enotna monetarna oblast težko odziva na vsak lokalni problem. Teorija optimalnega valutnega območja smatra koristi za samoumevne in poskuša bolj natančno odkriti stroške, ki se pojavljajo. Različnost se večinoma odraža v asimetričnih šokih. Če bi bile vse cene in plače popolnoma prilagodljive, bi bil menjalni tečaj ekonomsko nepomemben. Če pa so cene in plače toge, je menjalni tečaj zelo močno sredstvo za blaženje šokov. Ob opustitvi menjalnega tečaja in v primeru, da so šoki asimetrični, je to lahko zelo drago za gospodarstvo. Vzpostavitev skupne valute prinaša pomembne koristi, vendar so lahko občasni asimetrični šoki zelo boleči. Na vprašanje, ali je dobro, da se vzpostavi skupna valuta na določenem območju, ne obstaja enostavni odgovor. Teorija optimalnega valutnega območja predlaga kriterije, po katerih se oceni stroške in koristi skupne valute. Poznamo tri klasične ekonomske in tri politične kriterije. Prvi kriterij ocenjuje s stališča zmanjševanja stroškov asimetričnega šoka znotraj skupnega valutnega območja. Naslednja dva ekonomska kriterija poskušata ugotoviti, katera ekonomska področja imajo veliko možnosti, da bodo prizadeta zaradi asimetričnih šokov. Zadnji trije kriteriji se ukvarjajo s političnimi vidiki. Sprašujejo se, ali si bodo različne države med seboj pomagale, ko se bodo pojavili asimetrični šoki (Baldwin & Wyplosz, 2006).

3.1 Mobilnost dela

Prvi kriterij je predlagal Robert A. Mundell. Mundellov kriterij se osredotoča na delavčevo pripravljenost, da se odseli v primeru šokov. Zakaj bi se morala brezposelnost na nekaterih območjih valutnega območja povečati, če druge podjetja potrebujejo delavce, ker ne morejo zadovoljiti povpraševanja trga? Optimalno valutno področje je tam, kjer se delovna sila zlahka premika in prilagaja gospodarski situaciji ter so se ljudje pripravljeni zaposliti na nekem drugem območju znotraj optimalnega valutnega področja (Baldwin & Wyplosz, 2006).

3.2 Različnost proizvodnje

Drugi kriterij je predlagal Peter Kenen. Države, ki so ozko produkcijsko usmerjene, imajo največ možnosti, da jih ogrozijo asimetrični šoki. Nasprotno pa imajo države, ki so široko proizvodno usmerjene in imajo širok nabor izdelkov, malo možnosti, da bodo gospodarsko prizadete zaradi šokov. Države optimalnega valutnega območja bi zato morale imeti proizvodnjo različnih izdelkov vseh vrst in proizvajati podobne dobrine. V tem primeru tudi ni potrebna pogosta prilagoditev menjalnega tečaja. Države, ki imajo široko razčlenjeno proizvodnjo in izvoz ter podobno proizvodno strukturo, lahko tvorijo optimalno valutno območje (Baldwin & Wyplosz, 2006).

3.3 Odprtost

Tretji kriterij je oblikoval Ronald McKinnon. Ko je obseg ekonomije neke države majhen in zelo odprt za trgovanje, je malo možnosti, da bi se spremenile cene dobrin na mednarodnem trgu. Če država v tem primeru opusti svojo valuto, opustitev valute ne predstavlja velike izgube. Odprtost je definirana kot delež izvoznih dobrin v skupni potrošnji. Ko je ta delež visok, imajo spremembe v menjalnem razmerju relativno majhen učinek. Države, ki so zelo odprte za trgovanje oziroma so izvozno usmerjene ter veliko trgujejo med seboj, lahko tvorijo optimalno valutno območje (Baldwin & Wyplosz, 2006).

3.4 Fiskalni transferji

V primeru, da določeno državo prizadene asimetrični šok, ji lahko druga država pomaga s finančnimi transferji, ki predstavljajo četrti kriterij. Predpostavljamo, da imata obe državi isto valuto. Takšni finančni transferji delujejo kot skupno zavarovanje proti asimetričnim šokom. Države, ki se strinjajo, da si pomagajo s finančnimi transferji v primeru asimetričnih šokov, lahko tvorijo optimalno valutno območje (Baldwin & Wyplosz, 2006).

3.5 Homogene želje

Peti kriterij določa, da razlike med državami pri reševanju šokov ne smejo biti preveč velike. Nekatere države bolj skrbijo težava inflacije, druge brezposelnost, tretje pa najbolj podpirajo izvoznike, ki hočejo imeti nizek menjalni tečaj zaradi poslovne tekmovnosti, ali potrošnike, ki hočejo močni menjalni tečaj zaradi kupne moči. Države dajejo prednost različnim težavam. Če države istega valutnega območja ne delijo podobnih pogledov na reševanje istih vprašanj, si vsak država prizadeva, da bi centralna banka vpeljala njihovo politiko. Države istega valutnega območja se morajo zato poenotiti glede skupne politike in reševanja šokov. Obstajati mora soglasno mnenje (Baldwin & Wyplosz, 2006).

3.6 Solidarnost proti nacionalizmu

Ko se posamezne države odločajo o vstopu v skupno valutno območje, morajo predvideti, da bo lahko prišlo do določenih nestrinjanj med državami, ki se lahko sprevržejo v nacionalistične težnje. Ljudje, ki bodo tvorili skupno monetarno območje, morajo sprejeti dejstvo, da bodo živeli skupaj, in občutek za solidarnost za vso monetarno unijo. Morajo pridobiti občutek za skupno usodo, ki odtehta nacionalistične težnje. To določa šesti kriterij.

Teorija optimalnega valutnega območja bi nam morala povedati, ali je smiselno ustanoviti monetarno unijo znotraj Evrope. Kot že povedano, je težko odgovoriti na to vprašanje, ker odgovor ni enoznačen. Koristi in stroške je težko ugotoviti, tako kot šest zgoraj naštetih kriterijev, ki so lahko izpolnjeni samo delno. Postavlja se vprašanje, ali je Evropa optimalno valutno območje. V nadaljevanju predstavim, kako izpolnjuje posamezne kriterije.

Zavedati se moramo, da obstajata dva glavna razloga za spreminjanje valutnega razmerja. Prvič, pojav asimetričnih šokov najlažje rešimo, če spremenimo valutno razmerje, drugič pa pri prilagoditvi inflacijske politike. V monetarni uniji države izgubijo moč nad uravnavanjem valute, saj je ta skupna. Slika 1 predstavlja indeks optimalnega valutnega območja. Izračunan je na osnovi naslednjega vprašanja: koliko bi evropske države prilagodile menjalni tečaj glede na nemško marko (kot najmočnejšo oziroma glavno valuto v Evropi), če bi se soočile z asimetričnimi šoki, ki ustrezajo trem klasičnim ekonomskim kriterijem. Večji kot je indeks, bolj pogosti so asimetrični šoki in takrat bi bil menjalni tečaj večkrat uporabljen. Države na vrhu grafa na sliki 1 z najslabšim indeksom optimalnega valutnega območja so se v večji meri odločile, da se ne bodo pridružile monetarni uniji, v primerjavi z državami na dnu grafa na sliki 1. Evropa izpolnjuje tri kriterije: odprtost, različnost proizvodnje, homogena želje. Ne izpolnjuje pa jih pri mobilnosti dela in fiskalnih transferjih. Večina evropskih držav je zelo odprta za medsebojno trgovanje, s tem da so manjše bolj odprte. To pojasni, zakaj so manjše države bolj zavzete podpornice EMU. Graf na sliki 2 prikazuje različnost evropske trgovine ob koncu leta 1995. Indeks kaže, kako se razlikuje struktura trgovine posamezne države od strukture trgovine Nemčije, ki služi kot merilo. Indeks je osnovan na razdelitvi trgovine v tri kategorije: kmetijstvo, rudnine in proizvodnja. Norveška, ki ima najbolj različno sestavo trgovine, se ne zanima za priključitev EMU.

EU ne izpolnjuje kriterija mobilnosti dela. Dejstvo je, da se Evropejci selijo samo polovico toliko kot prebivalci ZDA. Zakaj se Evropejci tako malo selijo? Za to je veliko razlogov, na primer različni jeziki in tradicije ter običaji, stanovanje je dražje v Evropi kot pa v ZDA, različni davčni sistemi, težave pri koriščenju pravic iz naslovov zdravstva in pokojnine. V ZDA ne poznajo takih težav. Drugi kriterij, ki ga Evropa ne zadovoljuje, pa so fiskalni oziroma finančni transferji. V ZDA je bilo ocenjeno, da zvezna država za vsako izgubo

dohodka (v primeru šokov) dobi preko zveznih transferjev od 10 do 40 % povrnjenega denarja. V Evropi ni takega sistema. Evropski proračun je majhen, približno 1 % BDP celotne unije. Večina proračuna gre za operativne stroške evropskih institucij, skupno kmetijsko politiko in strukturne sklade, ki skrbijo za revnejša področja, ne glede na to, ali so jih prizadeli šoki. Kriterij homogenosti želja je samo delno izpolnjen, saj obstaja različnost med nacionalnimi preferencami. Kljub temu da države delujejo pod okriljem več skupnih institucij, si ne delijo enakih pogledov na posamezne težave EU. Pri kriteriju solidarnosti nasproti nacionalizmu se lahko vprašamo, kako močan je evropski občutek za solidarnost. Z drugimi besedami, koliko so se državljani različnih držav EU pripravljene odpovedati svoji nacionalni suverenosti v skupno dobro. Graf na sliki 3 prikazuje odgovor na vprašanje, ali so za razvoj evropske politične unije. 58 % odgovorov je bilo pozitivnih (povprečje v EU), 28 % odgovorov negativnih, 11 % vprašanih pa ni izrazilo mnenja. Veliko novih članic močno podpira politično integracijo, medtem ko Velika Britanija ter nordijske in baltske države nasprotujejo tej ideji (Baldwin & Wyplosz, 2006).

