

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**KAKO JE EMU PRESTALA KRITERIJE »OPTIMALNEGA
VALUTNEGA OBMOČJA« V ČASU FINANČNE KRIZE 2007?**

Ljubljana, september 2010

DAVOR VOGRINČIČ

IZJAVA

Študent Davor Vogrinčič izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Igorja Lončarskega, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

Kazalo

Uvod	1
1 Evropska monetarna unija.....	2
1.1 Optimalno valutno območje.....	2
1.2 Evropska monetarna unija skozi čas	3
1.3 Prednosti in slabosti vključitve v monetarno unijo.....	4
2 Kriteriji optimalnega valutnega območja v času finančne krize	5
2.1 Fleksibilnost plač in cen	6
2.2 Mobilnost delovne sile.....	10
2.3 Odprtost gospodarstva	12
2.4 Fiskalni transferji (fiskalna politika).....	13
3 Kratkoročna rešitev EMU-ja	15
4 Dolgoročne rešitve EMU-ja	18
Sklep	20
Literatura in viri.....	22

Kazalo tabel

Tabela 1: Kronološki pregled ustanovitve EMU.....	3
Tabela 2: Prednosti in slabosti priključitve države v monetarno unijo.....	4
Tabela 3: Stopnja rasti bruto plač v EMU (2005=100) z izračunano povprečno letno stopnjo rasti bruto plač po državah v odstotkih.....	7
Tabela 4: Stopnja rasti bruto domačega proizvod v EMU (2005=100) z izračunano povprečno letno stopnjo rasti bruto domačega proizvoda po državah v odstotkih	8
Tabela 5: Letne stopnje inflacije v državah članicah EMU in povprečna letna stopnja inflacije v državah članicah EU	9
Tabela 6: Stopnja brezposelnosti po državah članicah EMU in izračun Pearsonovega koeficienta ter standardne deviacije.	11
Tabela 7: Neto izvoz v EMU v odstotku od BDP	13
Tabela 8: Javnofinančni presežek/primanjkljaj (% od BDP-ja, v milijonih EUR)	14

Kazalo slik

Slika 1: Stopnje rasti stroška dela na enoto v EMU (1999=100).....	17
Slika 2: Strošek dela na enoto in javnofinančni primanjkljaj (-) oz. presežek (+) med 1999–2008.....	18

Uvod

»The theory of optimum currency areas is primarily a scholastic discussion which contributes little to practical problems of exchange rate policy and monetary reform.«
(Ishiyama, 1975, str. 378)

Teorija optimalnega valutnega območja je bila javnosti predstavljena s tremi zelo vplivnimi deli avtorjev Mundella (1961), McKinnona (1963) in Kenena (1969). Dela opredeljujejo značilnosti, ki jih potencialne države članice potrebujejo za vstop v skupno monetarno unijo. Posamezne kriterije, kot so fleksibilnost plač in cen, mobilnost delovne sile, odprtost gospodarstva ter fiskalna politika, sem kronološko pregledal od leta 2006 do 2009, kajti glavni namen diplomskega dela je opazovanje spreminjanja omenjenih kriterijev ob prisotnosti asimetričnih šokov. Preučevano obdobje sem izbral, ker menim, da je obdobje med letoma 2006 in 2007 predstavljalo monetarno unijo, ki ni bila izpostavljena asimetričnim šokom, kar za drugo polovico preučevanega obdobja ne velja. Opazovani podatki niso analizirani zgolj kot povprečje EMU, temveč tudi kot primerjava na nacionalnih ravneh. Povprečne podatke EMU sem uporabil, ko sem hotel nazorno pokazati odstopanje države članice od povprečja EMU, kar dejansko zavrača teorijo optimalnega valutnega območja.

Tema je zanimiva, ker je EMU v novejši zgodovini edinstven primer, ko so se suverene države odrekle vodenju samostojne monetarne politike ter se hkrati odpovedale lastni valuti v upanju, da bodo koristi presegle stroške.

V drugem delu diplomske naloge sem predstavil aktualno problematiko javnofinančnega primanjkljaja. Velik poudarek Evropske in monetarne unije je interpretacija maastrihtskih konvergenčnih kriterijev. Sporen je del o pomoči državam, ki na dolgi rok ne spoštujejo referenčnih omejitev. Primer države z omenjenim problemom je Grčija. V nadaljevanju diplomskega dela se mi kot najboljša rešitev v primeru nespoštovanja kriterijev zdi smiselno sprotno kontroliranje in sankcioniranje. Za kontrolo naj bi skrbel Evropski monetarni sklad, ki bi bil ustanovljen s strani držav članic EMU. V sklad bi prispevale le države, ki imajo javnofinančni primanjkljaj in s tem spremenile dosedanjo nepravilno prakso, da mora vsaka država prispevati pomoč, ne glede na to, ali je njen javni dolg znotraj referenčnega okvirja.

Kot dodatno rešitev vidim poenoteno fiskalno politiko, ki bi reševala pasivno vodenje fiskalnih politik na nacionalnih ravneh. Dolgoročno bi monetarna politika sodelovala s skupno fiskalno ter tako izdajala direktive, ki bi bile učinkovitejše pri reševanju posledic asimetričnih šokov.

1 Evropska monetarna unija

1.1 Optimalno valutno območje

Mundellova teorija optimalnega valutnega območja (ang. *optimum currency area*) je definirana kot geografsko območje z eno skupno ali več valutami, med katerimi so režimi deviznega tečaja fiksni (Mundell, 1961, str. 657–665). Teorija optimalnega valutnega območja se je razvila v šestdesetih letih prejšnjega stoletja v kontekstu razprave o prednostih in slabostih fiksnega deviznega tečaja v primerjavi z režimom fleksibilnega deviznega tečaja (Mrak, 2002, str. 390). Omenjena teorija poskuša odgovoriti na vprašanje, kateri režim deviznega tečaja je primernejši za določeno gospodarstvo.

Mundellov teoretični model v prvi fazi opazuje dve državi, ki med seboj trgujeta z dvema izdelkoma. V drugi fazi teorija opazuje posledice za gospodarstvo dveh držav z različnima valutama, kjer njuna ekonomska aktivnost sega preko državnih meja. V tretji fazi pa opazuje eno državo z eno valuto ter ekonomsko aktivnostjo preko meje opazovane države (Mundell, 1961, str. 657–665). Noben od preučevanih modelov ne ustreza strukturi EMU-ja, kajti EMU je sestavljena iz 16 suverenih držav in ne iz dveh ekonomskih regij, kot jih opisuje teorija. Mundell je v svoji teoriji predvidel tudi druge domneve, kot na primer polno zaposlenost, diverzifikacijo proizvodnih dejavnikov ter mobilnost delovne sile, česar v praksi EMU-ja ne najdemo.

Teorijo optimalnega valutnega območja so avtorji skozi čas različno razlagali. McKinnon (1963, str. 711–725) meni, da je za optimalno območje potrebna polna zaposlenost, stabilna raven cen ter uravnotežena plačilna bilanca. Kenen (1969, str. 41–60) si je »optimalnost« predstavljala v popolni mobilnosti delovne sile po celem svetu in s tem svet kot optimalno valutno območje, ob predpostavki, da je delovna sila homogena po celem svetu. Njegovo delo utemeljuje, da so države z diverzificirano proizvodnjo in diverzificiranim izvozom redkeje podvržene asimetričnim šokom. Grubel (1970, str. 318–324) je zagovarjal tezo, da je območje optimalno, ko se skupna blaginja vseh vključenih držav članic dvigne na raven, ki je višja od tiste, ki bi jo država dosegla brez članstva v uniji. Ishiyama (1975, str. 383–433) je teoriji prinesel nove poglede, kajti med kriterije je dodal še podobnosti v stopnjah inflacije ter fleksibilnost cen in plač. Allen in Kenen (1980, str. 585) sta, podobno kot Grubel, razlagala neto korist pred in po vključitvi v unijo z vidika stroškov plačilnobilančnega prilagajanja. Med zadnjimi tolmači teorije optimalnega valutnega območja je Ricci (1997, str. 41), ki se je po skoraj tridesetih letih približal tezi Mundella, da je vprašanje o optimalnosti kompleksno in težko določljivo.

Večina ekonomistov se strinja o kriterijih, ki naj bi bili med seboj primerjani in bi kar se da dobro utemeljevali lastnosti optimalnega valutnega območja (Mongelli, 2002, str. 54). Izbrani kriteriji so pomembni za diplomsko delo, kajti brez njih primerjava med državami ne bi bila mogoča. Ti kriteriji so (Mongelli, 2002, str. 54):

- fleksibilnost plač in cen,
- mobilnost delovne sile,
- odprtost gospodarstva in diverzifikacija proizvodnih dejavnikov,
- fiskalni transferji (fiskalna politika).

1.2 Evropska monetarna unija skozi čas

Kot prikazuje Tabela 1, se je vse skupaj začelo s podpisom Enotnega evropskega akta februarja 1986. Namen podpisa je bila odprava vseh ovir, povezanih s prenosom kapitala, dela, storitev in blaga znotraj držav članic.

Tabela 1: Kronološki pregled ustanovitve EMU

Datum	Dogodek
Februar 1986	Podpis Enotnega evropskega akta.
April 1989	Evropski svet pooblasti odbor strokovnjakov, ki mu predseduje Jacques Delors ("Delorsov odbor"), da pripravi predlog za uresničitev ekonomske in monetarne unije.
Junij 1989	Evropski svet sprejme odločitev o uresničitvi ekonomske in monetarne unije v treh fazah.
Januar 1990	Prične se prva faza ekonomske in monetarne unije; odprava ovir, povezanih s finančno integracijo.
Februar 1992	Podpisana je Pogodba o Evropski uniji (Maastrichtska pogodba).
Januar 1994	Prične se druga faza ekonomske in monetarne unije; ustanovljen je EMI (angl. European Monetary Institute).
December 1995	Evropski svet na zasedanju v Madridu določi ime enotne valute ter predstavi načrt uvedbe evra in zamenjave gotovine.
Maj 1998	11 držav izpolni potrebne pogoje za uvedbo evra kot enotne valute. Imenovani so člani Izvršilnega odbora ECB.
Junij 1998	Ustanovljena sta Evropska centralna banka (ECB) in Evropski sistem centralnih bank (ESCB).
Januar 1999	Začne se tretja faza ekonomske in monetarne unije; evro postane enotna valuta evroobmočja; menjalna razmerja nacionalnih valut sodelujočih držav članic so nepreklicno določena; v evroobmočju se vodi enotna denarna politika.
Januar 2002	Zamenjava gotovine v evre; uvedeni so evro bankovci in evro kovanci, ki do konca februarja 2002 postanejo edino zakonito plačilno sredstvo v evro območju.

