

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

GRŠKA KRIZA: VZROKI, POTEK IN MOŽNE SMERI REŠEVANJA

Ljubljana, maj 2012

ROK GABRIČ

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Rok Gabrič, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Grška kriza: vzroki, potek in možne smeri reševanja, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem Mojmirom Mrakom.

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

S svojim podpisom zagotavljam, da

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

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

UVOD	1
1 KONCEPT FINANČNIH KRIZ IN NJEGOVA EVOLUCIJA	2
1.1 Definicija in vrste finančnih kriz	2
1.1.1 Dolžniška kriza	3
1.1.2 Bančna kriza	4
1.1.3 Valutna kriza	6
1.1.4 Kombinacija kriz	7
1.2 Zgodovinski pregled finančnih kriz	8
2 OSNOVNE ZNAČILNOSTI GRŠKE EKONOMIJE IN NJENEGA VSTOPA V EVRO OBMOČJE	11
2.1 Gospodarska struktura in glavni makroekonomski kazalci	11
2.1.1 BDP in njegova struktura	11
2.1.2 Inflacija in nezaposlenost	13
2.1.3 Javne finance	14
2.1.4 Plačilna bilanca in zunanji dolg	16
2.2 Vstopanje v Evropsko monetarno unijo	18
2.2.1 Grško gospodarstvo pred letom 1990	18
2.2.2 Vstop v EMU in izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev	19
3 VZROKI ZA KRIZO	20
3.1 Notranji vzroki	20
3.1.1 Struktura državnih izdatkov	20
3.1.2 Utaja davkov, siva ekonomija in korupcija	22
3.1.3 Nekonkurenčnost gospodarstva	25
3.2 Zunanji vzroki	28
3.2.1 Dostop do poceni kapitala	28
3.2.2 Institucionalne pomanjkljivosti evropske monetarne unije	28
3.2.3 Špekulativno trgovanje	31
3.2.4 Bonitetne agencije	32
4 ANALIZA FISKALNE IN ZUNANJE-DOLŽNIŠKE VZDRŽNOSTI GRČIJE	32
4.1 Koncept fiskalne in zunanje-dolžniške vzdržnosti	32
4.1.1 Teoretični model - medčasovne proračunske omejitve	33
4.1.2 Kazalniki za ocenjevanje vzdržnosti javnega in zunanjega dolga	36
4.2 Uporabljena metodologija za izračun vzdržnosti	39
4.3 Viri podatkov	39
4.4 Rezultati empirične analize	40
5 MOŽNE POTI REŠEVANJA GRŠKE FINANČNE KRIZE	42
5.1 Dve osnovni poti za upravljanje finančnih kriz suverenih držav	42

5.1.1	Bankrot države	42
5.1.2	Reševanje države v krizi	44
5.2	Dosedanji potek reševanja grške krize	45
5.2.1	Kronološki potek krize in njenega reševanja	45
5.2.2	Ključne komponente reševanja krize	46
5.2.3	Ocena dosedanjega načina reševanja krize	50
5.3	Možni pristopi reševanja grške krize v prihodnje ter njihova ocena	51
5.3.1	Evro območje kot fiskalna unija	51
5.3.2	Grčija bankrotira in ostane del evro območja	53
5.3.3	Grčija bankrotira in ne ostane del evro območja	55
SKLEP		56
LITERATURA IN VIRI		58

KAZALO TABEL

Tabela 1: Dolžniške krize.....	10
Tabela 2: Grški BDP	12
Tabela 3: Grško gospodarstvo po sektorjih.....	13
Tabela 4: Primerjava grške inflacije in inflacije evro območja	13
Tabela 5: Primerjava nezaposlenosti Grčije in evro območja.....	14
Tabela 6: Grški javnofinančni primanjkljaj v primerjavi z evro območjem	15
Tabela 7: Grški javni dolg v primerjavi z evro območjem	15
Tabela 8: Grška plačilna bilanca	17
Tabela 9: Grški zunanji dolg	18
Tabela 10: Vzdržnost javnega dolga po kriteriju primarne vrzeli.....	40
Tabela 11: Vzdržnost zunanjega dolga po kriteriju bilančne vrzeli	41

KAZALO SLIK

Slika 1: Valutne krize skozi čas	11
Slika 2: Delež BDP namenjen plačam v javnem sektorju.....	21
Slika 3: Stroški davčne administracije v državah OECD (delež proračunskih prihodkov)	22
Slika 4: Delež sive ekonomije v državah OECD (% BDP).....	23
Slika 5: Države OECD po kriteriju uspešnosti boja proti korupciji (maksimum = 100)	24
Slika 6: Indeks konkurenčnosti držav EU (maksimum = 100)	27
Slika 7: Razpon med obrestnimi merami grških in nemških državnih obveznic	31

UVOD

V magistrskem delu sem obravnaval problematiko finančne krize v Grčiji. Osnovna predmeta raziskovanja sta bila dva. Prvi je predstavitev koncepta finančne krize. V tem okviru sem analiziral različne oblike finančnih kriz in njihovo evolucijo skozi zgodovino. Drugi predmet raziskovanja pa je analiza specifičnih značilnosti grške krize, torej vzrokov za njen razvoj in izbruh, poteka same krize in analiza fiskalne in zunanje-dolžniške vzdržnosti države ter od tega odvisnih možnosti za reševanje krize v Grčiji.

Namen magistrskega dela je proučiti grško finančno krizo, vzroke za njen nastanek in njeno reševanje. Ugotoviti želim, zakaj prihaja do finančnih kriz, kakšne vrste finančnih kriz poznamo in kakšne so značilnosti vsake izmed njih. Analizirati želim grško gospodarstvo skozi ključne makroekonomske kazalnike in vzroke za nastanek krize, tako notranje kot zunanje. Namen magistrskega dela je poleg tega še ugotoviti, katere so osnovne poti, po katerih se država lahko izvleče iz krize, kakšno strategijo pri tem uporablja Grčija ter katere druge možnosti še ima. Cilj magistrskega dela je izračunati, ali je Grčija vodila vzdržno fiskalno politiko in ali je bil njen zunanji dolg vzdržen. Želim torej potrditi oz. ovreči hipotezo, da sta grški javni in zunanji dolg nevzdržna.

V magistrskem delu sem uporabil članke iz strokovnih in znanstvenih revij, zbornike in knjige. Kvantitativne podatke, ki sem jih potreboval tudi za izračun, pa sem pridobil s spletnih portalov uradnih institucij, ki se ukvarjajo z ekonomskimi vprašanji. Uporabil sem več različnih raziskovalnih pristopov, med drugim tako teoretične kot empirične raziskovalne metode. Med prve spadajo:

- deskriptivna metoda (predvsem pri razlagi temeljnih pojmov),
- komparativna metoda (primerjava makroekonomskih podatkov Grčije z EU oz. evro območjem),
- zgodovinska metoda (proučevanje finančnih kriz skozi zgodovino; proučevanje približevanja Grčije monetarni uniji),
- metoda klasifikacije (različne vrste finančnih kriz),
- metoda kompilacije (povzemanje stališč drugih avtorjev),
- metoda analize (razčlenjevanje vzrokov za nastanek krize v Grčiji).

Empirično raziskovalno metodo pa sem uporabil pri izračunu fiskalne in zunanje-dolžniške vzdržnosti, in sicer gre za analizo primarne vrzeli ter analizo bilančne vrzeli.

Temeljne hipoteze in raziskovalna vprašanja:

1. Kaj je to finančna kriza in kakšne oblike kriz poznamo oziroma kaj so najbolj pogosti vzroki zanje?
2. Zakaj je prišlo do krize v Grčiji? Kakšne so bile slabosti v nacionalnem in mednarodnem okolju, ki so pripeljale do izbruha krize?
3. Grški javni in zunanji dolg sta nevzdržna.
4. Kolikšen javni oziroma zunanji dolg bi bil za Grčijo vzdržen?

5. Kakšne so možne opcije reševanja grške krize?
6. Grško krizo je mogoče reševati samo na način, da Grčija ostane v Evropski monetarni uniji.

Magistrsko delo je sestavljeno iz petih vsebinskih poglavij. Najprej sem predstavil sam koncept krize in opredelil različne vrste finančnih kriz, v tem poglavju sem prikazal tudi zgodovinske podatke o finančnih krizah. V drugem poglavju sem predstavil najpomembnejše makroekonomske podatke o Grčiji – BDP, javnofinančni primanjkljaj in javni dolg, zunanjetrgovinsko izmenjavo ter stopnjo brezposelnosti. V tem poglavju sem prikazal tudi kratko zgodovino grškega približevanja evro območju. V tretjem poglavju sem analiziral vzroke za nastanek krize, v četrtem pa sem analiziral fiskalno in zunanje-dolžniško vzdržnost Grčije. V zadnjem poglavju pa sem prikazal različne načine reševanja dolžniških kriz, kronološki potek grške krize ter ključne komponente njenega reševanja in še možne poti reševanja v prihodnje. Ker grška kriza še ni končana, sem pri kronološkem poteku upošteval dogodke, ki so se zgodili do konca marca leta 2012.

1 KONCEPT FINANČNIH KRIZ IN NJEGOVA EVOLUCIJA

1.1 Definicija in vrste finančnih kriz

Poznamo tri osnovne vrste finančnih kriz. To so bančna, valutna in dolžniška kriza. Včasih pa se pojavijo tudi krize, ki so kombinacije dveh ali celo vseh treh vrst finančnih kriz. Obstaja veliko različnih definicij finančne krize, vendar pa so le-te pogosto zastavljene preozko in opisujejo le eno izmed treh omenjenih. Portes (1998, str. 2) jo definira kot motnjo na finančnih trgih, ki omeji zmožnost alokacije kapitala, kar povzroči zaustavitev investicij. Klasična razlaga finančne krize je, da jo povzroči prevelika količina denarja v obtoku, ki povzroči pregrevanje gospodarstva, ki mu neizogibno sledi padec (Taylor, 2008, str. 1). Kljub razlikam med tremi osnovnimi vrstami finančnih kriz pa imajo vse krize določene skupne lastnosti. To so (Mrak, 2002, str. 573):

- kopičenje ekonomskih neravnotežij;
- napihnjene vrednosti premoženja in nerealni valutni tečaj domače valute;
- nenadna izguba zaupanja v domačo valuto in/ali domač bančni sistem;
- prekinjen dostop domačih subjektov do tujih virov financiranja;
- prisotnost slabosti finančnega sektorja in strukturnih problemov v državi;
- veliki padci vrednosti premoženja in propad številnih poslovnih subjektov, tako finančnih kot nefinančnih.

Vzroki za nastanek finančnih kriz so različni. Finančne krize v 80. letih dvajsetega stoletja so imele izvor predvsem v tekočem delu plačilne bilance, v prvi vrsti so bile torej posledica slabosti v ekonomskih politikah držav ter zunanjih šokov. Na drugi strani so imele finančne krize v 90. letih izvor v finančno-kapitalskih delih plačilne bilance. Izbruhnile so zaradi izgube zaupanja tujih kreditorjev/investitorjev v državo, saj je to običajno povzročilo nenadne

odtoke kapitala iz države ter prekinitev dostopa države in njenih subjektov do svežih finančnih sredstev (Mrak, 2002, str. 605).

1.1.1 Dolžniška kriza

Moody's dolžniško krizo opisuje kot zamudo ali izpust izplačila obresti in/ali glavnice, tudi če je preloženo izplačilo uspešno realizirano znotraj dogovorjenega roka. Dolžniška kriza nastopi tudi takrat, kadar izdajatelj imetnikom obveznic ponudi nov vrednostni papir oz. paket vrednostnih papirjev, s čimer se zmanjšajo finančne obveznosti izdajatelja (nova obveznica z nižjim kuponom ali glavnico). Tudi Standard & Poor's jo definira podobno – kriza nastopi, če obveznosti niso poravnane na dogovorjeni datum ali kadar ima v zamenjavo ponujeni vrednostni papir precej slabše pogoje za imetnike obveznic. Enako kot za obveznice velja tudi za bančne kredite – če obresti ali glavnica niso pravočasno poplačane, ali če je potrebno reprogramiranje dolga, je država v krizi (Pescatori & Sy, 2004, str. 6). Za obe bonitetni agenciji torej kriza nastane, ko je potrebno dolg prestrukturirati. Manasse, Roubini in Schimmelpfennig (2003, str. 1) poleg tega definirajo, da je država v dolžniški krizi tudi, kadar prejme posojilo Mednarodnega denarnega sklada (IMF), ki presega 100 % kvote. Kriza nastopi, kadar je razlika v obrestni meri obveznic določene države in ameriških državnih obveznic enaka 1000 bazičnih točk ali več. Toliko naj bi znašala psihološka meja udeležencev na trgu (Pescatori & Sy, 2004, str. 9).

Na nastanek dolžniške krize vpliva več makroekonomskih spremenljivk. Prvi je solventnost države. Visoke stopnje zunanjega dolga povečajo riziko nezmožnosti odplačila. Podobno velja tudi za likvidnost, saj na nastanek krize lahko vpliva tudi nezmožnost odplačevanja kratkoročnega dolga. Raziskave kažejo, da krizo lahko napovedujejo tudi drugi kazalci, kot so: nizke stopnje rasti bruto domačega proizvoda (BDP), zunanjetrgovinska neravnotežja, premajhna odprtost gospodarstva, slaba monetarna politika, gospodarska in politična negotovost. Za dolžniško krizo je za razliko od valutne krize značilno, da je precej bolj trdovratna in traja dlje. Tudi če se država izvije iz največjih težav, torej je zmožna odplačati dolgove, je njena makroekonomska slika še vedno slabša od držav, ki v krizo niso zašle (Manasse et al., 2003, str. 4).

Če država ni sposobna vrniti vseh dolgov v predvidenem roku, se začnejo pogajanja o prestrukturiranju dolga. Ko se začnejo pogajanja, ne glede na to ali država formalno objavi nezmožnost odplačevanja ali ne, investitorji to zaznajo kot povečano tveganje. Temu sledi povišanje premije za tveganje, zaradi česar se zmanjša kreditiranje, obrestne mere namreč za večino postanejo previsoke. V teoriji velja, da je zmanjšanje odvisno od cenovne elastičnosti povpraševanja po kreditih. Višja kot je elastičnost, večji bo padec povpraševanja ob enakem povišanju obrestne mere. Ko pride do prestrukturiranja dolga, se za državo najprej začne obdobje okrevanja. Za to obdobje je značilno, da je težko napovedati, kaj se bo zgodilo z obrestnimi merami. Lahko namreč zrastejo ali padejo. Po eni strani se zaradi prestrukturiranja zmanjša negotovost, zaradi česar obrestne mere padejo. To se zgodi, če je dogovor dosežen pri pogajanjih dovolj dober, da prepreči možnost ponovnega nastanka krize. Če pa dogovor ni

v skladu s pričakovanji investorjev, ti lahko potem pričakujejo novo krizo, zaradi česar bi obrestne mere znova zrasle (Arteta & Hale, 2008, str. 55).

1.1.2 Bančna kriza

Sundararajan in Balino (1991, str. 2-3) navajata več definicij bančne krize:

- povpraševanje po denarju je tako veliko, da ga za vse povpraševalce na kratki rok ni mogoče zagotoviti,
- položaj, v katerem si povpraševalci po kreditih, ki bi si v normalnih razmerah lahko sposojali, ne morejo sposoditi pod nobenim pogojem – kreditni krč ali sesutje kreditnega trga,
- prisilna odprodaja sredstev zaradi neskladja med obveznostmi in tržno vrednostjo sredstev, ki potem povzroči še nadaljnji padec vrednosti sredstev – pok cenovnega balona,
- močno znižanje vrednosti sredstev banke, čigar rezultat je navidezna ali resnična insolventnost mnogih bank pa tudi propad nekaterih bank.

Na nastanek bančne krize pomembno vplivajo slabe makroekonomske razmere. Države imajo pred izbruhom krize pogosto proračunski primanjkljaj, negativno zunanjetrgovinsko bilanco in visoko inflacijo. Za čas pred krizo je značilno prekomerno kreditiranje (približno 30 % povečanje kreditov), v času bančne krize pa se poveča število nevrnjenih posojil, v povprečju je takih 25 %. Bančne krize so močno povezane z državnim lastništvom bank. V povprečju je bilo v državah z bančno krizo 31 % sredstev v bankah v lasti države (Laeven & Valencia, 2008, str. 18-19). Povezane so tudi s spremembami v portfelju. Povpraševanje po denarju zaradi tega lahko zraste ali pade. Zraste lahko zaradi negotovosti in likvidacije sredstev. Po drugi strani pa lahko pade, ker se varčevalci odločijo za varnejše naložbe kot so tuje valute, tuje državne obveznice in nedenarna sredstva. Take spremembe otežijo vodenje monetarne politike (Sundararajan & Balino, 1991, str. 16). Sundararajan in Balino (1991, str. 9-10) sta na primeru sedmih držav (Argentina, Čile, Urugvaj, Filipini, Tajska, Španija in Malezija) ugotovila, da se je v času bančne krize v nekaterih državah zmanjšal BDP, v drugih pa se je močno zmanjšala njegova rast. V vseh primerih pa je prišlo do padca investicij.

Z bančno krizo se večinoma označuje večje, sistemske bančne krize. Do te pa lahko pride tudi zaradi težav posamične banke. Če vlagatelji določene banke ocenijo, da je ta banka insolventna, poskušajo čim hitreje dvigniti svoje prihranke. Temu pojavu pravimo beg iz banke (angl. *bank run*). Definiran je kot mesečno zmanjšanje depozitov za vsaj 5 % (Laeven & Valencia, 2008, str. 5). Zaradi izgube zaupanja se težave ene banke lahko hitro razširijo na celoten bančni sistem. To je značilnost bančnega sektorja, zaradi katerega se ta precej razlikuje od ostalih dejavnosti. Do širjenja nezaupanja v banke pride zaradi več razlogov. Prvi razlog je ta, da je težko poznati tržno vrednost bančnih posojil. Drugi razlog je ta, da zmanjšanje tržne vrednosti sredstev banke, avtomatično še ne zniža tudi njenih obveznosti. Potem je tu tudi načelo, da vlagatelji dobijo vrnjen denar po načelu »kdor prej pride«. Nazadnje so tu še relativno nizki stroški dviga depozitov glede na možno izgubo celotne vrednosti depozita (Sundararajan & Balino, 1991, str. 4).

Pri spoprijemanju z bančno krizo je potrebno najprej povrniti zaupanje vlagateljev in zavarovati plačilni sistem, kasneje pa poskrbeti za prestrukturiranje in dokapitalizacijo bank v težavah. Ukrepe je mogoče razdeliti v štiri skupine: nujni ukrepi, ukrepi za upravljanje z bankami v težavah, ukrepi za pomoč posojilojemalcem ter reforme bančne zakonodaje. Med nujne ukrepe štejemo tiste, s katerimi se skuša stabilizirati razmere, kakor hitro je to mogoče. To vključuje vzpostavitev posojilodajalca v skrajni sili ali posebnih kreditnih subjektov. Sem sodijo intervencije centralne banke v problematične banke, kar se je v preteklosti pokazalo kot učinkovito za povrnitev zaupanja, podobno pa velja tudi za zavarovanja depozitov (Sundararajan & Balino, 1991, str. 29).

Ukrepi za upravljanje z bankami v težavah so odvisni predvsem od zakonodaje posamezne države in njenega bančnega sistema. V Argentini je večina bank končala v stečaju, pa čeprav so določene dobile dovoljenje za prodajo ali združitev. Na drugi strani imamo primer Tajske, kjer nobena banka s težavami ni končala v stečaju, marveč so dobile subvencije v obliki ugodnih dolgoročnih posojil, ki jih je zagotovila centralna banka. Država pa je v zameno prišla do lastništva v teh bankah. V Čilu so po propadu nekaj manjših bank večje reševali s subvencijami. Prav tako so v stečaju končale številne majhne banke na Filipinih, medtem ko so bile velike banke prevzete. Prevzele so jih državne finančne institucije ali vlada ob pomoči centralne banke. V Španiji pa je za banke v težavah poskrbela agencija za zavarovanje depozitov. Ta je kupila delnice banke po nominalni ceni, prevzela slabe dolgove in nato banko prodala na dražbi. Izjema je bila le večja bančna skupina, ki jo je država nacionalizirala. Od zakonodaje posamezne države je odvisna tudi porazdelitev izgub med bankami, vlagatelji, posojilojemalci in državo. Lastniki bank so največje izgube imeli v primeru stečaja ali kadar je država v zameno za subvencijo kupovala njihove delnice po nominalni ceni. Izgube vlagateljev so bile minimalne, razen v primeru negativne realne obrestne mere. V Argentini pa so imetniki depozitov v tujih valutah izgubili vse. Malezija in Urugvaj sta za poplačilo vlagateljev uporabila metodo, po kateri so bili le-ti delno poplačani z lastniškim kapitalom dokapitalizirane finančne institucije (Sundararajan & Balino, 1991, str. 30-31).

Ukrepi za pomoč posojilojemalcem vključujejo finančno podporo, tehnično pomoč in zamenjavo dolžniškega z lastniškim kapitalom. Centralna banka pogosto pomaga tako, da zagotovi srednjeročne kredite komercialnim bankam po subvencionirani obrestni meri. S tem spodbudijo banke, da reprogramirajo posojila svojim posojilojemalcem. Pri pomoči posojilojemalcem je potrebno izbrati med individualnim in skupinskim pristopom. Čeprav individualni pristop povečuje stroškovno učinkovitost, pogosto ni najbolj primeren. V Urugvaju so ocenjevali vsakega insolventnega posojilojemalca posebej in glede na zmožnosti vsakega določili program vračanja posojil. To pa se na koncu ni izkazalo za učinkovito. Pomoč potrebujejo tudi nekateri posojilojemalci, ki imajo obveznosti v tujih valutah. Ukrepi vključujejo prednostne menjalne tečaje in subvencionirane obrestne mere na menjavo valut. Najbolj trdna pomoč posojilojemalcem pa je primer postavitve negativne realne obrestne mere, kar so udejanjili v Argentini in za določen čas tudi v Urugvaju. Taka rešitev prenese sredstva od vlagateljev k posojilojemalcem. Seveda ima taka rešitev negativne posledice, saj

odvrača vlagatelje, kar ima za posledico krčenje bančnega sistema (Sundararajan & Balino, 1991, str. 33-34).

Bančne krize povzročijo spremembe v zakonodaji. Reforme vključujejo povečan vpliv centralne banke v smislu nadzora nad finančnim sistemom in možnostjo interveniranja. Med reforme spadajo ostrejša zakonodaja o koncentraciji lastništva, o višini limita posameznega posojilojemalca, o finančni povezanosti podjetij. Med ukrepi so tudi obveznost javnega razkritja o vrsti in kvaliteti sredstev finančnih institucij, vzpostavitev formalnega sistema ocenjevanja finančnih institucij, ostrejške kapitalske zahteve ter polna zavarovanja depozitov (Sundararajan & Balino, 1991, str. 34).

1.1.3 Valutna kriza

V teoriji je valutna kriza pogosto definirana samo za fiksne devizne tečaje. Opredeljena je kot uradna devalvacija ali revalvacija. Takšna definicija je zastavljena preozko. Mnoge valutne krize vključujejo valute, ki niso uradno vezane na neko drugo valuto oz. košarico valut, ampak jim je dovoljeno gibanje znotraj določenih mej. Pa tudi valute, ki so v sistemu fleksibilnega deviznega tečaja, lahko doživijo špekulativni napad, ki prizadene gospodarstvo. Poleg tega manjša devalvacija v sicer gospodarsko mirnejšem obdobju še ne pomeni, da ima država velike težave. Takšen ukrep lahko bolj uravnoteži devizni tečaj in celo prepreči špekulativne napade v prihodnosti (Vlaar, 2000, str. 1).