4 TARGET SISTEM IN TARGET RAVNOTEŽJE

TARGET je tako imenovani transevropski sistem bruto poravnave v realnem času (angl. *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*), prek katerega lahko banke izvajajo medbančna plačila in plačila strank. Sistem bruto poravnave v realnem času je plačilni sistem, v katerem obdelava in poravnava potekata v realnem času neprekinjeno in je vsako plačilo poravnano posamično (ne v obliki obdelave v paketih). Omogoča poravnavo transakcij s takojšnjo izvršljivostjo (European Central Bank, 2013a).

TARGET je začel delovati 4. 1. 1999, istočasno z uvedbo evra. Sistem je v lasti evrosistema, ki ga sestavljajo ECB in 13 nacionalnih centralnih bank evroobmočja. TARGET je v tem času zagotovil storitev obdelave plačil v realnem času z dokončnostjo znotraj dneva skoraj vsem kreditnim institucijam v EU. Do 16. 11. 2007 je bil TARGET na voljo za vsa kreditna plačila v evrih med bankami v 17 državah članicah EU. To je v 13 državah evroobmočja ter na Danskem, v Estoniji, na Poljskem in v Veliki Britaniji.

TARGET2 je vseevropski plačilni sistem bruto poravnave v realnem času za plačila v evrih, ki ga upravlja evrosistem. Sistem TARGET2 je pričel z delovanjem 19. 11. 2007 kot naslednik sistema TARGET in temelji na enotni tehnološki platformi. Vsem udeležencem sistema TARGET2 so tako na voljo enake storitve, ne glede na to, iz katere države je posamezen udeleženec. Čeprav je sistem TARGET2 v pravnem smislu vzpostavljen kot »sistem sistemov«, ki jih posamezne centralne banke upravlja v skladu z nacionalno zakonodajo (v Sloveniji je to sistem TARGET2-Slovenija), pa so pogoji za udeležbo v sistemu skoraj v celoti harmonizirani. Vsem udeležencem sistema TARGET2 je tako na voljo enoten nabor funkcionalnosti, za vse udeležence veljajo enotni standardi posredovanja nalogov za poravnavo, enotni pogoji udeležbe in enotna cenovna politika. V

sistem TARGET2 je vključenih preko 4.000 udeležencev: nacionalne centralne banke in ECB, poslovne banke, hranilnice in druge kreditne institucije, ki opravljajo storitve plačilnega prometa. Sistem TARGET2 je namenjen predvsem za poravnavo plačil velikih vrednosti in časovno kritičnih plačil v evropski valuti, tako domačih (med udeleženci znotraj države) kot čezmejnih (med udeleženci v državah, vključenih v sistem TARGET2). V sistemu TARGET2 se poravnava tudi plačila strank, ki jih je po obsegu več kot 50 % od vseh plačil, procesiranih v sistemu TARGET2. Poravnava plačil se izvede individualno in takoj, če je le na računu pošiljatelja dovolj sredstev za poravnavo plačila. Zaradi zahtev uporabnikov so v sistemu TARGET2 uvedeni tudi mehanizmi za učinkovito upravljanje z likvidnostjo na računih bank, kar omogoča tekoče izvajanje plačilnega prometa (Banka Slovenije, 2013).

Glavni cilji sistema TARGET so:

- podpora vzpostavitve monetarne politike evrosistema in funkcioniranje evrskega denarnega trga;
- zmanjšanje sistemskega tveganja na plačilnem trgu;
- povečanje učinkovitosti čezmejnih plačil v evrih.

Z doseganjem zgoraj navedenih ciljev sistem TARGET prispeva k integraciji in stabilnosti evrskega denarnega trga. Izraz TARGET ravnotežje je med akademiki ustvaril precej zmede, saj gre za izraz z več pomeni, ki na prvi pogled niso povezani (European Central Bank, 2013b).

TARGET ravnotežja so terjatve in obveznosti posameznih centralnih bank evroobmočja, knjižena so v bilanci stanja posameznih nacionalnih centralnih bank. V bilanci ECB te terjatve in obveznosti niso nikjer vidne, ker se skupaj gledano med vsemi državami EU izničijo. Nemčija ima v bilanci svoje centralne banke knjižene terjatve (nemški krediti za financiranje proračunskih primanjkljajev drugih držav). TARGET ravnotežja merijo nakopičene primanjkljaje in presežke v plačilni bilanci vsake države evroobmočja v odnosu do druge države evrosistema. TARGET obveznosti predstavljajo delež primarnega denarja centralne banke, ki ga določena nacionalna centralna banka ustvari in ki presega ponudbo denarja, ki ga ima posamezna nacionalna centralna banka na razpolago. TARGET obveznost nastane zaradi nakupa dobrin in drugega premoženja od držav evroobmočja. TARGET terjatve pa merijo presežek razpoložljivega denarja centralne banke, ki kroži v eni državi, nad denarjem, ki ga ima centralna banka ali ECB druge države. TARGET terjatev se pojavi zaradi prodaje dobrin in ostalega premoženja drugi državi evroobmočja. Ta presežek imenujemo »zunanji denar«. TARGET terjatve in obveznosti nastanejo, če se zgodi neto tok evra čez mejo držav v okviru evroobmočja, ker se trgovinski in premoženjski tokovi več ne izničijo. Imetje »zunanjega denarja« se poveča v državi prejemnici blaga. TARGET primanjkljaj je po definiciji neto odtok denarja, s katerim se financira neto pritok dobrin in premoženja (vključuje tudi nakup dolžniških certifikatov).

Ko je bil vzpostavljen TARGET sistem, so predvidevali, da bo kakršno koli neravnotežje nepomembno. To mnenje je prevladalo v času, ko so se ravnotežja vsak dan izničila, zato ni bilo potrebe po nastanku mehanizma, ki bi odpravljal neravnotežja.

5 TARGET KREDITI PREKO EVROSISTEMA

TARGET presežke in primanjkljaje lahko v osnovi razumemo kot navadne plačilno-bilančne presežke in primanjkljaje, ki jih poznamo v sistemih s fiksnim menjalnim tečajem. Z namenom financiranja plačilno-bilančnega primanjkljaja je ECB dovoljevala in podpirala obsežno izdajanje in posojanje denarja s strani perifernih nacionalnih centralnih bank, in sicer na stroške izdajanja in posojanja denarja državam v središču EU. To je povzročilo, da se je kredit za refinanciranje iz središča EU prestavil na obrobje EU. Nacionalne centralne banke (v nadaljevanju NCB) iz osrčja EU so se spremenile v neto dolžnice svojega bančnega sistema, institucije, ki si predvsem sposojajo evro, namesto da bi ga tiskale in posojale. Kredit za refinanciranje je bil javni kapitalski tok skozi sistem ECB, ki je državam evrosistema v krizi pomagal enako kot uradni kapitalski tok skozi uradne evro reševalne programe (EFSF, EFSM itd.). Ta denarna pomoč je prišla veliko prej in je obšla Evropski parlament. To je bil reševalni program, ki se je začel pred uradnim reševalnim programom. S TARGET krediti so financirali precejšnje deleže bilančnega primanjkljaja Grčije in Portugalske prva tri leta krize, prav tako španski, irski in italijanski bilančni primanjkljaj.

TARGET terjatve in obveznosti, ki so se nakopičile v bilancah stanj posameznih NCB do decembra 2011, so prikazane v grafu na sliki 4. Nemčija je imela do tedaj terjatve do ECB v vrednosti 463 milijard evrov, medtem ko so imele države GIIPS obveznosti do evrosistema v vrednosti 650 milijard evrov. TARGET terjatve in obveznosti se obrestujejo. Obrestna mera je enaka glavni obrestni meri ECB za refinanciranje. TARGET obveznosti predstavljajo tuji neto dolg in kot take zmanjšujejo postavko neto tujih sredstev države. Ob koncu leta 2011 je znašal ta dolg za Grčijo 48 % BDP, za Irsko 77 % BDP, za Italijo 12 % BDP, za Portugalsko 35 % BDP in za Španijo 16 % BDP.

TARGET neravnotežja dolgo časa niso bila opažena, saj niso prikazana v bilanci stanja ECB. Poleg tega se znotraj evrosistema izničijo. To pomeni, da države članice evrosistema ne morejo imeti negativnega TARGET ravnotežja, saj jim ni dovoljeno, da izdajajo evre. Lahko pa jih najdemo v bilancah stanj posameznih NCB pod postavko terjatve in obveznosti do evrosistema ali pa v plačilno-bilančni statistiki, kjer so prikazani kot tokovi v finančnem računu plačilne bilance pod postavko ostale finančne transakcije z nerezidenti in kot imetje pod postavko premoženje/obveznosti znotraj evrosistema. TARGET ravnotežja, prikazana v bilanci stanja NCB, so bolj imetje kot tokovi. Stanje TARGET ravnotežja iz prejšnjega leta je preneseno v tekoče leto z dodanimi obrestmi in novi TARGET tokovi so dodani k staremu imetju. TARGET ravnotežja v bilancah stanja merijo plačilno-bilančne primanjkljaje in presežke, ki se nabirajo od začetka vzpostavitve evra.

Mnogi mislijo, da so TARGET neravnotežja normalni stranski učinek plačilnega prometa EU. Ta trditev je nasprotujoča, kar se vidi tudi iz slike 5. V ZDA to ne bi bilo možno, kar pojasnim kasneje. TARGET neravnotežja so začela nastajati sredi leta 2007, ko se je začel medbančni trg v Evropi krčiti. Pred tem so bila stanja TARGET ravnotežja blizu vrednosti 0. Nemške terjatve so na primer aprila 2012 znašale 644 milijard evrov v primerjavi s koncem leta 2006, ko so znašale komaj 5 milijard evrov. Presenetljivo je, da obstaja močna, čeprav ne popolna povezanost med rastjo nemških TARGET terjatev in rastjo TARGET obveznosti držav, kot so Grčija, Irska, Portugalska in Španija oz. države GIIPS. Udeležene so bile tudi ostale države, vendar z manjšimi zneski. Države kreditodajalke so: Nemčija, Luksemburg, Finska, Nizozemska. Države kreditojemalke pa so: države GIIPS, Italija, Avstrija, Francija, Belgija in Slovaška. Glavne udeleženke pa so države GIIPS, Italija in Nemčija. Ob koncu leta 2011 je vrednost TARGET kreditov, ki so jih črpale države GIIPS, znašala 650 milijard evrov. Uradna dana ali obljubljena finančna pomoč od evrosistema pa je znašala 172 milijard evrov (Garber, 2010; Sinn & Wollmershäuser, 2012).