Vir: ECB.

Decembra 1991 so bili določeni maastrichtski konvergenčni kriteriji, ki se nanašajo na:

- doseganje visoke stopnje stabilnosti cen,
- vzdržnost položaja javnih financ,
- nizke stopnje obrestnih mer,
- stabilnost deviznega tečaja.

»Maastrichtski konvergenčni kriteriji so v bistvu kvantificirane minimalne zahteve glede stabilnosti pri vodenju monetarne, fiskalne in devizno tečajne politike držav članic EU kot predpogoj za vstop v EMU. Lahko bi rekli, da so osnovni nameni maastrichtskih kriterijev trojni, saj določajo merila za vstop v EMU, omogočajo selekcijo med državami kandidatkami za EMU pri vstopu v EMU in zagotavljajo stabilnost valute.« (Lavrač, 2003, str. 407).

Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) je bila iz predhodnika EMI (ang. European Monetary Institute) ustanovljena leta 1998 v Frankfurtu. Slednji je bil ustanovljen za pripravo vsega potrebnega za ustanovitev ECB-ja ter pripravo osnovnih smernic za vodenje monetarne politike na območju evra. Od januarja 1999 je bil devizni tečaj med članicami fiksen. Režim fiksnega deviznega tečaja je trajal vse do januarja 2002, ko je evropska monetarna unija za medsebojno trgovanje začela uporabljati valuto *evro*.

1.3 Prednosti in slabosti vključitve v monetarno unijo

Strukturna značilnost gospodarstva je pokazatelj, ali bo imela država neto korist ali stroške z vključitvijo v monetarno unijo. Zelo pomembna stvar pri ocenjevanju koristi/stroškov je izpostavljenost države simetričnim ali asimetričnim šokom, ko bo vstopila v monetarno unijo. Simetrični šoki so tiste plačilnobilančne motnje, ki prizadenejo vse članice monetarne unije bolj ali manj sorazmerno, torej monetarno unijo kot celoto. Za obrambo zoper njih ima monetarna unija na voljo vse ukrepe makroekonomske politike, vključno s skupno denarno in tečajno politiko. Asimetrični šoki pa so tiste plačilnobilančne motnje, ki prizadenejo samo posamezno državo članico monetarne unije. Za obrambo proti asimetričnim šokom država nima lastne monetarne in devizno tečajne politike. V tem primeru je zelo pomembna fiskalna politika ter fleksibilnost trga delovne sile. Če bi se zgodilo, da se članica v monetarni uniji ne bi uspešno branila z alternativnimi mehanizmi ter bi zaradi tega ekonomsko zaostajala, bi bila za njo vključitev v monetarno unijo napačna (Mrak, 2002, str. 392).

Tabela 2: Prednosti in slabosti priključitve države v monetarno unijo.

PREDNOSTI	SLABOSTI
Odprava tečajnega tveganja	Izguba samostojne denarne politike
Večja transparentnost cen	Izguba lastne nacionalne valute
Dostop do mednarodnega trga kapitala	Izguba politike deviznega tečaja
Nižja stopnja inflacije	Omejitve fiskalne politike
Nižje obrestne mere	Izguba monopola pri tiskanju denarja
Manjša stopnja tveganja	

Vir: C. Wyplosz, The impact of EMU on Europe and developing countries; 2002; M. Mrak, Mednarodne finance, 2002; S. Eijffinger, European monetary and fiscal policy, 2000.

Odprava tečajnega tveganja spodbuja gospodarstvo, mednarodno trgovino ter direktne tuje investicije, saj ekonomskim subjektom prinaša manj tvegano poslovanje. Predvsem

podjetja pričakujejo neto korist od članstva v EMU, ker menijo, da tveganje spremembe deviznega tečaja nepotrebno ovira podjetniško dejavnost (Wyplosz, 2001, str. 195). Manjša stopnja tveganja izhaja iz večje usklajenosti ekonomskih politik in povečanje ujemanja poslovnih ciklov med državami članicami. Prost pretok do mednarodnega trga kapitala pripomore k večji razpršenosti naložb, kar pomeni, da realni donosi ne bodo odvisni le od domačega gospodarstva. Ob morebitnem upadu realnega donosa na domačem trgu se bo le-ta kompenziral z višjimi donosi v tujini (Pavlič, 2003, str. 53–58). Skupna valuta pripelje do večje transparentnosti cen, kar posredno vpliva na večjo konkurenčnost povpraševanja in ponudbe (Eijffinger, 2000, str. 16). Z vidika makroekonomije so prednosti skupne monetarne unije predvsem nižja obrestna mera in stopnja inflacije, kar vpliva na stabilno gospodarstvo z visoko gospodarsko rastjo (Mrak, 2002, str. 392).

Za razliko od prednosti so slabosti vezane bolj na makroekonomski del ekonomije. Izguba glavnega makroekonomskega instrumenta, še posebej v primeru izpostavljenosti asimetričnim šokom, je po mnenju večine ekonomistov glavna slabost skupne denarne unije. Država ne odloča sama med stopnjo inflacije in višino brezposelnosti (določi »optimalno« točko na Phillipsovi krivulji) (Eijffinger, 2000, str. 18). Z izgubo monetarne politike je tesno povezana tudi izguba politike deviznega tečaja, saj slednja zaradi skupne valute ne obstaja več, kar pomeni izgubo devizno tečajne politike kot instrumenta za uravnavanje mednarodne konkurenčnosti (Lavrač, 2003, str. 9). Potrebno je poudariti, da ima država s samostojno valuto monopol pri tiskanju denarja. Ustvarjen dobiček se imenuje seignoriage. Slednjega je mogoče razlagati tudi kot davek, ki ga vsi uporabniki denarja plačujejo državi. V večini primerov se ustvarjen dobiček prenese v proračun (Pavlič, 2003, str. 58–63).

2 Kriteriji optimalnega valutnega območja v času finančne krize

Začetki trenutne finančne krize segajo na trg hipotekarnih kreditov Združenih držav Amerike. Začetki so vidni med letoma 2000 in 2007, ko so cene nepremičnin strmo naraščale. Visoka rast je povezana z bančnimi krediti. Ko je ameriška centralna banka leta 2003 pod vodstvom Alana Greenspana močno znižala referenčno obrestno mero, je to pocenilo posojila in s tem posredno povečalo zadolževanje prebivalstva (Klemen, 2007, str. 21). To je povzročilo špekulativno obnašanje, saj so investitorji pri bankah najeli poceni hipotekarno posojilo in denar vložili v nepremičninski trg ali nakup delnic. V ekspanzivnem gospodarskem okolju so verjeli, da se bo njihova naložba povečala, pri čemer je cena investicije zaradi optimizma na trgu umetno rasla. Odstotek nepremičnin, ki so bile kupljene kot druga nepremičnina ali investicija, se je s 34 % v letu 2003 povečal na 40 % v letu 2004 (Larson, 2007, str. 18–20). Ameriška centralna banka je začela postopoma višati obrestno mero, da bi ohladila konjunkturo, kar je na drugi strani povišalo

anuiteto najetih kreditov. Ob preveliki ponudbi nepremičnin in povišanju obrestnih mer se je nepremičninski trg zlomil. Prvi so bili na udaru posojilojemalci z nižjimi dohodki, t. i. drugorazredni sloj, ki niso bili zmožni plačevati povečanega obroka. Posojila so bila s pomočjo listinjenja zavarovana na trgu izvedenih finančnih instrumentov, ki so temeljili na drugorazrednih hipotekarnih kreditih. Omenjeno je vodilo do katastrofalnih posledic za svetovno gospodarstvo (BIS, 2008, str. 3–10). Simbolični dogodek, ki se navaja kot začetek svetovne finančne krize, je stečaj ene izmed večjih ameriških bank, Lehman Brothers, v septembru 2008. Gre za krizo, kakršni do sedaj nismo bili priča.

Krizi je nove razsežnosti dodala problematika javnofinančnega primanjkljaja med državami evroobmočja. Pred vstopom v evroobmočje so maastrichtski konvergenčni kriteriji določali, da javnofinančni primanjkljaj države ne sme presežati 3 % BDP-ja in hkrati javni dolg ne sme biti večji od 60 % BDP-ja, razen če je to razmerje znatno in neprestano upada ter dosega raven referenčne vrednosti ali v primeru, da je prekoračitev referenčne vrednosti začasna ter razmerje ostaja blizu referenčne vrednosti. Grški javnofinančni primanjkljaj znaša 13,6 % BDP-ja, kar predstavlja veliko nevarnost ne samo za državo, temveč tudi za obstoj celotne unije. Med problematičnimi državami glede javnofinančnega primanjkljaja so tudi Portugalska, Španija, Irska ter Italija (Žerjavič, 2010).

Izvedeni finančni instrumenti, med katerimi so bile tudi drugorazredne hipotekarne obveznice, so bile deležne nerealne ocene s strani treh največjih bonitetnih hiš na svetu. V obdobju gospodarske rasti so obveznice dobile optimistične ocene in niso izražale realnega stanja tveganosti. Ob kolapsu nepremičninskega trga so bonitetne agencije občutno znižale ocene omenjenih finančnih instrumentov. Institucije, ki kot glavno merilo za odločanje o investiranju uporabljajo bonitetne ocene, bi morale nujno razumeti metodologijo, na podlagi katere je posamezna ocena izračunana. Uporabniki bonitetnih ocen sami niso opravljali analize ter so se slepo zanašali na ocene priznanih bonitetnih agencij (Berk, 2009, str. 50–55). Ob nenadni prodaji drugorazrednih hipotekarnih obveznic je cena obveznic močno padla, kar je sprožilo padanje cen na mednarodnih finančnih trgih.

