

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**VLOGA EVROPSKE CENTRALNE BANKE IN MORALNI HAZARD
POVEZAN Z GRŠKO DOLŽNIŠKO KRIZO**

Ljubljana, maj 2011

JURE BUKOVEC

IZJAVA

Študent Jure Bukovec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom izr. prof. dr. Marka Košaka, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 3.5. 2011

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1.1 Splošno o centralnem bančništvu	2
1.1.1 Zgodovina centralnega bančništva	2
1.1.2 Nastanek Evropske centralne banke	3
1.1.3 Cilji in naloge ECB	4
1.1.4 Neodvisnost ECB	4
1.2 Moralni hazard v bančništvu	5
1.2.1 Problem moralnega tveganja pri delovanju centralne banke	6
1.2.1.1 Posojilodajalec v skrajni sili	6
1.2.1.2 Reševanje finančnih institucij	7
1.2.1.3 Zavarovanje depozitov	8
1.2.1.4 Socializacija stroškov in privatizacija dobičkov	9
2 MORALNI HAZARD PRI REŠEVANJU GRŠKE DOLŽNIŠKE KRIZE	9
2.1 Grška dolžniška kriza javnih financ	10
2.1.1 Ozadje grške krize	10
2.1.2 Izbruh krize	11
2.1.3 Vzroki za nastalo krizo	13
2.1.4 Odgovor grške politike na krizo	13
2.1.4.1 Varčevanje pri javni porabi	14
2.1.4.2 Strukturne reforme	14
2.1.5 Finančna pomoč ECB in MDS	14
2.2 Vloga ECB in moralni hazard pri pomoči Grčiji	15
SKLEP	19
LITERATURA IN VIRI	20
PRILOGE	

UVOD

Finančna kriza, ki se je začela poleti 2007 v Združenih državah Amerike na hipotekarnem trgu, se je postopoma prelila v krizo državnih financ, ki je v letu 2010 močno pretresla temelje evroskupine in s tem tudi celoten projekt Evropske unije. Konec aprila 2010 se je EU znašla pred najtežjo nalogo v svojem obstoju, in sicer kako zagotoviti potrebno finančno pomoč Grčiji. Čeprav je Evropska centralna banka trdila, da se ne bo poslužila monetizacije dolgov in reševanja javnih financ problematičnih držav, je popustila pod političnimi pritiski. S tem je prižgala zeleno luč moralnemu hazardu v območju evroskupine, kar bi lahko v prihodnjih letih vodilo do nove krize s še hujšimi posledicami.

V diplomski nalogi se bom posvetil raziskovanju problema, ki v zadnjem letu pesti Evropsko centralno banko (v nadaljevanju ECB) in Evropsko unijo (v nadaljevanju EU) kot celoto. Ta problem je moralni hazard pri delovanju ECB v takšnih primerih, kot je grška dolžniška kriza javnih finance. Decembra 2010 je kriza zajela tudi Irsko, ki je bila ravno tako kakor Grčija deležna finančne pomoči s strani držav članic evroskupine in Mednarodnega denarnega sklada. Prezadolžene države, poleg Grčije in Irske še Portugalska, Španija, Italija in druge, bodo po vsej verjetnosti v naslednjih letih morale iskati pomoč pri ECB, saj je višina državnih dolgov nevzdržna, kar močno zavira zdravo gospodarsko rast.

Vprašanje, na katerega želim poiskati odgovor, je: Kakšna je vloga centralne banke (ECB) pri ustvarjanju moralnega tveganja pri finančni pomoči državam v skupini (evroskupini)?

Pri pisanju diplomske naloge sem se opiral predvsem na literaturo predstavnikov avstrijske šole ekonomije. Za raziskovanje tematike sem uporabljal knjige, strokovne članke, objave v finančnih časopisih ter statistične podatke, pridobljene na spletnih straneh mednarodnih finančnih organizacij in nacionalnih centralnih bank.

Diplomska naloga je razdeljena na dva dela. Prvi del je teoretični pregled centralnega bančništva, s poudarkom na ECB. Poglavje 1 je namenjeno splošnemu pregledu zgodovine centralnega bančništva, nadaljuje se z zgodovino ECB, njenimi cilji in nalogami ter funkcijami, ki jih opravlja, ter neodvisnostjo ECB. Sledi poglavje 2, v katerem je opisan problem moralnega hazarda, ki je prisoten pri delovanju centralne banke. V drugem delu pa je prikaz intervencije ECB v praksi. Prvo poglavje v tem delu je namenjeno predstavitvi grške dolžniške krize javnih finance, njenih vzrokov in odgovora nanjo s strani politike. V drugem poglavju tega dela pa se osredotočim na problematiko finančne pomoči Grčiji, ki jo s svojo intervencijo na trg vnaša ECB. Zaključil bom s sklepom, ki povzame vsebino in predstavi pričakovane posledice takšnega ravnanja ECB.

1 PREGLED CENTRALNEGA BANČNIŠTVA

1.1 Splošno o centralnem bančništvu

1.1.1 Zgodovina centralnega bančništva

Zametki centralnega bančništva so se pojavili na Nizozemskem, in sicer z Amsterdamsko banko v začetku sedemnajstega stoletja, ki je bila ustanovljena leta 1609. Ustanovitev banke je bil še zadnji poskus oblasti, da se uredi bančni sistem, osnovan na pravnih principih, ki so zagotavljali lastninske pravice bančnih varčevalcev. Sprva je bila Amsterdamska banka namenjena financiranju mesta Amsterdam in poravnavi dolgov med amsterdamskimi trgovci (angl. *clearing system*), ki so imeli pri banki shranjen svoj denar. Banka, ki jo v svojem delu Bogastvo narodov iz leta 1776 opisuje in hvali tudi Adam Smith, je svoj status in ugled pridobila s tem, da je skoraj stoletje in pol sledila načelom, na katerih je bila ustanovljena, in sicer tako, da je skozi celotno obdobje od ustanovitve leta 1609 do sredine osemnajstega stoletja poslovala s 100 % rezervami na depozite. Okoli leta 1780 pa je začela kršiti pravilo 100 % rezerv in v prihodnjih desetletjih postopoma dosegla tako nizek nivo rezerv (okoli 25 % vseh depozitov), da je bila leta 1819 zaradi insolventnosti zaprta (Dunbar, 1922; Quinn & Roberds, 2007; Huerta de Soto, 2009).

Leto 1668 označuje nastanek prve državne centralne banke modernega sveta. Tega leta je švedska oblast Stockholmsko banko – imenovano Riksbank – nacionalizirala, ji podelila privilegij, ki ji je omogočil poslovanje z manj kot 100 % rezervami na depozite ter monopol nad izdajanjem papirnatega denarja. Ti dve lastnosti sta se ohranili do danes in veljata za osnovo delovanja centralne banke (Rothbard, 2005; Rothbard, 2008).

Nekaj let kasneje, natančneje leta 1694, je bila ustanovljena Banka Anglije, ki je bila tako kot Riksbank, oblikovana po zgledu Amsterdamske banke, vendar ni sledila takim zakonskim omejitvam, kot jim je sprva sledila Amsterdamska banka (100 % rezerve na depozite), kajti eden izmed ciljev, zaradi katerega je bila ustanovljena, je bil financiranje javnih izdatkov (kar se je izkazalo kot zametki današnjih težav centralnega bančništva) oziroma takratno vojno Angležev s Francozi. Tekom Napoleonovih vojn in tudi še do sredine 19. stoletja, je Banka Anglije zaradi izkoriščanja privilegija kršenja 100 % rezerv zabredla v tako globoke dolgove, da je morala prekiniti z menjavo zlata za bankovce. Čeprav teoretično dobronamerni zakon, ki je bil sprejet z namenom, da bi preprečili ponavljajoče se bančne krize, je bilo z znanim Peelovim zakonom iz leta 1844 določeno, da je bankovec, izdan s strani te banke, edino legalno plačilno sredstvo v Angliji – zakon je ustanovil monopol banke Anglije za izdajanje bankovcev. To obdobje velja za začetek modernega bančnega sistema, ki temelji na bančništvu z minimalnimi rezervami, monopolom centralne banke nad izdajanjem edinega plačilnega sredstva in vlogi centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili (angl. *lender of last resort*) (Rothbard, 2005; Rothbard, 2008; Huerta de Soto, 2009).

V devetnajstem stoletju so začele države po vsem svetu ena za drugo z ustanavljanjem centralnih bank, kot ena izmed zadnjih pa je bila leta 1913 ustanovljena še centralna banka Združenih držav Amerike, imenovan Fed (angl. *Federal Reserve System*), ki pa je sicer v marsikaterem pogledu zelo različen od ostalih centralnih bank. Do leta 1998 je bil Fed najpomembnejša centralna banka na svetu, tega leta pa se mu je pridružila še ECB, ki je prevzela vlogo enotne centralne banke evrskega območja.

Kot piše Smith (1936), je skupno vsem centralnim bankam to, da so nastale ne kot spontane, evolucijske prostotrzne institucije, temveč kot posledica namerne državne intervencije na področju bančništva. Z drugimi besedami, nastale so zaradi tega, ker države niso bile sposobne točno definirati in zagotoviti lastniških pravic varčevalcev oziroma preprečiti bankirjem kršenja 100 % rezerv na depozite, kar so bankirji izkoristili v svoj prid, kasneje pa so tudi države same izkoristile to možnost. Posledica tega neuspeha je bil razvoj bančništva z minimalnimi rezervami. Bankirji so z leti spoznali, da lahko z uporabo minimalnih rezerv ustvarjajo denar *ex nihilo* in tako vplivajo na poslovne cikle gospodarstva, saj so bili sposobni izdati več posojil, kot so imel rezerv. Sčasoma jih je to pripeljalo do ugotovitve, da njihova ekspanzivna politika ustvarjanja denarja vodi do finančnih kriz, kajti niso bili zmožni v kateremkoli trenutku izpolniti obljub vsem varčevalcem naenkrat (saj so poslovali z minimalnimi rezarvami – bili so insolventni). To je v veliko primerih vodilo do bankrota njihovih bank in vsesplošne krize v ekonomiji, saj je javnost izgubila zaupanje v banke, kar je vodilo do paničnega dvigovanja depozitov s strani varčevalcev, to pa je sprožilo krčenje količine denarja v obtoku. Posledica takšnih ponavljajočih se kriz je bila, da so se bančniki organizirali, in od države zahtevali ustanovitev ene glavne banke oziroma centralne banke, ki bi kot posojilodajalec v skrajni sili zagotavljala preživetje bank v težkih časih. Rezultat je bil, da sta obe strani skupaj tvorili simbiozo – država je pridobila enostavno financiranje v obliki posojil in inflacije, bankirji pa so dobili “rešilni čoln” v času težav, ki jim brez omejitev zagotavlja potrebno likvidnost. Pri tej simbiozi se pojavi tako imenovani učinek tragedije skupnosti (angl. *the tragedy of commons*) saj posamezne banke obdržijo dobiček zase, stroški reševanja bank, ki zaradi nesolventnosti pridejo v težave, pa nosi celotna družba, oziroma davkoplačevalci (Smith, 1936; Von Mises, 2008; Huerta de Soto, 2009).

1.1.2 Nastanek Evropske centralne banke

Kakor piše Scheller (2006), je centralno bančništvo v evropskih državah od nekdaj veljalo za enega izmed temeljev nacionalne neodvisnosti. Države, ki so bile sposobne izdajati lastne bankovce in upravljati z nacionalno monetarno politiko, so na lastnem denarju upodabljale simbole, ki so poudarjali kulturno in zgodovinsko pomembne dogodke. Z idejo nastanka enotne evropske unije pa je nastala tudi potreba po enoviti monetarni politiki in skupni valuti v novi politični tvorbi, ki naj bi omogočala enotno monetarno delovanje te unije.

ECB, ustanovljena junija 1998 kot naslednica Evropskega monetarnega inštituta, je bila po sprejetju enotne valute evro v območju Evropske monetarne unije določena kot jedro novoustanovljenega centralno bančnega sistema, imenovanega Evropski sistem centralnih

bank (v nadaljevanju ESCB), ter je tako prevzela odgovornost za monetarno politiko v območju evra. Ker ESCB ni pravna oseba, so glavni igralci v ESCB ECB in nacionalne centralne banke držav članic "evrosistema" ter vse ostale centralne banke držav članic Evropske unije (Scheller, 2006).

1.1.3 Cilji in naloge ECB

Naloga ECB je oblikovanje in upravljanje monetarne politike v območju evra. Primarni cilj ECB je cenovna stabilnost, ki je določena v Pogodbi o Evropski skupnosti. Uradno je cenovna stabilnost določena kot "na letni ravni rast harmoniziranega indeksa cen življenskih potrebščin, oziroma HICP, za območje evra do, vendar pod 2 % v srednjeročnem terminu". Za stabilizacijo cen, ECB sledi strategiji "inflacijskega ciljanja" – javno določena srednjeročna višina inflacije, ki jo centralna banka želi doseči (Mishkin, 2007). To počne z (Scheller, 2006):

- nadzorovanjem ponudbe denarja in
- z aktivnim spremljanjem gibanja cen ter s presojo tveganja, ki ga takšna gibanja predstavljajo v ekonomiji.