6 URADNA IZJAVA NEMŠKE CENTRALNE BANKE IN ECB

Debata o TARGET kreditih se je začela v Nemčiji, ko so na to temo objavili članke Hansa Wernerja Sinna v *Wirtschaftswoche*, *Sueddeutsche Zeitung*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Hans Werner Sinn je v člankih opozoril tudi na tveganje, ki ga nosijo TARGET krediti. Na pisanje sta se odzvali nemška centralna banka in ECB, ki sta potrdili obstoj TARGET posojil, ampak sta težavo nekako prikrili in zanikali, da bi bili TARGET krediti v veliki meri krivi za poslabšanje plačilno-bilančnega ravnotežja. Nekdanji predsednik nemške centralne banke Schlesinger je kritiziral odziv nemške centralne banke, ker je omilila težavo, in rekel, da so TARGET krediti pomembna postavka in pomemben prispevek Nemčije k tujemu bogastvu. Nemška centralna banka in ECB sta TARGET neravnotežja komentirali z naslednjimi izjavami:

- TARGET ravnotežja so statistične postavke brez posledic, ker se v evroobmočju med seboj izničijo (izjava nemške centralne banke);
- tveganje Nemčije se ne odraža v terjativah nemške centralne banke, ampak v obveznostih držav s proračunskim primanjkljajem. Nemčija je odgovorna samo sorazmerno s svojim deležem v ECB in če bi ostale države namesto Nemčije imele TARGET terjatve, bi bila Nemčija odgovorna za točno isto vsoto (izjava nemške centralne banke in ECB);
- TARGET ravnotežja ne predstavljajo nobenih tveganj, razen tistih, ki izhajajo iz operacij za refinanciranje (izjava nemške centralne banke in ECB);
- pozitivno TARGET ravnotežje ne pomeni, da je kreditna ponudba omejena, ampak je znak obilne likvidnosti (izjava ECB).

Vse točke so v osnovi pravilne, ampak zanikajo temeljne motnje v plačilno-bilančnem ravnotežju, ki je merjen z TARGET krediti.

Točka 2 je pravilna, če država ne izpolni obveznosti plačila dolga in evro kot valuta ter evrosistem še naprej obstajata. V tem primeru je evrosistem pravno ločen od komercialnih bank države, ki ne more poplačati svojih obveznosti, medtem ko TARGET terjatve NCB te države ostanejo. Vse NCB evroobmočja si delijo izgubo v skladu z njihovimi kapitalskimi deleži, če TARGET terjatve ne morejo biti plačane. V primeru, da države GIIPS ne izpolnijo svojih obveznosti, bi bila Nemčija dolžna v višini svojega kapitalskega deleža v ECB. To je približno 43 % od 650 milijard (TARGET obveznosti držav GIIPS ob koncu leta 2011), kar je približno 277 milijard evrov. Francija bi morala prevzeti odgovornost za svoj kapitalski delež pri ECB, ki znaša 32 %, kar je 208 milijard evrov.

V primeru, da Italija in Španija ne bi bili zmožni poplačati dolga, bi to lahko pomenilo konec evrosistema. TARGET neravnotežja merijo mednarodni izvoz kapitala skozi evrosistem in zato javni kredit, večinoma iz Nemčije v države GIIPS. To ni neto odtok kredita (zasebni pritoki in javni odtoki kapitala skupaj), ampak odtok v smislu javnega reševalnega kredita iz ene države v drugo (Sinn, 2011b; Sinn & Wollmershäuser, 2012).

7 KAKO JE ZUNANJI DENAR IZRINIL KREDIT ZA REFINANCIRANJE V OSRČJU EVROOBMOČJA

Kredit za refinanciranje se zmanjša zaradi količine zunanjega denarja, ki prihaja skozi tuje nakupe dobrin ali premoženja. V plačilno-bilančni statistiki je to uradno zabeleženo kot izvoz kapitala iz Nemčije v druge države evroobmočja. Centralna banka v Grčiji, če izhajamo iz primera Nemčije in Grčije, prikazanega na sliki 6, komercialnim bankam posodi dodatno enoto centralno bančnega denarja, medtem ko nemška centralna banka posodi enoto denarja manj. Primarni denar v obeh državah ostane nespremenjen, toda kredit, ki ga da nemška centralna banka, se zmanjša za enoto, medtem ko se za eno enoto poveča pri grški centralni banki. Premik kredita iz nemške centralne banke v države GIIPS je rezultat omejenega povpraševanja komercialnih bank po centralno bančnem denarju in ne rezultat omejene ponudbe.

Izrinjanje kredita za refinanciranje je dobro poznano iz časov, ko je brettonwoodski sistem evropske centralne banke prisilil v ohranjanje fiksnega menjalnega razmerja do ameriškega dolarja. V tem času je ZDA financirala svoj primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance s tiskanjem in posojanjem več dolarjev, kot so jih potrebovali. Dolarje so med ostalimi prejemniki dobili tudi nemški izvozniki, ki so jih pri nemški centralni banki zamenjali za nemško marko. »Dolar – nemška marka« je bil zunanji denar v nemškem sistemu, ki je izrinjal denar nemške centralne banke zaradi refinanciranja. Statistika dokazuje, da je v tem času javni izvoz kapitala iz Nemčije v ZDA potekal preko centralno bančnega sistema.

Veliko ljudi, ki je spremljalo to situacijo, je sumilo, da je nemška centralna banka dovoljevala javni izvoz kapitala, da so pomagali financirati vietnamsko vojno.

Medtem ko je nemška centralna banka investirala prejete dolarje v ameriške zakladne menice, je francoska centralna banka zahtevala, da vlada ZDA zamenja dolarje v zlato iz Fort Knoxa. To je bil vzrok za propad brettonwoodskega sistema v obdobju 1968–1971. Nemška centralna banka danes menja »evre iz GIIPS« držav v »nemške evre«, ki nato izrinejo »evre, nastale iz kredita za refinanciranje,« izdane od nemške centralne banke. Namesto tuje valute ali tujega premoženja nemška centralna banka tako prejme TARGET terjatve do evrosistema.

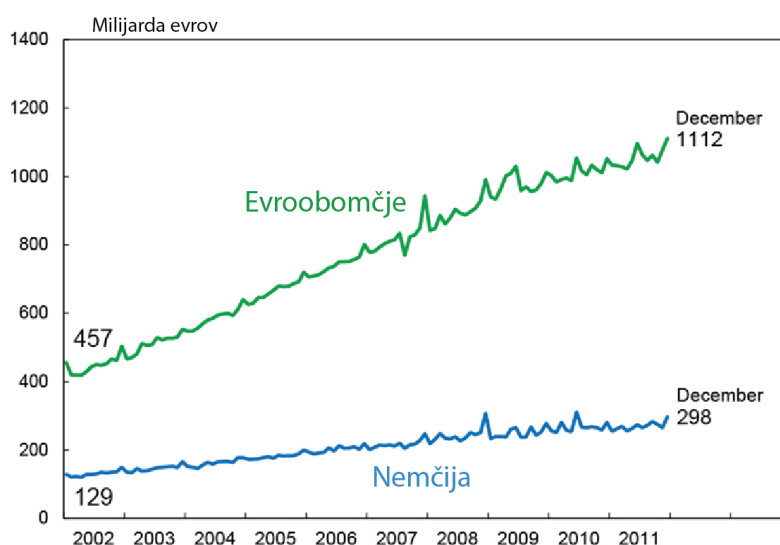
Dejstvo, da ima nemška centralna banka velike vsote TARGET terjatev, je včasih razumljeno kot zavestna naložbena želja nemške centralne banke. Medtem ko imajo ostale NCB premoženje v obliki zlata ali terjatev do komercialnih bank, naj bi bila želja nemške centralne banke, da ustvari terjatve do ostalih NCB. Ta ocena je narobe razumljena. Nemška centralna banka ni mogla zavrniti zahtev po izvršitvi plačil nemškim izvoznikom in sledilo je ustvarjanje novega primarnega denarja brez izvedbe operacij za refinanciranje s komercialnimi bankami. Za tako ustvarjanje primarnega denarja je nemška centralna banka avtomatsko prejela terjatve do evrosistema. Tu ni bilo nobene zavestne naložbene odločitve.

Prerazporeditev kredita za refinanciranje iz Nemčije v države GIIPS je bil izvoz kapitala skozi evrosistem. To je bil kredit nemške centralne banke, ki so ga dali državam GIIPS, da so lahko kupile več blaga ali dobrin v Nemčiji, kot bi ga lahko drugače. Grafa na slikah 8 in 9 prikazujeta dejansko situacijo. Graf na sliki 7 kaže, da ni bil niti primarni denar evrosistema niti nemški primarni denar prizadet od čezmejnih denarnih tokov, ki jih merijo naraščajoča TARGET neravnotežja. Trend agregata primarnega denarja evrosistema in nemški primarni denar je ostal nespremenjen. Tako je pritok zunanjega denarja zaradi odobranja TARGET kreditov državam GIIPS izpodrinil kredit za refinanciranje v Nemčiji. Graf na sliki 8 prikazuje celoten proces izrinjanja. Celotni primarni denar evroobmočja je enak 100 %. Rumeno območje na grafu 8 prikazuje delež primarnega denarja, ki izvira iz nakupov premoženja s strani NCB, kot so na primer zlato in državne obveznice. Spodnji del se nanaša na države GIIPS, zgornji pa na države, ki niso GIIPS. Belo območje med rumenima območjema prikazuje neto kredit za refinanciranje od ECB, ki si ga je sposodila od komercialnih bank preko različnih depozitov, ki ga imajo komercialne banke pri ECB. Modra presekana krivulja na sredini je meja med primarnim denarjem, ki kroži v državah GIIPS (merjeno od spodaj), in primarnim denarjem, ki kroži v preostalih državah evrosistema (merjeno od zgoraj).