V nadaljevanju bom vsakega od kriterijev optimalnega valutnega območja kronološko analiziral in pri vsakem kriteriju utemeljil, zakaj Evropska in monetarna unija ni optimalno valutno območje.

2.1 Fleksibilnost plač in cen

Plačni sistemi so znotraj EMU različno urejeni. Država lahko pridobiva na konkurenčnosti z zmanjševanjem stroškov proizvodnje, kar posredno pomeni nižje plače. Slednje ni mogoče, ker imajo države zagotovljeno minimalno plačo. Višina realne minimalne plače se v EMU razlikuje in je vezana na razvitost gospodarstva (Hoeller et al., 2004, str. 14). Po teoriji optimalnega valutnega območja naj se stroški dela ne bi spreminjali po različnih

stopnjah, temveč bi povišanje/zmanjšanje občutilo celotno monetarno območje. V Tabeli 3 so prikazane stopnje rasti bruto plač v EMU. Leto 2005 se šteje kot bazno leto. Kot vidimo, so plače po posameznih državah med obdobjem 2006 ter 2009 naraščale zelo različno. Najvišjo stopnjo dviga plač v preučevanem obdobju je imela Slovaška. Razlog je predvsem v nizkih realnih plačah Slovaške pred vstopom v EMU leta 2004, kar je bila konkurenčna prednost države vse do leta 2009. Do omenjenega leta je zaradi nižjih stroškov dela privabljala v državo direktne tuje investicije (European industrial relations observatory). Kot že omenjeno, je problem v nefleksibilnosti plač navzdol ter hkrati nezmožnosti prilagajanja deviznega tečaja in obrestnih mer za pridobivanje zunanje konkurenčnosti. Država pridobiva na konkurenčnosti z večjo produktivnostjo dela, diferenciacijo proizvoda ter ohranjanju plač na isti ravni. Na omenjeni način je konkurenčnost povečala Nemčija (Bole, 2006, str. 91–98). Kot vidimo v Tabeli 3, je stopnja rasti bruto plače v Nemčiji v povprečju 5 % na leto, kar je za polovico manj od povprečja v EMU.

Tabela 3: Stopnja rasti bruto plač v EMU (2005=100) z izračunano povprečno letno stopnjo rasti bruto plač po državah v odstotkih

Območje/Leto	2005	2006	2007	2008	2009	<i>Povprečna letna stopnja</i>
<i>Evropska unija</i>	100,00	104,15	109,54	114,38	114,30	10,59
<i>Območje Evra (16 držav)</i>	100,00	104,20	109,20	113,79	113,13	10,08
<i>Belgija</i>	100,00	104,80	109,76	115,72	116,55	11,71
<i>Nemčija</i>	100,00	101,49	104,89	108,99	108,68	5,01
<i>Irska</i>	100,00	109,55	117,34	119,56	107,66	13,53
<i>Grčija</i>	100,00	105,17	112,82	118,90	123,45	15,08
<i>Španija</i>	100,00	107,77	116,23	122,78	118,27	16,26
<i>Francija</i>	100,00	104,47	108,87	112,20	112,17	9,43
<i>Italija</i>	100,00	105,11	109,20	113,21	112,50	10,00
<i>Ciper</i>	100,00	107,13	113,76	123,77	n.p.	14,89
<i>Luksemburg</i>	100,00	107,60	117,04	125,38	127,09	19,28
<i>Malta</i>	100,00	105,13	110,78	118,20	118,19	13,08
<i>Nizozemska</i>	100,00	104,29	110,63	115,89	117,17	11,99
<i>Avstrija</i>	100,00	104,91	110,49	116,63	117,56	12,40
<i>Portugalska</i>	100,00	103,23	n.p.	n.p.	n.p.	3,23
<i>Slovenija</i>	100,00	106,94	117,57	129,75	130,14	21,10
<i>Slovaška</i>	100,00	114,77	140,07	160,81	167,14	45,70
<i>Finska</i>	100,00	104,88	111,33	118,62	117,15	12,99

Vir: Eurostat, 2010.

Mundell je v svoji teoriji predvideval fleksibilnost plač, kar pomeni, da se ob prisotnosti asimetričnih šokov plače prilagodijo navzdol. Podatek o stopnji rasti bruto plač je potrebno primerjati z bruto domačim proizvodom istega leta, saj le tako lahko preverimo kriterij

fleksibilnosti plač. V Tabeli 4 je prikazana stopnja rasti bruto domačega proizvoda za preučevano obdobje po državah članicah. EMU je med leti 2006–2008 beležila rast BDP, prav tako so se višale plače. Opazimo, da so v omenjenem obdobju plače rasle hitreje kot BDP, kar po teoriji fleksibilnosti plač ni sprejemljivo. V letu 2009 so odstopanja med znižanjem BDP in spremembo ravni plač večja. Primer tega so Portugalska, Italija, Irska ter Slovaška. Slednja je med letoma 2006 in 2009 beležila 45-odstotno rast bruto plač in le 25-odstotno rast BDP. V povprečju EMU so med letoma 2006 in 2009 bruto plače rasle hitreje kot BDP.

Empirično sem dokazal, da so razlike med stopnjami rasti bruto plač znotraj EMU velike, to pa pomeni, da kriterij ne ustreza teoriji optimalnega valutnega območja.

Tabela 4: Stopnja rasti bruto domačega proizvod v EMU (2005=100) z izračunano povprečno letno stopnjo rasti bruto domačega proizvoda po državah v odstotkih

Območje/Leto	2005	2006	2007	2008	2009	<i>Povprečna letna stopnja rasti</i>
<i>Evropska unija</i>	100,00	105,61	111,80	113,02	106,61	9,26
<i>Območje Evra (16 držav)</i>	100,00	105,00	110,54	113,66	110,06	9,82
<i>Belgija</i>	100,00	105,05	110,65	113,92	111,99	10,40
<i>Nemčija</i>	100,00	103,70	108,30	111,31	107,44	7,69
<i>Irska</i>	100,00	109,05	117,06	112,17	100,90	9,79
<i>Grčija</i>	100,00	107,73	115,90	122,41	121,56	16,90
<i>Španija</i>	100,00	108,31	115,84	119,77	115,66	14,90
<i>Francija</i>	100,00	104,66	109,80	112,89	110,49	9,46
<i>Italija</i>	100,00	103,91	108,16	109,68	106,39	7,04
<i>Ciper</i>	100,00	107,23	117,95	128,12	125,88	19,79
<i>Luksemburg</i>	100,00	112,77	123,72	129,94	124,31	22,69
<i>Malta</i>	100,00	106,88	114,17	118,67	119,55	14,82
<i>Nizozemska</i>	100,00	105,22	111,37	116,13	111,41	11,03
<i>Avstrija</i>	100,00	105,49	111,67	116,22	112,62	11,50
<i>Portugalska</i>	100,00	104,26	109,76	111,83	109,04	8,72
<i>Slovenija</i>	100,00	108,00	120,24	129,17	121,37	19,70
<i>Slovaška</i>	100,00	111,70	124,89	136,41	128,51	25,38
<i>Finska</i>	100,00	105,30	114,24	117,38	108,90	11,46

Vir: Eurostat, 2010.

Zaradi različne ureditve plačnih sistemov v državah članicah EMU, kjer devalvacija domače valute ni več mogoča ter je vodenje monetarne politike prepuščeno tujim institucijam, se v nekaterih državah pojavlja inflacija. Inflacija označuje rast cen na splošno, stopnja rasti inflacije pa prikazuje spremembo ravni cen. V praksi se za merilo inflacije uporablja harmoniziran indeks cen življenjskih potrebščin (ang. Harmonised Costumer Price Index-HCPI), s katerim merimo spremembe drobno prodajnih cen izdelkov

in storitev, ki jih domače prebivalstvo namenja za nakupe predmetov končne porabe doma ali v tujini (Statistični urad RS, 2010).

Tabela 5 nazorno prikazuje povprečno letno stopnjo inflacije po državah evroobmočja. Ob primerjavi podatkov med leti 2006 in 2008 vidimo, da se je letna stopnja inflacije v monetarni uniji iz začetnih 2,2 odstotnih točk v letu 2008 povišala na 3,3 odstotne točke. V letu 2006 smo pričali stabilni inflaciji na celotnem evroobmočju. V letu 2007 je bil glavni dejavnik inflacije povišanje cen hrane. V omenjenem letu je bilo moč čutiti vpliv umetno vzdrževane inflacije v ZDA s pomočjo nižanja obrestnih mer, kar se je predvsem poznalo v finančnem sektorju. Rekordna cena nafte je tudi prispevala k višji inflaciji tega leta. Ključna dejavnika pospešene rasti cen v letu 2008 v evroobmočju sta rast cen hrane in energentov, ki so rasli hitreje od splošne ravni cen. Med države z visoko stopnjo inflacije se nedvomno uvršča tudi Slovenija s 5,5 odstotki. Razlog za visoko inflacijo pri nas je naraščanje cen storitev v primerjavi z evroobmočjem. Razlike med stopnjami inflacije znotraj evroobmočja lahko povežemo z Balassa-Samuelsonovim učinkom, ki pravi, da zaradi višjih cen življenjskih potrebščin v razvitih državah prihaja do inflacije v manj razvitih gospodarstvih. Slednja na račun višje inflacije dohitevajo bolj razvite države (Kopits, 1999, str. 13). Inflacija znotraj leta 2009 se je iz -0,1 odstotne točke v začetku leta povišala na 1 odstotno točko ob koncu leta.