1.1.4 Neodvisnost ECB

Kot že omenjeno, centralna banka kot srce bančnega sistema, bdi z monetarno politiko nad cenovno stabilnostjo in gospodarsko rastjo države oziroma regije, za katero je pristojna. Ker je njena naloga nadzorovanje količine denarja v obtoku (centralna banka, podvržena močnim političnim pritiskom, bo slej ko prej pričela "tiskati denar"), je višina inflacije eden izmed najboljših pokazateljev njene neodvisnosti. Empirično je bilo v več študijah tudi dokazano (na primer Cukierman, Webb & Neyapti, 1992), da je v državi z bolj neodvisno centralno banko inflacija nižja kot v državi z manj neodvisno.

ECB uradno velja za najbolj neodvisno centralno banko na svetu (Mishkin, 2007). Neodvisnost ECB je določena tako v Pogodbi o Evropski skupnosti, kot tudi v Statutu ESCB, kar pomeni, da ima konstitualni status. ECB in ostale nacionalne centralne banke v evroskupini, morajo v teoriji braniti svojo politiko pred vsemi negativnimi zunanji vplivi, še posebno pred političnimi, ki bi si z ekspanzivno monetarno politiko zagotavljali glasove na volitvah. Neodvisna centralna banka je tako v boljši poziciji, da opravlja svojo funkcijo strokovno in v skladu s svojimi prepričanji. Neodvisna centralna banka pa je tudi bolj kredibilna v očeh javnosti, kakor če bi bila podvržena kratkoročnim političnim vplivom.

Statut ECB je oblikovan po konceptu ene izmed najbolj zaupanja vrednih centralnih bank v zgodovini, in sicer po nemški Bundesbank. Nekdanji predsednik Evropske komisije Jacques Delors (1992) je kredibilnost Bundesbanke izrazil takole: "Vsi Nemci ne verujejo v Boga, toda vsi verujejo v Bundesbanko".

Ta banka je imela zelo natančno zapisano, kje so meje med vlogo centralne banke in dovoljeno intervencijo na finančne trge in v gospodarstvo. Kljub občasnim pritiskom s strani politikov za bolj ekspanzivno monetarno politiko je dosledno sledenje pravilom omogočilo najprej Zahodni Nemčiji, nato pa tudi združeni Nemčiji, doseči neverjetno stabilnost nemške marke glede na ostale valute. Visoki nemški standardi, stroga finančna disciplina in zahteva po popolni neodvisnosti ECB pri svojem delovanju so bili osnovno vodilo pri vzpostavitvi evrosistema in ESCB (Gökbudak, 1996; Weber, 2006).

V literaturi, na primer Mishkin (2007, str. 321), se omenjata predvsem naslednji dve glavni karakteristiki neodvisnosti centralne banke:

- **instrumentalna neodvisnost** – zmožnost centralne banke, da sama izbere instrumente, s katerimi vodi monetarno politiko;
- **ciljna neodvisnost** – zmožnost centralne banke, da sama postavi cilje monetarne politike.

ECB zadovoljuje obe karakteristiki. Poleg teh dveh vključuje koncept neodvisnosti ECB še (Scheller, 2006):

- institucionalno neodvisnost – v Pogodbi o ES je eksplicitno navedeno, da člani ECB ali NCB ne smejo iskati ali sprejemati kakršnihkoli navodil od katerekoli vlade članice EU ali katerekoli druge institucije;
- zakonsko neodvisnost – ECB in NCB uživajo posebno zakonsko obravnavo;
- osebno neodvisnost – navezuje se na neodvisnost oseb zaposlenih pri ECB ali NCB
- funkcionalno in operativno neodvisnost – ECB ima na voljo vsa potrebna sredstva, s katerimi dosega cenovno stabilnost (npr. monopol nad izdajo bankovcev);
- finančno in organizacijsko neodvisnost – ECB ima svoje lastne finančne vire in uživa organizacijsko avtonomijo.

V teoriji je neodvisnost centralne banke jasno definirana, toda vprašanje je, koliko neodvisnosti je možno doseči v praksi. Kot vsi ostali javni uslužbenci so tudi centralni bankirji podvrženi velikim pritiskom različnih interesnih skupin, v največji meri politikov in privatnih bančnikov (Goodhart, 1994; Thesing & Vits, 2007).

1.2 Moralni hazard v bančništvu

Problem moralnega hazarda se pojavi, kadar je tveganje v katerega vstopi posameznik razpršeno tako, da so vanj vključene tudi ostale osebe prisotne pri tej transakciji. Ta problem izhaja iz problema asimetrije informacij med posamezniki, kjer se zgodi, da posamezniki nimajo enakih informacij in zaradi tega ne morejo optimalno določiti stroškov povezanih s tveganjem (Akerlof, 1970; Holmström, 1979).

Splošno bi lahko rekli, da moralno tveganje pogosto predstavlja povečano tvegano obnašanje ene stranke, ki škodi nasprotni stranki. Na primer, če oseba A tvega, posledice pa nosi oseba B, bo oseba A verjetno izrabila priložnost in tvegala; toda če bo morala oseba A sama nositi

posledice svojega dejanja, potem bo raje dvakrat premislila, preden bo storila nekaj tveganega. Nezaostna in/ali pomanjkljiva kontrola s strani B ter prenos posledice tveganja nanjo s strani A je v veliki meri prisoten v bančništvu oziroma v finančnem svetu v celoti (Wolf, 1999; Hülsmann, 2008a; Dowd, 2009).

Da bi zmanjšali problem moralnega tveganja v bančništvu, države in centralne banke vedno znova uveljavljajo nove in nove zakone. Bančna panoga je že tako ena izmed najbolj reguliranih sektorjev v gospodarstvu, pa se kljub temu vsakih nekaj let pojavljajo finančne krize, ki zahtevajo na tisoče brezposelnih, višje davke zaradi državne intervencije na finančnem trgu ter ponovno spisano regulacijo bančnega sektorja. Kot je zapisal Huerta de Soto (2009, str. 673): “Kadarkoli udari nova kriza, se na hitro uzakoni novo skupino zakonov ali dopolni starim zakonom pod naivnim prepričanjem, da so bili prejšnji zakoni neprimerni in nepopolni in da so novi bolj natančni ter vseobsegajoči in da bodo v prihodnje preprečili nove krize. Ampak to je le pretveza, pod katero vlade in centralne banke opravičijo svoje pomilovanja vredno nezmožnost preprečiti krize, ki se vendar spet in spet zgodijo, nova regulacija pa velja samo do nove bančne krize in ekonomske recesije, ko se začaran cikel ponovi.”

Torej vprašanje je, kaj povzroča moralni hazard v bančništvu, ki s tako pogubnimi posledicami vpliva na celotno gospodarstvo.

1.2.1 Problem moralnega tveganja pri delovanju centralne banke

Kot piše Scheller (2006), poleg funkcij, omenjenih v predhodnem delu, opravlja centralna banka neposredno ali posredno še nekatere druge funkcije, in sicer:

- velja za državno banko in banko komercialnih bank;
- opravlja funkcijo posojilodajalca v skrajni sili (angl. *lender of last resort*);
- država preko centralne banke omogoča reševanje finančnih institucij (angl. *bailout*);
- država preko centralne banke oziroma kakšne druge državne agencije jamči za depozite pri bankah;
- deluje kot klirinška hiša komercialnih bank;
- opravlja funkcijo nadzornika bančnega sistema.

V zgoraj navedenih funkcijah centralne banke lahko določimo tri problematične naloge, ki izrazito omogočajo nastanek moralnega tveganja v finančnem svetu.

1.2.1.1 Posojilodajalec v skrajni sili

V modernem finančnem sistemu, osnovanem na t.i. fiat denarju, so banke tako rekoč vseskozi insolventne, saj poslujejo z izredno majhnimi rezervami glede na obveznosti, ki jih imajo, poleg tega pa so depoziti (večinoma za krajše časovno obdobje) in posojila (večinoma za daljše časovno obdobje) bank časovno izredno neuravnovešeni (angl. *duration mismatch*) (Rothbard, 2008). Kadar finančne institucije zaidejo v težave in zaradi tega ne morejo priti do

posojila na finančnih trgih, se obrnejo na posojilodajalca v skrajni sili (v nadaljevanju PSS) (angl. *lender of last resort*), oziroma na centralno banko, ki ponavadi opravlja to funkcijo. Glavni nalogi PSS sta ohranjanje stabilnosti finančnega sistema, s tem da štiti denar varčevalcev, in preprečevanje bančnih panik ter posledičen negativen vpliv na ostalo gospodarstvo (Mishkin, 2007).

Vloga centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili je ena izmed najbolj kontroverznih nalog, ki jo opravlja, in je eden izmed glavnih vzrokov za pojav moralnega tveganja na bančnem trgu. Kritika mnogih nasprotnikov PSS je, da lahko centralna banka opravlja to funkcijo brez kakršnihkoli tehničnih ali ekonomskih omejitev, saj ima možnost enostavno "natisniti" nov denar (Hülsmann, 2008b). Problem take ureditve je, da se finančne institucije zavedajo, da če bodo zašle v težave, imajo vedno na voljo centralno banko, ki bo pripravljena pomagati v časih, ko je likvidnost na trgu nizka, ter če bo potrebno, preprečila bankrot teh institucij. Posledica tega pa je, da agentje na finančnem trgu ne poslujejo tako preudarno in odgovorno, kot bi poslovali v odsotnosti PSS (Mann, 1998; North, 2007).

Eden izmed argumentov, ki jih zagovorniki PSS najbolj pogosto uporabljajo, je ta, da je v bančnem sistemu potrebna institucija, ki bi zagotavljala likvidnost bankam, kadar se na medbančnem trgu pojavi likvidnostni krč (Mishkin, 2007). Toda problem tega argumenta je, da se ti zagovorniki ne vprašajo, kaj je osnovni razlog za ta krč. Odgovor na to vprašanje poda Huerta de Soto, str. 638 (2009): "Očitno je, da sam obstoj frakcijskega bančništva vodi do nastanka centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili".

1.2.1.2 Reševanje finančnih institucij

Poleg tega PSS tudi omogoča nastanek (pre)velikih finančnih institucij, tako imenovanih "prevelika, da bi jo pustili propasti" (angl. *too big to fail*). Kot je pojasnil prof. Williem Buiter (2009), postane finančna institucija "prevelika, da bi jo lahko pustili propasti", kadar:

- izkorišča monopolno moč,
- izkorišča sinergije konflikta interesov,
- dosega prevelike ekonomije obsega in/ali ekonomije razpona,
- zadovoljstvo, ki ga čutijo vodilni, ob sami ideji velikega podjetja in implicitni subvenciji s strani davkoplačevalcev, ki ji garantirajo obstoj pred propadom in insolventnostjo.

Vse te štiri razlage se ujemajo z zgoraj omenjenimi funkcijami centralne banke, ki omogoča nastanek moralnega tveganja v bančništvu. In nič čudnega ni, da so banke postale tako sistemsko pomembne, če jim je omogočeno izkoriščanje posebnih privilegijev kartelnega dogovarjanja. Ker so banke zelo integrirane z vsemi ostalimi sektorji v gospodarstvu, jim to omogoča popoln nadzor nad gospodarstvom. To pa je z vidika racionalnih odločitev pri poslovanju bank izredno pomembno, saj tako banka pridobi vzvod, s katerim pritiska na centralno banko. Kajti, če se banka znajde v težavah, lahko le-ta brezkompromisno zahteva finančno pomoč s strani centralne banke, saj bi propad banke lahko imel potencialen negativen vpliv na celotno gospodarstvo (Wyplosz, 2009).

Reševanje finančnih institucij se zgodi, kadar finančna institucija zabrede v tako globoke finančne težave ter si ne more zagotoviti novega financiranja na trgu, da jo pred propadom reši neka druga institucija (podjetje, država ali posameznik) (Downes & Goodman, 2006). Po večini je največkrat v vlogi rešitelja država, saj želi preprečiti, da bi propad velike finančne institucije vodil do tako imenovanega "učinka okužbe" in večje krize v celotnem sistemu. Zagovorniki vloge centralne banke pri reševanju finančnih in drugih institucij trdijo, da je naloga države reševati velike korporacije in s tem preprečiti takšno "okužbo" celotnega gospodarstva (Summers, 2007; Sachs, 2008).

V današnjem času igrajo finančne institucije ključno vlogo, saj so vezni člen med realnim in finančnim gospodarstvom. Ker se zavedajo svoje pomembne vloge, in dejstva, da jim bo zaradi tega država v času težav stala ob strani, imajo nagnjenost k tveganemu in neodgovornemu poslovanju.

1.2.1.3 Zavarovanje depozitov

Različni sistemi, namenjeni zavarovanju depozitov varčevalcev v bankah, se v resnici nagibajo ravno k nasprotnemu, in sicer k destabilizaciji bančnega sistema. Ta zavarovanja namreč spodbujajo k bolj tveganemu poslovanju bank, saj se le-te zavedajo, da se varčevalci ne obremenjujejo z iskanjem tistih bank, ki poslujejo preudarno in z nizkim tveganjem, kajti država oziroma centralna banka eksplicitno zavaruje depozite do neke določene vsote (Hülsmann, 2008a; Huerta de Soto, 2009).