V empiričnih raziskavah je zato valutna kriza definirana kot večja depreciacija, nominalna ali realna. Pri tej definiciji pa nastane problem, kako visoko postaviti mejo, ki označuje večjo depreciacijo. Pri opredeljevanju definicije se postavlja tudi vprašanje ali mora le-ta vključevati tudi neuspele špekulativne napade. Država se lahko namreč odzove z neposredno intervencijo na deviznem trgu ali z zvišanjem obrestnih mer in tako prepreči najhujše (Vlaar, 2000, str. 1). Kaminsky, Lizondo in Reinhart (1998, str. 15) menijo, da je njihova definicija ustrezna tako za fiksni kot fleksibilni devizni tečaj, poleg tega pa velja tako za uspešne kot neuspešne špekulativne napade. Valutno krizo definirajo kot situacijo, v kateri napad na valuto vodi v večjo depreciacijo valute, večje zmanjšanje deviznih rezerv ali kombinacijo obojega.

Tradicionalni Krugmanov model iz leta 1979 kaže, da v okviru fiksnega deviznega tečaja povečano kreditiranje, ki nastopi zaradi previsokega povpraševanja po denarju, povzroči postopno zmanjševanje deviznih rezerv. Temu sledi špekulativni napad na valuto, ki še dodatno zmanjša rezerve, vlada pa je prisiljena opustiti tudi pariteto. Napad se zgodi zato, ker bi sicer imetniki kapitala v domači valuti zabeležili velike izgube. Največkrat je takšna ekspanzivna monetarna politika posledica fiskalnih neravnotežij in kreditiranja javnega sektorja (Kaminsky et al., 1998, str. 4).

Novejši modeli pa bolj poudarjajo druge ekonomske spremenljivke. Obstfeldov model kaže, da lahko do špekulativnih napadov pride, tudi če je politika konsistentna z izbranim deviznim tečajem. Država ohranja valuto znotraj predvidenih meja z visokimi obrestnimi merami. Če se oceni, da so stroški ohranjanja visokih obrestnih mer previsoki, se zgodi špekulativni napad in

država devalvira. Razlog za to sta predvsem naraščajoča brezposelnost ali slabša rast gospodarstva (Vlaar, 2000, str. 2).

Nekateri modeli predpostavljajo zapustitev paritete zato, ker so se za tak korak odločile trgovske partnerice. Na tak način si skuša država potem povrniti konkurenčnost (Kaminsky et al., 1998, str. 5). Spet drugi modeli predvidevajo valutno krizo na podoben način, kot beg iz banke napoveduje bančno krizo. Če se država naraščajoče zadolžuje v tujini in ima hkrati fiksni devizni tečaj, se lahko sproži »beg iz valute« (angl. *run on the currency*). Do sesutja valute pride, ko državi zmanjka deviznih rezerv. Valutno krizo lahko sproži odliv kapitala, ki ob pomanjkanju zavarovanj sproži veliko razprodajo premoženja ter tako močno poslabša položaj na kapitalskem računu. Valutna kriza lahko služi tudi kot mehanizem za delitev tveganja med vlagatelji v domače banke in mednarodnimi trgi obveznic. Nekateri modeli postavljajo v središče finančne težave, ekonomski šok povzroči depreciacijo valute, čemur sledijo težave z bilancami v podjetjih. Drugi imajo obratne vzročno-posledične povezave, torej težave z bilancami povzročijo depreciacijo (Bris & Koskinen, 2002, str. 279).

Postavlja se vprašanje, ali je mogoče napovedati valutno krizo. Kaminsky et al. (1998, str. 24) so ugotovili, da so glavni indikatorji naslednji: gibanje mednarodnih rezerv, realni devizni tečaj, domače zadolževanje, javni dolg in inflacija. Poleg teh valutno krizo dobro napovedujejo tudi zunanjetrgovinska bilanca, obseg izvoza, rast količine denarja, realna rast BDP in javnofinančni primanjkljaj.

1.1.4 Kombinacija kriz

Včasih se pojavita naenkrat dve vrsti ali celo vse tri vrste kriz. Do kombinacije valutne in bančne krize lahko pride, ko se bančna kriza razširi v valutno, ko se valutna kriza razširi v bančno ali pa se obe pojavita istočasno. Glick in Hutchison (1999, str. 24) sta v svoji raziskavi ugotovila, da se ta kombinacija kriz večinoma dogaja samo v eni skupini držav. To so države, ki imajo liberaliziran finančni trg in se približujejo razvitemu delu sveta. Primer so države vzhodne in jugovzhodne Azije v letih 1997-98 (Tajska, Malezija, Indonezija in Južna Koreja) ali Mehika leta 1994.

Za bančno krizo, ki se razširi v valutno, obstaja več razlag. Slaboten bančni sistem lahko sproži valutno krizo, če se predvideva, da bo država, z namenom, da bi preprečila stečaje, raje izbrala višjo inflacijo kot stabilen devizni tečaj ter hkrati raje pustila banke še pod večjim pritiskom, kot da bi sama prevzela stroške ubranitve valute. Valutna kriza lahko nastane kot posledica bega iz bank. Če se država odloči za pomoč v obliki izplačil, poveča likvidnost, kar pa ni konsistentno s fiksnim deviznim tečajem. Ena izmed razlag za nastanek valutne krize kot posledica bančne se nanaša specifično na slabo razvite finančne trge – nastane v primeru, ko je tuja sredstva možno zamenjati z domačimi. Obraten primer, t.j. valutna kriza, ki se razširi v bančno, se zgodi v primeru, če je depozitni denar porabljen za špekuliranje na deviznem trgu, banke pa tako ostanejo brez rezerv. Valutna kriza se lahko razširi v bančno tudi, če se država odloči za ubranitev valute s pomočjo znatnega zvišanja obrestnih mer. Skupno tem razlagam je to, da so že pred izbruhom krize banke ranljive. Ranljive so lahko

zaradi nezavarovanih tujih sredstev ali zaradi neujemanja zapadlosti sredstev in obveznosti. Šok z deviznega trga pa potem sproži pravo krizo, pa naj je razlog v deprecijaciji valute ali zvišanju obrestnih mer (Glick & Hutchison, 1999, str. 3-4).

Do istočasne pojavitve bančne in valutne krize lahko pride zaradi mednarodne nelikvidnosti. Če ima država kratkoročne obveznosti, ki presegajo količino deviz, ki so na voljo na kratki rok, lahko to pripelje do krize. Težave lahko nastanejo v primeru finančne liberalizacije, če pride do moralnega hazarda. Tak primer so banke s posebej rizičnim portfeljem, ki vsebuje nezavarovane obveznosti v tujih valutah. Valutna in bančna kriza lahko sočasno nastaneta tudi zaradi kombinacije finančne liberalizacije in zavarovanja depozitov. V tem primeru lahko pride do prekomernega kreditiranja v domači in tujih valutah. Naslednji primer je stabilizacija inflacije s pomočjo deviznega tečaja. Prekomerna potrošnja se financira s pomočjo kreditiranja in s tujim zadolževanjem. Povečano potrošnjo spremlja apreciacija valute, ker se domača inflacija zgolj postopoma približuje ravni inflacije v tujini. To se zgodi zaradi plačnih pogodb in pričakovanih ravni cen. Visoko raven zadolževanja, ki se kaže kot primanjkljaj na tekočem računu, vlagatelji pri določeni meji zaznajo kot nevzdržno, kar sproži špekulativni napad. Ko se kapitalski prilivi spremenijo v odlive in se trg vrednostnih papirjev zruši, to negativno vpliva tudi na banke (Glick & Hutchison, 1999, str. 5-6).

Kombinacija dolžniške in bančne krize se zgodi zato, ker vlada odlašajo z odločitvijo o prestrukturiranju dolga in da bi servisirala dolg še bolj obremeni domači bančni sistem. Tako početje pa ima svojo mejo. Ko se izčrpajo možnosti za domače kreditiranje, se poveča povpraševanje po tujih kreditih (Arteta & Hale, 2008, str. 56).

Kombinacija dolžniške in valutne krize se lahko interpretira kot možnost države, da se odloči za devalvacijo ali za bankrot. Krizi lahko nastaneta sočasno, ker določeni makroekonomski faktorji hkrati spodbujajo možnost, da bi država odplačala dolg in obenem onemogočajo, da bi država ohranila valutno razmerje. Lahko pa najprej nastane dolžniška kriza in se potem zaradi poslabšane ekonomske situacije razvije še valutna. Možna je tudi obratna situacija, namreč da valutni krizi sledi dolžniška. V tem primeru sta krizi komplementarni, država se ne more več odločati za reševanje ene ali druge (Herz & Tong, 2008, str. 956).

1.2 Zgodovinski pregled finančnih kriz

Zgodovina kaže na to, da je finančna kriza pojav, ki je doletela skoraj vsako državo. To tudi ni razmeroma nov pojav, obstajajo namreč podatki o krizah, ki segajo še v srednji vek. Med leti 1300 in 1799 so pomembne evropske države utrpeli kar nekaj dolžniških kriz. Te države so bile Španija, Portugalska, Velika Britanija (Anglija), Francija ter Nemčija (Prusija) in Avstrija (Habsburška monarhija). Največkrat je bila svoj dolg v tem času nesposobna odplačati Francija, kar osemkrat. Španija je tako usodo doživela šestkrat, vendar pa se je vseh šest kriz zvrstilo v obdobju zgolj 90 let (1557-1647). Po pogostosti plačilne nesposobnosti sledi s tremi obdobji Anglija (vse pred letom 1600), ostale tri države so dolžniško krizo doživele enkrat (Reinhart & Rogoff, 2008, str. 20).

19. in 20. stoletje sta prinesla veliko povečanje števila dolžniških kriz. Prvi razlog za to je razvoj finančnih trgov po svetu, drugi pa nastanek velikega števila novih držav. Španija je v tem času od Francije prevzela neslavno prvo mesto po številu bankrotov, saj je skupno število povečala kar na 13. Francija se je zelo spremenila v tem pogledu, saj od napoleonskih vojn uradno ni več bankrotirala. Vseeno pa ostaja vprašanje, kaj se je zgodilo z dolgom, ki ga je Francija nakopičila med prvo svetovno vojno, ko se je izdatno zadolževala predvsem v ZDA. V tem času ni niti enkrat bankrotirala Velika Britanija, za razliko od časa pred 19. stoletjem pa se je to večkrat zgodilo Nemčiji, Avstriji in Portugalski. Za čas od leta 1800 do danes so značilna obdobja, ko je bilo veliko držav nesposobno odplačati svoj dolg in obdobja zatišja. Prvo obdobje dolžniških kriz je bilo v času že prej omenjenih napoleonskih vojn, ko so dolžniško krizo preživljale predvsem evropske države. Drugo obdobje je trajalo med leti 1820 in 1850. V tem času je bila skoraj polovica držav vsaj enkrat plačilno nesposobna. Razlog za to tiči predvsem v novonastalih latinsko-ameriških državah oz. njihovih vojnah za neodvisnost. Tretje obdobje se je začelo v začetku 70. let 19. stoletja, trajalo pa je dve desetletji. Četrto obdobje je obdobje velike depresije v 30. letih 20. stoletja, trajalo pa je do zgodnjih 50. let. Tudi v tem času je dolžniška kriza prizadela skoraj polovico držav. Zadnje obdobje kriz je bilo v 80. in 90. letih 20. stoletja v razvijajočih se državah – v Afriki in Aziji pa zopet v Latinski Ameriki.

Države, ki so največkrat bankrotirale v zadnjih 100 letih so: Brazilija sedemkrat, Peru in Ekvador šestkrat, Nigerija kljub svojim zalogam nafte od osamosvojitve leta 1960 kar petkrat, prav tolikokrat Turčija. Omeniti je potrebno še Indonezijo in Maroko, ki svojih dolgov nista mogla poravnati štirikrat. Seveda pa ni pomembno zgolj, kolikokrat se je to zgodilo posamezni državi, ampak tudi koliko časa je država bila plačilno nesposobna ali pa v procesu prestrukturiranja. To je lepo vidno iz Tabele 1, kjer prvi stolpec prikazuje letnico osamosvojitve države, drugi stolpec pa odstotek časa, ko je bila država plačilno nesposobna oz. v prestrukturiranju (od leta 1800 oz. od osamosvojitve, če se je ta zgodila pozneje). Tretji stolpec pa prikazuje, kolikokrat se je zgodila takšna dolžniška kriza. V Aziji so zgolj štiri države, ki so več kot 10 % časa preživele v takem obdobju, to so Kitajska, Filipini, Indonezija in Indija. V Latinski Ameriki, Afriki in Evropi je slika precej drugačna, saj so države v obdobjih dolžniške krize prebile precej več časa. Med temi obstajajo celo države, ki so tako prebile več kot polovico časa od svoje samostojnosti naprej. To so Honduras, Ekvador, Centralnoafriška republika, Angola in Grčija. Slednja je do sedaj preživela 5 dolžniških kriz, nazadnje leta 1932 (Reinhart & Rogoff, 2008, str. 3-4, 20-30).

Tabela 1: Dolžniške krize

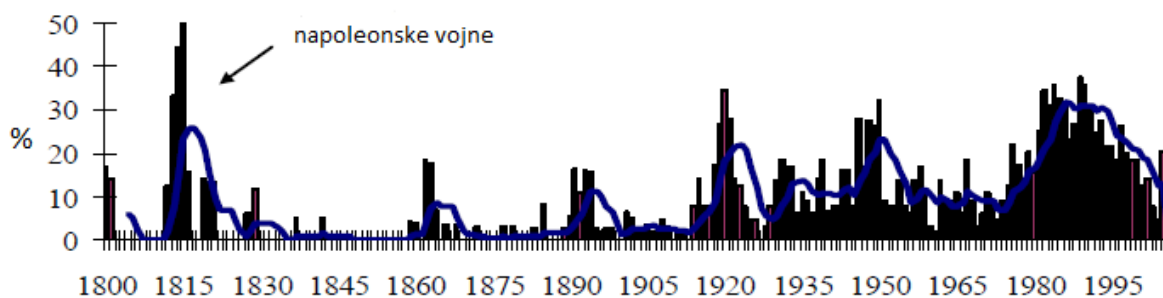
Država	1	2	3	Država	1	2	3	Država	1	2	3
Afrika				Evropa				Latinska Amerika			
Alžirija	1962	13.3	1	Avstrija	1282	17.4	7	Argentina	1816	32.5	7
Angola	1975	59.4	1	Belgija	1830	0.0	0	Bolivija	1825	22.0	5
Centralnoafriška republika	1960	53.2	2	Danska	980	0.0	0	Brazilijska	1822	25.4	9
Slonokoščena obala	1960	48.9	2	Finska	1917	0.0	0	Čile	1818	27.5	9
Egipt	1831	3.4	2	Francija	943	0.0	8	Kolumbija	1819	36.2	7
Kenija	1963	13.6	2	Nemčija	1618	13.0	8	Kostarika	1821	38.2	9
Mavricius	1968	0.0	0	Grčija	1829	50.6	5	Dominikanska republika	1845	29.0	7
Maroko	1956	15.7	4	Madžarska	1918	37.1	7	Ekvador	1830	58.2	9
Nigerija	1960	21.3	5	Italija	1569	3.4	1	Salvador	1821	26.3	5
JAR	1910	5.2	3	Nizozemska	1581	6.3	1	Gvatemala	1821	34.4	7
Tunizija	1591/1957	5.3	1	Norveška	1905	0.0	0	Honduras	1821	64.0	3
Zambija	1964	27.9	1	Poljska	1918	32.6	3	Mehika	1821	44.6	8
Zimbabve	1965	40.5	2	Portugalska	1139	10.6	6	Nikaragva	1821	45.2	6
Azija				Romunija	1878	23.3	3	Panama	1903	27.9	3
Kitajska	1368	13.0	2	Rusija	1457	39.1	5	Paragvaj	1811	23.0	6
Hong Kong		0.0	0	Španija	1476	23.7	13	Peru	1821	40.3	8
Indija	1947	11.7	3	Švedska	1523	0.0	0	Urugvaj	1811	12.8	8
Indonezija	1949	15.5	4	Turčija	1453	15.5	6	Venezuela	1830	38.4	10
Japonska	1590	5.3	1	Velika Britanija	1066	0.0	0				
Južna Koreja	1945	0.0	0	Oceanija				Severna Amerika			
Malezija	1957	0.0	0	Avstralija	1901	0.0	0	Kanada	1867	0.0	0
Mjanmar	1948	8.5	1	Nova Zelandija	1903	0.0	0	ZDA	1783	0.0	0
Filipini	1947	16.4	1								
Singapur	1965	0.0	0								
Šrilanka	1948	6.8	2								
Tajvan	1949	0.0	0								
Tajska	1769	0.0	0								

Vir: C. M. Reinhart & K. S. Rogoff, *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, 2008, str. 28, 30.

Pojav bančnih kriz skozi zgodovino kaže visoko stopnjo korelacije z obdobji z visoko stopnjo mednarodne mobilnosti kapitala. Med leti 1800 in 1879 je bila nizka do zmerna stopnja mobilnosti. V tem času so bančne krize preživljale predvsem razvite države, največkrat Velika Britanija sedemkrat in ZDA petkrat. Poleg teh so bančne krize imeli še v Franciji, Kanadi, Belgiji, Avstriji, Italiji in na Danskem. Od srednje in manj razvitih držav pa so bančno krizo imeli v Peruju, JAR in Indiji. Sledilo je obdobje visoke mobilnosti kapitala, ki je trajalo do začetka prve svetovne vojne. V Evropi je bilo kar nekaj bančnih kriz, največ so jih zabeležili v Italiji (štiri), po tri pa v Nemčiji in Franciji. Tudi v ZDA so bile štiri bančne krize. Imeli so jih tudi v drugih državah razvitega sveta, kot sta Avstralija in Japonska, predvsem pa so se začele pogosto dogajati v Latinski Ameriki. Med prvo svetovno vojno se je mobilnost kapitala zelo zmanjšala, posledično je v tem času krizo imela samo ena država, in sicer Čile. Sledilo je desetletje z zmerno mobilnostjo, v tem času je bilo zabeleženih 22 bančnih kriz. Mobilnost kapitala se je nato z začetkom velike depresije spet zmanjšala. To obdobje je trajalo do leta 1969, v teh 40 letih pa je bilo število kriz približno enako kot v zgolj desetih letih v prejšnjem obdobju, kar samo potrjuje korelacijo. Spet je sledilo desetletje z zmerno mobilnostjo, zabeleženih je bilo 9 kriz. Od leta 1980 naprej se svet nahaja v obdobju visoke mobilnosti kapitala, v tem času pa je število bančnih kriz skokovito naraslo. Prvič v zgodovini jih je bilo več zabeleženih v srednje in manj razvitih državah sveta, preživljali pa so jih praktično po vsem svetu (Reinhart & Rogoff, 2008, str. 7, 85-88).

Valutne krize so se dogajale že pred obdobjem papirnatega denarja, ko so za plačilno sredstvo imeli kovance. Padec vrednosti valute je skozi zgodovino šel z roko v roki z inflacijo. Do padca vrednosti kovanca je prišlo na način, da so vanj vlili cenejše kovine, ali pa da so preprosto zmanjšali velikost kovancev, na katerem je ostal isti apoen. Večji padci vrednosti valut so se dogajali že pred letom 1800. Največji letni padec je doživela Francija leta 1303, in sicer za 57 %. V Veliki Britaniji je leta 1551 njihova valuta izgubila 50 odstotkov vrednosti. Leta 1572 je Švedska doživela 41-odstotni padec valute, Turčija pa leta 1586 44-odstotnega. Pa tudi druge valute se niso izognile padcem vrednosti, med drugim španske, ruske, nizozemske, nemške, portugalske in belgijske. Do valutne krize, ki je bila do takrat po obsegu nepredstavljiva, je prišlo med napoleonskimi vojnami. Najbolj na udaru sta bili takrat ruska in avstrijska valuta. Takih ravni depreciacij kot v tem času niso zabeležili potem naslednjih sto let. V dvajsetem stoletju je nastalo veliko število novih držav z novimi valutami, mnoge na nerazvitih območjih. Zato ni presenetljivo večje število valutnih kriz, ki so bile pogosto posledica visoke inflacije ali celo hiperinflacije. Slika 1 prikazuje, koliko odstotkov držav je v določenem času od leta 1800 naprej preživljalo valutno krizo (Reinhart & Rogoff, 2008, str. 39-43, 49-50).

Slika 1: Valutne krize skozi čas



Vir: C. M. Reinhart & K. S. Rogoff, *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, 2008, str. 50.

2 OSNOVNE ZNAČILNOSTI GRŠKE EKONOMIJE IN NJENEGA VSTOPA V EVRO OBMOČJE

2.1 Gospodarska struktura in glavni makroekonomski kazalci

2.1.1 BDP in njegova struktura

Grški BDP je v letu 2010 znašal 230 milijard evrov. Kot lahko vidimo iz Tabele 2, je bilo to drugo leto zapored, da je BDP padel. Najvišjega so zabeležili leta 2008. Če pogledamo podatke za zadnji dve desetletji, vidimo, da je od leta 1990, ko je ta znašal 43,8 milijard, zrasel za več kot petkrat. Vendar pa to ni realna slika, saj v teh podatkih ni upoštevana inflacija. Če za izhodišče vzamemo cene iz leta 2000, potem je bil BDP leta 2008 184 milijard evrov, leta 1990 pa 108 milijard. V tem času je torej BDP zrasel za 70,2 %, povprečna rast pa je bila 3 % na leto. Več kot sam podatek o višini BDP nam o razvitosti države pove podatek o višini BDP na prebivalca. Ta je v Grčiji v letu 2010 znašal 20.352 evrov. Za primerjavo, BDP na prebivalca EU je znašal 24.479 evrov, torej je bil grški za več kot 4.000 evrov nižji. Grčija po tem kriteriju sicer že vsa leta zaostaja za povprečno razvitostjo EU, še najbolj se je

približala leta 2009. V tabeli vidimo tudi napovedi za leti 2011 in 2012, ki pa seveda niso povsem zanesljive.

Tabela 2: Grški BDP

leto	trenutne cene			konstantne cene (cene iz leta 2000)		
	BDP (mrd €)	BDP na prebivalca, Grčija (€)	BDP na prebivalca, EU27 (€)	BDP (mrd €)	BDP na prebivalca, Grčija (€)	BDP na prebivalca, EU27 (€)
2012	226,1	19.914	26.118	168	14.798	21.608
2011	222,8	19.659	25.253	166,2	14.665	21.243
2010	230,2	20.352	24.479	172,2	15.227	20.918
2009	235	20.821	23.560	180,3	15.971	20.600
2008	236,9	21.075	25.055	184	16.371	21.583
2007	227,1	20.279	24.977	182,2	16.269	21.570
2006	211,3	18.945	23.680	174,7	15.663	21.043
2005	194,8	17.538	22.499	166,1	14.954	20.469
2004	185,3	16.741	21.674	162,4	14.676	20.167
2003	172,4	15.642	20.751	155,6	14.117	19.764
2002	156,6	14.254	20.491	146,9	13.368	19.582
2001	146,4	13.372	19.797	142	12.968	19.391
2000	136,3	12.483	19.066	136,3	12.483	19.066
1999	126,2	11.592	17.830	130,4	11.986	18.398
1998	118,4	10.928	16.984	126,1	11.641	17.885
1997	108,9	10.104	16.234	122	11.323	17.388
1996	98,4	9.188	15.399	117,7	10.994	16.953
1995	89,6	8.421	14.662	115	10.817	16.676
1994	79,9	7.570	14.073	112,7	10.676	16.277
1993	70,4	6.731	13.421	110,5	10.554	15.856
1992	62,6	6.033		112,2	10.824	
1991	54,1	5.277		111,5	10.869	
1990	43,8	4.315		108,1	10.645	

Vir: AMECO, 2011.