Tabela 5: Letne stopnje inflacije v državah članicah EMU in povprečna letna stopnja inflacije v državah članicah EU

Območje/Leto	2006	2007	2008	2009
<i>Evropska unija</i>	2,20	2,30	3,70	1,00
<i>Območje Evra (16 držav)</i>	2,20	2,10	3,30	0,30
<i>Belgija</i>	2,30	1,80	4,50	0,00
<i>Nemčija</i>	1,80	2,30	2,80	0,20
<i>Irska</i>	2,70	2,90	3,10	-1,70
<i>Grčija</i>	3,30	3,00	4,20	1,30
<i>Španija</i>	3,60	2,80	4,10	-0,30
<i>Francija</i>	1,90	1,60	3,20	0,10
<i>Italija</i>	2,20	2,00	3,50	0,80
<i>Ciper</i>	2,20	2,20	4,40	0,20
<i>Luksemburg</i>	3,00	2,70	4,10	0,00
<i>Malta</i>	2,60	0,70	4,70	1,80
<i>Nizozemska</i>	1,70	1,60	2,20	1,00
<i>Avstrija</i>	1,70	2,20	3,20	0,40
<i>Portugalska</i>	3,00	2,40	2,70	-0,90
<i>Slovenija</i>	2,50	3,80	5,50	0,90
<i>Slovaška</i>	4,30	1,90	3,90	0,90
<i>Finska</i>	1,30	1,60	3,90	1,60

Vir: Eurostat, 2010.

V obdobju med letoma 2006 in 2008 je inflacija naraščala zaradi cene nafte na svetovnem trgu, saj ima cena energentov v povprečju štiriodstotni vpliv na celotno inflacijo v evroobmočju. Izpostavljenost Slovenije na spremembo inflacije glede spremembe cene energentov je osem odstotna. V letu 2009 vidimo občutno znižanje inflacije (Umar, 2010).

Poleg omenjenega Balassa-Samuelsonovega učinka na razlike med stopnjami inflacije znotraj EMU povzemam, da se nefleksibilnost plač odraža v različnih stopnjah inflacije. Do tega pride, ker država nima mehanizma, s katerim bi blažila notranja trenja. V primeru devizno tečajne politike bi država devalvirala domačo valuto in se izognila povišanju inflacije ali višji stopnji brezposelnosti. EMU ne izpolnjuje zahtev teorije optimalnega valutnega območja, ki pravi, da mora med državami skupne monetarne unije veljati fleksibilnost cen in plač.

2.2 Mobilnost delovne sile

Mobilnost delovne sile je eden od najstarejših omenjenih kriterijev za uspešno delovanje optimalnega valutnega območja. Mundell (1961) je v svoji teoriji predvideval visoko stopnjo mobilnosti. Verjel je, da se delovna sila seli iz regije z visoko stopnjo brezposelnosti v regijo z nizko stopnjo. Pogoj za visoko mobilnost delavcev je prost pretok blaga in storitev (Kenen, 2002, str. 3). Znotraj EMU je prost pretok dela in kapitala dovoljen, vendar se vseeno srečujemo s težavami na področju mobilnosti. Vzroki za migracijo iz ene države znotraj monetarne unije v drugo so boljši zaslužek, nižji strošek bivanja in stopnja brezposelnosti. Pomembni so tudi t. i. mehki dejavniki, kot so na primer kulturne razlike, versko ozadje in oddaljenost od družine. Stopnja migracij je znotraj EMU-ja relativno majhna. V zadnjih 5 letih se je povečala migracija mladih, ki se v tujino odpravijo na študij in si tam najdejo zaposlitev (Frigyse, 2006, str. 21). Če bi mobilnost delovne sile delovala na način, kot si ga je zamislil Mundell, ne bi prihajalo do razlik med stopnjami brezposelnosti znotraj EMU.

Tabela 6 prikazuje stopnjo brezposelnosti po državah EMU. Povprečna stopnja brezposelnosti v EMU se je med letoma 2000 ter 2008 zmanjšala, vendar že v letu 2009 vidimo občutno povečanje. Kot možne vzroke vidim slabe možnosti zaposlitve v tujini, kajti brezposelnost je v času trenutne situacije na trgu delovne sile velik problem. Kot vidimo, imajo v preučevanem obdobju najvišjo stopnjo brezposelnosti Španija, Irska in Slovaška. Državi z nizko stopnjo brezposelnosti pa sta Nizozemska in Luksemburg.

Tabela 6: Stopnja brezposelnosti po državah članicah EMU in izračun Pearsonovega koeficienta ter standardne deviacije

Območje/Leto	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	Pearsonov koeficient	Standardna deviacija
Evropska unija	8,70	8,50	8,90	9,00	9,10	8,90	8,20	7,10	7,00	8,90		
Območje Evra	8,40	8,00	8,40	8,80	9,00	9,00	8,30	7,50	7,50	9,40		
Belgija	6,90	6,60	7,50	8,20	8,40	8,50	8,30	7,50	7,00	7,90	0,41	0,68
Nemčija	7,50	7,60	8,40	9,30	9,80	10,70	9,80	8,40	7,30	7,50	0,37	1,20
Irski	4,20	3,90	4,50	4,60	4,50	4,40	4,50	4,60	6,30	11,90	0,04	2,39
Grčija	11,2	10,70	10,30	9,70	10,50	9,90	8,90	8,30	7,70	9,50	0,81	1,10
Španija	11,1	10,30	11,10	11,10	10,60	9,20	8,50	8,30	11,30	18,00	0,32	2,72
Francija	9,00	8,30	8,60	9,00	9,30	9,30	9,20	8,40	7,80	9,50	0,74	0,54
Italija	10,1	9,10	8,60	8,40	8,00	7,70	6,80	6,10	6,70	7,80	0,67	1,20
Ciper	4,90	3,80	3,60	4,10	4,70	5,30	4,60	4,00	3,60	5,30	0,49	0,66
Luksemburg	2,20	1,90	2,60	3,80	5,00	4,60	4,60	4,20	4,90	5,20	-0,18	1,23
Malta	6,70	7,60	7,50	7,60	7,40	7,20	7,10	6,40	5,90	7,00	0,83	0,56
Nizozemska	2,80	2,20	2,80	3,70	4,60	4,70	3,90	3,20	2,80	3,40	0,36	0,82
Avstrija	3,60	3,60	4,20	4,30	4,90	5,20	4,80	4,40	3,80	4,80	0,32	0,57
Portugalska	4,00	4,10	5,10	6,40	6,70	7,70	7,80	8,10	7,70	9,60	-0,28	1,83
Slovenija	6,70	6,20	6,30	6,70	6,30	6,50	6,00	4,90	4,40	5,90	0,92	0,76
Slovaška	18,8	19,30	18,70	17,60	18,20	16,30	13,40	11,10	9,50	12,00	0,76	3,65
Finska	9,80	9,10	9,10	9,00	8,80	8,40	7,70	6,90	6,40	8,20	0,85	1,06

Vir: Eurostat, 2010.

Navedeni podatki nam brez izračunov prikažejo zgolj, da imajo države v EMU različne stopnje brezposelnosti. S standardnim odklonom ter Pearsonovim koeficientom skušam preveriti, ali so gibanja stopnje brezposelnosti držav usklajena s povprečno stopnjo brezposelnosti. Standardna deviacija nam pove odklone stopenj brezposelnosti določene države od povprečne stopnje brezposelnosti EMU. Kot vidimo, gre za precej visoka odstopanja med nacionalnimi stopnjami brezposelnosti in povprečjem EMU. Izračun Pearsonovega koeficienta nam pove, v kateri smeri se gibljejo stopnje brezposelnosti na nacionalni ravni v primerjavi s stopnjo brezposelnosti celotne monetarne unije. Ob analizi koeficienta vidimo, da je smer gibanja približno enaka kot povprečje EMU. Izjemi slednjega sta Nizozemska in Nemčija.

Iz teh podatkov je razvidno, da ob prisotnosti asimetričnih šokov kriterij mobilnosti delovne sile kot alternativni mehanizem na območju EMU ne deluje. Razlike med državami z visoko stopnjo in državami z nizko stopnjo brezposelnosti so velike, kar pomeni, da se delovna sila ne seli iz območja z visoko brezposelnostjo v območje nizke stopnje brezposelnosti. Le 4 odstotki aktivne delovne sile so kadarkoli živeli v drugi državi znotraj EMU (Karppinen, 2006). V ZDA velja visoka stopnja mobilnosti delovne sile, kar je potrdila raziskava OECD, ki pravi, da je pretok delovne sile dva- do trikrat večji kot v EMU (Eckhard, 2005, str. 15).

2.3 *Odprtost gospodarstva*

Ideja o enotnem trgu je ena izmed začetnih idej ob ustanovitvi Evropske in monetarne unije. Prizadeva si zmanjšati ovire, ki nastajajo pri meddržavni menjavi blaga ali storitev. Enota za merjenje je razlika med izvozom in uvozom (neto izvoz).

Članstvo v skupni monetarni uniji prinaša državi povečanje mednarodne trgovine. Izračuni so pokazali, da ima država, ki je vključena v skupno monetarno unijo, za 3,35-krat večji obseg mednarodnega trgovanja v primerjavi z državo s samostojno monetarno politiko, ki ni vključena v unijo (Rose, 2000). Študija navaja, da je obseg trgovanja v monetarni uniji višji za 6–8 % v primerjavi z Evropsko unijo (Flam in Nordstrom, 2006). Zadnje empirične raziskave v meddržavnem trgovanju znotraj monetarne unije se nagibajo k ugotovitvam, da skupni trg ni prinesel povišanega obsega trgovanja za vse države članice. Povišanje trgovanja je videti le med državami, ki so že pred vstopom v unijo ekonomsko sodelovale. Za manjša, bolj odprta gospodarstva, se slika z vstopom v monetarno unijo ni bistveno spremenila. Vpliv monetarne unije na volumen trgovanja znotraj skupnosti naj bi bil samo 3-odstoten (Bun in Klaassen, 2007). Tabela 7 nam prikazuje vrednost neto izvoza v odstotku od BDP določene države evroobmočja za posamezno leto. Po spodaj navedenih podatkih nedvomno izstopa Luksemburg, ki ima najvišjo stopnjo neto izvoza glede na BDP, ki znaša kar 30 %. Nemčija opravi 15 % vseh transakcij znotraj Evropske unije (13 % celotnega izvoza in 18 % celotnega uvoza na območju unije) (Umar, 2010). Razvite države, kot so Belgija, Irska in Nizozemska, so v večini neto izvoznice v primerjavi z manjšimi, manj razvitimi, kot sta na primer Ciper in Slovenija. Francija in Španija sta kljub velikosti neto uvoznici. Pri Grčiji opazimo visoko vrednost neto uvoza med letoma 2006 in 2009.