Za nazoren prikaz destabilizacijskega učinka je najbolje najprej opisati bančni sistem, kjer zavarovanje depozitov ne obstaja. V tem sistemu je denar varčevalcev pri bankah podvržen tveganju, česar se varčevalci zavedajo, zato morajo posebno pozorno pregledati banke in shraniti denar v tisti banki, ki je po njihovi oceni najmanj tvegana. Na drugi strani tudi bankirji vedo, da bodo privabili prihranke le v primeru, če bodo poslovali transparentno, z nizkim tveganjem in z zagotavljanjem zaupanja, kar pomeni, da mora imeti banka zadostne likvidnostne rezerve. Vendar pa se morajo varčevalci zavedati, da nudi banka z nizkim tveganjem relativno nižje obrestne mere na depozite in višje obrestne mere za posojila.

Vzemimo primer, da si na trgu konkurirata dve banki: "Dobra banka", ki posluje preudarno, in "Slaba banka", ki je bolj nagnjena k tveganju. Ko je gospodarstvo stabilno, zmaga "Slaba banka", saj nudi svojim varčevalcem višje obrestne mere kot "Dobra banka". Tudi investitorji "Slabe banke" so bolj zadovoljni, saj jim banka nudi višji donos na vloženi kapital. Vendar je to doseženo z večjo mero tveganja. Toda ko se gospodarstvo zaradi kakršnegakoli vzroka upočasni oziroma nazaduje, je "Slaba banka" izpostavljena izgubam zaradi prevelikega tveganja, kar sproži izgubo zaupanja njenih varčevalcev v stabilnost banke, to pa posledično pripelje do "navala na banko" in tisti, ki jim uspe rešiti denar, ga vložijo v "Dobro banko", ki konec koncev zmaga na tem trgu.

Ta proces se drastično spremeni, če vpeljemo na trg še centralno banko ali kakšno drugo državno agencijo, ki eksplicitno ali implicitno omogoča zavarovanje depozitov varčevalcev

vseh bank, ki so pod njenim okriljem. V tem primeru se varčevalci obeh bank, "Dobre banke" in "Slabe banke", zavedajo, da je njihov denar na varnem, in se ne obremenjujejo s tem, kako njihova banka posluje. Zato se sedaj obe banki nagibata k bolj tveganemu poslovanju, saj njune varčevalce in lastnike zanima samo višina obrestnih mer, oziroma donos na vloženi kapital. Ker so sedaj depoziti do neke določene višine zavarovani, se v primeru nazadovanja gospodarstva, bankam ni treba bati "navala na banko" in lahko še naprej poslujejo tvegano (Rothbard, 2007; Rothbard, 2008).

Torej, vpeljava zavarovanja depozitov v bančništvo ohromi konkurenčnost bančništva, saj se bankam ne "splača" poslovati preudarno. V sistemu se na splošno poveča tvegano poslovanje in zdravo bančništvo se "izrine" s trga.

1.2.1.4 Socializacija stroškov in privatizacija dobičkov

Socializacija stroškov je še eden izmed problemov, ki ga je bančni sistem uspešno prenesel na centralno banko oziroma na državo.

Žrtve vsake intervencije države (preko centralne banke) v obliki izrednih posojil, zavarovanja depozitov, jamstva za posojila itn. na trgu niso finančne institucije - te se še okoristijo -, ki zaprosijo za pomoč te vrste, ampak skupnost kot celota. Tako kot pri PSS tudi pri reševanju bank s pomočjo državne intervencije, se stroški enega agenta prenesejo na celotno družbo oziroma davkoplačevalce. Da pa je država sploh zmožna zagotoviti financiranje, se mora poslužiti tiskanja novega denarja, kar se odrazi v povečani količini denarja v obtoku, kasneje pa jo kot povišanje potrošniških cen plačuje prebivalstvo, ki v večini primerov nima nič skupnega z rešenim podjetjem (Hülsmann, 2008a).

To pripelje do tega, da se finančni agentje osredotočijo na doseganje privatnih dobičkov in opuščajo zadostno nadzorovanje tveganja.

Čeprav sama ideja o centralnem organu, ki naj bi nadzoroval in skrbel za vzdrževanje pravil igre, ni zgrešena, se je na žalost skozi zgodovino bančništva, ki je kot eden izmed najpomembnejši stebrov kapitalizma pokazalo, da je želja določenih posameznikov po neupravičenem nadzoru in upravljanju celotnega gospodarstva prevelika. Centralna banka se s svojo vlogo pri uravnavanju bančnih kriz očitno premalo zaveda, da s svojimi mehanizmi, ki naj bi pomagali pri izhodu iz krize in obnavljanju gospodarstva, bolj škoduje celotnemu sistemu, še najbolj pa prebivalstvu. Za takšno kratkovidno početje bankirjev se je skozi zgodovino že večkrat pokazalo, da na dolgi rok deluje destruktivno (Huerta de Soto, 1995).

2 MORALNI HAZARD PRI REŠEVANJU GRŠKE DOLŽNIŠKE KRIZE

Evropska monetarna unija (v nadaljevanju EMU) obstaja bolj zaradi političnih kot pa ekonomskih razlogov (Feldstein, 1997; Bagus, 2010). Posamezne evropske države, ki tvorijo EMU, so si med seboj preveč različne, da bi lahko v nekaj kratkih letih od ustanovitve Unije uskladile monetarne in fiskalne neskladnosti, ki so integrirane v posamezni državi. Problemi

usklajevanja niso samo finančne narave, temveč se pojavljajo še bolj pomembni v socialnem, kulturnem in političnem pogledu na celotno evropsko združitev. Poleg tega je EMU zelo ranljiva zaradi asimetričnih šokov, saj ima pri fiskalni politiki zvezane roke.

Velikokrat se omenja, da je EMU osnovana na teoriji o optimalnih valutnih območjih, ki jo je v 1960-ih letih razvil ekonomist Robert Mundell (1961). Vendar se v današnjem času, v krizi javnih financ držav evroskupine, kaže njena šibka ekonomska podlaga ter potrjuje, da je bolj pomembna politična volja kot pa ekonomsko razumevanje takšnih unij (Glavan, 2004).

Po recesiji, ki je sledila zlomu hipotekarnih posojil v Združenih državah Amerike in ostalih zahodnih državah, se je kreditna kriza proti koncu leta 2009 prelevila v krizo državnih financ. Najbolj ostro se je kriza odrazila v državah evroskupine, saj je proces širjenja evrske valute potekal prehitro in nedosledno sledenje pravilom EMU je potisnilo nekatere države evroskupine na rob bankrota. V začetni fazi krize javnih financ so (bile) "napadene" tiste države, ki so v letih pred krizo uživale tako imenovani status "prostega jezdeca". Te države (t.i. PIIGS: Portugalska, Irska, Italija, Grčija, Španija) so se bile sposobne ugodno zadolževati na mednarodnem kapitalskem trgu in podpirati izdatne državne izdatke, saj je posojilodajalcem dajalo njihovo članstvo v EMU občutek varnosti, poleg tega pa je bilo zaupanje v evro in EU zelo visoko.

2.1 Grška dolžniška kriza javnih financ

2.1.1 Ozadje grške krize

Grčija je bila med letoma 2000 in 2007 ena izmed najhitreje rastočih držav evroskupine. Podatki z Eurostat-a kažejo, da je realni bruto domači proizvod rasel v povprečju za 4,2 % na leto (glej Sliko 1 v Prilogi 2). Po podatkih centralne banke Grčije so v letu 2009 k rasti veliko prispevale tuje direktne investicije, ki so znašale okoli 6 milijard € (Balance of payments, 2009). Relativno visoka rast in nizke obrestne mere na državne obveznice, kar je bila posledica grškega vstopa pod okrilje ECB v letu 2002, je Grčiji omogočalo, da se je na veliko zadolževala z namenom financiranja državnih izdatkov ter pokrivanja državnega primanjkljaja. Podatki Eurostat-a kažejo, da je rast bruto grškega javnega dolga med letoma 2002 in 2009 naraščala skoraj dvakrat hitreje kot zadolženost v evroskupini v istem obdobju (glej Sliko 2 v Prilogi 2). Leta 2002 je namreč znašal grški bruto javni dolg nekaj manj kot 160 milijard €, kar je 101,7 % takratnega grškega bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP), in je rasel z 9,4 % povprečno letno vrednostjo, tako da je do konca leta 2009 zrasel na nekaj več kot 290 milijard €, kar znaša 126,8 % grškega BDP v istem letu (glej Sliko 3 v Prilogi 2). Medtem je konec leta 2002 znašala skupna bruto državna zadolženost v evroskupini malo več kot 4970 milijard € (68 % BDP evroskupine v istem letu), rastla je v povprečju 5,2 % in dosegla konec leta 2009 nekaj čez 7070 milijard € (kar je 79,5 % višine BDP evroskupine tega leta). Po podatkih Mednarodnega denarnega sklada (v nadaljevanju MDS) je Grčija med letoma 2002 in 2009 v bilanci tekočega računa plačilne bilance zabeležila primanjkljaj v višini 9,7 % BDP v primerjavi z 0,1 % deficitom v povprečju

evroskupine (glej Sliko 4 v Prilogi 2). Podatki pridobljeni na Eurostat-u kažejo, da je državni proračunski primanjkljaj v enakem obdobju znašal visokih 7,2 % BDP, medtem ko je evroskupina v povprečju v enakem obdobju zabeležila 2,5 % primanjkljaj. Samo v letu 2009 je znašal proračunski primanjkljaj v Grčiji neverjetnih 15,4 % BDP-ja (glej Slika 5 v Prilogi 2).

Grčija je financirala zgoraj omenjena primanjkljaja z zadolževanjem na mednarodnih kapitalskih trgih, kar jo je v letu 2009 pripeljalo do bruto javnega dolga v višini 126,8 % BDP, od tega je kar 79 % dolga v rokah zunanjih upnikov (Cabral, 2010). Prekomerno zadolževanje na tujih trgih z zelo ugodno obrestno mero je Grčiji omogočalo članstvo v evroskupini, saj so bili upniki očitno prepričani, da je evroskupina sposobna ohranjati posamezne države članice v mejah, ki sta jih dovoljevala Evropska komisija in Pakt za stabilnost in rast (v nadaljevanju PSR). Prav tako so bila inflacijska pričakovanja in premije za tveganje dodatno znižane. Padec inflacijskih pričakovanj je bil posledica prestiža novoustanovljene ECB kot kopije Bundesbanke, premije za tveganje pa so bile umetno znižane zaradi utemeljenih pričakovanj pomoči močnejših članic evroskupine (Bagus, 2010).

Grški dolg je prekoračil meje tako v višini proračunskega primanjkljaja (PSR dovoljuje primanjkljaj v višini 3 % BDP) kot tudi v višini javnega dolga (meja določena v PSR je 60 % BDP). Poleg tega, da je imela Grčija možnost neupravičenega poceni zadolževanja, je uspela država v letu 2005, ko so bile zahtevane donosnosti na 10-letne obveznice izredno nizke (povprečna letna donosnost je bila "samo" 3,585 %), na trg lansirati tudi nove dolgoročne 30-letne obveznice, kar ji je omogočilo, da si je nabrala še toliko več dolga (Issuance of Long-Term Government Bonds, 2005), za katerega bi v "normalnih pogojih" (predvsem s pravilnimi podatki o državnih financah, ki bi bili na voljo investitorjem, s tržno določenimi obrestnimi merami itn.) plačati veliko višjo ceno.

Čeprav Grčija ni bila posebej prizadeta zaradi nepremičninske krize in posledične recesije – po podatkih Eurostat-a se je grški realni BDP v letu 2009 zmanjšal "le" za 2,3 %, medtem ko se je v evroskupini zmanjšal za 4,3 %, je grška vlada nadaljevala s keynesianistično ekonomsko politiko in se še naprej zadolževala, saj naj bi po tej teoriji država z vstopom na trg stimulirala gospodarstvo in ga tako "potegnila" iz krize.

2.1.2 Izbruh krize

V začetku decembra 2009, le nekaj dni po tem, ko se je po svetu razširil strah o bankrotu dubajskega paradržavnega nepremičninskega podjetja Dubai World (Hall & Maedler, 2009), je nova socialistična vlada v Grčiji revidirala oceno proračunskega primanjkljaja za leto 2009 ter ga ocenila na 12,7 % BDP (A very European Crisis, 2010). Temu je posledično sledilo znižanje bonitetne ocene s strani bonitetnih agencij Standard&Poor's in Fitch, to pa je sprožilo skok obrestnih mer, zahtevanih za grške obveznice ter na zavarovanja za obveznice. Poleg tega so prišle v javnost novice, da je ameriška banka Goldman Sachs pomagala grški vladi pri prikrivanju prave velikosti dolga in deficita v državni blagajni z različnimi finančnimi derivati

(Balzli, 2010). Ti dogodki so povzročili velik padec zaupanja vlagateljev, kar se je odrazilo tako, da so 10-letne grške obveznice, ki so imele pred tem 10 do 40 bazičnih točk višje donosnosti kot 10-letne nemške državne obveznice (t.i. "bund"), poskočile na 400 bazičnih točk razlike (A very European crisis, 2010) (glej Sliko 5 v Prilogi 2).