Pri analiziranju različnih panog se kot mera ne uporablja BDP, ampak bruto dodana vrednost (BDV). BDV je razlika med končno proizvodnjo po osnovni ceni in vmesno porabo po prodajni ceni. Torej je potrebno sešteti vrednosti vseh končnih proizvodenj določene panoge in od tega odšteti vrednost vseh proizvodov in storitev, ki so bili porabljeni v procesu proizvodnje. V EU je približno polovica končnih proizvodov, polovica pa vmesnih. Razmerje med BDP in BDV je sledeče: $BDP = BDV + \text{davki} - \text{subvencije}$, to pa v EU prinese približno 11 % razliko med merama. Ker so podatki o davkih in subvencijah znani samo za celotno gospodarstvo in ne za posamezno panogo, za slednje BDP ni mogoče izračunati (Gross value added, 2011). Struktura grškega gospodarstva je dobro razvidna iz Tabele 3. V letu 2010 je primarni sektor, to so kmetijstvo, gozdarstvo in ribištvo, ustvaril 6,63 mrd evrov oz. 3,3 % BDV. Med kmetijskimi proizvodi so najpomembnejši pšenica, koruza, ječmen, sladkorna pesa, olive, paradižnik, tobak, krompir, goveje meso, mlečni izdelki in vino (Greece economy, 2011). Gradbeništvo je ustvarilo 8,25 mrd oz. 4,1 %, ostala industrija pa 28,13 mrd oz. 13,8 %. Pomembne panoge znotraj industrije so: prehrambena, čevljarska, tekstilna in kovinska industrija, kemikalije, elektronika, proizvodnja cementa in stekla ter proizvodnja naftnih derivatov in električne energije (The Greek debt crisis (causes, repercussions and resolution measures), 2011, str. 1). Daleč največji delež grškega gospodarstva odpade na storitve, od tega največ na turizem. Poleg tega so pomembnejše panoge še ladijski transport in telekomunikacije. BDV v storitvah je v letu 2010 znašal 160,22 mrd, na storitve je tako odpadlo 78,8 % BDV. Zanimivo je pogledati tudi gibanje teh razmerij v zadnjem desetletju. Delež storitev je od leta 2000 še narasel, čeprav je bila to že prej dominantna panoga.

Gradbeništvo je najbolj cvetelo v letih 2006 in 2007, ko je vrednost preseгла 13 mrd evrov. Delež ostale industrije je bil konstanten. Največje spremembe je bilo zaznati v kmetijstvu, gozdarstvu in ribištvo. Delež tega sektorja se je občutno zmanjšal, pravzaprav se je prepolovil. Vidimo lahko, da tudi v absolutnih zneskih vrednost BDV v letu 2010 ne dosega tiste z začetka desetletja.

Tabela 3: Grško gospodarstvo po sektorjih

leto	sektorji skupaj	kmetijstvo, gozdarstvo in ribištvo		industrija brez gradbeništva		gradbeništvo		storitve	
	bruto dodana vrednost (mrd €)	bruto dodana vrednost (mrd €)	%	bruto dodana vrednost (mrd €)	%	bruto dodana vrednost (mrd €)	%	bruto dodana vrednost (mrd €)	%
2010	203,2	6,63	3,3	28,13	13,8	8,25	4,1	160,22	78,8
2009	210,6	6,62	3,1	28,08	13,3	9,39	4,5	166,54	79,1
2008	209,7	6,58	3,1	27,40	13,1	10,60	5,1	165,11	78,8
2007	200,0	6,88	3,4	24,54	12,3	13,01	6,5	155,63	77,8
2006	186,7	6,99	3,7	23,44	12,6	12,81	6,9	143,53	76,9
2005	174,6	8,41	4,8	22,50	12,9	10,95	6,3	132,79	76,0
2004	166,5	8,18	4,9	20,43	12,3	10,77	6,5	127,20	76,4
2003	154,3	8,45	5,5	19,33	12,5	10,04	6,5	116,48	75,5
2002	139,1	8,18	5,9	18,54	13,3	8,58	6,2	103,82	74,6
2001	129,0	8,26	6,4	17,06	13,2	10,53	8,2	93,12	72,2
2000	121,9	8,03	6,6	16,75	13,7	8,57	7,0	88,29	72,5

Vir: AMECO, 2011.

2.1.2 Inflacija in nezaposlenost

Grška inflacija je v letu 2010 znašala 4,7 %, medtem ko je bila inflacija celotnega evro območja z 1,6 % precej nižja. Tudi sicer je bila inflacija v Grčiji vsa leta višja. Uradno stališče Evropske centralne banke (ECB) glede inflacije je, da je ta v bližini, ampak pod 2 %. Grčija je imela inflacijo nižjo od dveh odstotkov samo v letu 2009 (Tabela 4).

Tabela 4: Primerjava grške inflacije in inflacije evro območja

	1997	1998	1999	2000	2001	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Evro območje	1,7	1,2	1,2	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6
Grčija	5,4	4,5	2,1	2,9	3,7	3,9	3,4	3	3,5	3,3	3	4,2	1,3	4,7

Vir: Eurostat, 2011.

Leta 2010 je bilo v Grčiji 628.700 nezaposlenih, kar je 12,6 % prebivalstva. Zanimivo je, da je to največje število nezaposlenih, ki jih je po podatkih AMECO, ki segajo do leta 1960, kadarkoli imela. Podatki in napovedi za leti 2011 in 2012 pa kažejo še slabšo sliko, saj naj bi število nezaposlenih naraslo na več kot 760.000. Delež nezaposlenih je v zadnjem desetletju variiral med 8 in 12 %, najnižji pa je bil leta 2008 s 7,7 %. Takrat je bilo najnižje število nezaposlenih tudi v evro območju. Z izjemo 2009 je bil delež v Grčiji nekoliko višji kot v evro območju. Velika razlika je v deležu nezaposlenih med moškimi in ženskami. V letu 2010 je bilo nezaposlenih 9,9 % moških in 16,2 % žensk, torej 6,3 odstotne točke več žensk. Takšna razlika med spoloma je za Grčijo značilna že dalj časa. Leta 1999 je bila razlika celo višja od 10 odstotnih točk. Tudi v evro območju kot celoti je delež nezaposlenih žensk višji od moških, vendar razlika še zdaleč ni tako velika. Leta 2010 je bilo 10 % nezaposlenih

moških in 10,4 % žensk. To je sicer skupaj z letom poprej najmanjša razlika. Pred tem se je v evro območju razlika med spoloma gibala okoli 2 odstotnih točk (Tabela 5).

Tabela 5: Primerjava nezaposlenosti Grčije in evro območja

Leto	Skupno število nezaposlenih	Nezaposlenost, moški (%)		Nezaposlenost, ženske (%)		Nezaposlenost, skupaj (%)	
		Grčija	Evro območje	Grčija	Evro območje	Grčija	Evro območje
2010	628.700	9,9	10	16,2	10,4	12,6	10,1
2009	471.100	6,9	9,4	13,2	9,8	9,5	9,6
2008	377.900	5,1	7	11,4	8,5	7,7	7,6
2007	406.900	5,2	6,7	12,8	8,7	8,3	7,6
2006	434.500	5,6	7,6	13,6	9,7	8,9	8,5
2005	477.300	6,1	8,3	15,3	10,3	9,9	9,2
2004	505.600	6,6	8,3	16,2	10,5	10,5	9,2
2003	459.800	6,2	8	15	10,3	9,7	9
2002	487.600	7,2	7	16,1	9,7	10,7	8,2
2001	480.100	6,8	7,5	15,7	9,9	10,3	8,6
2000	516.700	7,4	7,3	17,1	10,5	11,2	8,7
1999	547.700	7,9	8	18,1	11,5	12	9,5
1998	486.300	7,3	8,6	17,1	12,4	11,1	10,2

Vir: AMECO, 2011; Eurostat, 2011.

2.1.3 Javne finance

Grčija je vseskozi beležila javnofinančni primanjkljaj, saj so bili prihodki stalno nižji od izdatkov. Najvišji primanjkljaj je bil zabeležen leta 2009, ko je znašal 36,5 milijarde evrov oz. 15,8 % BDP. Glede na leto poprej so se proračunski prihodki znižali, izdatki pa povečali. Leta 2010 je primanjkljaj znašal 24 milijard oz. 10,4 %. Ocene za leto 2011 znašajo 19,4 milijarde oz. 8,9 %, napovedi za 2012 in 2013 pa kažejo na manj kot 15 milijard oz. okoli 7 % BDP visok primanjkljaj. Odkar se je Grčija pridružila evro območju, je bil njen primanjkljaj vsako leto višji od 4 %. Na drugi strani je evro območje kot celota referenčno mejo 3 % preseglo samo v letu 2003 in v času sedanje krize. Napovedi kažejo, da se bo javnofinančni primanjkljaj evro območja spustil pod maastrichtsko mejo 3 % v letu 2013. Proračunski prihodki so bili v Grčiji vedno precej nižji od tistih v evro območju, v nekaterih letih je bila razlika tudi več kot 5 odstotnih točk BDP. Na drugi strani so bili grški izdatki do leta 2006 večinoma nižji od tistih v evro območju, v zadnjih letih pa so bili precej višji (Tabela 6).

Tabela 6: Grški javnofinančni primanjkljaj v primerjavi z evro območjem

Leto	Grčija						Evro območje		
	Javnofinančni prihodki (mrd €)	Javnofinančni izdatki (mrd €)	Javnofinančni presežek (primanjkljaj) (mrd €)	Javnofinančni prihodki (% BDP)	Javnofinančni izdatki (% BDP)	Javnofinančni presežek (primanjkljaj) (% BDP)	Javnofinančni prihodki (% BDP)	Javnofinančni izdatki (% BDP)	Javnofinančni presežek (primanjkljaj) (% BDP)
2013	91,4	105,9	-14,5	42,6	49,4	-6,8	45,9	48,8	-2,9
2012	90,2	105	-14,8	42,5	49,5	-7	45,8	49,2	-3,4
2011	90,1	109,5	-19,4	41,4	50,3	-8,9	45,3	49,4	-4,1
2010	89,9	114,2	-24,3	39,5	50,2	-10,7	44,7	50,9	-6,2
2009	88,1	124,6	-36,5	38	53,8	-15,8	44,8	51,2	-6,4
2008	94,8	117,9	-23,1	40,7	50,6	-9,9	45	47,1	-2,1
2007	90,9	106,1	-15,2	40,8	47,6	-6,8	45,3	46	-0,7
2006	81,6	94,4	-12,8	39,2	45,2	-6	45,3	46,7	-1,4
2005	75,2	86,1	-10,9	39	44,6	-5,6	44,8	47,3	-2,5
2004	70,6	84,3	-13,7	38,4	45,9	-7,5	44,5	47,4	-2,9
2003	67,3	77,1	-9,8	39,4	45,1	-5,7	44,8	48	-3,2
2002	63	70,6	-7,6	40,6	45,5	-4,9	44,8	47,5	-2,7
2001	59,8	66,3	-6,5	41,2	45,7	-4,5	45,2	47,2	-2
2000	58,5	64,4	-5,9	43,3	47,1	-3,8	46	46,2	-0,2
1999	52,1	58,6	-6,5	41,7	44,8	-3,1	46,6	48,1	-1,5
1998	48	54,1	-6,1	40,9	44,7	-3,8	46,1	48,5	-2,4
1997	42,4	53,8	-11,4	39,3	45,3	-6	46,4	49,3	-2,9
1996	36,8	48,4	-11,6	37,8	44,5	-6,7	46,2	50,5	-4,3
1995	32,8	46,1	-13,3	37	46,2	-9,2	45,6	53,1	-7,5

Vir: AMECO, 2011.

Grški javni dolg je bil vseskozi visok. Gibal se je v bližini ali nad 100 % BDP. Prvi vrh je dosegel leta 2001, ko je znašal 103,7 %. Potem se je dve zaporedni leti nekoliko znižal, na 97,4 %, za tem pa je začel precej naraščati, v letu 2010 je tako narasel na 144,9 % BDP. Tudi evro območje kot celota je imelo zadnjih deset let visok javni dolg, toda še vedno od okoli 30 do 40 odstotnih točk nižjega od Grčije. V zadnjih treh letih pa se je razlika še povečala. Javni dolg evro območja v letu 2010 je znašal 85,4 % BDP, kar je slabih 60 odstotnih točk manj od grškega. Absolutni zneski so za razliko od relativnih v Grčiji vsako leto naraščali. Mejo 100 milijard evrov je Grčija presegla leta 1996, mejo 200 milijard pa leta 2006. V letu 2010 pa je zabeležila javni dolg v višini 329,4 milijarde evrov. Napovedi kažejo, da se bo do leta 2013 javni dolg približal 200 % BDP (Tabela 7).

Tabela 7: Grški javni dolg v primerjavi z evro območjem

Leto	Grčija		Evro območje
	Javni dolg (mrd €)	Javni dolg (% BDP)	Javni dolg (% BDP)
2013	425,5	198,5	90,9
2012	420,6	198,3	90,4
2011	354,7	162,8	88,0
2010	329,4	144,9	85,4
2009	299,5	129,3	79,8
2008	263,1	113,0	70,1
2007	239,3	107,4	66,3
2006	224,2	106,1	68,4
2005	195,4	100,0	70,0
2004	183,2	98,6	69,5
2003	168,0	97,4	69,0
2002	159,2	101,7	67,9
2001	151,9	103,7	68,1
2000	141,0	103,4	69,1
1999	122,3	94,0	71,6
1998	115,7	94,5	
1997	114,9	96,6	
1996	107,7	99,4	
1995	95,0	97,0	

Vir: AMECO, 2011.

2.1.4 Plačilna bilanca in zunanji dolg

Grški tekoči račun je bil vsa leta negativen, z največjim minusom leta 2008. Leta 2010 je bilo stanje na tekočem računu -22,98 mrd evrov, kar je znašalo 10 % BDP. Blagovna menjava je bila stalno negativna z največjim primanjkljajem zabeleženim v letu 2008 (18,6 % BDP), ko sta bila tako uvoz (63,86 mrd €) kot tudi izvoz (19,81 mrd €) največja. Na drugi strani so bile storitvene menjave skozi celotno obdobje 2000-2010 pozitivne. Tudi storitvena menjava je bila največja leta 2008 z najvišjim izvozom (34,07 mrd €) in najvišjim uvozom (16,93 mrd €). Vendar pa presežki pri storitvah niso bili tako veliki, da bi lahko izničili velik primanjkljaj v blagu. Grčija ima vseskozi negativno razmerje pri dohodkih z najvišjim primanjkljajem leta 2008 (10,64 mrd € oz. 4,5 % BDP). Tekoči transferi pa so bili stalno pozitivni, največji presežek je bil zabeležen leta 2001 (3,86 mrd € oz. 2,6 % BDP), najmanjši pa ravno v letu 2010.

Glede na to, da je tekoči račun negativen, sta bila seveda kapitalski in finančni račun vseskozi pozitivna. Kapitalski račun za leto 2010 kaže neto priliv v velikosti 2,07 milijarde evrov (0,9 % BDP), drugače pa je bil največji priliv zabeležen leta 2007. Finančni račun pa je v letu 2010 kazal 21,32 milijarde evrov (9,3 % BDP) priliva, najvišji priliv pa je bil leta 2008 z 29,91 milijardami (12,6 % BDP). Podkategorije v okviru finančnega računa niso imele stalno istega predznaka, enkrat je bilo več ene vrste naložb, drugič spet druge. Pri neposrednih naložbah je takšno nihanje zelo opazno, saj so se stalno menjavala leta, ko je bil zabeležen neto priliv in leta, ko je bil neto odliv. Naložbe v vrednostne papirje so vsa leta prinašale priliv, z izjemo leta 2010, ko je bilo dobrih 20 milijard evrov odliva. Tudi v okviru ostalih naložb so bila nekatera leta zaključena pozitivno, druga negativno. Leto 2010 je prineslo več kot 42 milijard evrov (18,5 % BDP) priliva ostalih naložb. To pa je glede na prejšnja leta zelo velik skok, saj pred tem priliv ni presegel 13 milijard. Prav tako so se denarne rezerve v zadnjem desetletju enkrat povečevale, drugič zmanjševale. Pri denarnih rezervah je opazno to, da so bile spremembe do leta 2004 precej večje kot so bile kasneje. Najbolj, za 6,18 milijard, so se zmanjšale leta 2001, medtem ko so se najbolj povečale leto kasneje, in sicer za slabi 2 milijardi evrov. Po letu 2004 so se spremembe vidno zmanjšale, saj niso več dosegale pol milijarde, leta 2010 so se na primer zmanjšale za 97 milijonov (Tabela 8).

Tabela 8: Grška plačilna bilanca

PLAČILNA BILANCA		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tekoči račun	mio €	-10.618	-10.585	-10.205	-11.264	-10.717	-14.744	-23.759	-32.602	-34.798	-25.819	-22.976
	% BDP	-7,8	-7,2	-6,5	-6,5	-5,8	-7,6	-11,2	-14,4	-14,7	-11,0	-10,0
Blago	mio €	-21.928	-21.611	-22.709	-22.644	-25.436	-27.559	-35.286	-41.499	-44.049	-30.767	-28.280
	% BDP	-16,1	-14,8	-14,5	-13,1	-13,7	-14,1	-16,7	-18,3	-18,6	-13,1	-12,3
Storitve	mio €	8.711	9.150	10.755	11.507	15.467	15.391	15.337	16.592	17.136	12.640	13.249
	% BDP	6,4	6,3	6,9	6,7	8,3	7,9	7,3	7,3	7,2	5,4	5,8
Dohodki	mio €	-955	-1.981	-2.073	-3.976	-4.377	-5.676	-7.209	-9.286	-10.643	-8.984	-8.143
	% BDP	-0,7	-1,4	-1,3	-2,3	-2,4	-2,9	-3,4	-4,1	-4,5	-3,8	-3,5
Tekoči transferi	mio €	3.553	3.857	3.822	3.849	3.629	3.100	3.400	1.591	2.759	1.293	199
	% BDP	2,6	2,6	2,4	2,2	2,0	1,6	1,6	0,7	1,2	0,6	0,1
Kapitalski račun												
Kapitalski račun	mio €	2.246	2.416	1.634	1.239	2.386	2.049	3.041	4.332	4.091	2.017	2.072
	% BDP	1,6	1,7	1,0	0,7	1,3	1,1	1,4	1,9	1,7	0,9	0,9
Finančni račun												
Finančni račun	mio €	8.906	6.935	10.310	9.884	8.098	12.607	20.454	27.570	29.914	24.395	21.324
	% BDP	6,5	4,7	6,6	5,7	4,4	6,5	9,7	12,1	12,6	10,4	9,3
Neposredne naložbe	mio €	-1.116	1.088	-643	765	864	-679	1.044	-2.290	1.421	275	-457
	% BDP	-0,8	0,7	-0,4	0,4	0,5	-0,3	0,5	-1,0	0,6	0,1	-0,2
Naložbe v vrednostne papirje	mio €	9.108	9.465	10.938	12.334	13.728	7.323	8.115	17.442	16.428	22.664	-20.855
	% BDP	6,7	6,5	7,0	7,2	7,4	3,8	3,8	7,7	6,9	9,6	-9,1
Ostale naložbe	mio €	-4.857	-9.795	1.999	-7.624	-9.104	5.914	11.519	12.741	12.095	1.563	42.539
	% BDP	-3,6	-6,7	1,3	-4,4	-4,9	3,0	5,5	5,6	5,1	0,7	18,5
Spremembe v denarnih rezervah	mio €	5.772	6.177	-1.983	4.409	2.611	49	-224	-322	-29	-106	97
	% BDP	4,2	4,2	-1,3	2,6	1,4	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Neto napake in izpustitve												
Neto napake in izpustitve	mio €	-534	1.235	-1.739	141	233	88	263	700	793	-594	-419
	% BDP	-0,4	0,8	-1,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	-0,3	-0,2

Vir: External sector, 2011.

Skupni zunanji dolg Grčije se je po podatkih Grške centralne banke od leta 2009 gibal med 370 in 430 milijardami evrov oz. med 159 in 186 % BDP. Največ je k temu prispevala država, ki je največji zunanji dolg prikazovala v tretjem četrtletju 2009, ko je znašal 229 milijard (97,5 % BDP), najmanjši pa v zadnjem obdobju, iz katerega so ugotovljeni podatki, to je drugo četrtletje 2011 (174 mrd € oz. 78,1 % BDP). Grška centralna banka je v tem obdobju izkazovala med 36,9 milijardami (15,7 % BDP) v prvem četrtletju 2009 in 96,8 milijardami evrov v drugem četrtletju 2011 (43,4 % BDP). Ostale banke so skupno beležile večji zunanji dolg od centralne banke. Najvišji je bil z 142,2 milijardami (61,8 % BDP) v drugem četrtletju 2010. Ostali sektorji so k zunanjemu dolgu Grčije prispevali manj, med 15 in 27 milijardami evrov oz. med 6,8 in 11,1 % BDP, najmanj pa so k skupnemu zunanjemu dolgu prispevale neposredne investicije (Tabela 9).

Tabela 9: Grški zunanji dolg

		2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2	2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2
Država	mrd €	202,1	216,2	229,1	224,9	218,5	184,0	195,4	181,9	195,9	174,0
	% BDP	86,0	92,0	97,5	95,7	94,9	79,9	84,9	79,0	87,9	78,1
Centralna banka	mrd €	36,9	44,7	38,7	49,0	60,9	84,7	87,9	87,1	76,5	96,8
	% BDP	15,7	19,0	16,4	20,9	26,5	36,8	38,2	37,8	34,3	43,4
Banke	mrd €	111,7	110,5	115,3	112,9	112,6	142,2	126,6	116,4	114,5	110,7
	% BDP	47,5	47,0	49,1	48,0	48,9	61,8	55,0	50,6	51,4	49,7
Ostali	mrd €	20,7	22,8	26,1	24,2	24,3	18,1	17,4	16,4	15,6	15,2
	% BDP	8,8	9,7	11,1	10,3	10,6	7,9	7,6	7,1	7,0	6,8
Direktne investicije	mrd €	3,1	2,4	2,4	2,2	2,1	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8
	% BDP	1,3	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8
Skupaj	mrd €	374,6	396,7	411,5	413,3	418,4	421,4	429,1	403,7	404,4	398,5
	% BDP	159,4	168,8	175,1	175,9	181,8	183,1	186,4	175,4	181,5	178,9

Vir: External sector, 2011.

2.2 Vstopanje v Evropsko monetarno unijo

2.2.1 Grško gospodarstvo pred letom 1990

Po drugi svetovni vojni se je v Grčiji razplamtela še državljanska vojna, ki je trajala do leta 1949. Za tem se je začelo obdobje gospodarskega okrevanja. Ključno leto je bilo 1953, ko je vlada v procesu dolgoročne liberalizacije trga ukinila kvote in druge količinske omejitve na uvoz. Istega leta pa je drahma devalvirala za 50 %, s čimer so hoteli pospešiti izvoz (Close, 2002, str. 45). Obdobje do leta 1972 je bilo obdobje monetarne stabilnosti. Razlog za to je bil predvsem v stabilnosti mednarodnega denarnega sistema in v odsotnosti večjih fiskalnih šokov doma. V tem času je bila povprečna gospodarska rast okoli 8 %, inflacija pa je bila nižja od 4 %. To obdobje pa se je končalo leta 1973 s prvim naftnim šokom in z njim povezanim povišanjem cen (Tsionas, 2001, str. 51). Gospodarska rast se je močno znižala in je v povprečju do konca sedemdesetih let znašala 3,6 % na leto, kar pa je bilo vseeno več od držav zahodne Evrope, ki so še vedno čutile posledice mednarodne recesije iz leta 1974 (Close, 2002, str. 168). Vendar pa so naftni šoki prispevali k temu, da so se države začele nagibati bolj v smer naprednih tehnologij, za kar pa je bilo potrebno precej bolj učinkovito gospodarsko okolje kot prej. Naložbeni kapital se je zmanjšal in se skoncentriral v državah, ki so lahko ponudila visoko izobraženo delovno silo, moderno infrastrukturo za podporo novih načinov proizvodnje ter stabilen institucionalni okvir za zmanjšanje negotovosti. Tega pa Grčija ni imela, kar je eden od razlogov, da so v osemdesetih nastopile težave (Christodoulakis & Kalyvitis, 2001, str. 3).