Države uvoznice so pod velikim vplivom gospodarstev, s katerimi sodelujejo. Odvisnost in medsebojna navezanost izstopata ob prisotnosti asimetričnih šokov. To se vidi na primeru Grčije in Nemčije, ki je grška največja trgovinska partnerka. Nemčija je uradno razglasila stanje gospodarske krize oktobra 2008, ko je 4,3 milijonov evrov vredna investicija oldenburške državne cerkve z bankrotom Lehman Brothers banke izgubila na vrednosti. Kmalu po tem dogodku je tudi grška vlada javno objavila stanje krize.

Ob mednarodni trgovini je potrebno poudariti pomembnost diverzificiranja proizvodnih dejavnikov znotraj skupne monetarne unije. To je predvsem pomembno pri nastopu asimetričnih šokov, ki bi v primeru, da ima država razvit le določen sektor v gospodarstvu, imeli katastrofalne posledice za unijo. Države znotraj EMU imajo dobro diverzificirane proizvodne dejavnike. K diverzifikaciji nedvomno veliko pripomore medsebojno trgovanje med državami članicami. EMU je na splošno odprto gospodarstvo. Posebej izstopajo male države v Uniji, ki zaradi prostega pretoka blaga/storitev aktivneje sodelujejo na drugih trgih znotraj Unije. Razlogi tega medsebojnega trgovanja so nižji stroški zaradi odprave omejitev trgovanja ter enotna valuta. Po drugi strani se mala gospodarstva srečujejo s

povečanim številom ponudnikov, ki prihajajo iz Unije. To pripelje do večje učinkovitosti poslovanja in s tem povezanega nižanja stroškov, kar pripomore k razvoju Evropske unije kot celote.

Tabela 7: Neto izvoz v EMU v odstotku od BDP

Območje\Leto	2006	2007	2008	2009
<i>Evropska unija</i>	0,85	1,14	0,81	1,02
<i>Območje Evra (16 držav)</i>	1,13	1,54	1,07	1,35
<i>Belgija</i>	3,82	3,85	0,86	2,74
<i>Nemčija</i>	5,70	7,07	6,24	4,70
<i>Irska</i>	9,88	10,21	10,39	17,23
<i>Grčija</i>	-10,59	-11,09	-10,24	-9,71
<i>Španija</i>	-6,38	-6,78	-5,88	-2,05
<i>Francija</i>	-1,30	-1,90	-2,22	-1,94
<i>Italija</i>	-0,83	-0,24	-0,58	-0,40
<i>Ciper</i>	-3,81	-6,28	-11,49	-5,81
<i>Luksemburg</i>	31,44	33,48	32,53	33,75
<i>Malta</i>	-4,95	-1,96	-2,85	1,72
<i>Nizozemska</i>	7,74	8,60	8,34	7,20
<i>Avstrija</i>	5,10	5,77	5,80	4,54
<i>Portugalska</i>	-8,72	-8,02	-10,12	-7,68
<i>Slovenija</i>	-0,52	-1,72	-3,03	1,52
<i>Slovaška</i>	-3,20	-0,93	-2,17	-0,22
<i>Finska</i>	4,72	5,13	4,00	2,46

Vir: Eurostat, 2010.

Mednarodna trgovina predstavlja v povprečju 40 % BDP-ja vsake države članice. Najbolj zaprto gospodarstvo v EMU je Grčija (Fidrmuc, 2001, str. 5–9). Na splošno EMU izpolnjuje kriterij optimalnega valutnega območja glede odprtosti gospodarstva.

2.4 Fiskalni transferji (fiskalna politika)

Fiskalna politika sodi v okvir vladne politike in odloča o obdavčevanju in porabi javnega denarja. S pomočjo fiskalne politike vlada opravlja ekonomske funkcije, kot so odprava tržnih slabosti, preraždeljevanje dohodka, stabilizacija poslovnih ciklov ter stabilna gospodarska rast (Samuelson, 2002). EMU ima v okviru unije minimalne možnosti za vodenje skupne fiskalne politike. Zaradi tega razloga je fiskalna politika v domeni držav članic, ki se morajo kljub »samostojnosti« glede odločitev držati regulativ in smernic EMU (Mrak, 2001, str. 26). Z vstopom v skupno monetarno unijo je država članica izgubila

kontrola nad lastno monetarno politiko, zato je fiskalna politika postala pomembno orodje pri vzdrževanju ravnovesja ob prisotnosti asimetričnih šokov. Fiskalna politika deluje kot neke vrste avtomatski stabilizator, in sicer tako, da v primeru negativnih šokov na gospodarstvo država povečuje svoje izdatke. To privede do visoke tržne obrestne mere in inflacije, kar pomaga gospodarstvu prebroditi krizo. Država si v tem času izposoja denar na trgu kapitala. Tako vrsto politike imenujemo ekspanzivna fiskalna politika. V času gospodarskega viška država varčuje in zmanjšuje javne izdatke, kar zniža obrestno mero in inflacijo, na drugi strani pa poveča investicije in tako spodbuja gospodarstvo k rasti.

V Tabeli 8 je prikazan odstotek neto varčevanja bruto domačega proizvoda. Vidimo, da EMU kot celota veliko več denarja porabi kot privarčuje. Leta 2006 je bila država članica EMU-ja v povprečju zadolžena za 7.000 milijonov €, kar ne predstavlja nikakršne nevarnosti. Omenjenega leta so v zadolženosti izstopale Italija, Portugalska in Grčija. Če primerjamo neto varčevanje med leti 2006–2009, vidimo, da se je leta 2009 celotno evroobmočje zadolžilo za 800.000 milijonov €. Ob nadaljevanju trenda to ne bo imelo posledic samo na fiskalne transferje, ampak tudi na obstoj celotne monetarne unije, kajti maastrihtski kriteriji določajo zgornjo mejo treh procentov državnega dolga, izraženega kot procent BDP-ja. V tabeli vidimo, da je celotna zadolžitev EMU v letu 2009 znašala 6,8 % neto (Eurostat).

Tabela 8 Javnofinančni presežek/primanjkljaj (% od BDP-ja, v milijonih EUR)

Območje/Leto:	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>
<i>Evroobmočje (16 držav)</i>	-1,30	-0,60	-2,00	-6,30
<i>EU (27 držav)</i>	-1,40	-0,80	-2,30	-6,80
<i>Belgija</i>	0,30	-0,20	-1,20	-6,00
<i>Nemčija</i>	-1,60	0,20	0,00	-3,30
<i>Irska</i>	3,00	0,10	-7,30	-14,30
<i>Grčija</i>	-3,60	-5,10	-7,70	-13,60
<i>Španija</i>	2,00	1,90	-4,10	-11,20
<i>Francija</i>	-2,30	-2,70	-3,30	-7,50
<i>Italija</i>	-3,30	-1,50	-2,70	-5,30
<i>Ciper</i>	-1,20	3,40	0,90	-6,10
<i>Luksemburg</i>	1,40	3,60	2,90	-0,70
<i>Malta</i>	-2,60	-2,20	-4,50	-3,80
<i>Nizozemska</i>	0,50	0,20	0,70	-5,30
<i>Avstrija</i>	-1,50	-0,40	-0,40	-3,40
<i>Portugalska</i>	-3,90	-2,60	-2,80	-9,40
<i>Slovenija</i>	-1,30	0,00	-1,70	-5,50
<i>Slovaška</i>	-3,50	-1,90	-2,30	-6,80
<i>Finska</i>	4,00	5,20	4,20	-2,20

Vir: Eurostat, 2010.

Med problematične države spadajo Irska, Španija in Grčija. Lani decembra je grška vlada sporočila, da javnofinančni primanjkljaj za leto 2009 znaša 13,6 % BDP-ja. To je 4,5-krat več od treh odstotkov BDP-ja, kolikor je najvišja dovoljena meja po maastrihtskem

kriteriju, ki velja za EMU. Visok primanjkljaj je skupno zadolženost grške države povišal na okvirno 113 % BDP-ja. V pomoč grški vladi so pristopili Mednarodni denarni sklad (ang. International Monetary Found-IMF) in posamezne države EMU-ja, s skupnim posojilom v višini 750 milijard evrov (Maurer, 2010, str. 8–14).

EMU ne izpolnjuje kriterija stabilne fiskalne politike, kot si ga je zamislil Mundell. Opazimo velika odstopanja določenih držav od povprečja EMU. Celotna monetarna unija je za približno dvakrat preveč zadolžena. Omenjen kriterij je od vseh naštetih najbolj pomemben za obstoj EMU. V kolikor se javnofinančni dolg v nekaj letih ne bo popravil, Maurer predlaga odstop državam, ki niso sposobne vzdrževati referenčne ravni ali močno depreciacijo evra (Maurer, 2010, str. 14–17).