Strah pred težavami v grškem bančnem sektorju je sprožil množičen umik denarja iz grških bank. Tako naj bi v nekaj tednih v začetku 2010 vlagatelji po nekaterih podatkih umaknili med 8 in 10 milijard € depozitov (Smith, 2010). Kljub povečani zahtevani donosnosti s strani vlagateljev je grški vladi v prvih mesecih 2010 uspelo izpeljati tri avkcije, na katerih so s prodajo novih obveznic zbrali nekaj več kot 14 milijard € svežega kapitala (Mollenkamp & Bryan-Low, 2010). Toda še vedno je morala Grčija na trgih pridobiti preostalih 54 milijard € za pokritje obveznosti v tem letu (Granham, 2010). Navkljub vsemu so bonitetne agencije še naprej zniževale bonitetno oceno grškega dolga. Tako je Standard&Poor's konec aprila grškim obveznicam dodelil oceno "junk" oziroma "neprimerno za investiranje", saj naj bi po njihovih ocenah investitorji lahko izgubili med 30 in 50 % vložka (Watts, 2009; Ewing & Healy, 2010).

V marcu 2010 je grška vlada sprejela paket varčevalnih ukrepov, s katerimi naj bi privarčevali okoli 5 milijard € (Announcement on new economic and fiscal measures, 2010), in to večinoma z varčevanjem v javnem sektorju, kar je sprožilo prvi večji val protestov. Ne glede na ukrepe, ki so jih obljubljali politiki, pa je pribitek (angl. *spread*) med grškimi 10-letnimi obveznicami in nemškim "bundom" še naprej rasel in v zadnjem tednu aprila 2010 dosegel rekordno vrednost 800 bazičnih točk, kar je bil do takrat absolutni rekord, odkar je bila ustanovljena skupna valuta v Evropi (Kennedy, 2010).

Čeprav so do srede aprila 2010 tako predstavniki grške vlade kot tudi predstavniki EU in ECB zatrjevali, da bo Grčija sposobna sama poravnati obveznosti do upnikov brez kakršnekoli zunanje pomoči (Kennedy & Bogner, 2010), se je konec koncev izkazalo, da ni problem samo v grških bankah in politiki, temveč je vprašanje kredibilnosti celotne EU in evrske skupine.

23. aprila 2010 je Grčija uradno zaprosila za finančno pomoč s strani evroskupine in MDS. Dogovor je bil sklenjen 2. maja tega leta, v katerem so se finančni ministri držav evroskupine in predstavniki MDS dogovorili o skupnem reševalnem paketu, vrednem 110 milijard € (Thesing & Krause-Jackson, 2010; Hope, 2010). Ta je vseboval naslednje (Friedman, 2010; Eurozone approves massive Greece bail-out, 2010):

- 45 milijard € na voljo v letu 2010, ostala sredstva pa bodo po potrebi uporabljena v naslednjih treh letih;
- obrestna mera na posojilo je bila določena v višini okoli 5 %;
- paket ostrih varčevalnih ukrepov za grško prebivalstvo, kot na primer: (i) povišanje davka na dodano vrednost z 21 % na 23 %; (ii) za 10% povišanje davka na gorivo, alkohol, tobak in luksuzne dobrine; (iii) povprečna upokojitvena starost naj bi se dvignila z 61 na 65 let; (iv) znižanje plač v javnem sektorju za 20 % in še nekatere druge ukrepe.

2.1.3 Vzroki za nastalo krizo

Čeprav se je kriza v Grčiji pojavila v času, ko je svet še okreval po svetovni finančni krizi, so vzroki za njene javnofinančne težave strukturni, in niso neposredno vezani na finančno krizo. Vzroke za nastanek grške krize lahko pripišemo tako notranjim kot tudi zunanjim dejavnikom. Notranji dejavniki, ki so pripomogli k nevezdržno visokim dolgovom, so: visoka javna poraba, korupcija, izmikanje plačila davkov in strukturne rigidnosti. Med zunanje dejavnike pa lahko vključimo prevzem evra in tudi ohlapen nadzor evropskih organov nad stanjem javnih finance (Nelson, Belkin & Mix, 2010).

Grške javne finance so se v preteklih letih znašle iz leta v leto na večjem razpotju. Kot je razvidno iz slike številka 6 v prilogi, so se na eni strani javni izdatki močno povečevali – s 44,2 % BDP v letu 2000 na 53,2 % BDP v letu 2009. Na drugi strani so javni prihodki (glej Sliko 7 v Prilogi št. 1) upadali. Leta 2000 so znašali 40,3 % BDP, nato so med letoma 2003 in 2008 bolj ali manj stagnirali in so bili med 39 % in 39,7 % BDP z manjšim povečanjem v 2004 in 2005, leta 2009 pa so dosegli najnižjo točko, odkar je Grčija v evroskupini, in sicer le 37,8 % BDP. Če te podatke primerjamo s povprečjem evroskupine, so številke naslednje: (i) povprečni javni izdatki držav so znašali med letoma 2000 in 2009 47,5 % BDP, (ii) povprečni javni prihodki v istem obdobju pa so znašali 45,8 % BDP. Ta razkorak med javnimi prihodki in izdatki je prikazan v proračunskem primanjkljaju, ki je v Grčiji znašal v obdobju med 2000 in 2009 v povprečju 6,45 % BDP, kar je več kot dvakratna vrednost, opredeljena v Paktu za stabilnost in rast. Povprečni javni primanjkljaj v istem obdobju je znašal za celotno evroskupino 2,33 % BDP (glej Sliko 4 v Prilogi 2).

Poleg takšnega razkoraka med javnimi prihodki in odhodki so se Grčija in njeni prebivalci na veliko zadolževali v tujini. Bruto zunanji dolg je narasel z okoli 253 milijard € leta 2006 na kar 407 milijard € v letu 2009, kar je več kot 60 % povečanje v samo treh letih (glej Sliko 8 v Prilogi 1). Potrebo Grčije po tako visokem zadolževanju je spodbujala vlada, ki je obljubljala velike, radodarne in neracionalne javne sisteme, od neučinkovitega zdravstva do pokojninskih ugodnosti.

Med zunanje dejavnike, ki so vplivali na nastanek krize v Grčiji, pa bi med najpomembnejše zagotovo lahko prištevali prevzem evra kot državne valute. Grčija, ki je znana po svoji neučinkovitosti in neracionalnosti javnih financ, se je s tem postavila ob bok Nemčiji, Nizozemski, Avstriji in ostalim državam, ki so znane po svoji fiskalni disciplini. To je omogočilo Grčiji dostop do poceni zadolževanja na trgu, saj je bila kot članica evra deležna manj podrobnega nadzora s strani vlagateljev.

2.1.4 Odgovor grške politike na krizo

Grški politiki so se na krizo odzvali na dva načina, in sicer: (i) z varčevanjem pri javni porabi in (ii) s strukturnimi reformami v gospodarstvu (Ministrstvo za finance Grčije, 2010).

2.1.4.1 Varčevanje pri javni porabi

Za znižanje zadolženosti Grčije in doseganje evropskih zahtev po fiskalni disciplini se je grško vodstvo odločilo za drastične ukrepe s katerimi bi dosegli zahtevane cilje. Vlada se je zavezala, da bo do leta 2012 postopoma zniževala javni primanjkljaj s 15,4 % BDP v letu 2009 na manj kot 3 %, tako kot je zahtevano s strani EMU. Za doseg te ciljev so pripravili paket varčevanja in povečanje javnih prihodkov. Po podatkih ministrstva za finance Grčije (2010) bi povečanje prihodkov v skupni vrednosti do 1 % BDP (2,4 milijarde €) dosegli:

- s povečanjem davka na dodano vrednost s 4,5 %, 9 % in 19 % na 5 %, 10 % in 21 %,
- z zvišanjem davkov na gorivo, tobak, alkohol in luksuzne dobrine in
- s povečanjem davka za 1 % na dohodke nad 100.000 €.

Na drugi strani pa bi dosegli zmanjšanje izdatkov v višini do 1 % BDP javne porabe:

- z znižanjem plačnih dodatkov v javnem sektorju za 10 %,
- z zamrznitvijo pokojnin v javnem sektorju,
- s 60 % zmanjšanjem štirinajste plače zaposlenim v javnem sektorju,
- z zmanjšanjem proračuna v programih javnih investicij za 500 milijonov € in
- z zmanjšanjem stroškov izobraževanja v vrednosti 100 milijonov €.

2.1.4.2 Strukturne reforme

Strukturne reforme v gospodarstvu so osredotočene na pokojninski in zdravstveni sistem. Med ukrepi pokojninskega sistema je dvig starosti pri upokojevanju s povprečnih 61 na 65 let in sprememba pri obračunavanju višine pokojnine, ki bo po novem na podlagi prispevkov v celotnem življenjskem obdobju. V zdravstvenem sistemu se bodo ukrepi nanašali na povečano regulativo in transparentnost.

2.1.5 Finančna pomoč ECB in MDS

V marcu in aprilu 2010, ko je že postalo jasno, da si Grčija nikakor ne more zagotoviti samostojnega in primerne financiranja na trgu, je grška vlada zaprosila za pomoč članice evroskupine. Evroskupina je bila pripravljena na izredno posojilo v tem letu v višini okoli 30 milijard € po okoli 5 % obrestni meri ter dodatnih 15 milijard € s strani MDS. Celotna pomoč je bila oblikovana za obdobje treh let (2010–2012) v višini okoli 90 milijard €, vendar pod strogimi pogoji o varčevalnih ukrepih v tem obdobju (European Commission, 2010).

Na začetku grške krize so nekateri predstavniki EU zagovarjali, da lahko, oziroma da morajo članice evroskupine same prevzeti celotno breme, saj naj bi s tem pokazali moč in

kredibilnost skupne evropske politike (Barber, 2010). Konec koncev so se zaradi političnih pritiskov posameznih držav, predvsem Grčije same in Nemčije, ki je morala nositi največji del bremena, vendarle odločili za sodelovanje z MDS (Daneshkhu, 2010; Kennedy & Bogner 2010).

2.2 Vloga ECB in moralni hazard pri pomoči Grčiji

ECB je že konec leta 2008 spustila zahtevano višino bonitetne ocene za finančne instrumente, ki jih sprejema kot poroštvo za posojilo ob zmanjšanju nelikvidnosti na trgu. Bonitetna ocena za tržne in netržne finančne instrumente je bila spuščena iz A- na BBB-, kar je omogočalo bankam, da so si pri ECB sposojale denar v zameno za, med drugim, grške obveznice, ki so bile ravno v tem času znižane na BBB- (ECB Cites Moral Hazard Risk of Broader Collateral Framework, 2009; Trichet, 2010). Takšno ugodno spreminjanje zahtevanih pogojev za dostop do likvidnosti je dalo bankam v evroskupini vedeti, da so implicitno zavarovane, ne glede na to, koliko tveganja prevzamejo z nadaljevanjem financiranja prezadolženih držav. Čeprav so voditelji ECB zagotavljali, da bodo zahteve dvignili po letu 2010, temu ni verjeti. Po zadnjih podatkih, ki so na voljo, je ECB sprejemala vse možne obveznice, ne glede na njihovo bonitetno oceno, in je bila takorekoč edini kupec obveznic držav s periferije evroskupine (Durden, 2010).

ECB je maja 2010 – že potem, ko je bila pomoč Grčiji odobrena – zaradi še vedno visokih zahtevanih donosnosti na obveznice šibkejših članic evroskupine in visoki volatilnosti na finančnih trgih sprejela dodatne ukrepe, s katerimi naj bi pomirila vlagatelje. Eden izmed sprejetih ukrepov je bil tudi “Program za trg vrednostnih papirjev” (angl. *Securities Market Programme* – v nadaljevanju SMP), ki naj bi zagotavljal globino in likvidnost na tistih segmentih trga, ki so problematični, ter omogočal nemoteno delovanje transmisijskega mehanizma monetarne politike (ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets, 2010). Z drugimi besedami povedano, ECB je kljub vztrajnemu nasprotovanju in zanikanju takšne politike s strani vodilnih pri ECB sledila ameriškemu Fed-u in Banki Anglije v neke vrste kvantitativnem sproščanju (Thesing, Randow & Kennedy, 2010). Kljub temu, da pri ECB trdijo, da SMP deluje v popolni sterilizaciji – nakup finančnih instrumentov je uravnotežen s prodajo drugih finančnih instrumentov, tako da se skupna količina denarja v obtoku ne spremeni – in da SMP ni kvantitativno sproščanje, je vprašanje, kako lahko ECB to dosledno izvaja. Okoli tega je veliko nejasnosti, saj je SMP izredno netransparenten program in politično izredno kontroverzen. Čeprav je nemogoče pridobiti uradne podatke o dospelostih in vrstah finančnih instrumentov, ki jih ECB kupuje, je zelo verjetno, da so dospelosti na kupljene finančne instrumente različne od tistih, ki jih prodajajo, in da so obveznice večinoma grške. Ravno tako ni jasno, kakšni so kriteriji za kupovanje obveznic, kakšna je strategija ECB v primerih primarnih izdaj obveznic, koliko časa bo program v veljavi ter koliko denarja je ECB pripravljena nameniti temu programu (Belke, 2010). Poleg tega je namen SMP znižati obrestne mere na finančne instrumente, ki jih trg ne absorbira pri obstoječih obrestnih merah, kar pa je ravno tako primarni namen kvantitativnega sproščanja Fed-a in Banke Anglije.