Delež primarnega denarja znotraj držav GIIPS je v januarju 2012 znašal 29 % in se je približno ujemal z njihovim deležem BDP v evroobmočju (34 %). Rdeča navzgor nagnjena krivulja pa je meja med primarnim denarjem, ki izvira v državah GIIPS (merjeno od

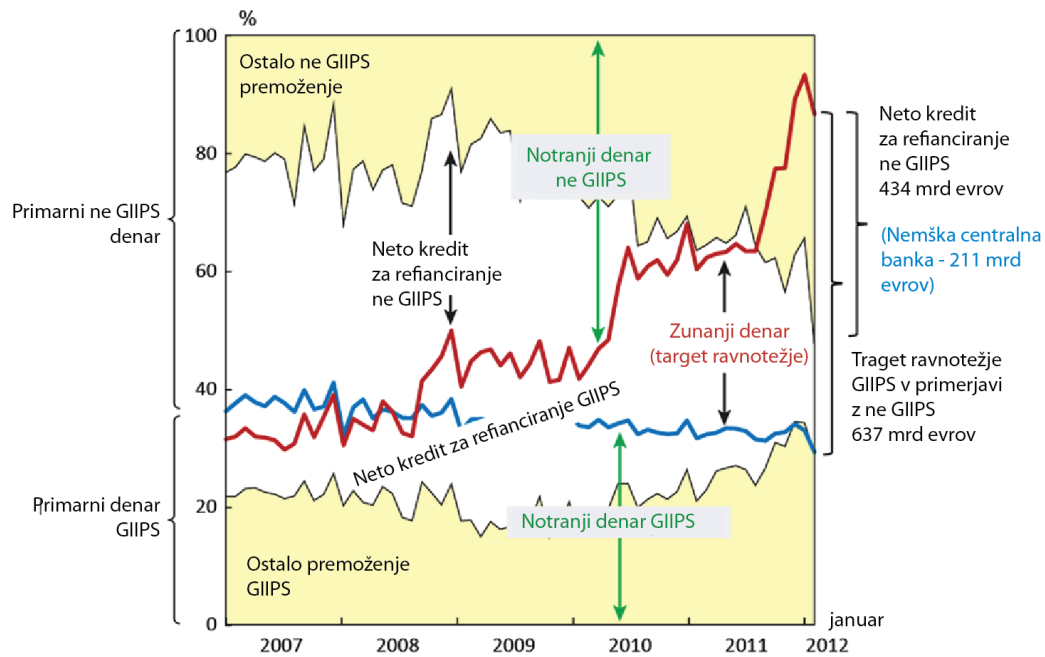
spodaj), in primarnim denarjem, ki izvira iz preostalih držav evroobmočja (merjeno od zgoraj). Delež imetja denarja centralnih bank, ustvarjenega v državah GIIPS, je zrasel z 31 % na začetku leta 2007 na 93 % ob koncu leta 2011. V tem času je samo 7 % primarnega denarja evroobmočja izviralo iz držav, ki niso GIIPS, čeprav te države ustvarijo 66 % celotnega BDP evroobmočja. Razlika med rdečo navzgor nagnjeno in modro presekano krivuljo je zunanji denar, to je denar centralnih bank, ki je bil ustvarjen v državah GIIPS in nato posredovan v države, ki niso GIIPS, z namenom nakupa dobrin in premoženja. Ta denar je izrinil notranji denar in neto kredit za refinanciranje v državah, ki niso GIIPS. Ta zunanji denar je merjen s TARGET ravnotežji med državami GIIPS in preostalimi državami evra. Iz grafa na sliki 8 je razvidno, da je bil avgusta 2011 izrinen celoten kredit za refinanciranje v središču EU. Na desni strani grafa na sliki 8 je razvidno, da je bila vrednost kredita za refinanciranje januarja 2012 434 milijard evrov, od tega je nemški centralni banki pripadalo 211 milijard evrov. NCB držav, ki niso GIIPS, so nehale posojati komercialnim bankam in so tako postale neto dolžnice centralno bančnega denarja. Na drugi strani pa so NCB držav GIIPS povečevale kredit za refinanciranje, ki je bil na razpolago njihovim komercialnim bankam (z 78 milijard evrov na začetku leta 2007 na 639 milijard evrov januarja 2012). Januarja 2012 je znašala vrednost celotnega neto kredita za refinanciranje v evroobmočju 205 milijard evrov. Od tega so komercialne banke v državah GIIPS dobile 312 % in preostale komercialne banke, ki niso iz držav GIIPS, 212 %. Kredit za refinanciranje v EU so dobile izključno komercialne banke v državah GIIPS. Prejele so 212 % celotnega kredita za refinanciranje, ki je bil podprt s kreditom, ki so ga dale komercialne banke iz držav, ki niso GIIPS, svojim NCB. 103 odstotne točke tega kredita izvirajo iz Nemčije in preostalih 109 odstotnih točk je od ostalih komercialnih bank iz središča evroobmočja (Sinn, 2011a; Sinn & Wollmershäuser, 2012).

Slika 7: Trend skupnega evropskega in nemškega primarnega denarja



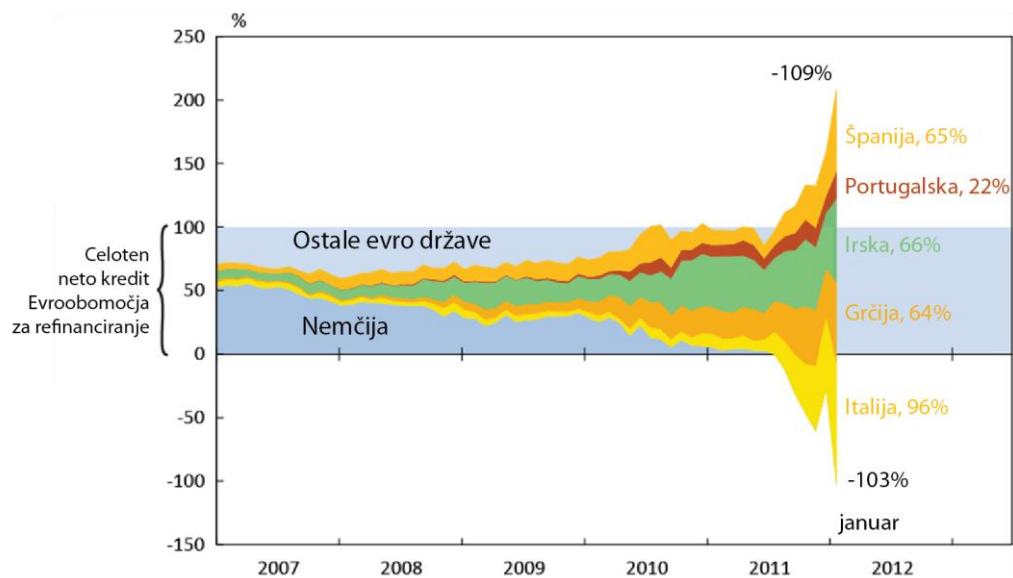
Vir: H. W. Sinn & T. Wollmershäuser, *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, 2012

Slika 8: Proces izrinjanja kredita za refinanciranje



Vir: H. W. Sinn & T. Wollmershäuser, *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, 2012*

Slika 9: Celoten neto kredit za refinanciranje v evro območju



Vir: H. W. Sinn & T. Wollmershäuser, *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, 2012*

8 TARGET RAVNOTEŽJE V ZDA

V ZDA imajo v okviru zveznega rezervnega sistema (angl. *Federal Reserve System*) podobni TARGET medobmočni poravnalni račun (angl. *Interdistrict Settlement Account* oziroma ISA). Kljub temu da sistem ISA dovoljuje TARGET podobna ravnotežja, se v njem niso nikoli pojavili tako veliki denarni tokovi kot sedaj v evrosistemu kot posledica evropske dolžniške krize. V ZDA se plačilne transakcije odvijajo preko *Federal Reserve Wire Network* (na kratko *Fedwire*) in v osnovi delujejo na podoben način kot v evroobmočju. Zaradi zgodovinskih razlogov je monetarna unija v ZDA razdeljena na 12 zveznih okrožij, katerih meje niso enake mejam zveznih držav. Zvezna okrožja so približno primerljiva s 17 državami evroobmočja. V EU so države lastnice svojih NCB, medtem ko so v ZDA regionalne zvezne banke (angl. *Federal Reserve Banks* ali na kratko *District Feds*) zasebne institucije. To jim preprečuje, da bi postale »samopostrežne« institucije za državne finance.

Vsaka zvezna regionalna banka je odgovorna za implementacijo monetarne politike v svoje okrožje. Plačila med komercialnimi bankami iz različnih okrožij se odvijajo preko *Fedwire* sistema in so poravnana preko računov komercialnih bank pri ustrezni zvezni regionalni banki. Plačila so zabeležena v sistemu ISA, ki je plačilni sistem bruto poravnave v realnem času in tako podoben evropskemu TARGET sistemu. Sistema imata kljub podobnostim nekaj pomembnih razlik. ISA sistem je večstranski. Vsaka regionalna zvezna banka ima poravnalni račun pri vseh ostalih 11 regionalnih zveznih bankah. Kot v evrosistemu mora regionalna zvezna banka izvršiti zahteve plačil od ostalih regionalnih zveznih bank. Terjatve se zabeležijo v njeno bilanco stanja. Nastala terjatev ni do celotnega centralnega bančnega sistema, ampak do regionalne zvezne banke, ki je naročila plačilo. V obdobju enega leta se terjatve ali nastale obveznosti ne obrestujejo, vendar morajo biti povprečna letna povečanja v ISA ravnotežju poravnana vsako leto aprila s tržnim finančnim premoženjem (npr. državne obveznice). Tako kot v Evropi ima regionalna zvezna banka pravico do tiskanja več denarja za namen financiranja neto nakupa dobrin ali premoženja iz ostalih okrožij. Namesto knjiženja obveznosti v svojo bilanco stanja in plačila glavne obrestne mere za refinanciranje mora predati opredmetena sredstva, da odplača svoj dolg. To naredi FED z menjanjem lastniških deležev v kliring portfelju s tržno-finančnim premoženjem, ki jih nadzoruje po pooblastilu regionalnih zveznih bank. Na grafu na sliki 10 vidimo primerjavo med sistemoma TARGET in ISA, ki prikazuje vsoto bruto ravnotežij glede na BDP. Iz grafa je lepo razvidno, da so regionalne zvezne banke s primanjkljajem pred aprilom 2009 verjetno zmanjšale znesek kredita za refinanciranje, da bi omejile prenos tržnega finančnega premoženja regionalnim zveznim bankam s presežkom. Aprila 2010 so odplačali precejšnjo vsoto ISA dolga (190 milijard dolarjev). Večina ISA dolga je bila odplačana aprila 2012. Ostalo je samo 21 milijard ISA dolga. V tem času je bruto TARGET dolg v evroobmočju znašal 10,1 % BDP, v ZDA pa samo 0,1 % BDP. Ta razlika je pomembna zaradi dejstva, da finančna kriza izvira iz ZDA bolj kot iz EU ter da so nekatere države ZDA prišle zelo blizu bankrota. ZDA so bile

notranje organizirane podobno kot sistem zlatega standarda, ki je zahteval, da se plačilno-bilančni primanjkljaji vedno financirajo z zlatom. Celo brettonwoodski sistem je bil osnovan na ideji o poravnavi plačilno-bilančnih primanjkljajev z zlatom.