3 Kratkoročna rešitev EMU-ja

Dolžniško krizo grške vlade je potrebno ustaviti. Obstajajo vsaj trije razlogi, zakaj je nujno, da trenutno situacijo spremenimo. Prvič, grška kriza lahko privede do tveganja zaradi neplačil obveznosti, kar bi lahko pustilo katastrofalne posledice na grškem trgu z obveznicami. Drugič, negativen vpliv bi se širil na borze drugih evropskih držav, kar posledično vpliva na bančni sektor evroobmočja. Mnoge banke so se za reševanje dolgoročne likvidnosti začele zadolževati s pomočjo kratkoročnih posojil centralne banke po zelo nizkih obrestnih merah in vlaganjem v dolgoročne naložbe z državnimi obveznicami. Kriza na trgih delniških papirjev, kar pomeni močno padanje cen državnih obveznic, bi povzročila velike izgube bank, kar bi lahko sprožilo novo krizo v bančnem sektorju. Tretji razlog, zakaj je potrebno »obvezniško« krizo Grčije ustaviti, je pritisk na vodenje ekspanzivne fiskalne politike zaradi visokih tržnih obrestnih mer (ang. bond yield), ki znižujejo ceno obveznic. Vsi trije razlogi bi lahko pustili hude posledice na EMU (Vrugt, 2010, str. 7–10).

Aktualna dilema sta dve različici tolmačenja maastrichtskih konvergenčnih kriterijev. V prvi je z »bail-out« klavzulo, ki določa meddržavno pomoč v mednarodni pogodbi (ang. treaty), državam članicam prepovedano zagotavljanje finančne pomoči za drugo državo članico v primeru javnofinančnega primanjkljaja. Druga različica tolmačenja pravi, da z omenjeno klavzulo EMU ne odgovarja za dolg določene države. Pravi tudi, da nobena država ne more biti prisiljena pomagati državi v stiski, kar ne izključuje možnosti, da se vlada določene države samostojno odloči o zagotovitvi državne pomoči eni od držav članic. Omenjeno je izrecno določeno v drugem odstavku 122. člena lizbonske pogodbe:

Kadar je država članica v težavah ali ji zaradi naravnih nesreč ali izjemnih okoliščin, nad katerimi nima nikakršnega nadzora, resno grozijo hude težave, ji lahko Svet pod določenimi pogoji na predlog Komisije s kvalificirano večino odobri finančno pomoč Skupnosti.

Vlade evroobmočja imajo pravno možnost finančne pomoči drugi državi. Sedaj je vprašanje, ali so ostale države finančno sposobne pomagati Grčiji. V primeru razglasitve insolventnosti Grčije bi poplačilo celotnega dolga v povprečju pomenilo 3 % povišanje javnofinančnega primanjkljaja za celotno evroobmočje. Gre za relativno majhno vsoto v primerjavi z zneskom, ki so ga države namenile bankam v času krize. Edina ovira zagotovitve pomoči Grčiji je politične narave in izvira iz pomanjkanja soglasja med državami članicami. Vrhovni predstavniki držav so napovedali pripravljenost zagotovitve finančnih sredstev Grčiji in hkrati ohranili dovolj pritiska na grško vlado, da v roku treh let spravi proračunski primanjkljaj na referenčno raven. Po drugi strani se je potrebno zavedati, da so izključitve države iz monetarne unije drag poseg, ki bi zahteval ogromne količine denarnih sredstev. V primeru, da se omenjeno zgodi, nosita stroške Evropska unija in MDS. Slednji pridobiva 17 % denarnih sredstev od ZDA, kar pomeni, da bi bilo v postopek vključeno svetovno gospodarstvo (Schwarcz, 2010, str. 1–3).

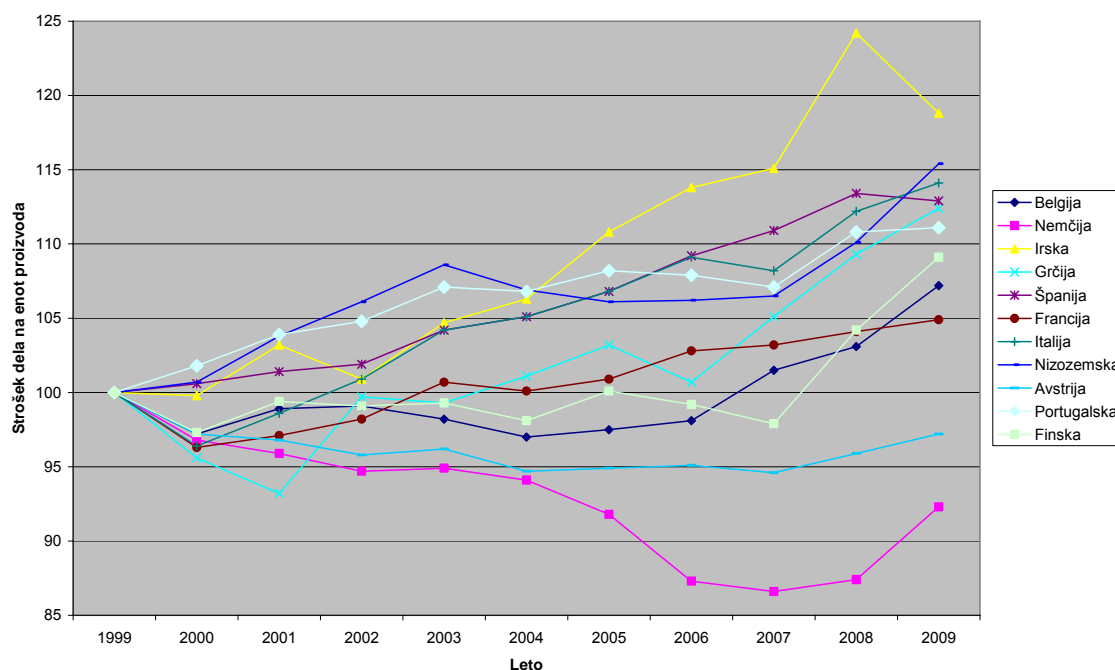
Obstaja tveganje, da napoved o pomoči ne bo pomirila padanja cen na finančnih trgih. Za pridobitev zaupanja trg z obveznicami potrebuje plan ali politiko zavarovanja v primeru, da se dolg Grčije v prihodnjih mesecih ne zmanjša. ECB mora zagotoviti, da bo grški javni dolg zavarovala ne glede na ocene bonitetnih hiš, ki trenutno za grške obveznice padajo. Potrebno je prekiniti dodeljevanje državnih bonitetnih ocen ameriških bonitetnih hiš. Bonitetne hiše so tarča raznih kritik zaradi podcenjevanja tveganj v dobrih časih ter precenjevanja tveganj v slabih časih preko bonitetnih ocen držav. Moralno tveganje izhaja iz dejstva, da naročnik bonitetne ocene sodeluje z bonitetno hišo pri pripravi instrumenta in hkrati bonitetni hiši plača storitev (oceno instrumenta), ko instrument pride na trg (Berk, 2009, str. 50–55). To povzroča nestabilnost svetovnega finančnega trga ter evroobmočja kot celote. Poleg tega aktualna politika nenamerno daje bonitetnim agencijam ogromno moči pri krojenju usode evroobmočja. ECB ima več znanja, podatkov, izkušenj in usposobljenih analitikov, da bi lahko prevzela delo analize kreditne sposobnosti v svoje roke. Nepripravljenost ECB, da bi prevzela delo bonitetnih agencij, izhaja iz strahu, da je včasih potrebno sprejeti težke odločitve, ki niso naklonjene določeni državi (De Grauwe, 2010, str. 1–3). Veliko bolj udobno je pridobiti oceno s strani »nevtralnih« uveljavljenih bonitetnih hiš, vendar menim, da tako prenašanje odgovornosti ne bi smelo biti prisotno ob tako pomembnih vprašanjih.

Kriza je razkrila strukturni problem evroobmočja, ki je bil v preteklosti analiziran s strani mnogih ekonomistov. To je neravnovesje med popolno centralizirano monetarno politiko s strani ECB in avtonomno fiskalno politiko držav članic. Povedano drugače, strukturni problem je nastal zaradi nesodelovanja posamezne državne politike z denarno politiko ECB-ja. To neravnovesje ustvarja razlike med državami članicami, ki so razlog za plačilnobilančna nesorazmerja med njimi. Opozoriti je tudi potrebno, da ne obstaja mehanizem, ki bi trenutno stanje lahko izboljšal (Maurer, 2010, str. 14–17). Sliki 1 in 2 prikazujeta izvor strukturnih težav.

Slika 1 prikazuje stopnjo stroška dela na enoto proizvoda v evroobmočju med leti 1999–2009. Nazorno vidimo, kako sta Nemčija in Avstrija v opazovanem obdobju

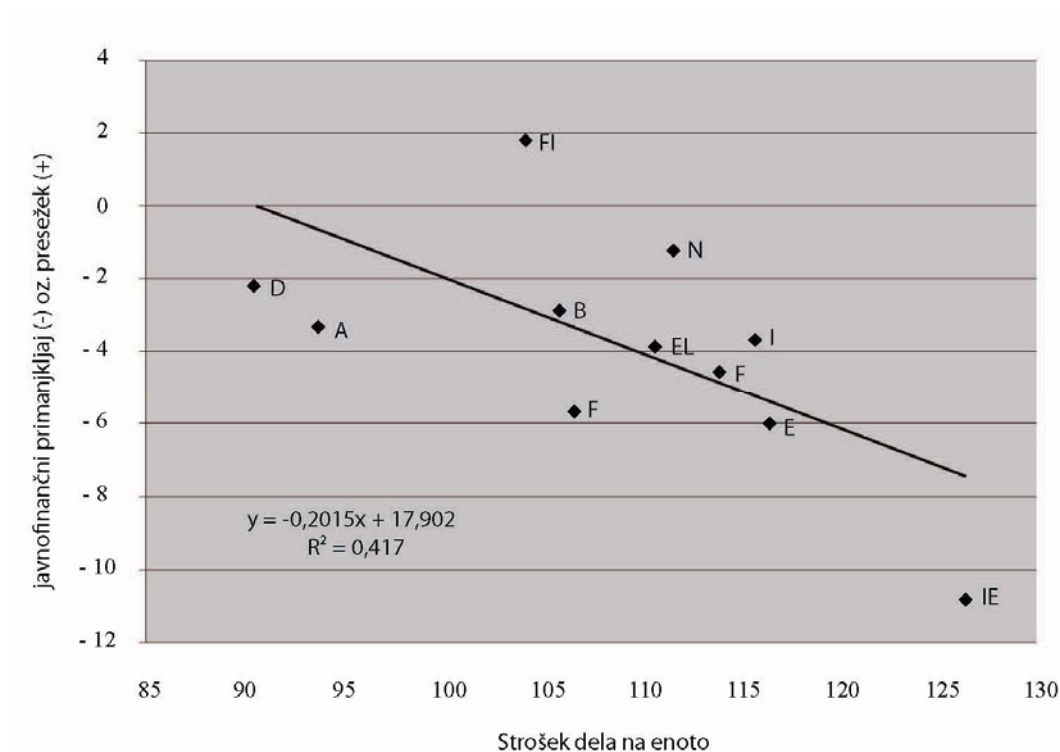
izboljšali svoj konkurenčni položaj. Po drugi strani so Irska, Španija, Portugalska in Grčija svoj konkurenčni položaj poslabšale za 10 %. Kot vidimo, imajo nacionalne ekonomske odločitve o plačni, proračunski in socialni politiki posledice za razvoj posamezne države. Različne stopnje konkurenčnosti privedejo do razlik v državnem javnofinančnem dolgu, pri čemer nekonkurenčne države občutijo poslabšanje javnofinančnega stanja. Slika 2 nam nazorno prikaže omenjeno problematiko. Horizontalna os prikazuje stroške dela na enoto držav članic v letu 2008, vertikalna os pa prikazuje proračunski presežek (in primanjkljaj) v obdobju med letoma 1999 in 2008.