Na Sliki 10 v prilogi je prikazana monetizacija ECB preko SMP. Od ustanovitve tega programa je ECB kupila € 76,5 milijard obveznic. Slika 11 prikazuje sterilizacijo teh nakupov. Razberemo lahko, da je bila po teh podatkih sterilizacija do sedaj uspešna, razen v enem primeru. Kakor že omenjeno, je podatke o vrsti obveznic nemogoče dobiti, lahko pa upravičeno špekuliramo, da prevladujejo grške in irske obveznice.

Kakorkoli že, sprejemanje tveganih in nekakovostnih obveznic s strani ECB za poroštvo in njihovo neposredno kupovanje povzroča, da se cene teh instrumentov držijo na umetnem nivoju, ki je mnogo višji, kakor bi bil v normalnih razmerah.

Več kot očitno je, da je bil namen ustanovitve SMP reševanje bank in držav, ki so vodile izredno nespametno in kratkovidno politiko. Manj očitno pa je, – ko se centralna banka odpravi po poti monetizacije in komercialne banke, ostale finančne institucije in države to zavestno vgradijo v svoje delovanje, pa četudi le kratkorajno – kako takšno početje zaustaviti.

Vse, kar lahko ECB doseže s kupovanjem obveznic članic evroskupine lahko opišemo s frazo, ki je postala zelo priljubljena v zadnjem letu, in sicer “brcniti pločevinko naprej po poti” (angl. “*kicking the can down the road*”). Z drugimi besedami povedano, dolg se prenaša na prihodnja leta in prihajajoče generacije, ki bodo pod težo vseh nabranih dolgov trpele višje davke, večjo državno regulativo in zmanjšano gospodarsko rast. Takšna akcija centralne banke signalizira trgu, da je tveganje pri državnih obveznicah minimalno oziroma ga sploh ni, kajti v vsakem primeru stoji zadaj centralna banka s tiskarskim strojem, ki omogoča takšno početje v nedogled.

V Protokolu o Statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke (Ur.l. C 191, 29.7. 1992, str. 68) je v IV. poglavju, 21. členu, prvem odstavku pod naslovom “Poslovanje z osebami javnega prava” zapisano:

“V skladu s 101. členom te pogodbe (t.j. Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti, a.o.) so prepovedane prekoračitve pozitivnega stanja na računu ali druge oblike kreditov pri ECB ali pri nacionalnih centralnih bankah v korist instituciji ali organov Skupnosti, institucionalnih enot centralne, regionalne ali lokalne ravni države ter drugih oseb javnega prava ali v korist javnih podjetij držav članic, prav tako pa je **prepovedano**, da bi ECB ali nacionalne centralne banke neposredno od njih kupovale dolžniške instrumente.«

Iz tega odstavka je razvidno, da je ravnanje ECB, poleg tega, da je v nasprotju z ekonomsko teorijo, v navzkrižju z lastnim statutom in Pogodbo o Evropski skupnosti, kar pomeni, da je nezakonito. Poraja se vprašanje zakaj, se je ECB odločila kršiti zakone. Najbolj očiten odgovor na to vprašanje bi bil, da je popustila pritiskom Evropske komisije in ostalih politikov in s tem priznala, da centralno bančništvo ni sposobno neodvisnega vodenja monetarne politike, kar je ključno pri vodenju centralne banke. Drugi odgovor, ki se ponuja, pa je ta, da sta ECB in enoten politični projekt Evropske skupnosti, pripravljena povoziti vse, tudi lastne zakone in moralne vrednote, z namenom, da se nadaljuje s sistemom, že vnaprej obsojenim na propad, kar je želja nekaterih politikov.

Najbolj racionalna odločitev, ki bi jo pri ECB morali sprejeti, bi bila, da bi se Grčija in ostale prizadete članice evroskupine začasno izključile iz območja evra. Takšna rešitev bi bila racionalna tako z vidika tistih članic, ki igrajo po pravilih skupnega denarnega območja, kot tudi za tiste članice, ki izkoriščajo svoj položaj v boljši družbi. Seveda pa bi takšen razplet pustil posledice na Grčiji oziroma na kateri drugi članici EU/evroskupine (predvsem pa na velikih nemških in francoskih bankah), ki bi se odločila za tako pot. Kakor piše Athanassiou (2009), bi se takšna članica znašla pred vrsto težav, kot na primer: vzpostavitev nove valute ali obnovitev stare z novimi valutnimi razmerji; opravnomočenje in uveljavitev izdanih pogodb med gospodarskimi subjekti v državi in ostalimi članicami ter podobno. Toda upravičeno lahko trdimo, da so takšni "problemi" izredno majhni v primerjavi s posledicami vsesplošne krize v katero lahko (oziroma je že) zapadla celotna EU; to bi namreč veliko bolj negativno vplivalo na vsako posamezno državo članico, in ne samo na tisto eno, prej omenjeno članico.

Grčija bi z izključitvijo oziroma z izstopom iz evroskupine zopet vzpostavila samostojno monetarno politiko, ki bi jo najverjetneje uporabila za namerno devalviranje domače valute ter delno s povečano inflacijo, ki bi dodatno razvrednotila valuto. S tem bi dosegli to, da se dolgovi zreducirajo ali celo popolnoma izbrišejo, kar pa bi pustilo posledice pri kupcih državnih obveznic, saj bi bili deležni precejšnje izgube na svoj vložek. Poleg tega bi postali grški izdelki in storitve zaradi manj vredne valute bolj konkurenčni na mednarodnih trgih, kar bi povečalo izvoz, s tem pa bi se rast domačega gospodarstva hitro vrnila. Takšno pot je ubrala Islandija, ki se je kot prva država v trenutni krizi znašla na robu bankrota. Po tem, ko je pustila, da kupci državnih in bančnih obveznic utrpijo izgubo, se dve leti po začetnih težavah, ki so se nadaljevale v drastičnem upadu BDP, gospodarstvo v državi pobira in je že zabeležilo znake pozitivne rasti (Brennan, 2010).

Na drugi strani pa bi ECB s takšnim pristopom pokazala svojo odločnost in kredibilnost, kar so želeli ob njeni ustanovitvi. Banke in ostale finančne institucije bi se v prihodnosti zavedale, da je ECB pripravljena tudi na takšne scenarije in bi se tveganje teh privatnih institucij, ki ga jemljejo nase z nakupom državnih obveznic, zadržalo v njih samih, ne pa na plečih davkoplačevalcev. Dejstvo, da se tveganje privatnih podjetij prenaša na celotno družbo, je namreč v navzkrižju z idejo prostega trga, ki naj bi bil v veljavi na Zahodu.

V Protokolu o Statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke (Ur.l. C 191, 29.7. 1992, str. 68) je v poglavju 2, z naslovom Monetarna politika, v členu 105, prvi odstavek med drugim zapisano: "... ESCB bo deloval skladno s principom prostega trga, s prosto konkurenco, favoriziranjem učinkovite alokacije sredstev in v skladu s principi, podanimi v členu 4." V tem primeru zopet vidimo, da se ECB in ESCB ne držita lastnih pravil igre, kar seveda dolgoročno močno škoduje tako ugledu institucije kot tudi ekonomiji v regiji.

S tem, da je v zadnjem času (t.j. konec leta 2010, začetek 2011) edino ECB pripravljena kupovati obveznice držav evroskupine, ki jih je, mimogrede, vsak mesec več (začelo se je z grškimi, nato so sledile irske, portugalske, španske, belgijske ...), se že začenjajo pojavljati

ugibanja, kam takšna politika pelje. Začaran krog, ki ga je uspelo centralno bančništvo vzpostaviti (ne samo v Evropi, ampak so v ta krog vpete tudi centralne banke s celega sveta), se bo slej ko prej moral prekiniti. ECB dovaja likvidnost bankam po izredno nizki obrestni meri, te pa zatem s poceni denarjem kupujejo državne obveznice, ki so nato zastavljene pri ECB za nov dotok sveže likvidnosti v bančni sistem (takšen bančni sistem zelo spominja na t.i Ponzi shemo, zaradi katere je bil v Združenih državah Amerike na dolgoletni zapor obsojen Bernie Madoff). Edini koristnik v tem krogu so banke, ki skoraj brez tveganja služijo ogromne vsote denarja. Kot je bilo omenjeno v prvem delu, se takšen bančni sistem osnovan na centralnem bančništvu v taki obliki ne more in ne sme nadaljevati, če želimo vzpostaviti stabilno in trajno gospodarstvo.

Nedolgo zatem, ko se je Grčija dogovorila za finančno pomoč evroskupine v višini 30 milijard € in MDS v višini 15 milijard € – skupaj torej okoli 45 milijard €–, kar je dalo jasno vedeti državam evroskupine, da je problem moralnega tveganja opuščen, je višji uradnik grškega finančnega ministrstva prišel z izjavo, da: “... logično bi bilo, da pomoč EU/MDS za Grčijo znaša okoli 80 milijard € v roku naslednjih treh let,...”, kar je skoraj podvojilo prvotno zahtevano vsoto pomoči (Melander, 2010). Takšno obnašanje je normalna posledica, kadar se moralnemu tveganju prižge zeleno luč.

Problem moralnega tveganja, ki ga “nadzorna” institucija dovoljuje, se samo še pogloblja. Novo vprašanje je, kako dolgo si lahko Nemčija kot gonilna sila evroskupine in ena izmed dveh glavnih nosilk EU (druga je Francija), ter ostale “konservativne” države članice lahko privoščijo takšno vodenje monetarne politike.

Nemške banke so imele po podatkih Banke za Mednarodne Poravnave konec decembra 2009 za okoli 23 milijard € terjatev do Grčije. V celoti imajo nemške banke kar 465 milijard € terjatev do držav PIIGS (Portugalska, Irska, Italija, Grčija, Španija), in so takoj za francoskimi, katerih terjatve znašajo 493 milijard €, kar skupno znaša 61 % vseh terjatev, ki jih imajo države po svetu do PIIGS (Banka za Mednarodne Poravnave, 2010). S temi podatki so imeli nemški in francoski politiki dovolj argumentov, da so lahko “brcnili pločevinko” še za nekaj metrov, kajti izgovarjali so se na usodne posledice, ki bi jih v primeru nezmožnosti poplačila dolgov prinesel bankrot Grčije (ali katere koli druge izmed PIIGS držav) s tako imenovano “okužbo” na ostale članice evroskupine (Greece debt: Merkel Pledges support from Germany, 2010; Acropolis Now, 2010). Prvotni namen reševanja Grčije je bil zaustaviti prenos takšne okužbe. Vendar se starega dolga ne da poplačati z novim in ponavljati takšnega početja v nedogled. S tem ko je ECB na svoje knjige prenesla ogromno količino slabih naložb, je močno poslabšala kvaliteto svoje bilance. V primeru, da Grčija in ostale problematične države ne bodo mogle izpolniti svojih obveznosti, se bodo izgube teh naložb odrazile v še dodatnem poslabšanju bilance ECB, kar bo nadalje vplivalo na povečanje nezaupanja v evro in celotno EU (Bagus, 2010).

S tem ko so bili razumni nemški bančniki preglasovani s strani romanskih kolegov pri odločanju o nadaljnji politiki ECB – Axel Weber, predsednik Bundesbanke, je močno

nasprotoval odločitvi predsednika ECB J. C. Trichet-a pri pomoči Grčiji in kupovanju državnih obveznic, vendar brez uspeha (Jones, 2010), je monetarna unija postala transferna unija, kjer so državljani produktivnih in učinkovitih držav Evrope primorani zapravljati njihov lasten denar za podpiranje neučinkovitih in potratnih držav južne Evrope (Bagus, 2010).

SKLEP

V uvodu sem si zadal vprašanje kakšna je vloga centralne banke (ECB) pri ustvarjanju moralnega tveganja pri finančni pomoči državam v skupini (evroskupini). Po analizi odgovora ECB na grško dolžniško krizo ter nadaljnim potekom krize v območju evra, ki ji marca 2011 še ni videti konca in se še pogloblja, pridemo do ugotovitve, da je ECB z vmešavanjem na trg državnih obveznic in podporo prezadolženim članicam evra podcenila moč trga in očitno tudi ekonomske zakonitosti v evroskupini. Kajti naravni sistem kot je družba, katerega volatilitnost je umetno omejena, slej ko prej pride do točke ko te umetne meje popustijo in se sistem sesuje. S tem ko je ECB začela aktivno podpirati dolgove prezadolženih članic v evroskupini, se strukturni problemi ne rešijo, temveč se težave le še kopičijo.