Grčija je leta 1981 vstopila v Evropsko unijo, glavna značilnost obdobja do leta 1992 pa je bila stagflacija. Inflacija je vztrajala na okoli 20 %, realna rast pa je v povprečju znašala le 1,5 %. Javnofinančni primanjkljaj je poskočil z 2,5 % BDP leta 1981 na 8,5 % v letu 1982, povprečni primanjkljaj pa je v osemdesetih znašal približno 11 %. Medtem ko je v večini razvitih držav na začetku osemdesetih let prevladovala protiinflacijska monetarna politika, pa je bila Grčija na drugi strani primorana financirati velike proračunske primanjkljaje. To pa je storila z ekspanzivno monetarno politiko. Drahma je devalvirala dvakrat, v letih 1983 in 1985. V ospredje so prišle še strukturne slabosti, kot so visoka koncentracija industrijskih panog v zatonu, rigidnost trga delovne sile in trga proizvodov ter finančnega sistema. Še posebej so

postale izrazite, ker je Grčija začela nastopati na skupnem evropskem trgu. Zaradi vsega tega seveda ni mogla biti konkurenčna. Rezultat tega je bila tudi višja brezposelnost, ki se je v desetih letih povzpela s 4 na 10 % (Hochreiter & Tavlas, 2004, str. 7-8).

2.2.2 Vstop v EMU in izpolnjevanje maastrichtskih kriterijev

Grška vlada se je uradno odločila za prevzem evra leta 1992, ko se je pridružila maastrichtski pogodbi. V obdobju 1992-1994 se je zaostрила plačna politika, centralna banka pa je ciljala na višino depreciacije, ki ni povsem ustrezala razliki v inflaciji med Grčijo in njenimi trgovskimi partnericami, kar je vodilo v apreciacijo realnega deviznega tečaja. Rezultat tega je bila še nižja gospodarska rast kot v prejšnjem obdobju. Inflacija je sicer padla, a je še vedno ostala nad 10 %. Javnofinančni primanjkljaj je ostal visok, obrestne mere so se povišale, zato se je povišal tudi javni dolg (Hochreiter & Tavlas, 2004, str. 12, 15). Odločno na pot k skupni valuti je Grčija stopila z uveljavitvijo politike trdne drahme v začetku leta 1995. Centralna banka je prvič postavila točno določen cilj glede deviznega tečaja. Oznanila je, da je glavni cilj znižati inflacijo, obenem pa tudi spodbuditi gospodarsko rast. Inflacijo so do konca leta 1995 želeli zbiti na 8 %. To jim sicer ni uspelo, znašala je 8,9 %, vendar pa se je v prvih treh letih prepolovila. Tudi javnofinančni deficit se je nekoliko znižal. Nominalna in realna obrestna mera sta ostali visoki, posledično pa je realni efektivni devizni tečaj apreciral za okoli 17 % in zmanjšal konkurenčnost. Vseeno se je povprečna gospodarska rast v obdobju 1995-1997 povišala in je znašala 2,8 %. Za leto 1998 vlada ni določila nobene specifične meje glede višine inflacije, temveč samo napovedala, da želi doseči cenovno stabilnost do konca leta 1999. Devizni tečaj pa so želeli ohraniti znotraj ožje paritete $\pm 2,25$ % (Papaspyrou, 2004, str. 25). Težave so se začele kazati konec leta 1997 in v začetku 1998. Vse večji primanjkljaj na tekočem računu plačilne bilance in hiter porast plač so trgu sporočali, da je drahma precenjena. Obrestne mere so se zvišale in postale ovira za fiskalne cilje. Rešitev je prišla ob vstopu v ERM marca 1998, ko je drahma devalvirala za 12,3 % in vstopila z menjalnim razmerjem $\text{ECU } 1 = \text{GRD } 353,109$. Grčija je tako prevzela širšo pariteto (± 15 %) gibanja valute. Poleg tega so sledili novi strukturni in fiskalni ukrepi, ki so zagotavljali vzdržnost novega deviznega tečaja. Za razliko od mnogih primerov, ko so devalvaciji sledili novi špekulativni napadi ali finančne krize, je Grčija nadaljevala z gospodarsko rastjo. Da je bila devalvacija uspešna, obstaja več razlogov. Prvi je kredibilnost sistema, ki ga je zagotavljal ERM. Drugi razlog je nadaljevanje strožje fiskalne politike, tretji pa je skrben nadzor in regulacija bančnega sistema. Enajst držav je na začetku leta 1999 prevzelo evro, Grčija pa še ni bila pripravljena in je nadaljevala svojo pot v ERM II. Januarja naslednje leto je zaradi naraščajočih inflacijskih pritiskov revalvirala za 3,5 %. Novi devizni tečaj je tako znašal $\text{EUR } 1 = \text{GRD } 340,75$. S tem menjalnim razmerjem je 1. januarja 2001 tudi prevzela evro (Hochreiter & Tavlas, 2004, str. 18-20).

Maastrichtski kriteriji se nanašajo na cenovno in fiskalno stabilnost ter stabilnost deviznega tečaja in dolgoročnih obrestnih mer. Za vstop v evro območje sme biti inflacija največ za 1,5 odstotne točke višja od povprečja treh članic EU z najnižjo inflacijo (Convergence criteria, 2011). V letu 2000 so to bile Velika Britanija, Švedska in Nemčija, katerih poprečna inflacija je znašala 1,67 % (Eurostat, 2011). Grška inflacija je znašala 2,9 %, kar pomeni, da je bil prvi

pogoj izpolnjen. Javnofinančni primanjkljaj mora biti manjši od 3 % oz. se bližati tej meji z zadovoljivo hitrostjo. Grški primanjkljaj se je konstantno nižal, leto 1999 so zaključili s 3,1 % primanjkljajem, zato je morda razumljivo, zakaj so jim dali zeleno luč junija 2000. Vendar pa se je leto 2000 zaključilo z 3,7 % primanjkljaja, kar pomeni, da Grčija tega pogoja ni izpolnila. Nedvomno pa ni izpolnila niti pogoja glede javnega dolga, ki pravi, da ta ne sme presegati 60 % oz. se mora tej meji bližati z zadovoljivo hitrostjo. Njen dolg v letu 2000 je znašal 103,4 % in se niti približno ni bližal pogoju. Opravila pa je pogoj, da mora biti vsaj 2 leti v ERM (oz. ERM II) in pri tem ostati znotraj paritete ± 15 %. Zadnji pogoj pa se nanaša na dolgoročne obrestne mere in določa, da te v državi kandidatki ne smejo preseči povprečja treh držav z najnižjo inflacijo za več kot 2 odstotni točki (Convergence criteria, 2011). Velika Britanija, Švedska in Nemčija so imele v letu 2000 v povprečju 5,32 % nominalno dolgoročno obrestno mero, Grčija pa 6,10 % (Eurostat, 2011). To pomeni, da je bil ta pogoj izpolnjen. Grčija je torej izpolnila kriterije glede inflacije, deviznega tečaja in dolgoročnih obrestnih mer, ni pa izpolnila kriterijev javnega dolga in proračunskega primanjkljaja.

3 VZROKI ZA KRIZO

Vzrokov za nastanek grške dolžniške krize je več. Nekatere težave izvirajo znotraj države, to so predvsem previsoki javni izdatki, premajhna količina pobranih davkov in strukturne slabosti, ki povzročajo nekonkurenčnost gospodarstva. Nekatere pa izhajajo od zunaj. To so institucionalne slabosti monetarne unije, pa trgovanje z državnimi obveznicami na mednarodnih trgih in velik vpliv bonitetnih agencij. Povod za izbruh grške krize pa predstavlja globalna finančna kriza, ki je izbruhnila leta 2008.

Potrebno je poudariti, da visok grški javni dolg ni samo posledica dogajanja v zadnjih desetih letih, od vstopa v evro območje naprej. Morda Grčija sploh ne bi bila v tako težki situaciji, če ne bi izvajali tako ekspanzivne fiskalne politike v 80. letih. Visoki primanjkljaji so grški javni dolg povečal s 26 % BDP leta 1980 na 71 % leta 1990 (Meghir, Vayanos & Vettas, 2010, str 5). Ta trend se je nadaljeval tudi v 90. letih, leta 2000 pa je dolg znašal že 103,4 % BDP.

3.1 Notranji vzroki

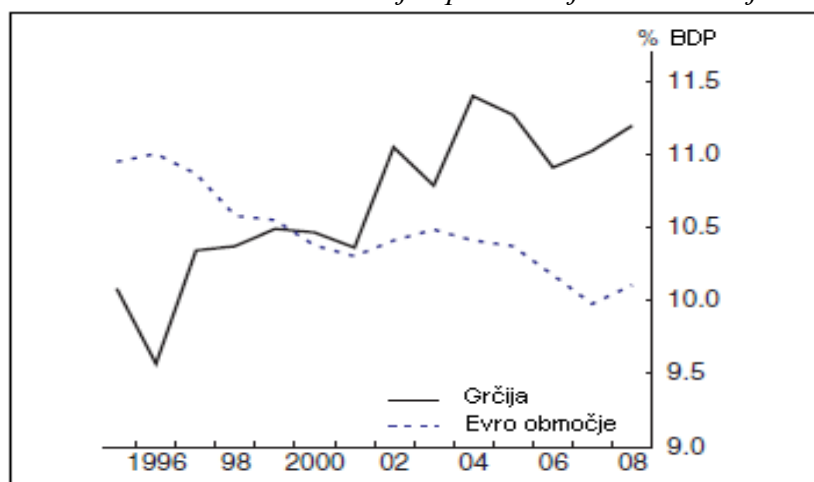
3.1.1 Struktura državnih izdatkov

Grčija je vse od vstopa v evropsko monetarno unijo pa do začetka globalne finančne krize dosegala primerljive stopnje državnih izdatkov z drugimi državami članicami. Če sem natančen, je imela vse do leta 2007 celo nižji delež državnih izdatkov glede na BDP od povprečja evro območja. Ta trend se je torej končal z letom 2007, naslednje leto pa je delež izdatkov prvič presegel 50 %. Najvišji je bil v letu 2009, ko so izdatki presegli 53 % BDP.

Vseeno pa so bili državni izdatki težava že pred letom 2007 in so prispevali k izbruhu krize. Pri tem pa imam, bolj kot končen znesek, v mislih strukturo izdatkov. Prevelik delež proračunskih prihodkov je bil porabljen za plače v javnem sektorju in pokojnine. Delež za plače v javnem sektorju presega povprečje evro območja in medtem ko se je delež plač v evro

območju v zadnjih letih zniževal, se je v Grčiji še povišal, kar je vidno na Sliki 2 (skala na grafu se ne začne z 0, zato razlika v višini obeh linij ni sorazmerna). Plača na zaposlenega v Grčiji se je v obdobju 1995-2008 v povprečju povišala za 3,1 %, v primerjavi z evro območjem, kjer se je povišala le za 1,25 %. K večjemu deležu sredstev namenjenih za plače je prispevala tudi politika zaposlovanja. V Grčiji se je v omenjenem obdobju število zaposlenih v javnem sektorju povečalo za 1,9 %, na drugi strani v evro območju samo za 0,3 % (OECD, 2009, str. 66). Da je grški javni sektor res potraten, dokazujejo trinajsta in štirinajsta plača in razkritja o raznih dodatkih, kot je dodatek za pravočasen prihod na delovno mesto.

Slika 2: Delež BDP namenjen plačam v javnem sektorju



Vir: OECD, *Economic surveys: Greece 2009*, 2009, str. 66.

Večji delež stroškov za plače v javnem sektorju kot v drugih državah pa ne pomeni tudi večjega števila storitev ali boljše kakovostni le-teh. Raziskava je pokazala, da bi isto raven storitev bilo mogoče zagotoviti s samo 73 % sredstev, ki jih je porabljal Grčija za svoj javni aparat, kar kaže na prezaposlenost. Prezaposlenost v javnem sektorju je posledica neustrezne politike in pomanjkanja ustreznega nadzornega sistema ter velikega povpraševanja po delu. Slednje je posledica predvsem varnosti zaposlitve v javnem sektorju. Problem predstavljajo tudi podjetja v državni lasti. Država jim je morala pokrivati izgube, zagotavljati sredstva za dokapitalizacije in jim dajala poročstva za posojila. Zgovoren je primer grških železnic, ki so v letih 2007 in 2008 ustvarile izgubo v višini 0,2 % BDP (OECD, 2009, str. 67-69).

Velike izdatke je povzročal pokojninski sistem, ki je bil sicer reformiran leta 2008. Bil je izredno kompleksen in zaradi obstoja številnih pokojninskih skladov razdrobljen. Zakoni so se med seboj prekrivali, zaradi česar je bila transparentnost manjša, upravljanje je bilo oteženo, administrativni stroški pa so bili zato povečani. Ker nad sistemom ni bilo učinkovitega nadzora, so se dogajale goljufije. Pokojninski sistem je izgubil 20 do 30 % prihodkov zaradi utaj. Za razliko od večine drugih držav, kjer je za polno pokojnino potrebnih 40 let delovne dobe, je v Grčiji ta znašala samo 35 let. Tudi po reformi se lahko za polno pokojnino delavec upokoji že v starosti 58 let, če je njegova delovna doba trajala 37 let. Za primerjavo: v državah OECD je potrebno za polno pokojnino v povprečju delati do starosti 63,2 let. Višina pokojnine pa je bila odvisna od povprečnega prejemka v zadnjih petih letih delovne dobe in ne od zneska zasluženega skozi celotno delovno dobo, kot je običajno v

drugih državah. Zadnja leta pa so v večini primerov tista, ko je plača najvišja. Pokojnine so v povprečju zelo visoke in znašajo med 70 in 80 % plače v zadnjem letu. Če pa upoštevamo povprečno plačo skozi vso delovno dobo, pa pokojnina znaša kar 95,1 % plače, medtem ko je povprečje OECD 60,8 %. Tudi minimalna pokojnina je relativno visoka glede na vplačila, ki jih je prispeval upravičenec (OECD, 2009, str. 73-74).

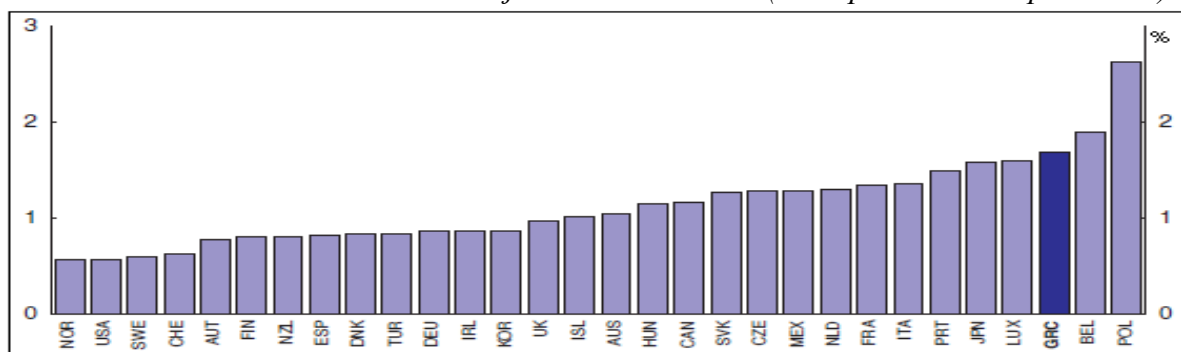
Velik delež sredstev državnega proračuna namenjen plačam in pokojninam seveda pomeni, da zmanjka sredstev za nekatera področja, ki so zelo pomembna za konkurenčnost države. To so na primer infrastruktura in znanje ljudi.

3.1.2 Utaja davkov, siva ekonomija in korupcija

Visoki javnofinančni primanjkljaji pa niso toliko posledica visokih izdatkov, saj so ti primerljivi z drugimi evropskimi državami. Razlog je bolj v premalo zbranih proračunskih prihodkih. To ni posledica nižjih davkov, saj so ti primerljivi z drugimi evropskimi državami. Gre predvsem za to, da država zaradi visoke stopnje utaje davkov ni sposobna pobrati davkov. Največji problem je pri pobiranju dohodnine, saj države članice EU v povprečju zberejo iz tega vira 13,4 %, medtem ko na drugi strani Grčija zbere samo 7,9 %. Če bi Grčija uspela zbrati toliko dohodnine kot znaša povprečje EU, potem še v letu 2007 ne bi zabeležila proračunskega primanjkljaja (Meghir et al., 2010, str 11).

Eden od razlogov za tako visoko stopnjo utaj davkov je zapleten davčni sistem z veliko nenatančnimi zakoni. Davčne številke se pogosto spreminjajo, kar povzroča visoke administrativne stroške. Mnoge davčne amnestije so spodkopale kredibilnost sistema in vzpodbudile ljudi k odlašanju s plačilom davkov in kasneje k utaji (OECD, 2009, str. 60). Zapleten davčni sistem povzroča visoke stroške davčne administracije, ki so med najvišjimi v državah OECD. Na Sliki 3 vidimo stroške davčne administracije (% stroškov glede na zbrane proračunske prihodke). Zaradi kompleksnosti sistema Grki zapravijo veliko časa za interpretacijo zakonodaje. To je spodbudilo tudi k nastanku sicer neproduktivne davčne industrije. Zapleten sistem ovira učinkovito odločanje, kar lahko v primeru velikih investicij pripelje do zelo dragih napak. Sistem zaradi veliko možnih interpretacij spodbuja davkoplačevalce k poskusom prevar. Davkoplačevalci podkupujejo uradnike, z namenom, da jim le-ti izberejo najbolj ugodno interpretacijo zakona, ali celo da se izognejo davčni inšpekciji (Katsios, 2006, str 74).

Slika 3: Stroški davčne administracije v državah OECD (delež proračunskih prihodkov)

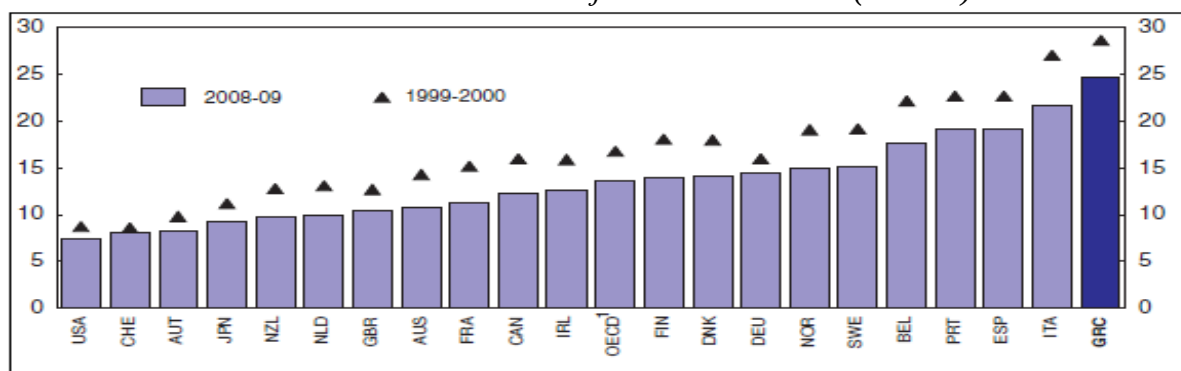


Vir: OECD, Economic surveys: Greece 2009, 2009, str. 65.

Posledic visoke stopnje utaje davkov je več. Najbolj očitno je pomanjkanje sredstev v državni blagajni. Ko temu dodamo še strukturo izdatkov, kakršna je v Grčiji, je jasno, da za nekatera področja zmanjka sredstev. Najbolj je vidno pomanjkanje sredstev predvsem v zdravstvu in šolstvu. Ena od prioritet davčnega sistema je tudi prerazporejanje sredstev od bogatejših k revnejšim, zaradi utaje davkov pa do tega ne prihaja v predvidenem obsegu. Precej več davkov utajijo gospodinjstva z visokimi dohodki kot tista z nizkimi, ne glede na to ali primerjamo absolutne zneske ali relativno glede na višino dohodka. Revnejši zato nosijo neporocionalno velik delež davčne obremenitve. V takšni situaciji pa država ne more izvesti sicer pomembnih ali celo nujnih reform, saj le-te najbolj prizadenejo prav tiste z najnižjimi dohodki. Utaja davkov pa ima še eno pomembno posledico, to je subvencioniranje nizko-tehnoloških dejavnosti na račun visoko-tehnoloških. Nizko-tehnološke dejavnosti namreč ne potrebujejo visokih investicijskih sredstev, zato jih lahko opravljajo samozaposleni ali manjša podjetja. V teh pa je utajo davkov precej težje odkriti, zato je delež sive ekonomije večji. Na drugi strani so večja visoko-tehnološka podjetja bolj izpostavljena in je utajo lažje odkriti. Zato plačujejo nesorazmerno visok delež davkov, kar ljudi ali družbe odvrača od ustanavljanja takih podjetij (Meghir et al., 2010, str 11-12).

Majhna količina pobranih davkov je povezana z večjo dejavnostjo na trgih sive ekonomije. Grčija je tipičen primer države z zmernimi davčnimi stopnjami, a s skorumpirano davčno administracijo, ki obremenjuje podjetja in posameznike in jih na nek način spodbujajo v sivo ekonomijo. Temu je potrebno dodati še preveliko regulacijo, ki tudi zvišuje stroške legalnega delovanja podjetja. Zato potrebuje izboljšanje institucionalne ureditve, brez nje nobena davčna reforma ne bo pripomogla k zmanjšanju sive ekonomije (Katsios, 2006, str 74). V Grčiji je njen delež ocenjen med 25 in 37 % BDP. Čeprav je takšne podatke potrebno jemati z rezervo zaradi različnih definicij sive ekonomije in težav z merjenjem, pa je Grčija ponavadi na lestvicah držav po deležu sive ekonomije uvrščena pri vrhu (Slika 4) (OECD, 2009, str. 59).

Slika 4: Delež sive ekonomije v državah OECD (% BDP)



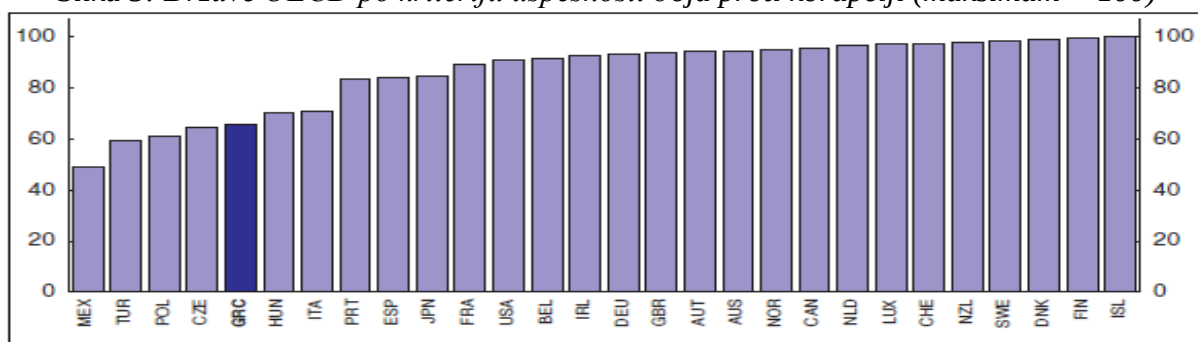
Vir: OECD, *Economic surveys: Greece 2009*, 2009, str. 60.