To prakso so kasneje v ZDA opustili in dovolili uporabo drugih državnih vrednostnih papirjev za poravnavo proračunskih primanjkljajev. Med krizo so celo dovolili, da se za poravnavo proračunskih primanjkljajev uporabi zavarovane vrednostne papirje s hipoteko. To še vedno ne pomeni, da je sistem v ZDA podoben evropskemu. Lastništvo, ki se nanaša na opredmetena sredstva, obdrži vrednost tudi v primeru, da regionalna zvezna banka, ki je ustvarila zunanji denar, potujoč v ostala okrožja, bankrotira. Prav tako se sredstva obrestujejo po tržni obrestni meri v skladu z ustrezno kategorijo tveganja.

Če bi podoben sistem obstajal v evroobmočju, NCB iz držav GIIPS ne bi imele več želje po prekomernem tiskanju denarja za zadovoljitev svojega kreditnega povpraševanja, ker politika neposrednega financiranja preko kapitalskega trga ne bi bila več prednost. V vsakem primeru se morajo tržni dolžniški instrumenti, ki zagotavljajo normalno obrestno mero, prodati, da dosežejo zahtevano likvidnost. Tako bi se v evroobmočju kot v ZDA kopičila samo omejena TARGET ravnotežja. Posledica tega bi bila, da bi nemška in nizozemska centralna banka imeli pravico do prejetja tržno-finančnega premoženja zaradi danih posojil več 100 milijard evrov ostalim NCB v EU. V primeru, da bi ostale NCB morale plačati nemški centralni banki s premoženjem, ki ga nimajo, bi lahko to povzročilo bankrot držav in uničenje evrosistema. Situacija bi bila dokaj podobna tisti iz leta 1968, ko je general De Gaulle zahteval takojšnjo zamenjavo dolarskih terjatev centralne francoske banke (ekvivalent TARGET terjatvam nemške centralne banke) v zlato iz Ford Knoxa. Zamenjava obstoječih TARGET terjatev s tržno-finančnim premoženjem bi bila primerna v okviru daljšega časovnega obdobja. V tistem času bi NCB dolžnice lahko vsaj zavarovale svoje TARGET obveznosti z jamstvom, ki so ga dobile od svojih poslovnih bank, ko so jim posojale novo natisnjeni denar. Zaradi nizke kakovosti jamstva in dejstva, da obresti na jamstvo pripadajo poslovnim bankam, ki so ga priskrbele, to ne bi preprečilo spodbude za razrešitev plačilnih težav s tiskanjem novega denarja, razen če bi NCB dolžnice plačale obrestno premijo, ki bi bila višja od glavne ECB obrestne mere za refinanciranje. To je predlagal nekdanji predsednik nemške centralne banke Helmut Schlesinger. Boljša pot bi bila lahko ameriška rešitev, ki predlaga, da bi TARGET dolgove odplačali s predajo tržno-finančnega premoženja državam upnicam. To bi lahko bile nacionalne državne obveznice, zavarovane z nepremičninami.

Države prejemnice bi lahko prodale te obveznice na finančnem trgu in jih zamenjale za katero koli premoženje (vrednostne papirje). S tem bi se lahko izognili javnemu kreditu skozi evrosistem. S političnega vidika bi bile v Evropi potrebne takšne rešitve, vprašanje je samo, ali bi lahko težavo prekomernih TARGET kreditov rešili z bolj blago politiko. Na primer višje jamstvene zahteve za refinanciranje bi zagotovile, da bi bilo odobreno manj centralno bančnega kredita državam GIIPS. Standardi za jamstvo bi morali biti postavljeni

dovolj visoko. Težava je, da to verjetno ne bi mogli izvršiti, ker bi svet ECB ponovno znižal jamstvene standarde, saj imajo države, ki imajo koristi od tega, večino glasov v svetu ECB. Težave skoraj ni mogoče razrešiti pri trenutni ureditvi, kjer ima ena država en glas v svetu ECB (Ruckriegl & Seitz, 2002; Sinn, 2012; Sinn & Wollmershäuser, 2012).

9 TARGET RAVNOTEŽJE KOT MERILEC VREDNOSTI KREDITOV

TARGET ravnotežja niso samo postavke v bilanci stanja, ampak so tudi terjatve in obveznosti z lastnostmi, značilnimi za posojilo, in s pripadajočimi obrestmi.

Nemška centralna banka mora ustvariti in posoditi svoj denar, ne da bi prejela tržne vrednostne papirje ali ustvarila terjatve do nemške komercialne banke. Nadomestilo za to je njena TARGET terjatev do ECB. Na drugi strani pa grška centralna banka dvigne denar centralne banke iz grške komercialne banke, ne da bi se vrednostni papirji ali terjatve do grškega bančnega sistema zmanjšale. Grški TARGET dolg nasproti ECB je duplikat manjkajočega zmanjšanja terjatve. TARGET obveznost posamezne države je javni kredit, ki ga dobi država preko evrosistema, TARGET terjatev posamezne države pa je kredit, ki ga država da evrosistemu. To je javni kredit, ki upravičencem omogoča nakup tujega finančnega premoženja ali dobrin. Določba o TARGET kreditih ne vključuje posojanja denarja, ampak je to vseeno posojilo, ker nemška centralna banka izvrši plačilo in sprejme, da bo nosila obveznost v imenu grške centralne banke. To je tako, kot bi pripeljal prijatelja k mehaniku iskat njegovo popravljeno vozilo, jaz pa bi plačal s svojo kreditno kartico, ker jo je on pozabil doma. Potem mu odobrim posojilo v enakem smislu, kot nemška centralna banka odobri posojilo grški centralni banki.

Z vidika knjiženja pa tudi z ekonomskega vidika je zanimivo, da pridejo dobrine ali finančno premoženje iz ene države v drugo brez protitoka drugih dobrin ali finančnega premoženja. Terjatev do ECB, ki jo Nemčija prejme preko nemške centralne banke in ki jo ima ECB do grške nacionalne banke, je nadomestilo za prenos dobrin ali finančnega premoženja. TARGET ravnotežja prvotno nastanejo neposredno med udeleženiimi NCB. Obstaja dogovor med NCB, da se ravnotežja ob koncu poslovnega dne spremenijo v terjatve in obveznosti preko evrosistema. Ta postopek ustreza skupni obveznosti za izgube pri TARGET kreditih in združitev obresti, zasluženih pri refinanciranju. Evrosistem je skoraj ustvaril nekakšno evroobveznico (Sinn & Wollmershäuser, 2012).

10 NERAVNOTEŽJA TEKOČEGA RAČUNA PLAČILNE BILANCE IN KAPITALSKI PREMIKI

Od leta 2008 do 2011 so nemške TARGET terjatve narasle za 392 milijard evrov. Njihov presežek tekočega računa plačilne bilance pa je znašal 593 milijard evrov. To pomeni, da

je Nemčija namenila 66 % svojega presežka tekočega računa plačilne bilance (skupni kapitalski izvoz) ostalim državam v obliki TARGET kreditov preko sistema ECB. Država običajno uporabi celoten presežek tekočega računa plačilne bilance za pridobitev tržnih terjatev do ostalih držav. Nemčija je takšnih tržnih terjatev prejela za samo 34 % celotnega presežka tekočega računa plačilne bilance. Še bolj presenetljivo je, če primerjamo dodatne TARGET terjatve nemške centralne banke (392 milijard evrov) z nemškim presežkom tekočega računa plačilne bilance s preostalim evroobmočjem v enakem obdobju štirih let, ki je znašal 314 milijard evrov. Primerjava kaže, da je ostalo evroobmočje plačalo primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance z Nemčijo le s tiskanjem novega denarja centralne banke in še dodatno financiralo neto tok kapitala v Nemčijo v višini 78 milijard evrov na enak način. To dejstvo lepo razloži velikost plačilno-bilančnega neravnotežja znotraj evroobmočja.

To ne pomeni, da TARGET krediti in prikazani podatki tekočega računa plačilne bilance izvirajo iz dvostranskega odnosa med Nemčijo in državami GIIPS, saj gre samo 5 % celotnega nemškega izvoza v te države. Tekoči račun plačilne bilance in TARGET ravnotežja prikazujejo bolj prilive z in odlive na velike trge, s katerimi je povezano mnogo držav. Na primer, če bi Grki, ki kupujejo francoske izdelke, zamenjali italijanski kredit z novo natiskanim denarjem njihove centralne banke, ker bi italijanske banke potrebovale denar za poplačilo medbančnih posojil, ki so jih dobile od Nemčije, se ne bi spremenilo niti italijansko niti francosko TARGET ravnotežje. Zgodilo bi se, da bi grška centralna banka imela TARGET primanjkljaj, nemška centralna banka pa TARGET presežek. Nemška centralna banka bi bila dejansko tista, ki je priskrbelo posojilo za grški uvoz francoskih izdelkov.