Moralno tveganje, ki ga je politika ECB vzpostavila v območju evra, je postal zaskrbljujoč problem. Kljub temu da je v Maastrichski pogodbi eksplicitno zapisano, da nobena članica Unije ne bo deležna pomoči drugih držav Unije, se je zgodilo ravno to. Če se država zaveda, da bo v takšnih ali drugačnih okoliščinah deležna pomoči, bo slej ko prej prekorachila obljubo o fiskalni disciplini ter se okoristila na račun drugih članic. Glede na to, da so nekatere evropske države, še posebej tiste na periferiji, zgodovinsko problematične kadar gre za fiskalno disciplino, je bilo pričakovati, da bodo izkoristile svoje članstvo v evroskupini ter bodo uživale ugodnosti, ki jih članstvo prinaša (ugodna obrestna mera, dostop do večjih finančnih trgov ipd). Trenutna kriza, ki se je razvila iz grške pohlepnosti in želje po ugodnem življenju (razširjena socialna država, prekomerno zadolževanje države,...), je že "okužila" tudi Irsko – sicer zaradi drugačnih vzrokov, čeprav je osnovni problem, evro, enak –, ki je bila ravno tako kakor Grčija, deležna več deset milijard evrov vredne pomoči s strani ostalih članic evroskupine in MDS, je pripeljalo k temu, da imajo tudi vse ostale države evroskupine zaradi tega težji dostop do financiranja izdatnih javnih dolgov, kar se odraža v dnevno naraščajočih zahtevanih donosnostih na državne obveznice teh držav.

Obeti za prihodnost evra niso nič kaj rožnati. Kako se bo vse skupaj izšlo, bo pokazal samo čas. Vse, kar lahko rečemo je, da se dolgov ne da v nedogled plačevati z novimi dolgovi in prenašati bremen v prihodnost. Vsakršni "mehurčki", ki jih centralne banke umetno napihujejo z ekspanzivno monetarno politiko in niso plod pristnih prihrankov, se slej ko prej razpočijo. Centralne banke in države so, namesto da bi pustile, da tržne silnice popravijo napake njihovih preteklih politik, intervenirale na trgih ter krizo prenesle na neko drugo področje (v našem primeru na področje javnih financ), kar je vedno stranski učinek državne intervencije. Zaradi tega je vsakršno vmešavanje centralnih bank in ostalih državnih institucij nepotrebno in ga je treba zavrniti.

LITERATURA IN VIRI

1. Akerlof, A. G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500
2. Athanassiou, P. (2009, 10. december). Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU. *Legal Working Paper Series No. 10*. Najdeno 12. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf>
3. Bagus, P. (2010). *The Tragedy of the Euro*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
4. Balzli, B. (2010, 2. avgust). How Goldman Sachs Helped Greece to Mask its True Debt. *Der Spiegel*. Najdeno 9. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,676634,00.html>
5. *Bank of Greece*. Najdeno 10. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/default.aspx>
6. *Balance of Payments: September 2009*. (2009, 18. november). Najdeno 15. decembra 2010 na spletnem naslovu http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item_ID=3215&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_by=DT
7. Banka za Mednarodne Poravnave. (2010, 14. junij). International banking and financial market developments. *BIS Quarterly Review*, junij 2010.
8. Barber, T. (2010, 17. marec). Europe split on role of IMF in Greece. *Financial Times*. Najdeno 8. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/bc84626a-31fd-11df-a8d1-00144feabdc0.html#axzz1BUk7iYBY>
9. *Greece debt: Merkel pledges support from Germany*. (2010a, 26. april). Najdeno 8. maja 2010 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/8644683.stm>
10. *Eurozone approves massive Greece bail-out*. (2010b, 2. maj). Najdeno 17. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://news.bbc.co.uk/2/hi/8656649.stm>
11. Belke, A. (2010). Driven by the markets? ECB sovereign bond purchases and the Securities Market Programme. *European Parliament, Economic and Monetary Affairs*
12. Brennan, D. (2010, 7. december). The Difference Between Iceland and Ireland: One Letter and The Ability do Deafult. *Politico*. Najdeno 18. decembra 2010 na spletnem naslovu http://politico.ie/index.php?option=com_content&view=article&id=7023:the-difference-between-iceland-and-ireland-one-letter-and-the-ability-to-default&catid=257:there-is-no-alternative&Itemid=1064
13. Buiters, W. (2009, 24. junij). Too big to fail is too big. *Financial Times*. Najdeno 10. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/06/too-big-to-fail-is-too-big/>
14. *Bundesbank*. Najdeno 5. januarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.bundesbank.de>
15. Cabral, R. (2010, 8. maj). *The PIGS's external debt problem*. Najdeno 9. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5008>

16. Cukierman, A., Webb, B. S., & Neyapti, B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6(3), 353–398.
17. Daneshkhu, S. (2010, 29. marec). French press opposes IMF bail-out of Greece. *Financial Times*. Najdeno 8. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/4967cdc4-3a92-11df-b6d5-00144feabdc0.html#axzz1BUk7iYBY>
18. *Issuance of Long-Term Government Bonds*. (2005). Najdeno 17. decembra 2010 na spletnem naslovu [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE9004F6416/side/Danish_Government_Borrowing_and_Debt_2005/\\$file/kap10.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE9004F6416/side/Danish_Government_Borrowing_and_Debt_2005/$file/kap10.htm)
19. Delros, J. (1992). Different views on the Deutsche Bundesbank – Academic and political voices. Najdeno 11. januarja 2011 na spletni strani http://www.bundesbank.de/50jahre/50jahre_pressematerialien_stimmen.en.php
20. Dowd, K. (2009). Moral Hazard And the Financial Crisis. *Cato Journal*, 20(1), 141–166.
21. Downes, J., & Goodman, E. J. (2006). *Dictionary of Finance and Investment Terms* (7th ed.). New York: Barron's.
22. Dunbar, C. F. (1922). *The Theory and History of Banking*. G.P. Putnam's Sons, 1922. Najdeno 9. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://chestofbooks.com/finance/banking/Theory-History/Chapter-VI-Central-Banks.html>
23. Durden, T. (2010, 9. december). Eurobond Trading Commentary: “The ECB Is The Only Buyer Out There Right Now”. *ZeroHedge*. Najdeno 9. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.zerohedge.com/article/eurobond-trading-desk-commentary-ecb-only-buyer-out-there-right-now>
24. Eurostat. (2010). Najdeno 10. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>
25. *Evropska centralna banka–ECB*. (2010a). Najdeno 5. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/ecb/html/index.sl.html>
26. *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*. (2010, 10. maj). Najdeno 15. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>
27. European Commission. (2010, 11. april). *Statement on the support to Greece by Euro area Member States*. Brussels: European Commission, april 2010. Najdeno 17. decembra 2010 na spletnem naslovu http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/113686.pdf
28. Ewing, J., & Healy, J. (2010, 27. april). Cuts to Debt Rating Stir Anxiety in Europe. *New York Times*. Najdeno 11. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/2010/04/28/business/global/28drachma.html>
29. Feldstein, M. (1997). The Political Economy of the European Political and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability. *Journal of Economic Perspectives*, 11(24), 23–42.

30. Friedman, L. T. (2010, 11. maj). Greece's Newest Odyssey. *New York Times*. Najdeno 16. decembra 2010 na spletnem naslovu http://www.nytimes.com/2010/05/12/opinion/12friedman.html?_r=1
31. Glavan, B. (2004). The Failure of OCA Analysis. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 7(2), 29–46.
32. Goodhart, A. E. C. (1994). What Should Central Banks Do? What Should be Their Macroeconomic Objectives and Operations? *The Economic Journal*, 104(427), 1424–1436.
33. Gökbudak, N. (1996). Central Bank Independence, the Bundesbank Experience and the Central Bank of the Republic of Turkey. *Discussion Paper No: 9610*. Marec 1996. The Central Bank of the Republic of Turkey.
34. Granham, P. (2010, 23. april). Greece crisis puts toll on euro. *The Financial Times*. Najdeno 10. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/9ddbef1c-4ebe-11df-abb5-00144feab49a.html#axzz16wgQ7Tnx>
35. Hall, C., & Maedler, C. (2009, 7. december). Dubai Stocks Drop Most in World on Dubai World Default Concern. *Bloomberg*. Najdeno 17. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aJct1WtDEV3A>
36. Hardin, G. (1968). The Tragedy of Commons. *Science*, 162 (3859), 1243–1248.
37. Holmström, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91.
38. Hope, K. (2010, 2. maj). EU puts positive spin on Greek rescue. *The Financial Times*. Najdeno 15. decembra na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/08a87e4e-55c4-11df-b835-00144feab49a.html#axzz16woEGSm1>
39. Huerta de Soto, J. (1995). A Critical Analysis of Central Banks and Fractional-Reserve Free Banking from the Austrian School Perspective. *The Review of Austrian Economics*, 8(2), 25–38.
40. Huerta de Soto, J. (2009). *Money, Bank Credit and Economic Cycles* (2nd English ed.). Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
41. Hülsmann, G. J. (2008a, 4. april). What Causes Moral Hazard. *The Free Market*, 26(4). Najdeno 10. maja 2010 na spletnem naslovu <http://mises.org/journals/fm/apr08.pdf>
42. Hülsmann, G. J. (2008b, 3. junij). Beware the Moral Hazard Trivializers. *Mises Daily*. Najdeno 10. maja 2010 na spletnem naslovu <http://mises.org/daily/2987>
43. *ECB Cites Moral Hazard Risk of Broader Collateral Framework*. (2009, 29. december). Najdeno 18. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://imarketnews.com/node/6523>
44. Jones, M. (2010, 19. maj). ECB's Weber warns against permanent aid safety net. *Reuters*. Najdeno 30. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/idUSBAF00408520100519>
45. Kennedy, S., & Bogner, J. (2010, 6. januar). Greece Rejects Bailout Speculation as EU Officials Arrive. *Bloomberg*. Najdeno 17. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aqS1Pw.R8lYo>

46. Kennedy, S. (2010, 10. maj). Trichet May Rewrite ECB Rule Book to Tame Greek Risk (Update2). *Bloomberg*. Najdeno 15. decembra 2010 na spletnem naslovu http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aMSO_VQTTzAU
47. Mann, L. C. (1998, 27. april). An International Lender of Last Resort and the International Financial Markets. *Testimony Before the Standing Committee on Foreign Affairs*. United States Senate, Washington, DC. Najdeno 23. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=311>
48. Melander, I. (2010, 11. april). Greek official: 80 bln euros "logical" aid amount for next 3 yrs. *Reuters*. Najdeno 10. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/idUSATH00535520100411>
49. *Announcement on new economic and fiscal measures*. (2010, 3. marec). Najdeno 10. januarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.minfin.gr/portal/en/resource/contentObject/id/a603355f-ad03-44f7-bf99-8e97bc477512>
50. Mishkin, S. F. (2007). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (8th ed.). Boston, MA: Pearson
51. Mollenkamp, C., & Bryan-Low, C. (2010, 5. marec). Greece Leaps One Key Hurdle. *The Wallstreet Journal*. Najdeno 10. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703502804575101912171794390.html>
52. Mundell, A. R. (1961). A Theory on Optimal Currency Areas. *The American Economic Review* 51(4), 657-665.
53. Nelson, M. R., Belkin, P., & Mix, E. D. (2010). Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications. *Congressional Research Service, april 2010*.
54. North, G. (2007, 27. avgust). The Moral Hazard of Central Banking. Najdeno 10. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.lewrockwell.com/north/north562.html>
55. Protokol o Statutu Evropskega sistema centralnih bank in Evropske centralne banke. *Uradni list C* 191, 29.7. 1992, str. 68.
56. Quinn, S., & Roberds, W. (2007). The Bank of Amsterdam and the Leap to Central Bank Money. *Federal Reserve Bank of Atlanta*.
57. Rothbard, N. M. (2005). *What has Government Done to Our Money?* (5th ed.). Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
58. Rothbard, N. M. (2007). *The Case Against the FED*. Auburn: Ludwig von Mises Institute.
59. Rothbard, N. M. (2008). *The Mystery of Banking* (2nd ed.). Auburn: Ludwig von Mises Institute.
60. Sachs, J. D. (2008). A Bridge for the Carmakers. *Washington Post*. Najdeno 8. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/11/16/AR2008111601743.html>
61. Scheller, K. H. (2006). *European Central Bank – History, Role and Functions* (2nd ed.). Frankfurt: Evropska Centralna Banka.
62. Smith, C. V. (1936). *The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative*. Indianapolis: Liberty Press.