Velik problem v Grčiji je tudi korupcija, ki slabi alokacijsko in stabilizacijsko funkcijo države in ima resne ekonomske posledice. Uničuje nevtralnost davčnega sistema s tem, ko favorizira tiste, ki lahko zmanjšajo svoje davčne obveznosti, ali se jim celo izognejo, s čimer jim dajo neupravičeno prednost. Korupcija se kaže kot favoriziranje nekaterih oseb pred drugimi pri dodeljevanju licenc za določeno dejavnost, pri dodeljevanju subvencij, kreditov ali dovoljenj.

Kaže se pri možnosti uporabe zemljišč, pri možnosti do dostopa do javnega imetja, kot favoriziranje pri javnih naročilih, pri dodeljevanju davčnih olajšav ter pri zaposlovanju in napredovanju v javnem sektorju. Korupcija v javnem sektorju v Grčiji je zelo vertikalna, sega od operativnih do političnih položajev in ima učinek na vseh področjih delovanja države (Katsios, 2006, str 77).

Vlada ne more doseči večje kakovosti javnih storitev, saj sredstva, ki so temu namenjena, ne končajo tam, kjer bi morala. Zato mora poseči po višjih davkih, da bi nadoknadila izgubljena sredstva. Korupcija ima tudi bolj direkten vpliv, saj sili ekonomske subjekte k podkupovanju uradnikov. Zaupanje v državo se na ta način zmanjša in spodbuja prebivalce k nezakonitemu delovanju. Učinek korupcije je podoben kot pri davčni utaji – sredstva, ki bi morala biti namenjena javnim storitvam, končajo v rokah posameznikov. Korupcija v Grčiji je globoko zasidrana v sistem in se je z njo težko spopadati. V raziskavi je med 27 državami EU glede na stopnjo korupcije končala prav na zadnjem mestu, skupaj z Romunijo in Bolgarijo. Eden od glavnih razlogov za to je, da ni dovolj dejavnosti, ki bi jo preprečevala (Meghir et al., 2010, str 16). Na Sliki 5 vidimo lestvico držav, ki so glede na boj proti korupciji ocenjene z ocenami od 0 do 100, pri čemer oceno 100 dobijo države, ki so najuspešnejše v boju s korupcijo. Grčija je na tej lestvici pri repu držav.

Slika 5: Države OECD po kriteriju uspešnosti boja proti korupciji (maksimum = 100)



Vir: OECD, Economic surveys: Greece 2009, 2009, str. 62.

Da je korupcija tako razširjena, je krivo tudi pomanjkanje ustreznih institucij in njihovo slabo delovanje. Učinkovitost institucij ima velik vpliv na gospodarstvo, saj izboljšujejo preskrbljenost z javnimi dobrinami, opozarjajo na tržne pomanjkljivosti, zmanjšujejo transakcijske stroške, povečujejo transparentnost, promovirajo podjetništvo, omogočajo delovanje trga dela, zagotavljajo dobre pogoje za investicije in trgovanje. V raziskavi so delovanje institucij merili s pomočjo več indikatorjev, kot so korupcija na državni in lokalni ravni in njena pogostost, kontrola nad korupcijo, politična stabilnost, vladna učinkovitost, težavnost poslovanja, upoštevanje zakonodaje idr. Rezultati kažejo na slabo sliko grških institucij. Kar v štirih od enajstih indikatorjev so prejeli najslabšo oceno in tudi skupno je bilo delovanje grški institucij ocenjeno najslabše med 27 državami EU (Annoni & Kozovski, 2010, str. 32, 62, 73).

3.1.3 Nekonkurenčnost gospodarstva

Velik problem Grčije je nekonkurenčnost njenega gospodarstva na mednarodnih trgih. 70 % padca v cenovni konkurenčnosti gre na račun povišanja plač in relativnih cen v sektorjih z nemenjalnimi proizvodi in storitvami (javni sektor, domača potrošnja, gradbeništvo, ipd.) v primerjavi s plačami in cenami v sektorjih, kjer se proizvajajo proizvodi in storitve za izvoz. V tem se kaže selitev resursov od sektorjev orientiranih na izvoz, k sektorjem, ki poslujejo samo znotraj države (med njimi javni sektor). Preostalih 30 % pri padcu konkurenčnosti pa gre pripisati relativnemu povišanju plač in cen glede na trgovske partnerice (Malliaropulos & Anastasatos, 2011, str. 1). Slabša konkurenčnost se lepo vidi na tekočem računu plačilne bilance, ko je primanjkljaj zrasel z 10,5 milijard evrov ob vstopu v evro območje na skoraj 35 milijard leta 2008. Grčija je v tem času sicer rasla skoraj dvakrat hitreje od povprečja EU, vendar pa ta rast ni temeljila na njeni konkurenčni prednosti, temveč predvsem na sposojanju denarja iz tujine. Z začetkom krize je bilo zadolževanje onemogočeno, gospodarstvo pa se je zato začelo krčiti. Grčija mora zato za izhod iz krize nujno odpraviti slabosti, ki vplivajo na njeno slabšo konkurenčnost.

Konkurenčnost grškega izvoza se je zelo poslabšala predvsem po vstopu v EMU, kar je posledica relativnega povišanja cen in plač glede na njene trgovske partnerice. V obdobju 2000-2010 je konkurenčnost zaradi cen padla za 5,5 %, zaradi plač pa za 7,5 %. Kritična so bila sploh prva tri leta v EMU, ko so se plače relativno močno povišale, kasneje po letu 2004 pa so začele padati. Cene pa so najbolj zrasle v prvih dveh letih, za 6 %. Negativen efekt je imela tudi apreciacija evra. Ta je med decembrom 2000 in decembrom 2003 glede na 20 največjih trgovskih partneric evro območja apreciral za 17 %. Grčija pa približno 55 % proizvodnje izvozi v države izven evro območja, tako da je ta vpliv relativno velik (Malliaropulos & Anastasatos, 2011, str. 6).

Razlogov za nekonkurenčnost Grčije je več. Ena največjih težav je prevelika regulacija trga. Za registracijo podjetja je potrebno preveč postopkov in traja predolgo. Da bi izpolnili zakonske obveznosti, nastajajo visoki administrativni stroški. Regulacija storitev je ena izmed najbolj restriktivnih v državah OECD. Nerodni postopki za pridobitev licence in omejitve pri cenah in honorarjih povzročajo ovire za vstop na trg. Podobno stroga zakonodaja je tudi v trgovini na drobno (OECD, 2009, str. 47). Samo ustrezna reforma regulativnega okvira bi povečala konkurenčnost grškega gospodarstva za več kot 15 %. Eden od razlogov, da se reforma ne izvede je ta, da imajo nekateri od tega koristi. Močni lobiji poskušajo ohraniti obstoječo situacijo, da preprečijo vstop konkurentov na trg, da lahko sami ohranijo boljši položaj. Drugi razlog pa je ta, da se tudi javnost ne zaveda koristi večje liberalizacije. Splošno mnenje je, da morajo biti trgi močno regulirani, drugače pride do nezaželenih posledic. Takšno mnenje je posledica slabih izkušenj. Liberalizacija nekaterih trgov se je namreč v Grčiji že nekajkrat končala s porastom cen. Vendar pa je bila ta liberalizacija samo navidezna, kajti dejansko je regulacija še vedno preprečevala vstop konkurentov. Vse, kar je bilo storjeno je to, da so obstoječi subjekti sami postavljali ceno, kar je seveda pričakovano vodilo v povišanje cen (Meghir et al., 2010, str 24).

Obstajata torej dve vrsti ovir za vstop na trg. Ena je direktna regulacija, ki onemogoča vstop, druga pa so birokratske ovire, ki odvrtaajo od tega. Slednje so še posebej pomembne za tuja podjetja, ki niso vajena grške zakonodaje in kulture. Zato je tudi delež tujih investicij zelo nizek. Med leti 2003 in 2008 so znašale le 1 % BDP, medtem ko je bilo povprečje 30 držav OECD 4,1 %, od tega so imele tri države slabši rezultat (Meghir et al., 2010, str 25).

Grška nekonkurenčnost je tudi posledica rigidnega trga dela. Odpuščanje je zelo oteženo, saj je potrebno izplačati visoke odpravnine. Podjetja imajo tudi zakonsko omejitev možnega števila odpuščenih delavcev na mesec. Lažje odpuščanje lahko prepreči tudi morebitni stečaj podjetja, ob ponovni rasti pa se delavce lahko zaposli nazaj. Predvsem pa bi s tem privabili več investorjev, tudi tujih, kar bi prineslo tudi več novih delovnih mest. Vendar pa obstaja pomembna razlika. Delavce v proizvodnji se precej lažje odpušča, kot tiste na višjih položajih, kar bi bilo potrebno spremeniti. Obstaja pa tudi velika baza ljudi, ki delajo v sivi ekonomiji, ki pa praktično nimajo nobene zaščite in pravic. Te ljudi bi bilo potrebno vpeljati v legalno ekonomijo, kar bi bilo lažje, če bi bili stroški odpuščanja nižji. Nekateri delavci, predvsem tisti na višjih položajih, bi z mehkejšo delavsko zakonodajo vsekakor bili na slabšem. Nekateri bi izgubili službe. Ko pa bi reforma zaživela in bi se ekonomski cikel spet obrnil navzgor, bi mnogi pridobili, saj bi nastalo več novih delovnih mest, tudi boljše plačanih. Več novih delovnih mest potrebujejo predvsem ženske in mladi, ki jih je glede na druge države EU neporocionalno veliko brezposelnih (Meghir et al., 2010, str 26-27).

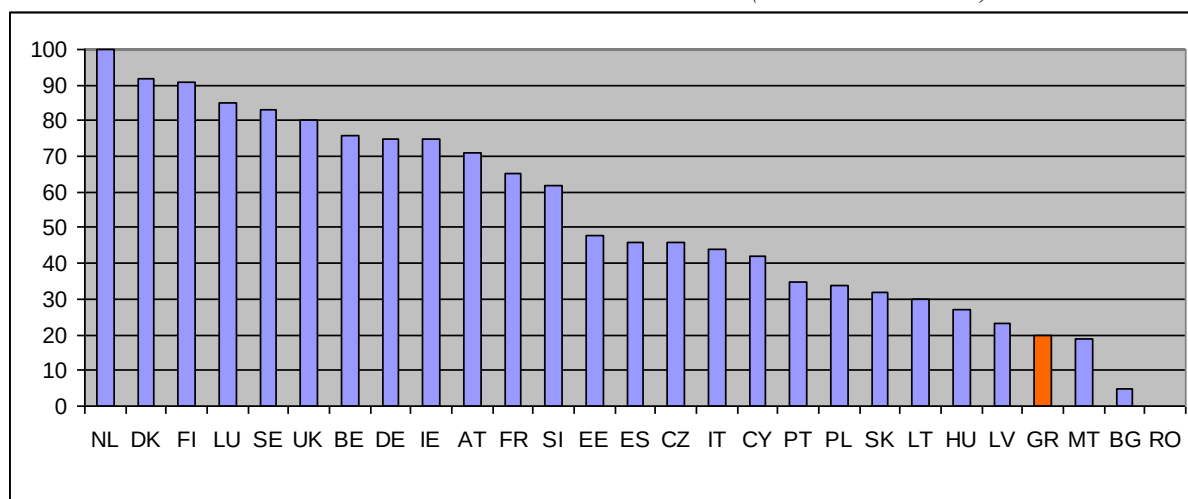
V Grčiji so minimalne plače postavljene previsoko, njihova rast bi morala biti bolj zmerna. To dejstvo prav tako ne deluje spodbudno na zaposlovanje, največji vpliv pa ima to na mlade in ženske. Rigidnost trga dela se kaže skozi kolektivna pogajanja po posameznih panogah. Namesto tega bi bilo bolje, da bi se pogajali znotraj posameznega podjetja (OECD, 2009, str. 46). V panogi je veliko podjetij, ki imajo različen položaj, zato je zelo težko uskladiti zakonodajo, ki bi vsem odgovarjala. Samo znotraj podjetja vedo, kakšne pogoje lahko ponudijo, da ne bi ogrozili svojega položaja na trgu. Če je na primer za določeno podjetje pomembno nadurno delo, bi si v pogajanjih z delavci želelo znižati pribitek za nadurno delo v zameno za višjo skupno plačo. Takšna fleksibilnost v grškem sistemu ni mogoča. Rigidnost trga dela se kaže tudi v sistemu zavarovanja za nezaposlenost. Ta so na plečih podjetij, kažejo pa se kot visoke odpravnine in ostale omejitve za odpuščanje. Fleksibilnost bi bila večja, če bi se za to poskrbelo na državni ravni tako, da bi davkoplačevalci plačevali prispevke v poseben fond za nezaposlene (Meghir et al., 2010, str 28). Problem grške zakonodaje na področju dela je, da je ta na nek način nedotakljiva. Zmanjšanje nominalnih plač ali kakšen drug poseg v delavske pravice je nekaj, česar nobena vlada ne želi storiti. Grčija je znana po populizmu, močnih sindikatih in nenazadnje po nasilnih protestih, zaradi česar se postavlja vprašanje, kako realno je kaj takega pričakovati (Oxford Economics, 2010, str. 8).

Konkurenčnost gospodarstva pa se ne kaže samo kot zmožnost zmanjševanja stroškov, ampak skozi dejavnike povezane z inovacijami, visoko tehnologijo, s kvaliteto proizvodnje in z ustvarjanjem razpoznavnih blagovnih znamk. Zaradi višjih stroškov je samo z izdelki z višjo dodano vrednostjo možno na mednarodnih trgih tekrovati s konkurenco. Pri standardnih proizvodih imajo države z nižjimi stroški dela prednost pred Grčijo, saj si lahko privoščijo

postaviti nižjo ceno. Grška ekonomija pa še vedno sloni na nizko-tehnoloških proizvodih in storitvah. Ti temeljijo na nizkih stroških in zato izgubljajo tržne deleže. Izvoz visoko-tehnoloških proizvodov, kot so kemikalije, elektronika ter pisarniška in telekomunikacijska oprema, se je sicer v zadnjih letih podvojil in je dosegel 10 % izvoza. Vendar pa velik del tega izvoza temelji na sestavljanju uvoženih polproizvodov. Ti sestavljeni proizvodi se potem ponovno izvozijo, predvsem na Balkanskem polotoku. Takšen izvoz pa ima nizko dodano vrednost, zato ne prispeva veliko k izboljšanju tekočega računa (Malliaropulos & Anastasatos, 2011, str. 6).

Da je Grčija nekonkurenčna, dokazujejo nekatere raziskave s področja konkurenčnosti držav. Annoni in Kozovski (2010, str. 29, 222) sta konkurenčnost držav in regij merili s pomočjo razvitosti na enajstih področjih. V skupino osnovnih stebrov gospodarstva sta uvrstili makroekonomske spremenljivke, institucije, infrastrukturo, zdravstvo ter osnovno in srednje šolstvo. V drugo skupino sta uvrstili področja, ki merijo učinkovitost – visoko šolstvo in vseživljenjsko izobraževanje, učinkovitost trga dela ter velikost trga, v tretjo skupino pa računalniško pismenost, sofisticiranost poslovanja in inovacije. Najvišje je bila uvrščena Nizozemska, ki je tako dobila referenčno vrednost 100, najnižje pa Romunija, ki je dobila vrednost 0. Ostale države so potem dobile oceno v odnosu do teh dveh držav. Grčija je dosegla indeks 20 in je v tej njuni raziskavi izmed 27 držav EU zasedla 24. mesto (Slika 6). Države glede na konkurenčnost vsako leto rangira tudi World Economic Forum (Schwab, 2010, str. 168-169). Leta 2010 je bila Grčija izmed 139 držav postavljena na 83. mesto, kar je 16 mest nižje kot dve leti poprej. Kot največje težave pri poslovanju so bile po vrsti izpostavljene neučinkovita birokracija, korupcija, rigidna delavska zakonodaja, slaba ekonomska politika, davčna zakonodaja in dostop do kapitala.

Slika 6: Indeks konkurenčnosti držav EU (maksimum = 100)



Vir: P. Annoni & K. Kozovska, *EU regional competitiveness index 2010*, 2010, str. 222.

3.2 Zunanji vzroki

3.2.1 Dostop do poceni kapitala

Eden od najpomembnejših faktorjev, ki so prispevali k prevelikemu zadolževanju Grčije, je prevzem skupne valute leta 2001. S tem je prišla v skupino držav na čelu z gospodarskima silama Nemčijo in Francijo ter pod okrilje Evropske centralne banke, ki vodi precej konzervativno monetarno politiko. Vlagatelji so v tem videli potrditev, da je država zanesljiva in stabilna. Članstvo v evro območju ji je omogočilo, da se je zadolževala po precej bolj ugodnih obrestnih merah, kot bi se lahko, če ne bi bila znotraj monetarne unije (Nelson, Belkin & Mix, 2010, str. 5). Obrestna mera na grško 10-letno obveznico se je od vstopa v EMU pa do leta 2007 le malo razlikovala od nemške. V kombinaciji z inflacijo, ki je bila v povprečju za 1,2 odstotne točke višja od povprečja evro območja, je to pomenilo, da je bila realna obrestna mera zelo nizka, včasih celo negativna. To je seveda odvrčalo od varčevanja in spodbujalo kreditiranje (Athanassiou, 2009, str. 366). Na ta način je tudi lažje financirala državni proračun in servisirala obstoječi dolg. Ta prednost se je kasneje izkazala kot slabost, saj se je Grčija zadolžila prekomerno. Če bi bil dostop do kapitala sorazmeren z uspešnostjo gospodarstva, bi se na trgu precej prej dvignila obrestna mera na državne obveznice (Nelson et al., 2010, str. 5).

Nizke obrestne mere so vodile v povečano zadolževanje, ko pa se je dolg izkazal kot nevzdržen, se je pokazala največja slabost članstva v monetarni uniji. To je seveda odsotnost lastne monetarne politike. Država tako ne more devalvirati svoje valute. Če Grčija ne bi bila članica EMU, bi bila prej ali slej prisiljena v devalvacijo svoje valute. To bi zmanjšalo povpraševanje po uvozu in hkrati pomagalo grškemu izvozu. Tekoči račun na plačilni bilanci bi se izboljšal, kar bi pomagalo pri zmanjševanju dolga. Tako pa je bil devizni tečaj povsem neodvisen od njenega zunanje-trgovinskega položaja. Namesto depreciacije je v obdobju 2002-2007, kot sem že omenil, prišlo celo do apreciacije valute za 17 %, kar je še povišalo zunanji dolg (Athanassiou, 2009, str. 366).

3.2.2 Institucionalne pomanjkljivosti evropske monetarne unije

Evro območje je monetarna unija, ni pa fiskalna. Tako že v osnovi obstaja nevarnost t.i. zastojkarskega učinka (angl. *free rider effect*). Zato so pred uvedbo skupne valute finančno bolj disciplinirane države na čelu z Nemčijo zahtevale, da se sprejme pakt stabilnosti in rasti. Njegova pravila sem že predstavil v poglavju 2.2.2. Tu pa že nastopi prva in najbolj opazna napaka EMU. Namreč, da so države lahko vstopile v EMU, kljub temu da niso izpolnile vseh kriterijev. Največ držav je kršilo ravno kriterij javnega dolga, med njimi tudi Grčija.

Pakt je bil že od začetka deležen kritik, od tega, da so njegova pravila preohlapna, do tega, da so preveč stroga. Zanimivo je, da sta ravno Nemčija in Francija leta 2003 prvi kršili pravilo 3 % javnofinančnega primanjkljaja, ki sta ga sami najbolj zagovarjali¹. Kljub vsemu se je pred izbruhom globalne finančne krize zdelo, da pakt deluje zadovoljivo. Kmalu po izbruhu krize

¹ Kasneje se je izkazalo, da je bila pravzaprav Grčija tista, ki je to pravilo prva kršila.

pa so se začele kazati številne pomanjkljivosti (Larch, Van den Noord & Jonung, 2010, str. 6, 15).

Da bi nadzor nad fiskalno politiko deloval v skladu z željami in pričakovanji, so potrebni popolni in zanesljivi finančni podatki. EU je sprejela zakonodajo o obveznostih glede poročanja in interakcije med nacionalnimi statističnimi uradi in Eurostatom. Vendar pa se je vseeno na koncu morala zanesti na nacionalne urade, da zagotovijo natančne podatke in če je potrebno, omogočijo vpogled in preveritev kakovosti in zanesljivosti teh podatkov. Ta sistem, ki je deloval na principu zaupanja in prostovoljnosti, je večinoma dobro deloval; pojavljale so se sicer manjše težave v več državah. Kako nezanesljiv je lahko tak sistem, pa je pokazala Grčija, ki je več let prirejala podatke o svojih financah (Larch et al., 2010, str. 15-16). Prvič je Eurostat zadržke do njenih statističnih podatkov izrazil že marca 2004. Septembra tega leta je sledila revizija podatkov o javnofinančnem primanjkljaju in javnem dolgu. Ugotovljeni primanjkljaj za leto 2003 je bil skoraj za skoraj 3 odstotne točke višji od grških podatkov, ugotovljeni javni dolg pa za več kot 7 odstotnih točk. Tudi za obdobje 2000-2002 so za vsako leto ugotovili, da je Grčija imela za več kot 2 odstotni točki višji primanjkljaj, kot je sama poročala. Med leti 2005 in 2008 je Eurostat petkrat podal pridržke na podatke, ki jih je objavila Grčija. Pojavljale so se težave zaradi neustreznega evidentiranja nepovratnih sredstev EU, obstajale so nezanemarljive statistične razlike, težave z računi socialne varnosti, nezadostni podatki o izvenproračunskih sredstvih in lokalni samoupravi idr. To so bila večinoma metodološka vprašanja, ki sta jih Grčija in Eurostat razčistila. Nekatere izmed teh težav so se spet pojavile leta 2009. Pri tem pa je obstajala pomembna razlika; če je šlo prej za metodološka vprašanja, je leta 2009 Grčija preprosto sporočala napačne podatke. Oktobra tega leta je revizija pokazala, da je primanjkljaj leta 2008 znašal 7,7 in ne 5 % BDP, kot je bilo ugotovljeno v aprilski reviziji². Hkrati se je drastično spremenila napoved za tekoče leto; z napovedanih 3,7 % BDP na kar 12,5 % (zadnji podatki kažejo 15,8 %). Ta dejstva so prikaz slabe kakovosti grške makroekonomske statistike (Evropska komisija, 2010, str. 3-20).

Pakt stabilnosti in rasti je sestavljen iz dveh instrumentov za zagotavljanje stabilnosti javnih financ, preventivnega in korektivnega dela. Preventivni del ima nalogo preprečevati prevelike primanjkljaje. Če je preventivni del neučinkovit, potem se uveljavlja pravilo korektivnega dela. Ta določi postopke za odpravo prekomernega primanjkljaja, predvideva pa tudi sankcije, če ga država članica ne odpravi. Težava je v tem, da sistem v praksi ne deluje, kot je bilo zamišljeno v teoriji. Preventivni del pakta ni preprečil vodenja prociklične fiskalne politike, kar je posledica treh dejavnikov. Prvi je negotovost v zvezi s ključnim merilom fiskalnega nadzora, tj. ciklično prilagojenim saldonom proračuna. Ocena, kje v gospodarskem ciklu se trenutno nahajamo, je lahko napačna. Tako je bilo tudi leta 2007, ko je za večino držav kazalo, da dosegajo svoje srednjeročne cilje, pa se je kasneje izkazalo, da ni bilo tako. Drugič, tudi če so bile nepravilnosti vidne, instrumenti nadzora in pritiska, ki ga omogoča preventivni del pakta, niso prinesli zelenih rezultatov. Države članice niso spreminjale svojih politik. Tretjič, glavni razlog za nadzor nad javnofinančnim primanjkljajem je zagotovilo, da javni

² Številne revizije so dajale različne rezultate. Zadnji podatek AMECO za leto 2008 kaže primanjkljaj v višini 9,9 % BDP (Tabela 6).

dolg ostane na začrtani poti. Glede na situacijo v zgodnjih devetdesetih, so tudi postavili mejo 3 % BDP, kar je bilo ob povprečni 3-odstotni rasti in 2-odstotni inflaciji dovolj, da se dolg zmanjšuje. Vendar pa se je sčasoma situacija spremenila. Gospodarska rast se je zmanjšala, pa tudi preostali del dinamike dolga, ki ni odvisen od presežka oz. primanjkljaja in čigar povprečje bi moralo znašati okoli nič, je v nekaterih primerih sistematično povečeval dolg. Slabosti preventivnega dela pakta so bile znane že prej, zato je leta 2005 tudi prišlo do reforme. Izkazalo pa se je, da tudi reforma ni prinesla želenega učinka (Larch et al., 2010, str. 16-18).