V nadaljevanju podrobneje prikažem države GIIPS. Iz grafov na sliki 11 so lepo razvidne podrobnosti posameznih držav. Na ordinatni osi so napisane vrednosti neto uvoza kapitala in neto izvoza kapitala od leta 2003. Jasno je razvidno, da obstaja približna enakost med nakopičenim primanjkljajem tekočega računa in TARGET dolgom le pri Grčiji in Portugalski. V obeh državah je bila vsota navadnih neto kapitalskih pritokov (privatni kapitalski uvoz in uradna državna pomoč) med leti 2008 in 2010 skoraj nič. Grčija je 91 % primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance financirala s TARGET krediti v teh treh letih, Portugalska pa 94 % v istem obdobju (številke v odstotkih veljajo za december 2010 kot končno stanje). Ko se je zasebni kapital umaknil drugam, sta Grčija in Portugalska skoraj celotni primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance financirali s tiskanjem novega denarja. To se je zgodilo tako, da so zmanjšali jamstvene zahteve. ECB je v bistvu sestavila reševalni program, preden so sploh razpravljali o uradnem reševalnem programu. Medtem ko se je Grčija zatekla k ogromnemu TARGET financiranju tudi v letu 2011, ko je že dobivala uradno finančni pomoč, je Portugalski uspelo, da ni povečala TARGET dolga. Od leta 2008 do 2011 je bilo s TARGET krediti financiranega 90 % grškega in 80 % portugalskega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance.

Na Irskem in v Španiji so stvari potekale nekoliko drugače. V prvih treh letih krize je bila Španija še vedno sposobna pridobiti zasebni kapital, ki je financiral primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance. Španska nacionalna banka je pomagala samo občasno, ko je plačala preobilni uvoz. Med temi tremi leti so se ji TARGET obveznosti povečale za 48 milijard evrov, medtem ko je nakopičen primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance znašal 203 milijarde evrov. Samo četrtnina primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance je bila financirana s TARGET krediti. Od poletja 2011 pa Španija trpi za posledicami premika kapitala drugam, kar je povzročilo izničenje celotnega uvoza kapitala iz predhodnih treh let. V obdobju od leta 2008 do 2011 je bilo 71 % španskega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance financiranega s TARGET krediti. Stanje se je samo še poslabševalo. Marca 2012 je španski TARGET dolg znašal že 276 milijard evrov. To pomeni, da je bil celoten uvoz kapitala, ki se je nabiral od leta 2008, izbrisan zaradi pobega kapitala drugam. Celoten primanjkljaj španskega tekočega računa plačilne bilance je zato bil financiran s TARGET krediti. Takšen kapitalski pobeg se je pojavil na Irskem že veliko prej in bolj dramatično. Skupen primanjkljaj irskega tekočega računa plačilne bilance v obdobju štirih let (2007–2011) je bil samo 14 milijard evrov, toda njene TARGET obveznosti v istem obdobju so narasle za 120 milijard evrov (od približno 0 ob koncu leta 2007). To je predstavljalo približno 77 % irskega BDP v letu 2011 (156 milijard evrov).

Irška ima glede na svojo velikost ogromen bančni sistem. Zaradi tega je po sesutju ameriške banke Lehman Brothers v letu 2008 vlada zagotovila jamstva državnim bankam v 2,5-krat višji vrednosti od irskega BDP. To jamstvo vseeno ni uspelo povrniti zaupanja vlagateljev. Tuje banke in finančne institucije so se odločile za umik svojega kapitala iz Irske in zavetišče poiskale drugje. Irška centralna banka je postala posojilodajalka v skrajni sili in začela tiskati nov denar.

Poglejmo si še Italijo. V letih 2008, 2009, 2010 je Italija imela le nekaj TARGET ravnotežij. Italijanski primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance je bil v tem obdobju večinoma zasebno financiran in do jeseni 2009 je Italija imela večji kapitalski uvoz, kot ga je potrebovala za financiranje svojega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance. Njena TARGET obveznost je postajala vse bolj negativna, medtem ko se je krivulja primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance vzpenjala. Potem se je nagib TARGET krivulje spremenil in od jeseni 2009 do prve polovice leta 2011 je bila približno tako strma kot krivulja tekočega računa plačilne bilance. To je pomenilo, da Italija ni več imela zaupanja vlagateljev (uvoz kapitala), da bi financirala primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance, ampak je začela tiskati nov denar. Italija je tako začela z imetjem TARGET terjatev in jih je bila zmožna črpati do julija 2011, ko so se terjatve dokončno spremenile v obveznost. V avgustu in septembru 2011 se je obveznost celo nenadoma povečala zaradi umika kapitala drugam, ki je povzročil, da je izginilo imetje neto kapitala v letih 2008 in 2009. Ko je bil italijanski primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance samo v avgustu 2011 5 milijard evrov, so se TARGET ravnotežja poslabšala za 41 milijard evrov v enem samem mesecu. Od avgusta do decembra 2011 se je italijanski TARGET

dolg povečal za 175 milijard evrov, medtem ko je bil primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v tem obdobju samo 14 milijard evrov. Z decembrom 2011 je italijansko štiriletno povečanje TARGET dolga preseglo nakopičen štiriletni primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance za 47 milijard evrov. Podatki iz aprila 2012 kažejo, da je italijanski TARGET dolg znašal 279 milijard evrov.

Povečanje španskega in italijanskega TARGET dolga od avgusta 2011 do marca 2012 je znašalo 473 milijard evrov. Od tega je bilo 141 milijard evrov samo iz marca. To je prekosilo celo povečanje grškega, portugalskega in irskega TARGET dolga od začetka krize (približno 250 milijard evrov), kar pomeni množični umik kapitala zaradi pesimističnih napovedi in skrbi. Nedavno povečanje je posebej moteče, saj se je veliko strokovnjakov prepiralo, da bo politika ECB, ki je priskrbelo več kot 1000 milijard svežih dolgoročnih posojil za evropski bančni sistem, pomirila kapitalske trge in zaustavila umik kapitala. Lahko rečemo, da je umik kapitala znotraj evroobmočja ušel izpod nadzora in da lahko to politično uniči evroobmočje (Sinn & Wollmershäuser, 2012).

SKLEP

Dolžniška kriza evra predstavlja resno grožnjo Evropi. Veliko evropskih držav se sooča z nezaupanjem investorjev v njihove finančne institucije, visokim javnim dolgom in hitro rastočo donosnostjo državnih obveznic. Vzrokov za krizo evroobmočja je več. Priznani ekonomist Paul Krugman pravi, da se vzroki za krizo skrivajo v tem, da so dali evropski politiki prednost politiki pred ekonomijo. Veliko ameriških strokovnjakov s področja ekonomije se ni strinjalo z ustanovitvijo monetarne unije v Evropi. Evropa ne izpolnjuje zadovoljivo dveh kriterijev optimalnega valutnega območja. To sta mobilnost dela in fiskalni transferji. Najbolj problematične so države GIIPS. Težavo predstavlja nezmožnost odplačevanja dolgov teh držav v okolju z nizko gospodarsko rastjo. EMU je obstala v resnem plačilno-bilančnem neravnotežju, ki spominja na tistega, ki je uničil brettonwoodski sistem.

Večinski del plačilno-bilančnega primanjkljaja je bil financiran s pomočjo TARGET kreditov. Ob koncu leta 2011 je vrednost TARGET kreditov, ki so jih črpale države GIIPS, znašala 650 milijard evrov. Uradna dana ali obljubljena finančna pomoč od EU pa je znašala 172 milijard evrov. Vrednost TARGET kreditov je močno presegla uradno finančno pomoč EU (od EFSF, EFSM in podobno). Mnogi mislijo, da so TARGET neravnotežja stranski učinek plačilnega sistema evroobmočja, vendar to nikoli ne bi bilo možno v sistemu ZDA. TARGET neravnotežja so začela nastajati sredi leta 2007, ko se je začel medbančni trg v Evropi krčiti. Pred tem so bila TARGET ravnotežja blizu vrednosti 0. Nemške terjatve so na primer aprila 2012 znašale 644 milijard evrov v primerjavi s koncem leta 2006, ko so znašale komaj 5 milijard evrov. Presenetljivo je, da obstaja močna, čeprav ne popolna povezanost med rastjo nemških TARGET terjatev in rastjo TARGET obveznosti držav GIIPS. Med države, ki kreditirajo deficit proračunskega primanjkljaja, spadajo Nemčija, Luksemburg in Nizozemska. Med države kreditojemalke

pa spadajo države GIIPS, Avstrija, Francija, Belgija in Slovaška. Glavni udeleženci pri TARGET kreditih pa so: Nemčija (kot upnik), Grčija (kot dolžnica), Irska (kot dolžnica), Italija (kot dolžnica), Portugalska (kot dolžnica) in Španija (kot dolžnica). Od leta 2008 do 2011 je bilo 90 % grškega, 80 % portugalskega in 71 % španskega primanjkljaja tekočega računa plačilne bilance financiranega s TARGET krediti. V letu 2011 je bilo približno 77 % irskega BDP (156 milijard evrov) financiranega s TARGET krediti. Od avgusta do decembra 2011 se je italijanski TARGET dolg povečal za 175 milijard evrov, medtem ko je bil primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance v tem obdobju samo 14 milijard evrov. Z decembrom 2011 je italijansko štiriletno povečanje TARGET dolga preseglo nakopičen štiriletni primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance za 47 milijard evrov. Podatki iz aprila 2012 kažejo, da je italijanski TARGET dolg znašal 279 milijard evrov. Povečanje španskega in italijanskega TARGET dolga od avgusta 2011 do marca 2012 je znašalo skupaj 473 milijard evrov. Od tega je bilo 141 milijard evrov samo iz marca. To je prekosilo celo povečanje grškega, portugalskega in irskega TARGET dolga od začetka krize (približno 250 milijard evrov), kar pomeni množičen umik kapitala zaradi pesimističnih napovedi in skrbi. Vse te zaskrbljujoče številke nas opozarjajo, da je umik kapitala znotraj evroobmočja ušel izpod nadzora, kar lahko privede do uničenja evroobmočja.