63. Smith, H. (2010, 7. februar). Super-wealthy investors move billions out of Greece. *Guardian*. Najdeno 18. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.guardian.co.uk/world/2010/feb/07/greek-rich-pull-out-billions-debt>
64. Summers, L. (2007, 23. september). Beware moral hazard fundamentalists. *The Financial Times*. Najdeno 3. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/cms/s/0/5ffd2606-69e8-11dc-a571-0000779fd2ac.html>
65. *A very European crisis*. (2010, 4. februar). Najdeno 8. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.economist.com/node/15452594?story_id=15452594
66. *Acropolis Now*. (2010, 29. april). Najdeno 8. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.economist.com/node/16009099>
67. Thesing, G., Randow, J., & Kennedy, S. (2010, 10. maj). ECB to Intervene in Bond Market to Fight Euro Crisis (Update 2). *Bloomberg*. Najdeno 18. decembra 2010 na spletnem naslovu http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a_PRuPJFdhD0
68. Thesing, G., & Krause-Jackson, F. (2010, 3. maj). Greece Gets \$146 Billion Rescue in EU, IMF Package (Update1). *Bloomberg*. Najdeno 16. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aIJWdKeR1TDU>
69. Thesing, G., & Vits, C. (2007, 21. september). Merkel Backs Independent ECB; Sarkozy Seeks Rate Cut (Update3). *Bloomberg*. Najdeno 10. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601090&sid=aWjLha17IBMo&refer=france>
70. Trichet, C. J. (2010, 25. marec). Introductory statement before the Plenary of the European Parliament. Najdeno 21. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100325.en.html>
71. Von Mises, L. (2008). *Human Action: A Treatise on Economics*. (Schollar's ed.). Auburn: Ludwig von Mises Institute.
72. Watts, L. W. (2009, 8. december). Fitch downgrades Greece, pressure mounts. *MarketWatch*. Najdeno 10. decembra 2010 na spletnem naslovu <http://www.marketwatch.com/story/greece-under-pressure-as-debt-downgraded-2009-12-08>
73. Weber, A. (2006, 26. oktober). The Independence of the Central Bank and Inflation – the Bundesbank Example. *Bank for International Settlements*. Najdeno 10. januarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/review/r061027a.pdf>
74. Wolf, C. Jr. (1999, 1. julij). Financial Crises And the Challenge of “Moral Hazard”. *Rand.org*. Najdeno 10. maja 2010 na spletnem naslovu http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/monograph_reports/MR1571/MR1571.ch3.pdf
75. Wyplosz, C. (2009, 21. februar). Bailouts: the next step up? *VOX*. Najdeno 6. januarja 2010 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3110>

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Tabela primerjave nekaterih javnofinančnih statistik med Grčijo in evroskupino....	1
Priloga 2: Slike.....	2

Priloga 1: Tabela primerjave nekaterih javnofinančnih statistik med Grčijo in evroskupino

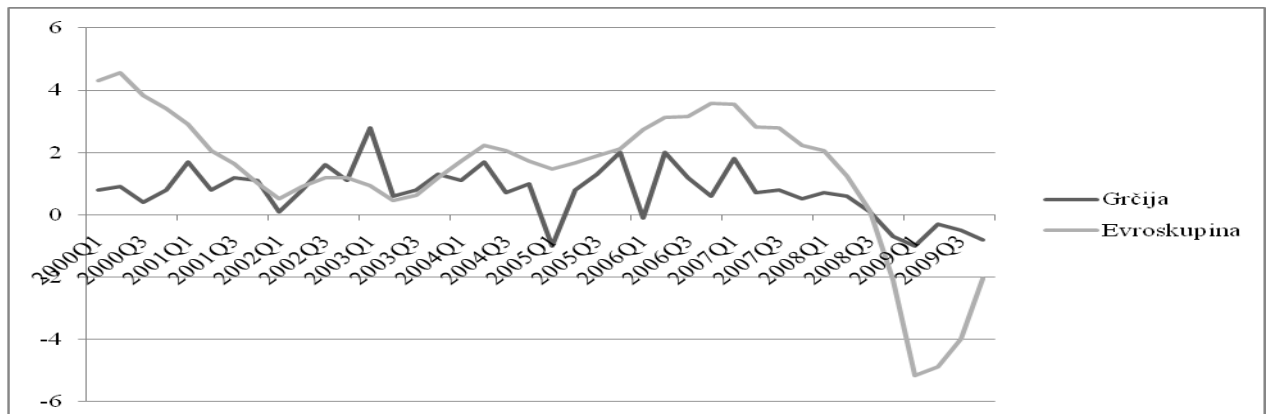
Tabela 1: Primerjava nekaterih javnofinančnih statistik med Grčijo in Evroskupino (v %)

	Grčija	Evroskupina
Rast BDP (povprečje med 2002 in 2009)	0,7	1
Rast bruto javnega dolga (povprečje med 2002 in 2009, v % BDP)	9,4	5,2
Bruto zadolženost (povprečje med 2002 in 2009, v % BDP)	105,5	69,8
Bilanca tekočega računa v plačilni bilanci (povprečje med 2002 in 2009, v % BDP)	-9,7	0,1
Proračunski primanjkljaj (povprečje med 2002 in 2009, v % BDP)	-7,5	-2,5
Javni izdatki (povprečje med 2002 in 2009, v % BDP)	46,8	47,5
Javni prihodki (povprečje med 2002 in 2009, v % BDP)	39,3	45,0

Vir: Eurostat, 2010.

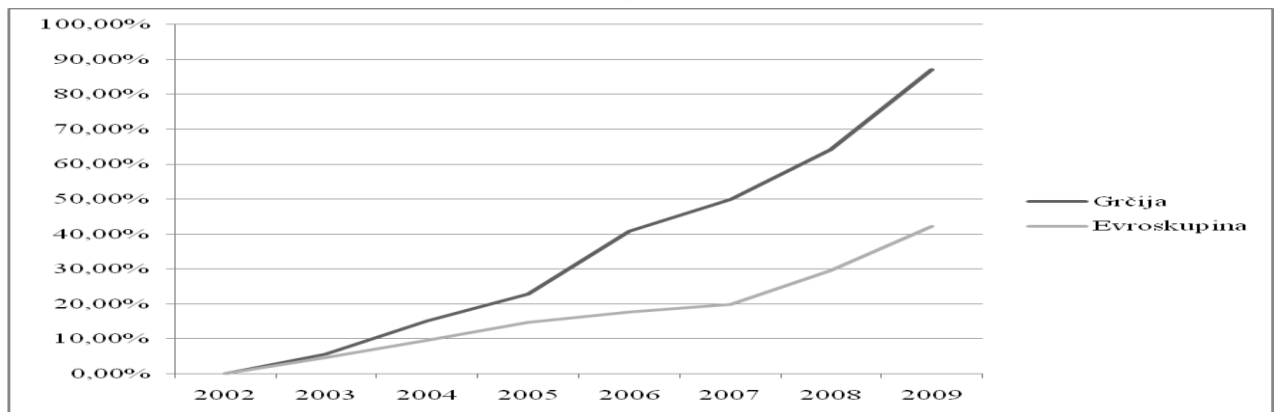
Priloga 2: Slike

Slika 1: Stopnje rasti BDP Grčije v primerjavi z evroskupino



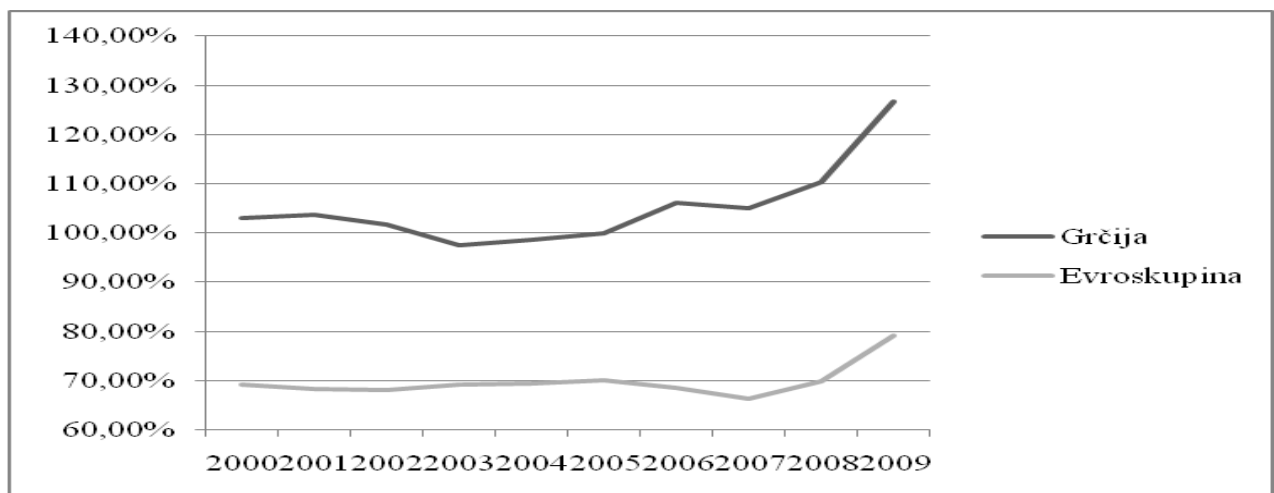
Vir: Eurostat, 2010.

Slika 2: Rast bruto javnega dolga Grčije v primerjavi s tistim v celotni evroskupini (leto 2002 je bazno leto)



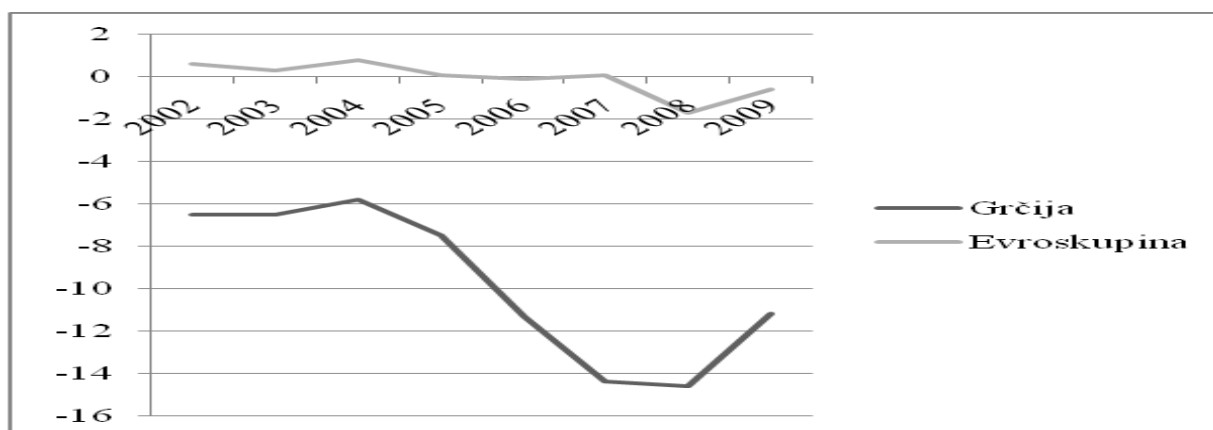
Vir: Eurostat, 2010.

Slika 3: Bruto zadloženost Grčije v primerjavi z evroskupino v % BDP



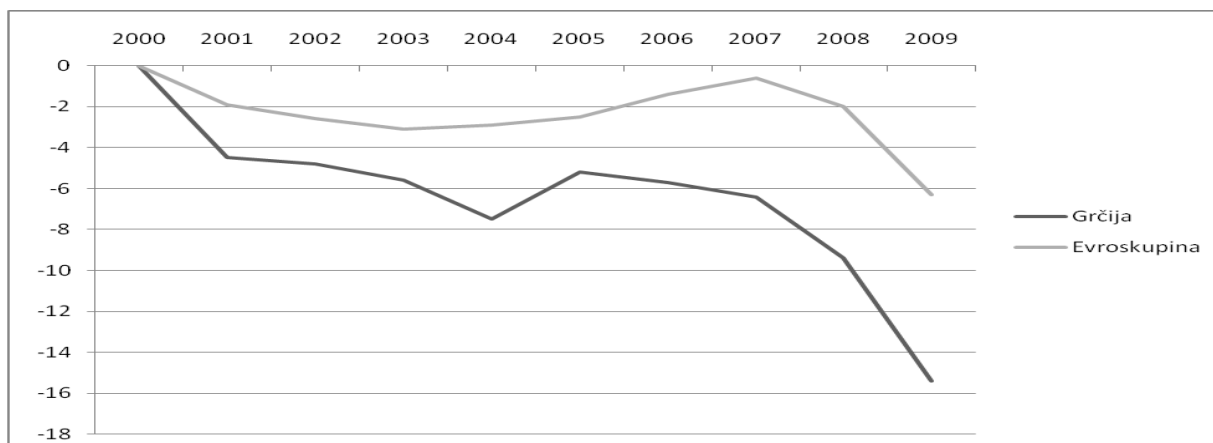
Vir: Eurostat, 2010.

Slika 4: Bilanca tekočega računa plačilne bilance Grčije v primerjavi z evroskupino v % BDP



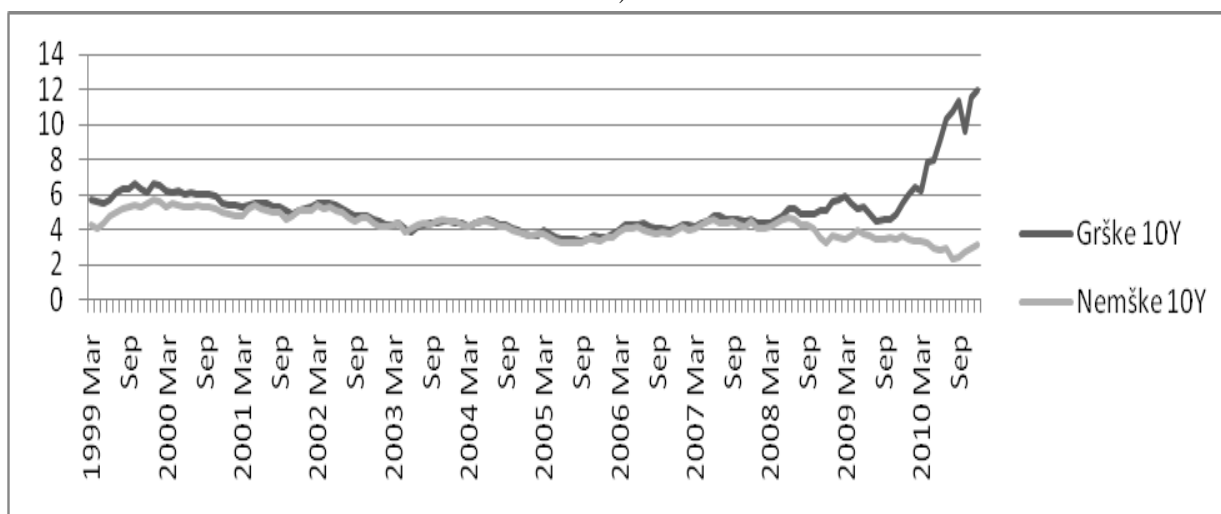
Vir: Eurostat, 2010.