Težava pa ni samo v preventivnem delu pakta, ampak tudi v korektivnem. Šibki člen pri uveljavljanju pravil pakta predstavlja Svet. Ta na podlagi priporočil Komisije odloča o sprejetju ali zavrnitvi ukrepov proti državam članicam. Večkrat se je zgodilo, da Svet ni podal zgodnjega opozorila proti problematični članici in primer zaprl kljub priporočilu Komisije. Najbolj odmeven primer delovanja proti pravilom pakta je iz leta 2003, ko proti Nemčiji in Franciji niso bile sprejete sankcije zaradi prekoračitve javnofinančnega primanjkljaja. Ti primeri nezmožnosti uveljavljanja pravil kažejo na to, da so države članice fiskalno povsem neodvisne (Larch et al., 2010, str. 20-21).

Evropska monetarna unija je bila zgrajena na predpostavki, da sta nizka in stabilna inflacija ter zdrava fiskalna politika dovolj učinkovita sredstva za makroekonomsko stabilnost. Prevladovalo je mnenje, da so vsa neravnovesja posledica ohlapne monetarne ali fiskalne politike. Recesija je pokazala, da je tak pogled napačen. Vlade in centralne banke po vsej uniji so morale reševati finančne institucije, ki so v konjunkturi akumulirale presežek slabih sredstev. Sledili so močno povišani proračunski primanjkljaji. Zadolženost pa se je zaradi povišanih obrestnih mer zvišala še bolj kot primanjkljaj (Larch et al., 2010, str. 18-19).

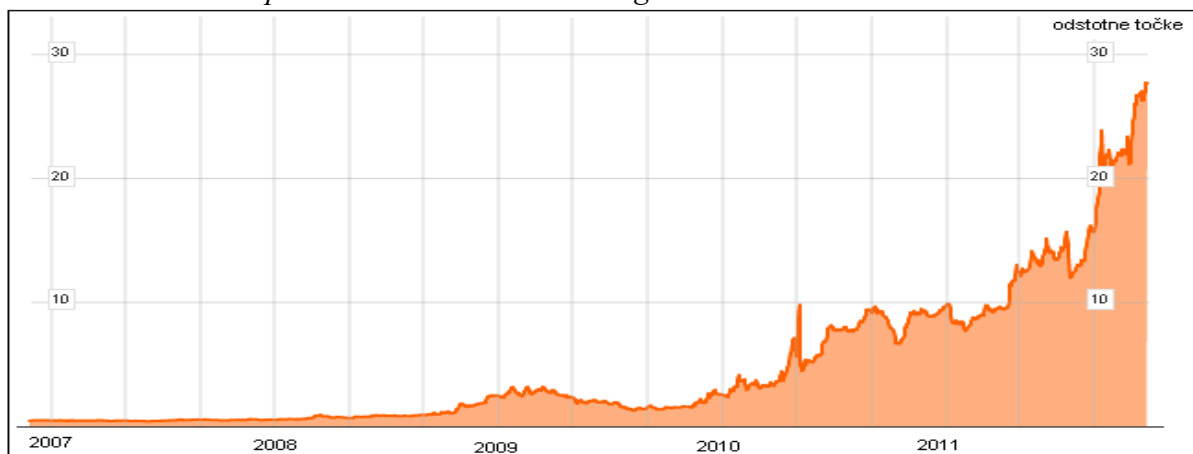
Naslednja težava pakta je ta, da nima določb za ublažitev večjih ekonomskih težav, kot je sedanja kriza. Zgrajen je na striktnih pravilih, kjer ni prostora za diskrecijo. Po določbah pakta so za stabilizacijo dovolj avtomatski fiskalni stabilizatorji, diskrecija pa se lahko uporabi za konsolidacijo ali v primerih, ko država članica preseže svoje srednjeročne cilje. Kriza je to spremenila. Kmalu se je izkazalo, da avtomatski stabilizatorji niso dovolj učinkoviti za ublažitev učinkov krize. Sprejeta je bila odločitev, da države lahko sprostijo svojo fiskalno politiko, da bi se izognile še hujši recesiji. S tem pakt ni pridobil na kredibilnosti, vendar pa bi imelo vztrajanje pri pravilih lahko še hujše posledice. Grška kriza je izpostavila tudi pomanjkanje mehanizmov za reševanje krize. Sprejet je bil sklep, da se je treba izogniti nekontroliranemu bankrotu, ker je to v interesu celotnega evro območja. Vendar pa na voljo ni bilo nobenega instrumenta, s katerim bi to dosegli, zato je bilo potrebno iskati »ad hoc« rešitve. Pakt je bil namreč zgrajen na predpostavki, da bo fiskalni nadzor deloval in da ne potrebuje določb za reševanje morebitnih kriz. Zato tudi vsebuje klavzulo, ki prepoveduje zagotavljanje pomoči v obliki izplačil (angl. *no-bail-out clause*), saj naj bi to države članice odvrčalo od vodenja take fiskalne politike, ki bi pomenila moralni hazard (Larch et al., 2010, str. 21-24).

Pravila pakta so na drugi strani pomenila tudi oviro za izpeljavo strukturnih reform, ki bi jih Grčija zelo potrebovala. Meja prekoračitve proračunskega primanjkljaja in javnega dolga daje prednost kratkoročni fiskalni disciplini pred bolj dolgoročnimi ukrepi, ki bi zagotovili rast in morda tudi fiskalno vzdržnost. Tako pa se reforme, ki so sicer pomembne, odložijo zaradi kratkoročnega vpliva povišanja stroškov, ki pomenijo prekoračitev maastrichtskih kriterijev. To se je spremenilo šele z reformo pakta leta 2005, s katero je dovoljeno odstopanje od zastavljenih ciljev v primeru izvajanja strukturnih reform, kar pa ni prineslo zelenega rezultata. Države na čelu z Grčijo kljub bolj fleksibilnim pravilom niso pokazale večjega zanimanja za izpeljavo reform (Larch et al., 2010, str. 25).

3.2.3 Špekulativno trgovanje

Špekulativno trgovanje z grškimi obveznicami lahko le pogojno navedem kot enega izmed vzrokov za izbruh krize. Špekulante obtožujejo, da v trgovanju vidijo samo svoj profit. Vendar pa je to v sistemu tržnega gospodarstva pravzaprav njihovo delo. Najti morajo najšibkejši člen in se vključiti v špekulacijo z namenom iztržiti maksimalen dobiček. S svojim delovanjem ne morejo sprožiti krize, kakršna je v Grčiji. Lahko pa situacijo bistveno poslabšajo, kar se je tudi zgodilo. Cene obveznic zaradi špekuliranja močno padejo, na drugi strani pa posledično močno zrastejo obrestne mere, kar pomeni, da je težje refinancirati obstoječi dolg (Fotopoulos, 2010, str. 14). Da so od izbruha krize obrestne mere na 10-letne grške državne obveznice močno poskočile, dokazuje Slika 7, ki kaže razpon med grškimi in nemškimi obveznicami.

Slika 7: Razpon med obrestnimi merami grških in nemških državnih obveznic



Vir: Greek-German 10-Yr Spread, 2011.

Mnoge banke so se pred morebitnimi težavami z grškimi obveznicami zavarovale s pomočjo zavarovanja kreditnega tveganja (CDS). Kar nekaj evropskih voditeljev na čelu z nemško kanclerko Angela Merkel pa je mnenja, da vsi, ki trgujejo s CDS, niso izpostavljeni tveganju, temveč da zgolj iščejo hiter dobiček. Posledično pa povečujejo stroške zadolževanja in še poslabšujejo grško krizo (Schmerken, 2010).

3.2.4 Bonitetne agencije

Del odgovornosti za izbruh krize nosijo finančni trgi. Kriza je pokazala njihovo destabilizacijsko funkcijo. Na finančnih trgih se menjavajo obdobja evforije in obdobja depresije, temu pa sledi gibanje cen, ki dostikrat ne odraža dejanskega stanja. Še pred kratkim, pred izbruhom krize, so bile obrestne mere pod vplivom cenovnega balona na rekordno nizki ravni. Vlade so izdajale ogromne količine obveznic. Samo v nekaj tednih po izbruhu krize so se stvari dramatično spremenile in v mnogih državah se je trg obveznic sesul. Osrednjo vlogo pri destabilizaciji na finančnih trgih igrajo bonitetne agencije. Le-te ne opazijo prihajajočih kriz, ko pa kriza pride, takrat sistematično pretiravajo v svojih reakcijah in položaj še poslabšajo. Takšen primer je bila dolžniška kriza v Dubaju. Šele ko je Dubaj že preložil poplačila obveznic, so agencije ugotovile, da je tam kriza in mu znižale bonitetno oceno. Ker so tako neslavno spregledale dolžniško krizo, so se hitro, a neorganizirano lotile iskanja drugih držav, ki bi lahko zapadle vanjo. Našle so seveda Grčijo pa tudi druge južnoevropske države. Hitro so jim začele zniževati ocene, čemur je sledilo znatno povečanje obrestnih mer na obveznice (De Grauwe, 2010, str. 1).

Eden od glavnih očitkov na račun bonitetnih agencij je, da so pristranske in nekredibilne. To je posledica oligopolne strukture trga, saj največje tri agencije, Fitch, Moody's in Standard & Poor's, zavzemajo kar 95 % trga in si pri tem razdelijo več kot pet milijard dolarjev prihodkov letno. Očitajo jim, da so se pred krizo namesto z zagotavljanjem objektivnih in zanesljivih ocen ukvarjali predvsem z ohranjanjem svojih tržnih deležev. Zato so nekaterim finančnim instrumentom dodelili oceno trojni A, kar pa je bilo realno povsem napačna ocena. S tem so vlagatelje spodbudili, da so te finančne instrumente kupovali. Na ta način pa so pomagali napihniti nepremičninski balon, s katerim se je začela globalna finančna kriza (Hren, 2011).

4 ANALIZA FISKALNE IN ZUNANJE-DOLŽNIŠKE VZDRŽNOSTI GRČIJE

4.1 Koncept fiskalne in zunanje-dolžniške vzdržnosti

Vzdržnost dolga države je sinonim za njeno solventnost. V akademski literaturi se koncept vzdržnosti nanaša na dinamično ravnovesje, ki ne zahteva nobene bistvene spremembe v fiskalni oz. zunanjetrgovinski politiki, pomeni pa dolgoročno finančno stabilnost, za katero je značilno, da trgi zagotavljajo sredstva za potrebe posojilojemalca. Vzdržnost dolga ne pomeni, da mora biti proračun oz. tekoči račun plačilne bilance vseskozi v ravnovesju, če se predvideva, da se bodo začasna odstopanja v prihodnje odpravila. Vendar pa, ko primanjkljaji postanejo prekomerni in tudi dolg prekomerno naraste, postane solventnost države ogrožena. Posojilojemalci so solventni, dokler so sposobni pravočasno servisirati dolg in obresti (Collignon, 2010, str 2).

Ker je vzdržnost dolga dinamičen koncept, na njegovo oceno vplivajo mnogi dejavniki. Eden izmed takih so zasebne investicije. Če želi država zmanjšati svoj zunanji dolg, jih mora zmanjšati. Takšen ukrep ima lahko tudi nasproten učinek na dinamiko dolga. Kratkoročno takšen ukrep izboljša trgovinsko bilanco, srednjeročno pa za servisiranje dolga država

potrebuje dovolj veliko gospodarsko rast. Zmanjšanje investicij pa prinese nižjo gospodarsko rast in ima tako srednjeročno negativen vpliv na vzdržnost zunanjega dolga. Temu nasprotnemu učinku pravimo dolžniški previs. Če je država preveč zadolžena, je povišana gospodarska rast, ki je posledica zasebnih investicij, preprosto porabljen za servisiranje zunanjega dolga. Takšno stanje ni spodbudno za nove investicije, saj je v tem primeru njihov namen samo ohranjanje solventnosti. V položaju dolžniškega previsa je potreben odpis dolga, da se obnovi solventnost in zagotovi nove investicije. Za državo je bolje, da se odpis zgodi čim prej, saj odlašanje lahko še poslabša situacijo in zaostri krizo. Včasih je dolg tako velik, da odpis dela dolga poviša tržno vrednost preostalega dolga. V tem primeru z odpisom ne pridobi samo država, ampak tudi upniki sami (Roubini, 2001, str. 9-10).

Če danes država zgleda insolventna, to še ne pomeni, da bo tako tudi v prihodnje. Tipičen primer so države izvoznice surovin, katerih položaj je zelo odvisen od cen surovin. Takšna država se lahko zdi insolventna, če je cena nizka, kar pa se lahko hitro spremeni, v kolikor se cena poviša. Podobno lahko na solventnost vplivajo strukturne reforme. Te zagotovijo višjo gospodarsko rast na dolgi rok in jo tako pomagajo obnoviti. Zaradi negotovosti glede ekonomskega in političnega dogajanja v prihodnosti je včasih težko oceniti ali je država solventna ali ne. Preprostega pravila, s katerim bi to ugotovili, ni, obstajajo pa številni kriteriji, s katerimi se to vendarle lahko preveri. Vsak od teh kriterijev pa ima poleg določenih prednosti tudi svoje pomanjkljivosti (Roubini, 2001, str. 11).

Pri ocenjevanju vzdržnosti je potrebno pozornost nameniti obrestnim meram. Če ima država visok zunanji ali javni dolg, potem finančni trgi ocenijo, da ves dolg morda ne bo servisiran pravočasno, zato se zvišajo obrestne mere. Zaradi tega se obstoječi dolg akumulira hitreje. Zgodi se lahko, da se državi dolg povečuje, kljub pravilni ekonomski politiki, s katero ga želi zmanjšati. Včasih finančni trgi ocenijo, da država ni zmožna odplačati dolga, tudi kadar za to ni nobene realne osnove in ga bi država ob danih obrestnih merah lahko. Posledica napačne ocene je lahko, da se obrestna mera zviša toliko, da potem država dejansko bankrotira (t.j. ni zmožna odplačati vsega dolga pravočasno). Vzdržnost dolga je tako delno odvisna tudi od subjektivne ocene finančnih trgov (Roubini, 2001, str. 17-19).

4.1.1 Teoretični model - medčasovne proračunske omejitve

Osnovno teoretično merilo za ugotavljanje vzdržnosti zunanjega dolga in tekočega računa so medčasovne proračunske omejitve (MPO). Te niso preveč stroge, saj državi predstavljajo zgolj manjšo prepreko pri razvoju tekočega računa in zunanjega dolga. Dokler diskontirana vrednost zunanjega dolga ni enaka nič, je država solventna. Glede na MPO je lahko zunanji dolg vzdržen, kljub temu, da že dolga leta beleži primanjkljaj na tekočem računu. Pogoje je le ta, da seštevek vseh preteklih in prihodnjih tekočih računov v neskončnosti daje zunanji dolg, ki je enak začetnemu. Država torej lahko dolgo časa beleži visoke primanjkljaje v tekočem računu in ostane solventna, če bo v prihodnosti beležila presežke. Ta pogoj za vzdržnost zunanjega dolga pomeni tudi, da se lahko delež zunanjega dolga povečuje brez limita, dokler se ne povečuje hitreje od realne obrestne mere. Podobno kot pri zunanje-dolžniški vzdržnosti, so tudi pri fiskalni vzdržnosti teoretični kriteriji (MPO) precej ohlapni. Dokler diskontirana

vrednost javnega dolga v neskončnosti ni enaka nič, je javni dolg vzdržen. Torej je lahko vsaka kombinacija javnofinančnih primanjkljajev in presežkov vzdržna, če njihov seštevek v neskončnosti pomeni višino dolga enako začetni. Javni dolg se lahko povečuje brez limita, če se ne povečuje hitreje od realne obrestne mere (Roubini, 2001, str. 3-4).

MPO so matematično ekvivalentne pogoju Ponzijeve sheme. Ta pravi, da si država ne more večno sposojati vse več in več, z namenom da bi odplačevala obresti na obstoječi dolg. Če bi država poskušala s Ponzijevo shemo, bi to pomenilo, da bi neki vlagatelj držal obveznice v določenem trenutku v daljni prihodnosti. Njegova poraba bi bila zaradi tega vsaj v enem obdobju manjša in zato bi užival manjšo blaginjo, kot če obveznic sploh ne bi imel. Možnost držanja obveznic, ki se stalno prevračajo naprej, je slabša, kot če obveznic sploh nimaš. Država zato ne bo našla vlagateljev, da bi naprej in naprej prevračala obstoječi dolg in tako do Ponzijeve sheme ne more priti (Chalk & Hemming, 2000, str. 63).

Zgoraj opisani koncept fiskalne vzdržnosti lahko pokažem s pomočjo enačb (Collignon, 2010, str 5-6). V izpeljavi pogoja za vzdržnost javnih financ so naslednje oznake: d_t je razmerje javni dolg/BDP v času t , r predstavlja realno obrestno mero, y realno gospodarsko rast, s pa primarni javnofinančni presežek. Povišanje dolga je odvisno od servisiranja obstoječega dolga prilagojenega z rastjo gospodarstva in od ravni primarnega presežka. Dolg se bo povečal, če je realna obrestna mera višja od stopnje rasti gospodarstva, razen če je zabeležen dovolj visok primarni presežek, ki bi to kompenziral.

$$d_t = (1 + r_t - y_t) d_{t-1} - s_t \quad (1)$$

Dolg se bo povečal za toliko, kolikor znaša javnofinančni primanjkljaj, če se pri tem zanemari tisti del dolga, ki ni odvisen od presežka oz. primanjkljaja (angl. *stock-flow adjustment*). Gibanje javnega dolga v prihodnosti je odvisno od stanja v gospodarstvu ($r_t - y_t$) in fiskalne politike. Z nekaj poenostavitvami, predvsem s predvidevanjem, da je ekonomsko okolje dano in konstantno, pridemo do enačbe (2), ki kaže, kolikšen bo javni dolg v obdobju $t + n$. Takrat bo enak začetnemu dolgu v času t , ki mu je potrebno odšteti sedanjo vrednost vseh bodočih primarnih presežkov (oz. prišteti sedanjo vrednost vseh bodočih primarnih primanjkljajev).

$$d_{t+n} = (1 + r - y)^n d_t - \sum_{j=0}^n s_{t+j} (1 + r - y)^{n-j} \quad (2)$$

Fiskalna politika izpolnjuje pogoj MPO, če je sedanja vrednost vseh prihodnjih primarnih presežkov in primanjkljajev enaka začetnemu dolgu.

$$d_t = E \left(\sum_{j=0}^{\infty} \frac{s_{t+j}}{(1 + r - y)^j} \right) \quad (3)$$

Enačba (3) se lahko zapiše tudi kot t.i. transverzalni pogoj, ki ga prikazuje enačba (4). Težava tega obratnega zapisa enačbe pa je, da potrebuje okolje dinamične učinkovitosti, kar pomeni, da velja le v primeru, ko je obrestna mera višja od realne rasti gospodarstva ($r > y$) (Collignon, 2010, str 5-6).

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{l}{(1+r-y)^n} d_{t+n} = 0 \quad (4)$$

Enačba (4) predstavlja Ponzijevo shemo. Pove nam, da je država solventna, v kolikor gre sedanja vrednost prihodnjega javnega dolga proti ničli. Če je leva stran te enačbe višja od 0, je javni dolg večji od pričakovanih prihodnjih izplačil. V tem primeru država ni solventna.

Na podoben način lahko izpeljem tudi pogoj za vzdržnost zunanega dolga (Önel & Utkulu, 2006, str. 671-672). Oznake so naslednje: B predstavlja neto zunanji dolg, TR so neto transferji, A so skupni izdatki domačega prebivalstva za blago in storitve, r je nominalna obrestna mera, N so devizne rezerve centralne banke, i je obrestna mera na devizne rezerve, EX in IM pa predstavljata izvoz in uvoz. Leva stran enačbe (5) predstavlja agregatni dohodek v času t, desna stran pa izdatke.

$$BDP_t + (B_t - B_{t-1}) + TR_t \equiv A_t + rB_{t-1} + [N_t - (1+i_t)N_{t-1}] \quad (5)$$

Trgovinska bilanca (izvoz minus uvoz) v času t je enaka zmnožku zunanega dolga v času t-1 in obrestne mere, od katerega se odšteje razlika v neto zunanjem dolgu med obdobjema t in t-1 ter transferje v času t ter prišteje spremembe v deviznih rezervah.

$$TB_t \equiv EX_t - IM_t = r_t B_{t-1} - (B_t - B_{t-1}) - TR_t + [N_t - (1+i_t)N_{t-1}] \quad (6)$$

Iz enačbe (6) se da izraziti nadaljnji razvoj zunanega dolga. Zunanji dolg se v enem letu spremeni za obseg, ki je enak zmnožku dolga v času t-1 in obrestne mere v času t, od katerega se odšteje neto zunanji presežek.

$$B_t - B_{t-1} = r_t B_{t-1} - S_t \quad (S_t \equiv TB_t + TR_t - [N_t - (1+i_t)N_{t-1}]) \quad (7)$$

S_t predstavlja neto zunanjetrgovinski presežek, s katerim se lahko odplača zunanji dolg. Iz enačbe (7) se da izpeljati pogoj za vzdržnost zunanega dolga. Tako dobimo enačbo (8), ki nam preprosto pove, da mora biti zunanji dolg v času t enak sedanji vrednosti vseh prihodnjih zunanjetrgovinskih presežkov. V tem primeru je država solventna.

$$B_t = E_t \sum_{j=t+1}^{\infty} \frac{S_j}{(1+r)^j} \quad (8)$$

Enačba (8) se lahko zapiše tudi na drugačen način.

$$E_t \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{B_n}{(1+r)^n} = 0 \quad (9)$$

Enačba (9) velja samo v okolju dinamične učinkovitosti. Pove nam, da je država solventna, v kolikor gre sedanja vrednost prihodnjega zunanega dolga proti ničli. Država ne more uspešno izdelati Ponzijeve sheme, ne more namreč večno odplačevati obresti na njen zunanji dolg, tako da se preprosto na novo zadolži. Če je leva stran te enačbe višja od 0, je zunanji dolg

večji od pričakovanih prihodnjih izplačil. V tem primeru država ni solventna in njena zunanje-dolžniška politika ni vzdržna (Önel & Utkulu, 2006, str. 671-672).

Teoretični model MPO ima poleg tega, da se dolg lahko povečuje brez omejitve, če se ne povečuje hitreje od višine obrestne mere, še druge posledice. Država nima vzdržnega javnega dolga, če stalno beleži primarne javnofinančne primanjkljaje, medtem ko je dolg lahko vzdržen, če stalno beleži skupne javnofinančne primanjkljaje. To se zgodi v primeru, ko ima država v vsakem obdobju majhne primarne presežke, s katerimi pokrije del obresti svojega dolga. Na ta način dolg raste počasneje od obrestne mere in je kljub vsakoletnemu skupnemu javnofinančnemu primanjkljaju ocenjen kot vzdržen. Po drugi strani pa je, če država neko obdobje beleži primarne primanjkljaje, čemur sledi obdobje z uravnoveženim primarnim saldonom, dolg ocenjen kot nevzdržen (Chalk & Hemming, 2000, str. 64).