Slika 1: Stopnje rasti stroška dela na enoto v EMU (1999=100)



Vir: Evropska Komisija, AMECO baza.

Slika 2: Strošek dela na enoto in javnofinančni primanjkljaj (-) oz. presežek (+) med 1999–2008



Vir: Evropska Komisija, AMECO baza.

Opazimo negativen odnos med merjenima enotama, kar potrjuje stališče, da se v primeru poslabšanja konkurenčnosti določene države (povečanje relativnih stroškov dela na enoto proizvoda) prav tako poslabša tudi njeno proračunsko stanje (višji proračunski primanjkljaj). Povedano drugače, ko se strošek dela na enoto poveča za eno enoto, model napoveduje proračunski primanjkljaj v višini 0,2 enot. Izračun sam tudi pove, da variiranje stroška dela na enoto v 41 % primerov pojasni variiranje proračunskega stanja.

Tako pomanjkanje političnega sodelovanja glede monetarne in fiskalne politike vodi do kopičenja gospodarskih in proračunskih razlik, ki vodijo v krizo. Strukturni problem evroobmočja je potrebno rešiti, še preden nas zadane naslednja kriza, a kot kaže, se o politični integraciji govori zelo malo (De Grauwe, 2010, str. 4).

4 Dolgoročne rešitve EMU-ja

Kot sem že omenil, so države članice EU s pogodbo o ustanovitvi Evropske skupnosti podpisale načelo solidarnosti, ki jih zavezuje, da si v primeru izrednih dogodkov države članice med seboj pomagajo. Hkrati načelo solidarnosti pomeni tudi, da bi morale države koristnice izredne pomoči v nekriznih časih sredstva vrniti. Načelo naj bi posebej veljalo v evroobmočju zaradi večje medsebojne odvisnosti, ki je posledica skupne valute. Problem

vsake države članice, ki zaide v krizo, je t. i. negativen »spill-over effect«. To pomeni, da država, ki je pod pritiskom asimetričnih šokov, negativno vpliva na vse svoje partnerke, ki z omenjenim efektom prenesejo krizo na celotno evroobmočje. V primeru trenutne krize se javnofinančni problemi Grčije prenašajo na ostale članice. Na trgu ni mehanizma, ki bi preprečeval oziroma sankcioniral državo, ki odstopa od referenčnih vrednosti, zapisanih v maastrichtskih konvergenčnih kriterijih. V tem primeru prihaja do t. i. problema zastojkarstva, ko država, ki ne upošteva konvergenčnih določil, ta določila krši, saj se zaveda načela solidarnosti in vpliva negativnega »spill-over« efekta. Drugi problem je t. i. problem moralnega tveganja, katerega pomen je, da države v primeru kršenja določil ne odgovarjajo za nastalo škodo. Enostavni mehanizem, ki bi preprečeval problem moralnega hazarda, je, da bi države, ki prekoračijo referenčno raven, morale prispevati določen delež v rezervni sklad, imenovan Evropski monetarni sklad – EMS (ang. Europe Monetary Fund). Iz rezervnega sklada bi si države, ki jih je posredno doletel šok, poravnale nastale izgube. Prispevek, ki ga morajo države ob neupoštevanju konvergenčnih kriterijev plačati, bi bil naslednji (Gros, Mayer, 2010, str. 1–5):

1. 1 % od razlike med dejansko ravno javnega dolga in 60 % dolga BDP-ja, kot to določajo maastrichtski kriteriji. Za Grčijo s 115 % dolgom v primerjavi z BDP-jem bi to pomenilo prispevek 0,55 % celotnega BDP-ja Grčije.
2. 1 % od razlike med javnofinančnim primanjkljajem in določenimi 3 % po konvergenčnih kriterijih. Za Grčijo bi prispevek znašal 0,1 % BDP-ja, ker njen javnofinančni primanjkljaj znaša 13,6 %.

Tako bi skupen prispevek Grčije za leto 2009 znašal 0,65 % BDP-ja. Prispevki morajo temeljiti na obeh kriterijih, tako na javnem dolgu kot tudi na javnofinančnem primanjkljaju. Le oba podatka nam zagotovita kredibilno opozorilo o bližanju plačilne nesposobnosti ali likvidnostnega tveganja neke države. Prispevke bi bilo potrebno investirati v evro državne obveznice. Države, kot so Luksemburg, Nemčija in Finska, s stabilnimi javnimi financami ne bi prispevale denarnih sredstev v EMS. S tem ukrepom bi v veliki meri zmanjšali problem zastojkarstva.

Po drugi strani bi dodatna bremenitev države, ki je že v krizi, lahko pustila katastrofalne posledice, zato zagovorniki predlagajo, da bi se večina vplačil v EMS zagotovila pred dejansko krizo. S predlaganim mehanizmom bi EMS od začetka ustanovitve Evropske in monetarne unije zbrala okoli 120 milijard evrov, kar bi bilo dovolj za reševanje katere koli države v času krize (Gros, Mayer, 2010, str. 5–10).

Kot drugo dolgoročno rešitev, ki bi preprečila tako katastrofalne razmere na trgu, vidim poenotenje fiskalne politike. Monetarna politika v EMU je na trgu prvič intervenirala avgusta 2007 s finančno pomočjo bankam. Od septembra 2008, ko se je stanje na trgu močno poslabšalo, je ECB kar nekajkrat posredovala bankam likvidnostna sredstva. ECB je tudi nižala obrestne mere, da bi si prizadeto gospodarstvo opomoglo, a brez uspeha. Problem nastaja, ker nacionalna fiskalna politika ni sodelovala s skupno monetarno politiko in tako omejevala že v osnovi slabo zastavljen Pakt stabilnosti in rasti. Slednji ni

dovoljeval intervencije nacionalnih fiskalnih politik niti takrat, ko je bilo očitno, da je to potrebno. Pasivno upravljanje fiskalne politike ima na dolgi rok lahko hude posledice za EMU. Skupna monetarna politika potrebuje pomoč skupne fiskalne politike. Slednja bi bila vodena na nadnacionalni ravni, kar pomeni, da država članica ne bi imela vpliva na vodenje fiskalne politike. Ob trenutni situaciji na trgu bi skupna fiskalna politika intervenirala s povišanjem javnih izdatkov in davčnimi spodbudami ter s tem ublažila asimetrične šoke. Dolgoročno pa bi si prizadevala za povišanje agregatnega povpraševanja in zmanjšanje stopnje brezposelnosti (Torben, 2010, str. 1–3).

Tretja rešitev, ki jo je predlagal evropski komisar za proračun in finančno načrtovanje Janusz Lewandowski, je uvedba posebne EU dajatve oz. davka, s katerim bi unija krepila lastne vire za financiranje proračuna. Denar bi v proračun prihajal neposredno od davkoplačevalcev, kot posebna dajatev na letalski promet ali kot davek na finančne transakcije. Poleg tega komisija predlaga, da bi se prihodki od dražb emisijskih kuponov neposredno izlivali v evropski in ne več v nacionalni proračun (Delo, 2010).

Sklep

Globalna finančna kriza je pokazala, da EMU ni »optimalno valutno območje«. Od naštetih kriterijev, ki so merilo za primerjavo med tem, ali je določena unija monetarno optimalna ali ne, EMU ustreza samo enemu kriteriju, in sicer odprtosti gospodarstva. Omenjeni kriterij se nazorno vidi ob povečanju mednarodne trgovine po vstopu določene države v monetarno unijo. Pri vseh ostalih kriterijih, kot so fiskalna politika, fleksibilnost cen in plač ter mobilnost delovne sile, EMU ne dosega kriterijev, ki jih navaja teorija optimalnega valutnega območja. Neuskkljenost med monetarno in fiskalno politiko je eden izmed razlogov, zakaj je trenutna globalna kriza zelo močno prizadela EMU. Glavni razlog pa je, po mojem mnenju, v pomanjkanju regulacije s strani ECB-ja glede upoštevanja maastrichtskih kriterijev. Zastopam mnenje, da bi bila ustanovitev Evropskega monetarnega sklada najboljša rešitev za države članice v finančnih težavah. V ustanovitvi vidim dve ključni prednosti. Prva je ta, da bi države do denarne pomoči v krizi prišle hitreje, zdaj namreč čakajo na intervencijo Mednarodnega denarnega sklada. Druga prednost izhaja iz nenehnega spodbujanja vzdrževanja fiskalne politike pod referenčno ravno zaradi zgoraj omenjenih »sankcij«. Slednja zmanjšuje moralno tveganje neupoštevanja maastrichtskih določil. Poleg tega bi bila naloga EMS-ja nenehno pregledovanje državnih statistik, da ne bi prihajalo do goljufij, kot smo jim bili priča pri Grčiji, ko je vlada Evropskemu statističnem uradu namerno posredovala napačne podatke. Po drugi strani je potrebno ustanovitev EMS-ja razumeti kot zaščito interesov javnofinančno močnih držav, ki v sedanjem sistemu na dolgi rok izgubljajo na konkurenčnosti zaradi finančne pomoči slabo stoječim državam. Ko so vlade držav članic sprejele, da bodo finančno pomagale Grčiji, so s tem ogrozile svoje javnofinančno stanje.