LITERATURA IN VIRI

1. Baldwin, R., & Wyplosz, C. (2006). *The Economics of European Integration* (2nd edition). London: McGraw-Hill.
2. Banka Slovenije. (2013). Target2. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.bsi.si/placilni-sistemi.asp?MapaId=1450>
3. Cabannes, A. (2011, avgust). The European monetary crisis explained. Najdeno 10. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.lapasserelle.com/billets/greek_crisis.html
4. Cesaratto, S. (2011, januar). The European crisis: political and institutional failures or method in the madness?. Najdeno 6. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.networkideas.org/news/jan2011/European_Crisis.pdf
5. De Grauwe, P. (2010, 19. maj). Fighting the wrong enemy. Najdeno 7. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/europe-s-private-versus-public-debt-problem-fighting-wrong-enemy>
6. Eichler, A. (2011, 21. decembra). The European Debt Crisis: A Beginner's Guide. Najdeno 24. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.huffingtonpost.com/2011/12/21/european-debt-crisis_n_1147173.html
7. European Central Bank. (2013a). Target2. Najdeno 7. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/paym/t2/html/index.en.html>
8. European Central Bank. (2013b). Vision. Najdeno 6. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/paym/t2/about/vision/html/index.en.html>
9. Garber, P. M. (2010, 10. december). The Mechanics of Intra Euro Capital Flight. *Deutsche Bank Economics Special Report*. Najdeno 8. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://fincake.ru/stock/reviews/56090/download/54478>
10. Hutchinson, M. (2011, 2. september). The Only Way to Solve the European Sovereign Debt Crisis. Najdeno 24. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://moneymorning.com/tag/european-sovereign-debt-crisis-summary/>
11. Kenny, T. (2013). What is the European Debt Crisis. Najdeno 15. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://bonds.about.com/od/advancedbonds/a/What-Is-The-European-Debt-Crisis.htm>
12. Krugman, P. (2010, 29. april). The Euro Trap. *New York Times*. Najdeno 17. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2010/04/30/opinion/30krugman.html?_r=0
13. Krugman, P. (2011a). Can Europe Be Saved?. Najdeno 17. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?_r=1&pagewanted=all
14. Krugman, P. (2011b). Euro Zone Death Trip. Najdeno 17. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2011/09/26/opinion/euro-zone-death-trip.html>
15. Ruckriegl, K., & Seitz, F. (2002). The Eurosystem and the Federal Reserve System Compared: Facts and Challenges. *ZEI Working Paper, B02 (/)*, 1-29.

16. Valiante, D. (2011, 19. avgust). The Eurozone Debt Crisis: From its origins to a way forward. Najdeno 20. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.ceps.eu/book/eurozone-debt-crisis-its-origins-way-forward>
17. Whittaker, J. (2011). *Intra-eurosystem Debts*. Lancaster: University Management School.
18. Sinn, H. W. (2010, 28. oktober). Is Germany the Euro's Big Winner? *The Wall Street Journal*. Najdeno 3. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304388304575573881117057988.html>
19. Sinn, H. W. (2011a). Germany's capital exports under the euro. Najdeno 3. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6821>
20. Sinn, H. W. (2011b). Die riskante Kreditsatzpolitik der EZB. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Najdeno 3. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/target-kredite-die-riskante-kreditsatzpolitik-der-ezb-1637926.html>
21. Sinn, H. W. (2011c). The ECB's stealth bailout. Najdeno 3. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>
22. Sinn, H. W. (2011d). On and off target. Najdeno 18. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/article/and-target>
23. Sinn, H. W. (2012, 10. marec). Fed versus ECB: How Target debts can be repaid. Najdeno 18. januarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7708>
24. Sinn, H. W., & Feist, H. (1997). Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seignorage Wealth in EMU. *European Journal of Political Economy*, 13(/), 665–689.
25. Sinn, H. W., & Wollmershäuser, T. (2012). *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*. *International Tax and Public Finance*. Najdeno 18. januarja 2013 na spletnem naslovu http://www.princeton.edu/jrc/events_archive/repository/inaugural-conference/Sinn_ECB_Rescue_Facility.pdf

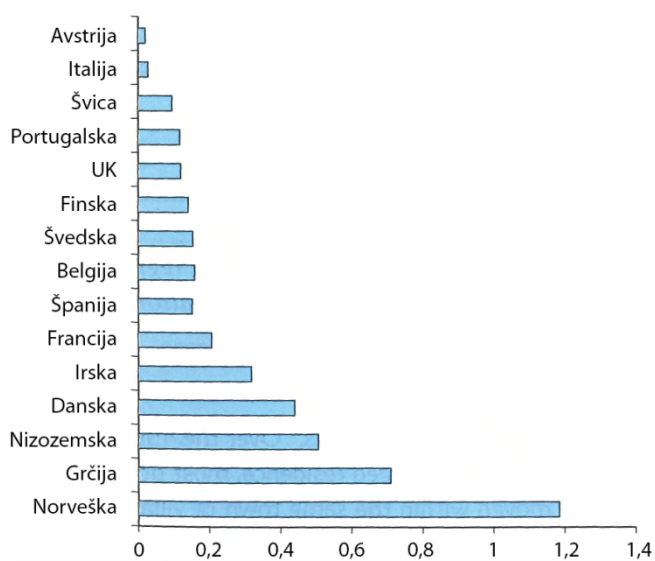
PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Slike	1
------------------------	---

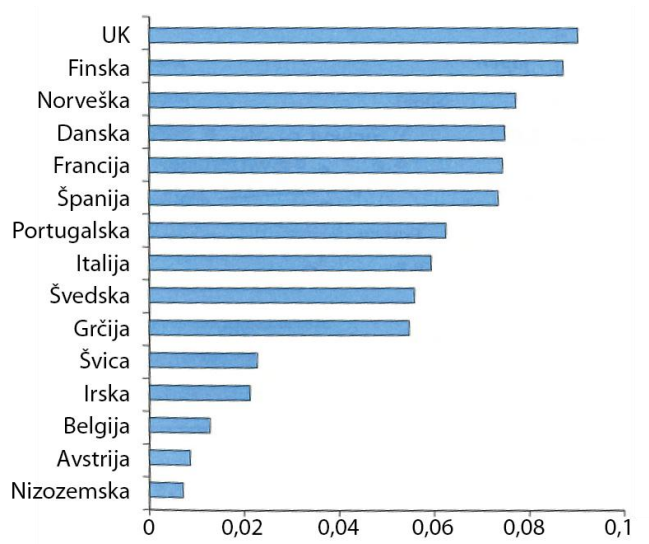
Priloga 1: Slike

Slika 1: Indeks optimalnega valutnega območja (angl. OCA indeks)



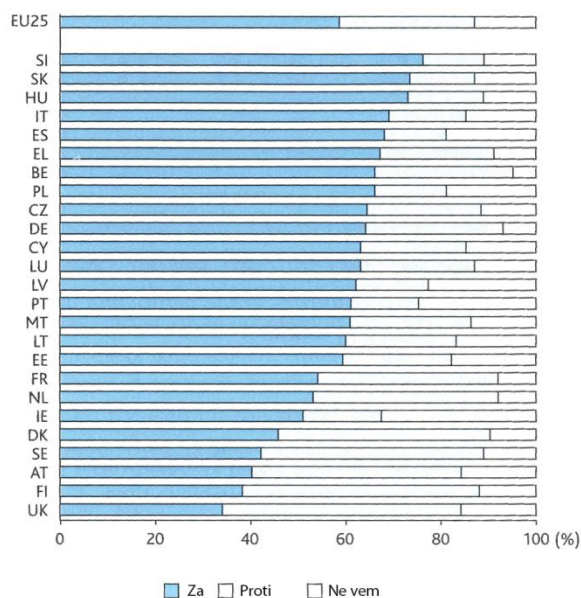
Vir: R. Baldwin & C. Wyplosz, *The Economics of European Integration* (2nd edition), 2006

Slika 2: Indeks različnosti trgovine leta 1995



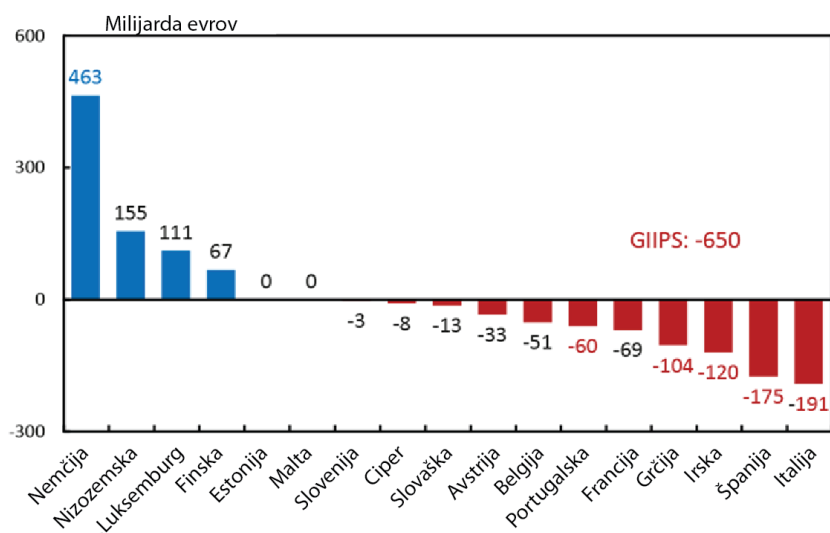
Vir: R. Baldwin & C. Wyplosz, *The Economics of European Integration* (2nd edition), 2006