Takšni teoretični kriteriji pa niso realni. Država se ne more kredibilno zavezati, da bo na dolgi rok dosegala javnofinančne presežke, če je pred tem vseskozi imela visoke primanjkljaje. Morala bi znatno povišati davke, kar bi povzročilo zaviranje gospodarstva. Na drugi strani bi morala znatno znižati izdatke, kar bi bilo neučinkovito, nepošteno, pa tudi sicer neizvedljivo. Tudi za zunanje-dolžniško vzdržnost velja podobno. Če bi država v kratkem roku stalno beležila primanjkljaj v trgovinski bilanci, je nerealno pričakovati stalne presežke v prihodnosti. Devalvacija valutnega tečaja in znižanje dohodkov za pospeševanje izvoza in zaviranje uvoza bi morala biti previsoka, pa tudi učinkovitost take politike je negotova (Roubini, 2001, str. 5).

Teoretični modeli ocenjevanja vzdržnosti so preveč ohlapni. Dinamika tekočega računa, ki vodi v brezmejno povečevanje zunanjega dolga, je nevzdržna. Finančni trgi bi postali zaskrbljeni glede možnosti za povračilo dolgov in bi zmanjšali kreditiranje, kar bi vodilo v dolžniško krizo. Enako velja tudi za javni dolg. Zato se v praksi za presojanje vzdržnosti dolga uporablja druga merila. Pogosto se uporablja tudi zgodovinske vrednosti ključnih spremenljivk, kot so rast BDP, bilance tekočega računa, javnofinančni primanjkljaj in obrestne mere. Z uporabo preteklih podatkov se da projicirati ali bodo na voljo sredstva za poravnavo dolga ter ali je realno pričakovati zadostne presežke v trgovinski bilanci oz. v primarnem javnofinančnem saldu. Če podatki ključnih spremenljivk kažejo, da je kaj takega nerealno pričakovati, potem sta zunanji in javni dolg nevzdržna (Roubini, 2001, str. 6, 12).

MPO so zaradi svoje naravnosti v neskončnost neuporabne za izračun vzdržnosti dolga določene države v nekem obdobju, kljub temu pa so pomembne zaradi določenih ugotovitev, ki iz njih izhajajo. Na ta način so se razvili tudi številni kazalniki, ki jim je vsem skupno pravilo, ki izhaja iz MPO, in sicer: v kolikor je gospodarska rast višja od realne obrestne mere, je dolg vzdržen ne glede na njegovo višino.

4.1.2 Kazalniki za ocenjevanje vzdržnosti javnega in zunanjega dolga

Razvili so številni kazalniki za oceno vzdržnosti dolga. Prvi izmed teh je Buitarov indikator (enačba 10). Ta predpostavlja, da mora vzdržna fiskalna politika ohranjati razmerje neto vrednost javnega sektorja/BDP pri trenutni vrednosti. Podan je tako (INTOSAI, 2010, str. 15):

$$s' - s_t = (r_t - n_t) w_t - s_t \quad (10)$$

Oznake so naslednje: s' je primarni javnofinančni presežek (primanjkljaj, v kolikor je vrednost negativna) potreben za uravnoteženje razmerja, s_t je trenutni primarni presežek (primanjkljaj), r je realna obrestna mera, n je gospodarska rast, w pa razmerje neto vrednost/BDP. V kolikor je trenutni primarni primanjkljaj večji od trajnega stabilizacijskega, je fiskalna politika nevzdržna. Čeprav je ta indikator razmeroma enostaven za interpretacijo, pa ima eno veliko težavo. Težko je ugotoviti neto vrednost javnega premoženja (Chalk & Hemming, 2000, str. 64). Na strani sredstev bi morali poleg finančnega in fizičnega kapitala upoštevati še zemljišča in naravna bogastva ter sedanjo vrednost prihodnjih davčnih prihodkov (vključujoč prispevke za socialno varnost), hkrati pa upoštevati še druga sredstva, ki so še težje izmerljiva. Na strani obveznosti pa bi morali upoštevati ne samo javni dolg, ampak tudi sedanjo vrednost prihodnjih izdatkov namenjenih socialni varnosti in podobnim ugodnostim ter druge obveznosti, ki jih je težko meriti (INTOSAI, 2010, str. 16).

Blanchardov kazalnik imenovan primarna vrzel (enačba 11) se uspešno izogne težavam z merjenjem (INTOSAI, 2010, str. 16). Primarna vrzel predpostavlja, da, dokler uspeva država držati enakomerno razmerje javnega dolga glede na BDP, je solventna. Če pa razmerje javni dolg/BDP narašča, je potrebno uravnotežiti primarni javnofinančni saldo. Čim večji je javni dolg in razlika med realno obrestno mero in rastjo gospodarstva, tem večji morajo biti primarni presežki (Roubini, 2001, str. 7).

$$s' - s_t = (r_t - n_t) d_t - s_t \quad (11)$$

Alternativa primarni vrzeli je davčna vrzel (enačba 12). Davčna vrzel je razlika med razmerjem davčni prilivi/BDP potrebnem za stabilizacijo javnega dolga (t') in trenutnim razmerjem davčni prilivi/BDP (t). Primarna in davčna vrzel sta pravzaprav enaki, razlikujeta se samo glede na to, kje leži poudarek. Medtem ko primarna vrzel poudarja raven primarnega primanjkljaja/presežka potrebnega za stabilizacijo dolga, je pri davčni vrzeli poudarek samo na prihodkovni strani proračuna. Torej, za koliko se mora ob dani ravni primarnih javnih izdatkov (g) povečati davčna stopnja, da se dolg stabilizira (Chalk & Hemming, 2000, str. 68).

$$t' - t_t = g_t + (r_t - n_t) d_t - t_t \quad (12)$$

Blanchard je razvil tudi srednjeročno davčno vrzel (enačba 13), ki je razlika med razmerjem davčni prilivi/BDP potrebnem za stabilizacijo javnega dolga v naslednjih N letih in trenutnim razmerjem davčni prilivi/BDP. Interpretacija tega indikatorja je podobna kot pri prejšnjem, ima pa eno pomembno razliko – usmerjen je v prihodnost, za kar pa potrebuje napovedi o primarnih izdatkih v prihodnjih N letih (Chalk & Hemming, 2000, str. 68-69).

$$t' - t_t = \frac{1}{N} \sum_{i=0}^N g_{t+i} + (r_t - n_t) d_t - t_t \quad (13)$$

Za ugotavljanje vzdržnosti zunanjega dolga je primarni vrzeli ekvivalentna bilančna vrzel (enačba 14). Obstaja ista predpostavka - dokler zunanji dolg (B) ne narašča, je vzdržen. Če se

razmerje zunanji dolg/BDP povečuje, se to vidi na bilančni vrzeli, ki je razlika med zunanjetrgovinskim presežkom potrebnim za stabilizacijo razmerja (TB') in trenutno zunanjetrgovinsko bilanco. Presežki morajo biti tem večji, čim višje je razmerje zunanji dolg/BDP ter čim večji je razkorak med realno obrestno mero in rastjo gospodarstva (Roubini, 2001, str. 6).

$$TB' - TB_t = (r_t - n_t) B_t - TB_t \quad (14)$$

Pri obravnavi bilančnih in primarnih vrzelih je potrebno uporabiti srednje- oz. dolgoročne podatke o trgovinski menjavi, primarnem javnofinančnem sladu, realnih obrestnih merah in rasti gospodarstva. Predvsem v običajnih razmerah, ko solventnost ni vprašljiva, so za oceno bolj primerni trajni podatki. Tudi če je gospodarska rast nizka ali negativna kakšno leto ali dve in so trenutne obrestne mere visoke, kar vodi v recesijo in povišan primanjkljaj, je bolj smiselno uporabiti trajne kot trenutne vrednosti omenjenih spremenljivk. Kadar pa ima država strukturne težave, kot so nenehno slab fiskalni položaj ali precenjena valuta, kar vodi v nizko ali negativno rast, pa je bolj smiselno analizirati trenutne vrednosti spremenljivk. Razlog za to je, da se brez večjih sprememb oz. reform država ne more pobrati. Analiza vrzeli je priročno merilo, vendar ima tudi pomanjkljivosti. Če se na srednji rok razmerje dolg/BDP ne povečuje, je dolg vzdržen, kar pomeni, da je vseeno, kakšno je njegovo začetno stanje. Ne glede na to ali ima država 50 % ali 150 % BDP dolga, je po tem merilu dolg lahko vzdržen. Država mora »le« beležiti presežke na tekočem računu trgovinske bilance oz. primarne presežke v državnem proračunu. To pa zmeraj ni realistično. Začetni dolg je lahko tako velik, da v daljšem časovnem obdobju ni mogoče zapolniti primarne oz. bilančne vrzeli. Ob danih dolgoročnih obrestnih merah in pričakovani rasti ni mogoče dosegati takšnih presežkov, da bi z njimi obstoječi dolg lahko servisirali in tako stabilizirali razmerje. V takšnih primerih je edina smiselna rešitev odpis dela dolga, da se ji omogoči, da zažene gospodarstvo in tako doseže neko zadovoljivo stopnjo rasti na dolgi rok (Roubini, 2001, str. 7-9). Na drugi strani pa imamo na primer državo z nizkim začetnim dolgom. Ta ima lahko kljub primarnim/bilančnim vrzelim vzdržno fiskalno/zunanje-dolžniško politiko. Takšnih možnosti analiza vrzeli ne zazna, zaradi česar je ocena o vzdržnosti, ki jo želimo s to analizo doseči, lahko pomanjkljiva. Vseeno pa je zaradi svoje enostavnosti zelo priljubljena pri ekonomistih. Za to pomanjkljivost obstaja določena rešitev. Če po katerem izmed kazalnikov izračun pokaže, da je fiskalna (zunanje-dolžniška) politika v določenem letu vzdržna in je hkrati realna obrestna mera višja od rasti gospodarstva, potem je zadoščen tudi pogoj MPO (Chalk & Hemming, 2000, str. 69).

Razvili so se še mnogi drugi kazalniki. Eden od teh je makro-prilagojen primarni deficit. Njegov nastanek je posledica velikega nihanja makroekonomskih spremenljivk, kar povzroča variiranje primanjkljaja glede na pričakovano vrednost v običajni makroekonomski situaciji. Pri tem kazalniku je potrebno izračunati primarni saldo prilagojen za nihanja makroekonomskih spremenljivk, kar pomeni, določiti oceno dolgoročne potencialne vrednosti. Osnovna ideja je primerjati prilagojeni primanjkljaj s tekočim. Največja težava tega kazalnika je določiti, kaj običajna makroekonomska situacija sploh je (INTOSAI, 2010, str. 17).

Naslednji kazalnik je indikator vzdržne fiskalne pozicije. Ta kazalnik ocenjuje reakcijo vlade, ko se spremenljivke povezanih z vzdržnostjo javnega dolga skozi čas spreminjajo. Reakcijska funkcija je definirana kot razmerje med primarno vrzeljo in vzdržnim primarnim saldom. Pokaže nam, kako se s prihodkovno in odhodkovno politiko na spremembe odzove vlada, z namenom ohraniti javni dolg vzdržen. Kazalnik vzdržne fiskalne pozicije je razlika med razmerjem realna obrestna mera/rast gospodarstva in reakcijo fiskalne politike. Rezultat večji ali enak 1 pomeni, da je fiskalna politika nekonsistentna in je javni dolg nevzdržen (INTOSAI, 2010, str. 17-19).

Kazalnik razpoložljivosti valute predpostavlja, da je nihanje kapitalskih tokov večje od nihanja makroekonomskih spremenljivk. Ključni element vzdržnosti dolga je potemtakem njegova sestava v primerjavi s sestavo industrijske proizvodnje. Ta kazalnik primerja razmerje domači dolg/zunanji dolg z razmerjem blago namenjeno domači porabi/izvoženo blago. Če ta kazalnik da vrednost bližjo 0 kot 1, to pomeni, da obstaja visoka stopnja občutljivosti fiskalne pozicije na spremembe v deviznem tečaju (INTOSAI, 2010, str. 19-20).

4.2 Uporabljena metodologija za izračun vzdržnosti

Za izračun fiskalne vzdržnosti sem uporabil metodo primarne vrzeli (enačba 11). Če je izračun za določeno leto pokazal pozitivno vrednost, to pomeni, da v tem letu Grčija ni vodila vzdržne fiskalne politike. Negativen rezultat izračuna pa pomeni, da je Grčija v določenem letu vodila vzdržno fiskalno politiko.

Za izračun zunanje-dolžniške vzdržnosti sem uporabil metodo bilančne vrzeli (enačba 14). Zanj velja podobno kot za primarno vrzel. Če je v določenem letu bilančna vrzel pozitivna, to pomeni, da grški zunanji dolg ni bil vzdržen, negativna vrednost pa pomeni, da je zunanji dolg bil vzdržen.

Za uporabo omenjenih kazalnikov za preverjanje vzdržnosti grškega javnega in zunanjega dolga sem se odločil zaradi več razlogov. Eden od razlogov je ta, da jih je relativno enostavno izračunati ter interpretirati njihove rezultate. Metoda analize vrzeli je tudi sicer med ekonomisti razmeroma priljubljena. Najpomembnejši razlog pa je vsekakor možnost dostopa do vseh potrebnih kvantitativnih podatkov za izračun. Pri drugih kazalnikih večinoma ni tako, bodisi zato, ker so podatki nedostopni ali jih celo ni, bodisi, ker so določene vrednosti v formulah rezultat subjektivne interpretacije posameznika in so kot take za analizo manj primerne.

4.3 Viri podatkov

Večino podatkov za analizo grške fiskalne in zunanje-dolžniške vzdržnosti sem dobil v spletni bazi podatkov AMECO. Tam so zbrani podatki Generalnega direktorata Evropske komisije za gospodarske in finančne zadeve. V rezultatih so prikazani izračuni za toliko let, za kolikor sem pridobil vse potrebne podatke. Pri izračunu primarne vrzeli sem tako pridobil vse potrebne podatke od leta 1992 do 2010. Podatki o primarnih javnofinančnih prihodkih in izdatkih sicer segajo v leto 1988, vendar pa obstaja luknja pri realnih obrestnih merah, saj ni

podatkov za obdobje 1989-1991. Prav tako obstajajo napovedi do leta 2013 za vse potrebne podatke, razen za obrestne mere, tako da izračuna s pomočjo napovedanih podatkov za leta 2011, 2012 in 2013 nisem mogel napraviti.

Večje težave sem imel pri zbiranju podatkov za izračun zunanje-dolžniške vzdržnosti, torej bilančne vrzeli. Medtem ko podatki o zunanjetrgovinski bilanci segajo nazaj vse do leta 1960, pa ni veliko podatkov o grškem zunanjem dolgu. AMECO o zunanjem dolgu nima podatkov, prav tako ne Eurostat. Grška centralna banka ima objavljene četrtnetne podatke o zunanjem dolgu od prvega četrtnetja 2009 do vključno drugega četrtnetja 2011, za nazaj pa ne. Podatke sem na koncu pridobil s spletnega portala Index mundi, kjer so objavljeni podatki, ki segajo v leto 2000. Vendar pa so ti podatki v ameriških dolarjih, zato sem moral še pretvoriti valuto. Pri tem sem upošteval valutno razmerje za vsako leto posebej. Pomagal sem si s historičnimi podatki o valutnem razmerju med evrom in dolarjem spletnega portala X-rates.com. Na koncu sem upošteval podatke o zunanjem dolgu spletnega portala Index mundi za obdobje 2000-2008 ter Grške centralne banke za leti 2009 in 2010. Pri slednjih sem upošteval višino dolga v zadnjem četrtnetju.

4.4 Rezultati empirične analize

Tabela 10: Vzdržnost javnega dolga po kriteriju primarne vrzeli

	n	r	d	s	$s' = (r-n)d$	$s'-s$	vzdržnost javnega dolga
	rast realna BDP	realna obrestna mera	javni dolg/BDP	primarni javnofinančni saldo	stabilizacijski primarni javnofinančni saldo	primarna vrzel	
2010	-3,5	7,3	144,9	-5	15,7	20,7	ne
2009	-3,2	2,3	129,3	-10,6	7,2	17,8	ne
2008	-0,2	0,1	113	-4,8	0,3	5,1	ne
2007	3,0	0,9	107,4	-2	-2,2	-0,2	da
2006	5,6	1,5	107,3	-1,3	-4,4	-3,1	da
2005	2,3	0,8	101,2	-1	-1,5	-0,5	da
2004	4,4	1,3	99,8	-2,6	-3,1	-0,5	da
2003	5,9	0,3	98,3	-0,7	-5,5	-4,8	da
2002	3,5	1,7	102,6	0,8	-1,8	-2,6	da
2001	4,2	2,1	104,7	2	-2,2	-4,2	da
2000	4,5	2,6	104,4	3,7	-2,0	-5,7	da
1999	3,4	3,2	94,9	4,3	-0,2	-4,5	da
1998	3,4	3,1	95,4	4,4	-0,3	-4,7	da
1997	3,7	2,9	97,5	3,4	-0,7	-4,1	da
1996	2,3	6,6	100,3	3,9	4,3	0,4	ne
1995	2,1	6,5	97,9	2,2	4,3	2,1	ne
1994	1,9	8,6	97,2	4,2	6,5	2,3	ne
1993	-1,5	7,7	99,2	-0,7	9,2	9,9	ne
1992	0,7	8,1	79,1	-0,7	5,9	6,6	ne

Vir: AMECO, 2011.

V tabeli 10 prikazujem izračun vzdržnosti fiskalne politike po kriteriju primarne vrzeli. Vsi podatki so podani v odstotkih. Izračun je pokazal, da je bila razlika med primarnim javnofinančnim saldonom potrebnim za stabilizacijo javnega dolga in dejanskim primarnim javnofinančnim saldonom pozitivna med leti 1992 in 1996 in od leta 2008 naprej. V prvem obdobju je bil višek leta 1993, ko je primarna vrzel znašala 9,9 % BDP. V tem letu bi morala

za ohranitev vzdržnosti Grčija zabeležiti primarni presežek v višini 9,2 % BDP, namesto tega pa je zabeležila primarni primanjkljaj v višini 0,7 %. Z letom 1994 je Grčija začela voditi politiko močne dražme, kar se je takoj odrazilo na primarnem javnofinančnem saldu. Ta je kazal presežek v višini 4,2 % BDP. Posledica je bilo zmanjšanje primarne vrzeli z 9,9 % na 2,3 % BDP. Za tem se je vrzel vsako leto nekoliko zniževala do leta 1997, ko je bila razlika prvič negativna in je bil torej dejanski primarni primanjkljaj nižji od primarnega primanjkljaja, ki je bil potreben za vzdržen javni dolg. Takšno stanje je potem trajalo do leta 2007. V tem času je torej Grčija vodila vzdržno fiskalno politiko. Do leta 2002 je Grčija beležila primarne presežke. V letu 2001 je vstopila v evro območje, s čimer je dosegla svoj cilj. To pa se je hitro pokazalo v vodenju fiskalne politike. Kljub temu je grška fiskalna politika bila vzdržna vse do leta 2007. Vendar pa je bilo to v obdobju 2003-2007 bolj rezultat gospodarskega cikla, kot ustrezne proticiklične fiskalne politike. V tem času so bile namreč zabeležene dokaj visoke rasti gospodarstva, obrestne mere pa so bile nizke. V kolikor bi takšno stanje trajalo še naprej, bi Grčija kljub primarnim primanjkljajem še naprej imela vzdržen javni dolg. Vendar pa v ekonomiji gospodarski rasti prej ali slej vedno sledi padec. Z letom 2008 se je začel položaj naglo slabšati. Leta 2009 je primarni javnofinančni primanjkljaj znašal že kar 10,6 % BDP, za vzdržne javne finance pa bi morali zabeležiti presežek v višini 7,2 %. Posledično bi v letu 2010 primarni presežek, s katerim bi uravnotežili fiskalno politiko, moral znašati velikih 15,7 % BDP. Seveda je Grčija spet zabeležila primarni primanjkljaj, tako da je v tem letu primarna vrzel znašala že več kot petino BDP. Logičen sklep teh dejstev je, da Grčija ni vodila vzdržne fiskalne politike.

Tabela 11: Vzdržnost zunanjega dolga po kriteriju bilančne vrzeli

	n	r	B	TB	$TB'=(r-n)B$	$TB'-TB$	vzdržnost zunanjega dolga
	rast realna BDP	realna obrestna mera	zunanji dolg/BDP	zunanjetrgovinska bilanca/BDP	stabilizacijska zunanjetrgovinska bilanca/BDP	bilančna vrzel	
2010	-3,5	7,3	177,6	-8,9	19,2	28,1	ne
2009	-3,2	2,3	178,4	-11,4	9,9	21,3	ne
2008	-0,2	0,1	25,9	-14,4	0,1	14,5	ne
2007	3,0	0,9	100,3	-13,5	-2,1	11,4	ne
2006	5,6	1,5	28,5	-10,8	-1,2	9,7	ne
2005	2,3	0,8	28,4	-9,3	-0,4	8,9	ne
2004	4,4	1,3	29,1	-10,1	-0,9	9,2	ne
2003	5,9	0,3	33,3	-12,3	-1,9	10,5	ne
2002	3,5	1,7	42,7	-13,7	-0,7	12,9	ne
2001	4,2	2,1	44,0	-13,3	-0,9	12,4	ne
2000	4,5	2,6	34,3	-13,6	-0,6	13,0	ne

Vir: AMECO, 2011; External sector, 2011; Greece debt - external, 2011; Historic exchange rates, 2011.

V tabeli 11 so rezultati izračuna zunanje-dolžniške vzdržnosti po kriteriju bilančne vrzeli. Grčija je, odkar ima AMECO podatke (t.j. od leta 1960), stalno beležila primanjkljaj v zunanjetrgovinski menjavi. V obdobju 2000-2010 je bil ta sploh zelo visok. Še najnižji je bil leta 2005, ko se je edinokrat spustil pod 10 % BDP. Izračun kaže, da je bila takrat zabeležena tudi najnižja bilančna vrzel, 8,9 % BDP. Zunanji dolg se je po letu 2001 zelo znižal. Potem se je znatno povečal v letu 2007, vendar se je že naslednje leto precej znižal. Z nastopom krize pa je leta 2009 eksplodiral in ostal visoko tudi v letih 2010 in 2011. Temu primerno se je precej

povišala tudi bilančna vrzel. Leta 2009 bi morala Grčija, da bi bil njen zunanji dolg vzdržen, zabeležiti 9,9 % BDP zunanjetrgovinskega presežka, dejansko pa je zabeležila primanjkljaj v višini 11,4 %. Primanjkljaj se je leta 2010 nekoliko znižal, vendar pa bi morala Grčija doseči presežek v višini 19,2 %. Zato je bila tudi bilančna vrzel v tem letu najvišja, znašala je 28,1 % BDP. Izračun dokazuje, da grški zunanji dolg ni (bil) vzdržen.

5 MOŽNE POTI REŠEVANJA GRŠKE FINANČNE KRIZE

5.1 Dve osnovni poti za upravljanje finančnih kriz suverenih držav

5.1.1 Bankrot države

Suverene države za razliko od podjetij ne morejo končati v stečaju. Prav tako ne obstajajo mednarodna sodišča, ki bi lahko izsilila plačila določena v pogodbah. Bankrot države je vsako prestrukturiranje ali odpis dolga. Zadolženi državi omogoči, da zmanjša količino svojega dolga oz. podaljša zapadlost. Na ta način skuša država spodbuditi tekočo porabo. Bankroti držav se ne dogajajo bolj pogosto, ker so potencialni stroški takšni, da spodbujajo države k poplačilu (Da Paoli, Hoggarth & Saporta, 2006, str. 3).