Predlog ni mišljen kot hitra rešitev trenutne krize. V primeru javnofinančnega primanjkljaja Grčije je prepozno za izoblikovanje institucije, ki bi rešila konkreten problem. Toda glede na splošno poslabšanje javnih financ znotraj EMU-ja je potrebno izoblikovati dolgoročno rešitev. Kot se je v preteklosti izkazalo v primeru Argentine, lahko daljše obdobje nesodelovanja monetarne in fiskalne politike pripelje do zloma celotnega gospodarstva. Z EMS-jem bi bilo evroobmočje veliko bolje pripravljeno na težke čase. Glavna skrb ECB-ja je zmanjševanje javnofinančnih problemov držav članic. Pakt stabilnosti, ki je bil namenjen reševanju takih težav, se je v času krize izkazal kot neuporaben. Zdaj je čas za iskanje rešitev za primer, da bi katera od držav članic izstopila iz Unije.

Literatura in viri

1. Achim T. & Eckhard H. (2002). European monetary union: nominal convergence, real divergence and slow growth? *WSI Discussion paper, 107*. Najdeno dne 17. junija 2010 na spletnem naslovu <http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0501/0501011.pdf>
2. Allen, P. & Kenen, P. (1980). Asset Markets, Exchange rates and economics integration. *Cambridge university press*, 585. Najdeno dne 24. julija 2010 na spletnem naslovu <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6V6D-45JK5KP-2V/2/661a5b999c5a0b064f943ba8e30188d5>
3. Bank For International Settlements. (2008). *78th Annual report*. Najdeno dne 3. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.pdf?noframes=1>
4. Berk, S. A. & Rupnik, K. (2009). Geneza in reševanje sedanje finančne krize. Najdeno dne 17. junija 2010 na spletnem naslovu <https://info.zbs-giz.si/bvarhiv/bibliografija?2009?1-2#>
5. Bole V. (2006). Fiskalna politika po vključitvi v euro območje - novi cilji in fiskalna vzdržnost? *Bančni Vestnik*, 55 (11), 91-98.
6. Bun, M. & Klaassen F. (2007). *The Euro Effect on Trade is not as large as Commonly Thought*. Amsterdam: Faculty of economics.
7. De Grauwe, P. (2003). *On monetary and political union*. Leuven: University of Leuven.
8. De Grauwe, P. (2010). *Crises in the Eurozone and how to deal with it*. London: CEPS.
9. De Grauwe, P. & W. Moesen (2009). *Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond*. London: CEPS.
10. Eckhard H. & Achim T. (2005). Macroeconomics co-operation as an economic policy concept – opportunities and obstacles in the EMU. *WSI Discussion paper 125*. Najdeno dne 24. julija 2010 na spletnem naslovu http://www.econstor.eu/bitstream/10419/21567/1/p_wsi_diskp_125.pdf
11. Eijffinger, S. & De Haan, J. (2000). *European monetary and fiscal policy*. Oxford: Oxford University press.
12. European industrial relations observatory on-line- EIRONLNE (2008). *Rapid growth of real wages*. Najdeno dne 17. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.eurofound.europa.eu/eiro/2005/11/inbrief/sk0511101n.htm>

13. Fidrmuc, J. (2001). The endogeneity of the optimum currency area criteria, Intraindustry trade and EMU enlargement. *Foreign research division. Discussion paper* 106/2001. Najdeno dne 17. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.econ.kuleuven.ac.be/licos/dp/dp2001/dp106.pdf>
14. Flam, H. & Nordstrom, H. (2006). *Trade Volume Effects of the Euro: Aggregate and Sector Estimates (working paper)*. Stockholm: Institute for International Economic Studies.
15. Frigyse, F.H. & Melanie, W. W. (2006). Cross-border labour mobility within an enlarged EU, *ECB occasional paper*, 52. Najdeno dne 3. junija 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923371
16. Gros, D. & Mayer, T. (2010). How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Found. *CEPS policy brief*, 202 (2).
17. Gros, D. & S. Micossi (2008). A Call for a European Financial Stability Fund, *CEPS Commentaries, Centre for European Policy Studies*.
18. Grubel, H. (1970). The theory of optimum currency area. *Canadian journal of economics*, 3 (2), 318-324.
19. Hoeller P., Giorno C. & De la Maisonneuve, C. (2004). One money, one cycle? Making the monetary union a smoother ride. *OECD, Economics Department*, Najdeno dne 3. avgusta 2010 na spletnem naslovu <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/fulltext/5lgsjhvj760x.pdf?expires=1281521203&id=000&acname=guest&checksum=D3E0F278CF945DA14967F6858B04D2EC>
20. International monetary found (2010). Greece staff report for the 2009 Article IV consultation. *IMF country report*. 09/244. August. Najdeno 3. junija 2010 na naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09244.pdf>
21. Ishiyama, Y. (1975). *The theory of optimum currency areas: a survey*. London: IMF Staff Papers.
22. Karppinen, J. (2006). Labour Mobility in the Lisbon Agenda, *Helsinki, Scandic Marina Congress Center, 4 and 5 September*. PPT, Najdeno dne 17. junija 2010 na spletnem naslovu http://www.vnk.fi/hankkeet/talousneuvosto/tyo-kokousket/pdf/Karppinen-5_September.pdf
23. Kenen, B. P. (1969). The theory of optimum currency areas: An eclectic view: Monetary problems of the international economy. *V: Monetary problems of the interantional economy* (str. 41-60). Chicago: University of Chicago press.
24. Kennen, B. P. (2002). *What we can learn from the theory of optimum currency areas?* London: HM Treasury.

25. Klemen, N. (2007). Pasti ameriškega »subprime« trga. *Bančni vestnik*, 56 (10), 19-23.
26. Kopits, G. (1999). *Implications of EMU for exchange rate policy in Central and Eastern Europe* (working paper). Washington: IMF.
27. Larson, M.D. (2007). How federal regulators, lenders, and wall street created america's housing crisis. Nine proposals for a long-term recovery. *Weiss research inc.* Najdeno dne 3. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://www.weissgroupinc.com/whitepaper1/Housing_white_paper.pdf
28. Lavrač, V. (2003). *Slovenija in skupna evropska monetarna politika pri vstopu Slovenije v EU in EMU*. Ljubljana: Inštitut za ekonomska raziskovanja.
29. Lavrač, V., Žukrowska K., Sobczak D. & Marzo M. (2003). *Monetary and fiscal policy* (working paper). London: Ezoneplus.
30. Maurer, W.M. (2010) The euro zone debt crisis - A simple theory, dome not so pleasant empirical calculation and an uncenventional proposal. *Discussion paper*. Najdeno dne 24. julija 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1621828
31. McKinnon, I. R. (1963). Optimum currency area. *American economic reviw*, 54(4), 711-725.
32. Mongelli, F. P. (2002). »New« views on the Optimal currency area theory: What is EMU telling us (working paper)? Washington: ECB.
33. Mongelli, F.P. & De Grauwe P. (2005): *Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a single currency closer together* (working paper)? Washington: ECB.
34. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
35. Mundell, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American economic review*, 51 (4), 657-665.
36. Pavlič, D.J. et al. (2003) *Ocena makro in mikroekonomskih učinkov vstopa Slovenije v Evropsko unijo*. Ljubljana: Gospodarska zbornica.
37. Ricci, L. (1997): A model of optimum currency area (working paper). *IMF*, 97(76), 41.
38. Rose, A. (2000). *One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade*. Oxford: Oxford University press.
39. Rubini global economics (2010, 22.2.) What Greece's fiscal crisis could mean for Estern Eurpe. Najdeno 27. julija 2010 na spletnem naslovu http://www.roubini.com/analyst-monitor/258437/what_greece___s_fiscal_crisis_could_mean_for_eastern_europe

40. Samuelson P. & Nordhouse W. (2002). *Ekonomija*. Ljubljana: GV založba, Zagreb: Mate.
41. Schwarcz, S.L. (2010). Facing the debt challenge of countries that are »too big to fall«. Najdeno dne 3. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1635872
42. The independent (2010, 16. november). Greece admits deficit figures were fudged to secure euro entry. Najdeno 17. junija 2010 na spletnem naslovu <http://www.independent.co.uk/news/world/europe/greece-admits-deficit-figures-were-fudged-to-secure-euro-entry-533389.html>
43. Torben, A. (2010). Towards a common fiscal policy: relaunching the eurozone economies. *Cournot center*, 5(6), 1-3.
44. UniCredit report (2010). SEE exposure to Greece: Much ado about nothing or a serious threat? Najdeno dne 3. junija 2010 na spletnem naslovu http://www.bankaustria.at/informationpdfs/Country_note_greece_Feb2010_aw.pdf
45. Vrugt, E.B. (2010). Estimating implied defaults probabilities and recovery values, The case of Greece during the 2010 European debt crisis. Najdeno 3. avgusta 2010 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1630525
46. Wyplosz, C. (2001). *The impact of EMU on Europe and developing countries*. Oxford, New York: Oxford University press.
47. Žerjavič, P. (2010, 7.5). Če padeta še Irska in Španija, je z evrom konec. *Delo*. Najdeno dne 7. junij 2010 na spletnem naslovu <http://www.delo.si/clanek/105658>