Slika 3: Kazalec podpore za razvoj evropske politične unije



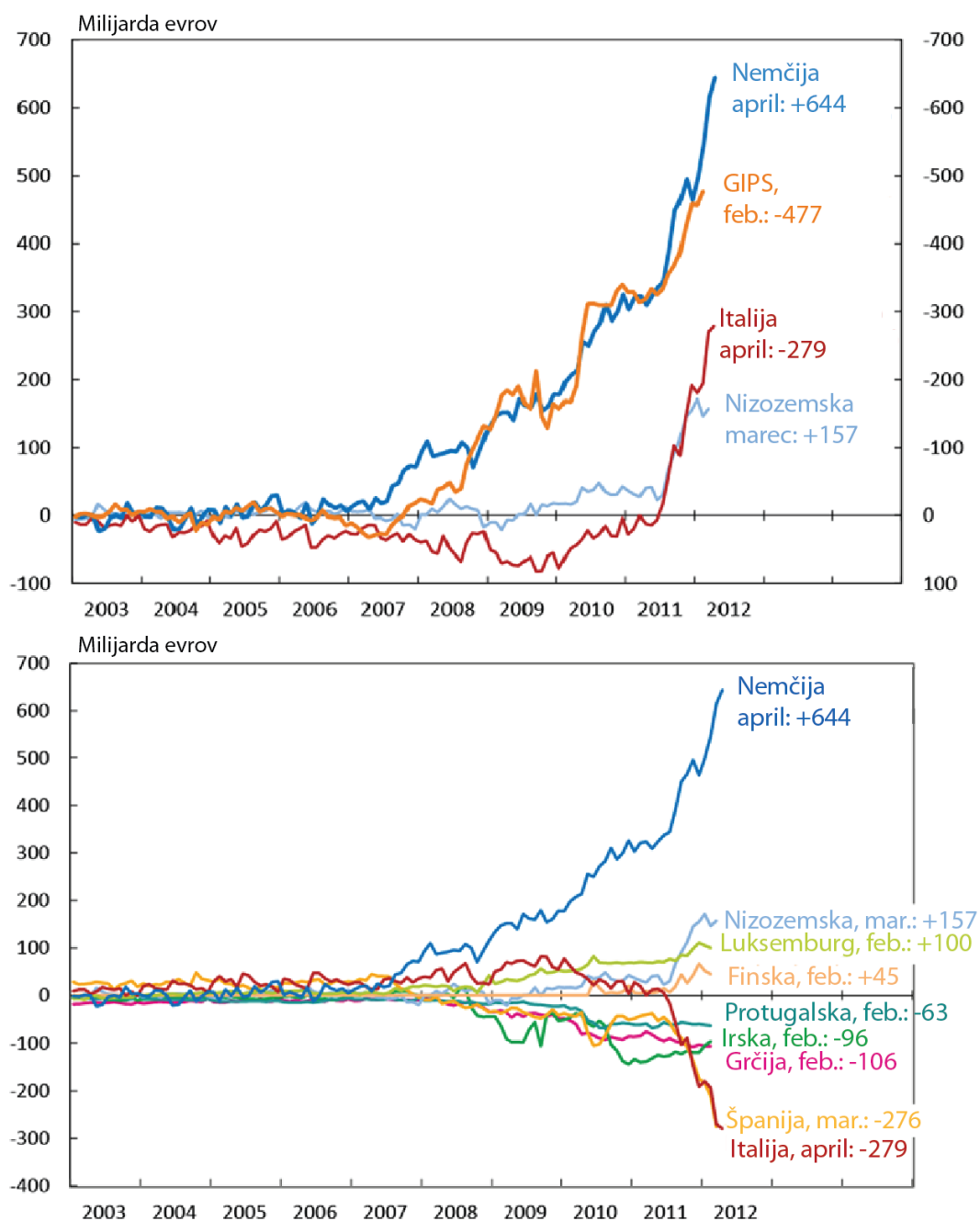
Vir: R. Baldwin & C. Wyplosz, *The Economics of European Integration* (2nd edition), 2006

Slika 4: TARGET terjatve in obveznosti decembra 2011



Vir: H. W. Sinn & T. Wollmershäuser, *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, 2012

Slika 5: TARGET ravnotežja



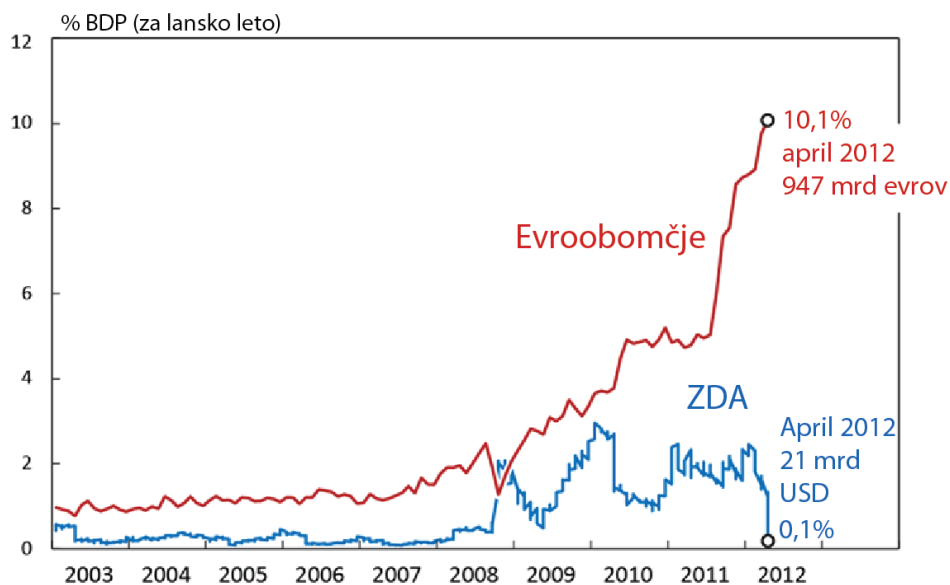
Vir: H. W. Sinn & T. Wollmershäuser, *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, 2012*

Slika 6: Poenostavljena bilanca stanja grške in nemške centralne banke

Grška centralna banka			Nemška centralna banka		
Sredstva		Obveznosti	Sredstva		Obveznosti
Premoženje			Premoženje	50	
Posojila bankam		Primarni denar 20	Posojila bankam 150		Primarni denar 200
		Primarni denar - 1			Primarni denar + 1
		Target obveznosti do ECB + 1			Target terjatve do ECB + 1
Posojila bankam + 1		Primarni denar + 1	Posojila bankam - 1		Primarni denar - 1

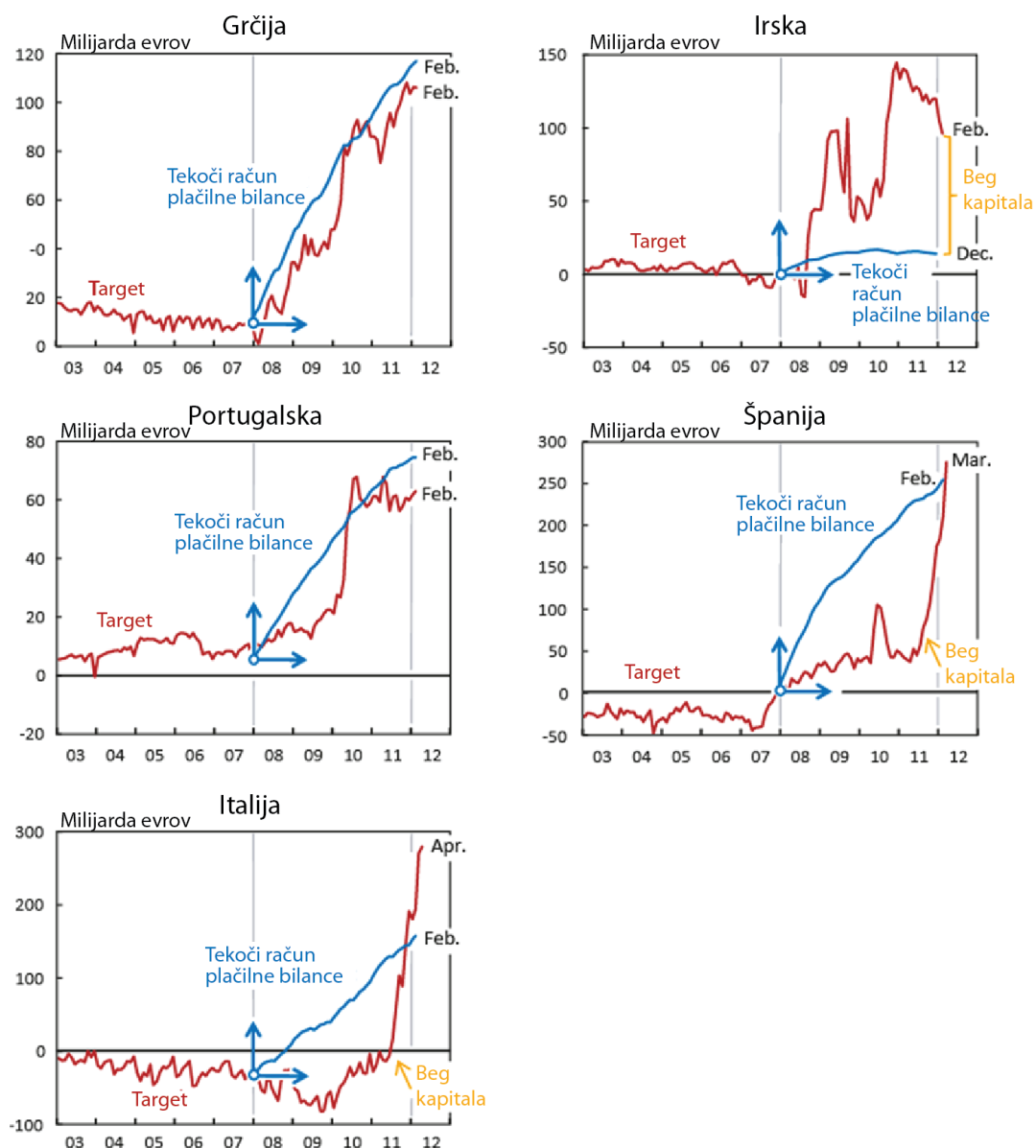
Vir: H. W. Sinn & T. Wollmershäuser, *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, 2012

Slika 10: Primerjava sistemov TARGET in ISA



Vir: H. W. Sinn & T. Wollmershäuser, *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, 2012

Slika 11: Posamezne države GIIPS, katerih javni dolg je financiran s TARGET krediti



Vir: H. W. Sinn & T. Wollmershäuser, *TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*, 2012