Slika 5: Javni primanjkljaj Grčije v primerjavi z proračunski primanjkljajem evroskupine v % BDP



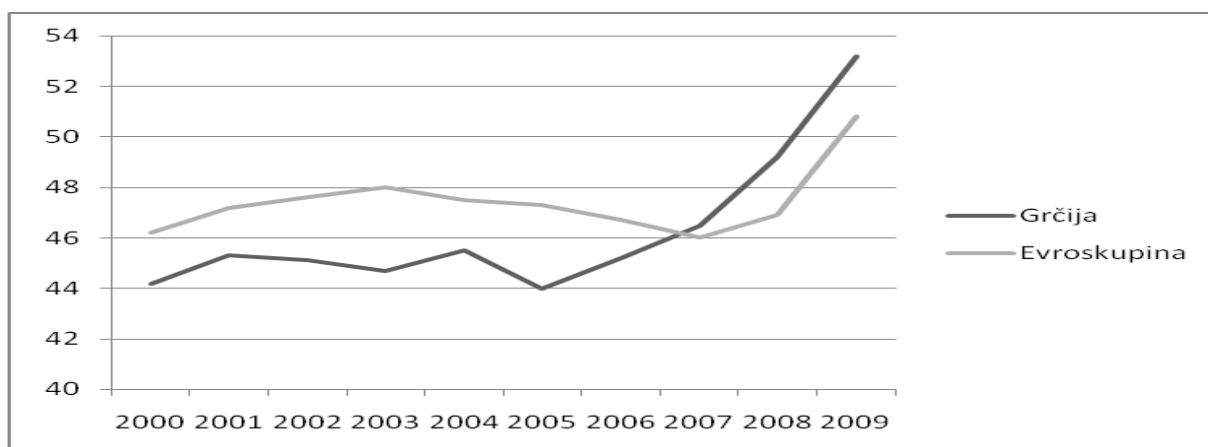
Vir: Eurostat, 2010.

Slika 6: Donosnost 10-letne grške obveznice v primerjavi z 10-letnimi nemškimi (v %)



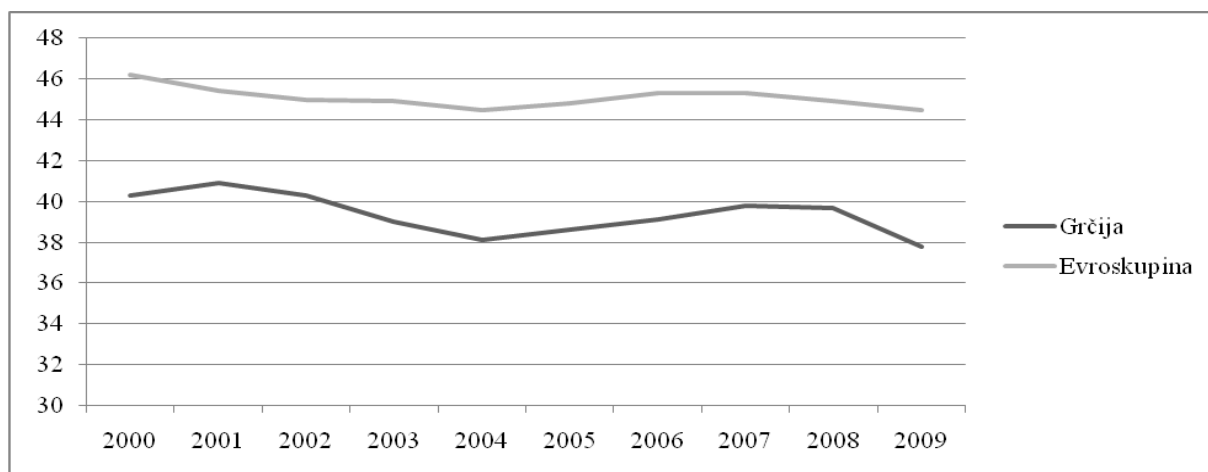
Vir: Bank of Greece, 2010; Bundesbank, 2010.

Slika 7: Javni izdatki Grčije v primerjavi z javnimi izdatki evroskupine v % BDP



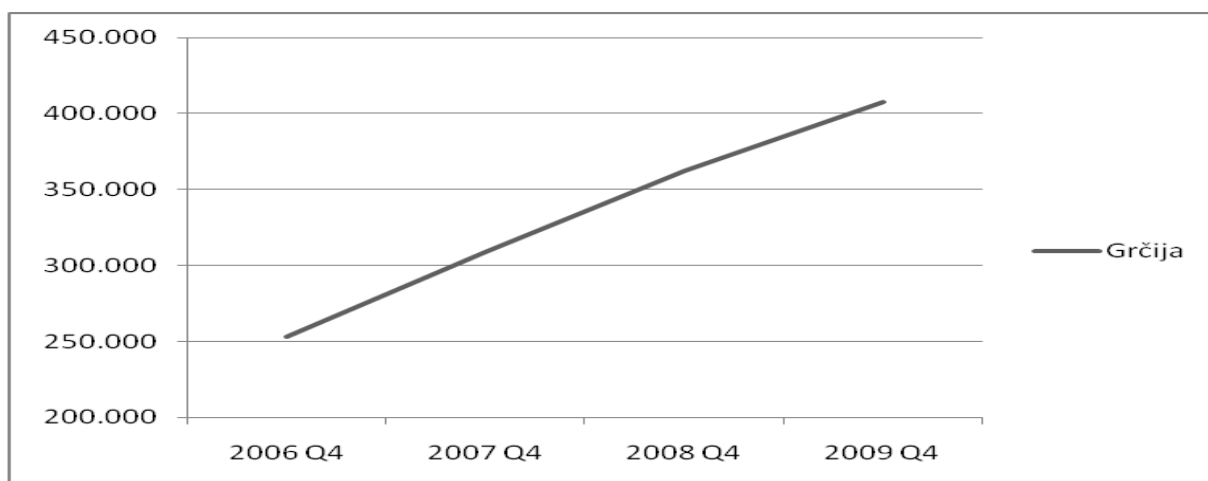
Vir: Eurostat, 2010.

Slika 8: Javni prihodki Grčije v primerjavi z javnimi prihodki evroskupine v % BDP



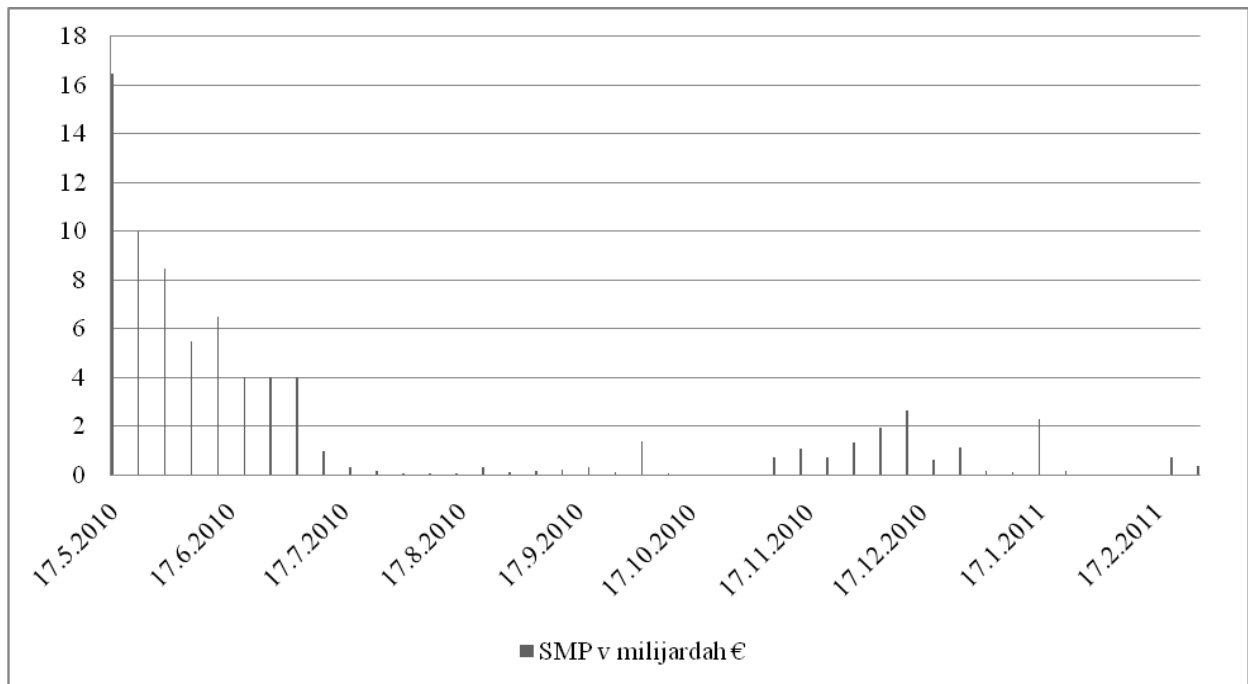
Vir: Eurostat, 2010.

Slika 9: Rast bruto zunanjega dolga Grčije v milijon €



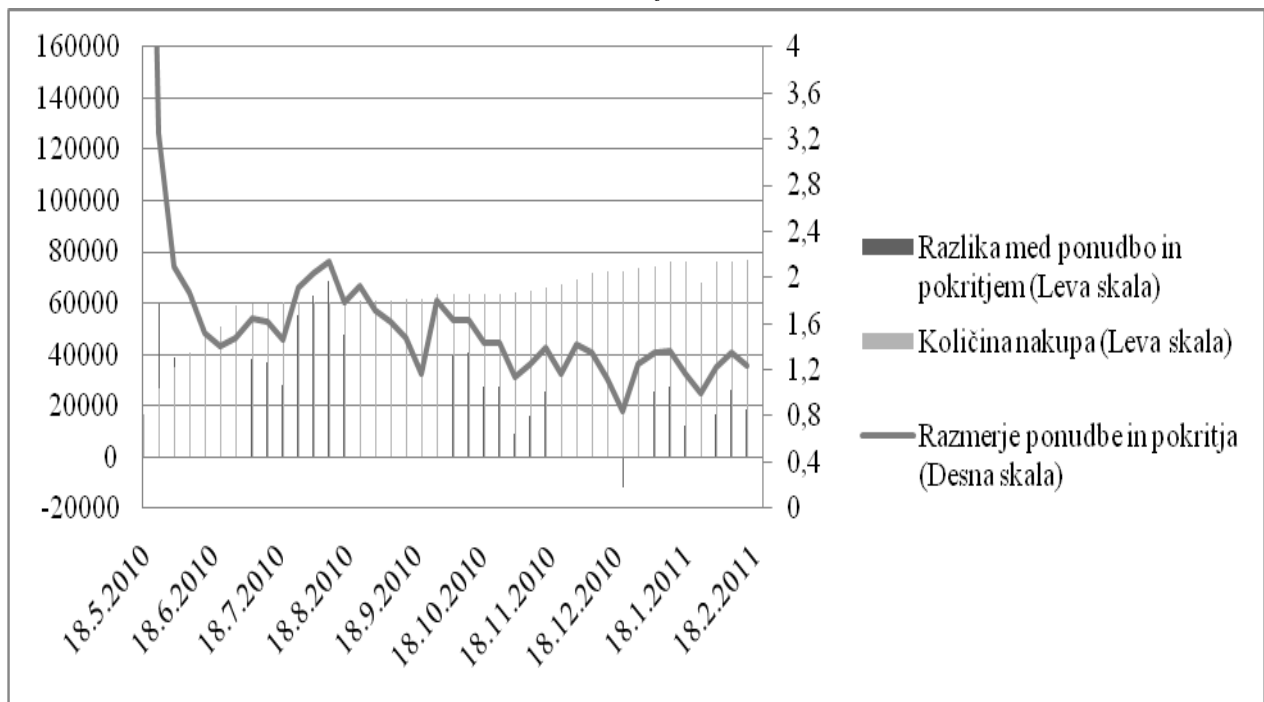
Vir: Banka Grčije, 2010.

Slika 10: SMP in kupovanje finančnih instrumentov s strani
ECB



Vir: Evropska centralna banka, 2010.

Slika 11: ECB SMP
sterilizacija



Vir: Evropska centralna banka, 2010.