V teoriji velja, da imajo države po bankrotu omejen dostop do mednarodnih finančnih trgov ter da je zunanje zadolževanje po bankrotu precej dražje. Zato lahko večja poraba danes povzroči manjšo v prihodnosti. V kolikor je zmanjšana poraba v prihodnosti zaradi oteženega dostopa do kapitala vsaj tako visoka, kot je povečana poraba danes zaradi nevrnjenega dolga, potem je za države bolje, da poplačajo svoje obveznosti. Vendar pa empirične raziskave ne potrjujejo teoretičnih predpostavk o zmanjšanem dostopu do finančnih trgov. V tridesetih in osemdesetih letih 20. stoletja je bankrot doživelo veliko število držav. Takrat za te države ni bil dostop do zunanjega dolga nič bolj nedosegljiv, kot za tiste, ki niso bankrotirale. Za države Latinske Amerike pa je bil dostop precej omejen še dve desetletji po veliki depresiji, ne glede na to, ali je država bankrotirala ali ne. Empirične raziskave so pokazale, da je povrnitev dostopa odvisna delno od zunanjega položaja v času bankrota in delno od domačega makroekonomskega položaja. Zanimivo je, da je bankrotirana država v osemdesetih letih v povprečju potrebovala 4 leta in pol za povrnitev dostopa do mednarodnih finančnih trgov, medtem ko se je v devetdesetih povprečen čas zmanjšal na vsega 3 mesece in pol. Empirične raziskave pa potrjujejo domneve o povišanih stroških prihodnjega sponziranja bankrotiranih držav. V primeru dveh držav s podobno gospodarsko in finančno strukturo, so tiste, ki so že bankrotirale, dobile nižjo bonitetno oceno, kot tiste, ki niso (Da Paoli et al., 2006, str. 4).

Bankrot države prinaša tudi druge negativnosti. Empirične raziskave so pokazale, da je bankrot povezan z zmanjšanjem gospodarske rasti. Ta se zmanjša ali je celo negativna, ker si prebivalci bankrotirane države ne morejo sposojati v tujini, pa tudi doma ne. Grožnja samih povišanih obrestnih mer držav še ne odvrča od tega, da ne bi poplačali svojih obveznosti. Odvrča pa jih nižji BDP (Da Paoli et al., 2006, str. 5).

Skozi zgodovino so se razvili številni načini reševanja dolžniških kriz, ki vključujejo prestrukturiranje dolga. Nekateri načrti prestrukturiranja dolga pustijo sedanjo vrednost dolga

nespremenjeno in se spremeni samo način poplačila, pri drugih pa se sedanja vrednost tudi zmanjša. Eden najosnovnejših načinov je večletno reprogramiranje, pri katerem se dolg ne zmanjša, se pa izplačilo preloži v prihodnost (Fischer, 1989, str. 366).

Pogost pristop pri upravljanju bankrotiranih držav je prestrukturiranje dolga v lastniški kapital. Uporabljen je bil v Mehiki, Argentini, Čilu, Braziliji, Venezueli, Ekvadorju in na Filipinih. Zadeva se odvija tako, da določeno mednarodno podjetje odkupi celoten dolg ali pa del dolga po znižani ceni od banke in ga nato za lokalno valuto zamenja pri centralni banki države dolžnice. S temi sredstvi nato investirajo v lokalno gospodarstvo. Pogosto podjetje zraven dobi še kakšno subvencijo. Z zamenjavo dolga v lastniški kapital se plačila obresti zamenjajo v izplačila dividend, zato to niso nova sredstva za zadolženo državo. Sedanja vrednost odlivov v obliki obresti je približno enaka sedanji vrednosti odlivov v obliki dividend. Prednost tega pa je, da država ne more vnovič bankrotirati, zaradi česar bi bila potrebna ponovna prestrukturiranja (Fischer, 1989, str. 373-374).

Eden od bolj uspešnih načinov prestrukturiranja dolga predstavljajo Bradyjeve obveznice. Dolžniška kriza v Latinski Ameriki v 80. letih se je vlekla kar nekaj let, v tem času je bil dolg večkrat prestrukturiran, kar pa ni prineslo rešitve. Rešitev je prinesel šele Bradyjev program. Ideja je bila prepričati banke, da zamenjajo obstoječa posojila za obveznice. Pri tem so banke imele več možnosti. Ena je vključevala zamenjavo za obveznice v vrednosti posojil po fiksni obrestni meri nižji od tržne. Druga možnost je bila zamenjava za obveznice, ki so imele nižjo vrednost od posojil (30-50 % zmanjšanje vrednosti) po spremenljivi tržni obrestni meri. Pri obeh možnostih so bile glavnica in enoletne ali dvoletne obresti zavarovane z ameriškimi državnimi obveznicami. Nekatere države so izdale tudi nezavarovane obveznice, s krajšim rokom dospelosti (The Brady plan, 2011).

V perujski dolžniški krizi so uporabili metodo zamenjave dolga za blago. Hčerinska družba banke je začela izvažati beluše, rake in tekstil in del prihodkov obdržala kot poplačilo dolgov. Na ta način se je hkrati še pospeševal izvoz, zaradi česar je bila izboljšana tudi plačilna bilanca (Berg, 1987).

»Najtrša« oblika bankrota države je odpis dolga. Do odpisa pride, ko vse vključene strani ocenijo, da ni več možnosti za ponovni zagon gospodarstva države in da tako ali drugače dolgovi ne bodo poplačani. Če možnost za rast gospodarstva obstaja brez odpisa, potem do njega ne bo prišlo in se bosta država dolžnica in banke dogovorile za drugo obliko prestrukturiranja. Ko je govor o odpisu dolga, se večinoma omenja države Podsaharske Afrike. Ta pristop ima tako svoje prednosti kot slabosti. Prednost je predvsem ta, da previsok dolg zavira investicije, odpis pa spodbudi rast. Prav tako odstrani skrbi glede prevračanja dolga, zaradi česar lahko posojilodajalci bolj učinkovito razporedijo nove resurse. Vendar pa se hkrati postavljajo tudi številna vprašanja: ali je previsoka zadolženost vzrok ali posledica nizke rasti. Odpis lahko povzroči tudi težave v smislu pričakovanja novih odpisov v drugih državah. Lahko pride do moralnega hazarda, saj se država še naprej lahko prekomerno zadolžuje vedoč: če ne bo mogla vrniti kreditov, lahko ponovno pričakuje odpis (Daseking, 1999).

5.1.2 Reševanje države v krizi

Reševanje države v krizi je možno tudi brez takšnih ali drugačnih dogovorov o prestrukturiranju dolga ali njegovem odpisu. V preteklosti se je kot uspešna strategija za zmanjšanje zadolženosti izkazala visoka inflacija. Takšna strategija je pomagala Nemčiji odplačati vojne dolgove po 1. svetovni vojni. Seveda je imela ta strategija tudi veliko slabost, saj je hkrati močno prizadela domače gospodarstvo. Tudi Argentina leta 1982 in Mehika leta 1983 sta s pomočjo inflacije uspeli zmanjšati svoj domači javni dolg. Vendar pa je ta strategija sčasoma postala vse bolj neučinkovita. Zapadlost državnih obveznic se je sčasoma precej skrajšala, poleg tega pa je večina pogodb sklenjenih na osnovi spremenljive obrestne mere ali pa so popolnoma indeksirane na cenovno inflacijo. Povečevanje količine denarja v obtoku ne bi pomagalo, ker je vse manjši del gospodarstva pokrit z denarjem. Že do konca 80. let se je količina denarja v obtoku močno zmanjšala – v Braziliji na 2 % BDP, v Mehiki pa na 4,5 %. Izračunali so, da bi takrat s podvojitvijo količine denarja v obtoku zadolženost zmanjšali samo še za 11 %. Politika visoke inflacije v državah, ki imajo za sabo leta fiskalnih deficitov, ne pomaga več pri zmanjševanju javnega dolga tako, kot je v preteklosti (Husain & Diwan, 1989, str. 123).

Drugi način je, da se država zaveže, da bo svojo dolžniško krizo rešila sama brez prestrukturiranja ali inflacije in da bo vse dolgove servisirala pravočasno. Vendar pa je taka pot večkrat povsem nerealna. Edina država, ki ji je to uspelo, je Velika Britanija po letu 1815. Svoj dolg je odplačevala celo stoletje, in sicer s pomočjo gospodarske rasti in beleženja primarnih javnofinančnih presežkov. Pri tem je potrebno upoštevati posebne okoliščine, ki so Veliki Britaniji to omogočile. Bila je prva država, ki je vstopila v industrijsko revolucijo, hkrati pa v tistem času največji imperij na svetu. Poleg tega takrat še ni bilo demokratičnih institucij, kot jih poznamo danes, zato je Britanija lažje izvajala restriktivno fiskalno politiko. Danes kaj takega ne bi bilo mogoče (Donnelly, 2011).

Tako poleg bankrota države kot alternativa ostane na voljo samo še finančna pomoč v obliki reševalnega paketa. Reševalni paket je diskrecijska določba, ki zagotavlja likvidnost posojilojemalcu, t.j. državi in/ali bankam. Je odziv na šok v gospodarstvu in z njim povezanim večjim pomanjkanjem likvidnosti, če se likvidnosti ne da vzpostaviti na noben drug način. Pri tem sodeluje tretja stran, ki ji pravimo posojilodajalec v skrajni sili. To je lahko vlada države, od koder prihaja posojilodajalec ali neka nadnacionalna institucija. Ko je v ospredju zunanji dolg, se mora ponavadi vmešati tudi IMF, medtem ko pri domačem dolgu lahko posreduje domača centralna banka. Namen reševalnega paketa je preprečiti padec cen obveznic, kar bi lahko destabiliziralo bančni sistem. Padajoče cene obveznic ne škodujejo samo bilancam bank, ampak tudi ustvarijo večjo razliko med obrestnimi merami obveznic različnih držav, kar lahko povzroči, da dolg države z višjo obrestno mero postane nevzdržen (Collignon, Esposito & Lierse, 2011, str. 4, 7).

5.2 Dosedanji potek reševanja grške krize

5.2.1 Kronološki potek krize in njenega reševanja³

Grška finančna kriza se je začela leta 2009, ko so investitorji začeli vse bolj dvomiti, da je Grčija sposobna servisirati svoje dolgove. Oktobra tega leta je Eurostatova revizija pokazala, da je grški javnofinančni primanjkljaj leta 2008 znašal 7,7 % in ne 5 %, kolikor je pokazala aprilska revizija. Kmalu je sledila tudi objava, da bo primanjkljaj za tekoče leto znašal kar 12,5 %. Tej objavi so sledila zmanjšanja bonitetnih ocen (Evropska komisija, 2010, str. 3-20).

Grška vlada je leto 2010 začela z napovedjo varčevalnih ukrepov. Februarja je tako sprejela prvi varčevalni paket, marca pa drugega (Greece timeline, 2011). Konec aprila je Grčija uradno zaprosila za finančno pomoč. Ključni dogodki so se odvijali v začetku maja, ko se je Grčija s predstavniki EU in IMF dogovorila za reševalni paket v višini 110 milijard evrov. Hkrati je Grčija obljubila nove varčevalne ukrepe. Temu so sledili 48-urna splošna stavka in nasilni protesti. Kljub temu je grški parlament dogovor sprejel, Grčija pa je že sredi maja prejela prvo tranšo posojila, s katero je pokrila tekoči dolg. Julija je Grčija sprejela pokojninsko reformo, ki je bila glavni pogoj za pridobitev finančne pomoči. Konec leta so zaznamovale napovedi o novih varčevalnih ukrepih (Timeline of a crisis: how Greece's tragedy unfolded, 2011).

Leto 2011 se je začelo z opozorili mednarodnih posojilodajalcev, da sprejeti varčevalni ukrepi niso zadostni. Meseca maja so v Grčijo prispeli inšpektorji IMF in EU, da bi nanjo še bolj pritiskali. Grčija je v tem času še vedno zavračala možnost prestrukturiranja. Napovedala je nadaljnje krčenje stroškov in obsežno privatizacijo. Junija je parlament sprejel nov petletni varčevalni sveženj. Kljub temu so Grčiji bonitetne agencije še naprej nižale ocene; S&P ji je oceno znižal na CCC, s čimer je Grčija postala država z najnižjo oceno na svetu. V mesecu juliju so Grčiji odobrili še drugi reševalni paket v višini 109 milijard evrov. Septembra so potrdili nove varčevalne ukrepe, med katerimi je bilo tudi 20 % znižanje pokojnin, višjih od 1.200 evrov. Prav tako pa so sprejeli davek na premoženje. Na začetku oktobra se je izkazalo, da Grčija ne bo dosegla zastavljenih ciljev glede javnofinančnega primanjkljaja. Sledile so napovedi o novih varčevalnih ukrepih, temu pa nove stavke in protesti. Konec oktobra so voditelji držav evro območja z zasebnimi upniki dosegli načelni dogovor o obsežnem 50-odstotnem odpisu nominalne vrednosti dolga v zameno za nadaljnje varčevalne ukrepe. Grški premier je napovedal referendum o tem dogovoru. Po pritisku evropskih voditeljev je to namero opustil, sam pa odstopil. Grčija je tako novembra dobila novo vlado (Timeline: Greece's debt crisis, 2011).

V začetku leta 2012 so pogovori z zasebnimi upniki zastali, kar je začelo ogrožati prejem drugega reševalnega paketa. Ta se je medtem iz 109 milijard evrov povišal na 130 milijard. Grčija je tudi zamujala s potrditvijo novih varčevalnih ukrepov, ki pa jih je februarja le sprejela. Glasovanje o teh varčevalnih ukrepih so vnovič spremljali nasilni protesti in 48-urna splošna stavka. Deset dni kasneje so zasebni upniki vendarle popustili in privolili v odpis 53,5

³ Podrobní potek krize se nahaja v Prilogi 1.

odstotkov nominalne vrednosti dolga oz. 107 milijard evrov. Bonitetne agencije so dogovor pospremile z znižanjem ocen, S&P je Grčiji tako dodelil oceno SD (selektivni bankrot). Marca je grški vladi uspel dogovorjen odpis dolga, zasebni upniki so zamenjali 85,8 odstotkov obveznic. Čez nekaj dni se je tudi uradno zagnal program drugega reševalnega paketa (Evropska unija, 2012).

5.2.2 Ključne komponente reševanja krize

Prva ključna komponenta reševanja krize je finančna pomoč EU in IMF. Prvi dogovor o reševalnem paketu je bil sklenjen sicer šele maja leta 2010, ko je bila kriza že v polnem razmahu. Takrat so voditelji evro območja in IMF razglasili triletni paket posojil Grčiji v višini 110 milijard evrov po tržni obrestni meri. Od tega je EU prispevala 80 milijard, IMF pa 30. Razdelitev tega denarja Grčiji so pogojili z implementacijo ekonomskih reform. Drugi paket je prišel julija 2011. Ta je prinesel finančno pomoč v vrednosti 109 milijard evrov⁴. Drugi paket vsebuje za Grčijo boljše pogoje kot prvi. Obrestne mere so nižje, zapadlost posojil je daljša, poleg tega pa so s tem dogovorom podaljšali zapadlost tudi že obstoječim posojilom (Nelson, Belkin & Mix, 2011, str. 6-8).

Drugo ključno komponento predstavlja finančna pomoč zasebnih upnikov. Prvi dogovor o njihovem sodelovanju je prišel hkrati z drugim reševalnim paketom. Zasebni upniki so oznanili, da bodo obstoječi imetniki grških obveznic kot odziv na krizo do leta 2014 prispevali 50 milijard evrov. Sodelovanje naj bi potekalo na prostovoljni ravni v obliki zamenjav obveznic (37 mrd €) ter odkupov dolga (12,6 mrd €). S tem bi se zmanjšala kratkoročna dolžniška obremenjenost Grčije. Inštitut za mednarodne finance (IIF) je izdelal seznam možnosti za izmenjave in prevračanje obveznic. Pričakovali so sodelovanje 90 % zasebnih kreditorjev, ki naj bi izgubili 21 % neto sedanje vrednosti svojih obveznic. Takšen dogovor bi pomenil nekakšen kontroliran bankrot Grčije (Nelson, Belkin & Mix, 2011, str. 9). Dokončni dogovor, ki so ga sklenili februarja 2012, pa je prinesel še precej višjo vsoto. Zasebni upniki so pristali na odpis 107 milijard evrov, kar predstavlja 53,5 % nominalne vrednosti dolga (Evropska unija, 2012).

Pomembno vlogo pri reševanju krize igra tudi ECB. Maja 2010 je oznanila, da bo prvič začela kupovati državne obveznice na sekundarnih trgih, z namenom, da bi povečala zaupanje finančnih trgov in da bi znižala razmike obveznic evro območja. Med majem 2010 in junijem 2011 je kupila za 78 milijard evrov državnih obveznic, večino poleti 2010. Tržni analitiki ocenjujejo, da je bilo od tega 45 milijard grških obveznic. ECB je tudi zagotovila več likvidnosti zasebnim bankam v Grčiji, pa tudi v drugih državah evro območja. Pri tem je pokazala več fleksibilnosti kot pred krizo. Podpora v obliki zagotavljanja likvidnosti grškim bankam se je iz 47 mrd € januarja 2010 povečala na 98 mrd € v maju 2011, kar predstavlja približno 40 % grškega BDP za leto 2011 (Nelson et al., 2011, str. 7).

Četrto ključno komponento predstavlja fiskalna konsolidacija, ki naj bi dosegli s pomočjo obsežnih strukturnih reform. Ob prvem reševalnem paketu maja 2010 je Grčija sprejela

⁴ Kasneje se je drugi reševalni paket povečal na 130 milijard evrov.

program, po katerem bi leta 2014 javnofinančni primanjkljaj znižala pod maastrichtsko mejo 3 % BDP. V istem letu naj bi začel padati delež javnega dolga. Programski cilji so vsebovali znižanje javnih izdatkov in povišanje prihodkov. Zmanjšanje izdatkov je bilo načrtovano predvsem pri javni upravi, in sicer z zmanjšanjem ali zamrznitvijo plač in zamrznitvijo zaposlovanja. Prihodke pa naj bi povišali s pomočjo višjega povprečnega DDV in višjih trošarin na gorivo, cigarete in alkohol ter z bolj učinkovitim pobiranjem davkov in zmanjšanjem utaj (Nelson et al., 2011, str. 6, 13).

S sprejetjem programa se je vlada zavezala k številnim strukturnim reformam. Pokojninska reforma je nujna, saj obstoječi pokojninski sistem ni vzdržen. V Grčiji bi z nespremenjeno pokojninsko zakonodajo do leta 2060 stroški pokojnin zrasli za 12,5 odstotnih točk BDP, v primerjavi z 2,4 odstotne točke povprečja EU. Z reformo se starostna omejitev dviguje na 65 let, pomembne pa so tudi spremembe o zmanjšanju predčasnega upokojevanja. Cilj je dvigniti povprečno upokojitveno starost na 63 let. Eden od ciljev reforme je utrditi povezavo med prispevki in prejemki. V kolikor se bo oseba upokojila med 60 in 65 letom starosti in ne bo dopolnila 40 let delovne dobe (doba v kateri je plačevala prispevke v pokojninsko blagajno), bo njena pokojnina nižja za 6 % za vsako manjkajoče leto. Reforma predvideva zmanjšanje števila poklicev, ki so označeni kot težavni in so zato upravičeni do predčasne upokojitve (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2010, str. 18).

Program med drugim vsebuje implementacijo reform za okrepitev proračunskega sistema in fiskalnega okvira, kot so uvedba srednjeročnega fiskalnega okvira, krepitev proračunskih postopkov z obvezujočimi zgornjimi mejami stroškov za vsako ministrstvo posebej, okrepitev položaja finančnega ministra, podeliti večjo vlogo pri fiskalni politiki računovodskemu uradu in vzpostavitev fiskalne agencije. V okviru zdravstvene reforme se je vlada zavezala, da bo implementirala dvostavno računovodstvo v bolnišnicah, redno objavljala revidirane računovodske izkaze in izboljšala mehanizme za določanje cen in izračun stroškov. Zdravstveni skladi se z reformo ločijo od upravljanja s pokojninami, hkrati pa se razdrobljen zdravstveni sistem združi pod ministrstvo za zdravje. Davčna reforma prinaša precej bolj učinkovit in pravičen davčni sistem. Zmanjšuje se obseg oprostitev in znižanj davkov. Za boj proti utaji so uvedli strožja pravila glede izdajanja računov, dokumentiranja življenjskih stroškov, uvedli so obdavčenje, ki temelji na znanih podatkih. Izboljšave davčne administracije obsegajo večji nadzor zelo bogatih in samozaposlenih (pri katerih je utaj največ) in pregon kršiteljev. Ključen element programa je reforma javnega sektorja. Nekaj sprememb je Grčija sprejela že pred prejemom finančne pomoči, vendar pa je program vseboval dodatne zahteve. Potrebno je bilo zagotoviti bolj transparentno lestvico plač v javnem sektorju, s katero bi racionalizirali sistem in preprečili goljufije, kar bi zmanjšalo stroške (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2010, str. 18-20, 44-45).

Program vsebuje tudi druge strukturne reforme, kot so reforma trga dela in trga proizvodnje ter reforma finančnega sektorja. S temi reformami naj bi se izboljšala grška konkurenčnost. Program daje prednost tistim reformam, ki imajo velike kratkoročne in srednjeročne makroekonomske vplive. Ne vsebuje pogojev glede plač v zasebnem sektorju, ker bi to imelo še dodaten negativen vpliv na gospodarsko aktivnost, saj bi zaradi oligopolne strukture

nekaterih sektorjev bil učinek nižjih stroškov plač nevtraliziran z višjimi pribitki na cene in ker bi to pomenilo še bolj nepravilno porazdelitev dohodka v državi. Namesto tega program predvideva krepitev mehanizmov za določanje plač, ki izhajajo iz tržnih sil. Tudi delodajalci so se namreč strinjali, da zunanja nekonkurenčnost ni toliko posledica visokih plač, ampak bolj posledica neprijaznega poslovnega okolja, pretirane birokracije in neučinkovitosti javnih institucij. Reforma odpravlja rigidnost trga dela. Z njo bo olajšano iskanje dela za mlade in ženske, prav tako pa bodo delodajalci imeli večjo spodbudo za zaposlovanje za nedoločen čas (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2010, str. 21-22).

Na področju trga proizvodov program predvideva poenostavitev ustanavljanja podjetij, zmanjšanje stroškov licenciranja in administrativnih stroškov ter vzpostavitev elektronske platforme za javna naročila. V energetiki je bil postavljen pogoj, da se implementira ključne direktive, ki se nanašajo na elektriko in plin in postaviti rok za povečanje neodvisnosti energetskega regulatorja, za liberalizacijo energetskega sektorja ter racionalizacijo potrošniških tarif. V transportu pa je ključno zmanjšati stroške železniškega sektorja in implementirati železniške direktive (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2010, str. 22).

Na področju finančnega sektorja je bilo potrebno predvsem reševanje problema zmanjšane likvidnosti. Eden od ukrepov omenjenih v programu je bil povečati in podaljšati takratni 28 mio € vreden vladni paket podpore bankam. Grški centralni banki pa je reforma omogočila, da v nujnih primerih odobri posojila zavarovana s poroštvom države. Program določa tudi večji nadzor nad bankami. Ta naj bi se zagotovil preko četrtletnih stresnih testov, hitrejšega sporočanja podatkov in s povečanjem števila zaposlenih v Grški centralni banki. Program določa tudi večjo koordinacijo domačih in tujih nadzornikov. Potrebna je bila tudi izboljšava informiranja statističnih podatkov s področja fiskalne politike in javnega sektorja, kar je bila prej velika težava Grčije. Grški statistični urad je dobil popolno neodvisnost in sredstva za izboljšanje sistema (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2010, str. 23-25).

Ko se je gospodarski položaj spomladi 2011 spet poslabšal, je Grčija sprejela nov paket varčevalnih ukrepov. Nov paket varčevalnih ukrepov je bil pogoj za naslednji obrok izplačila, prav tako pa za drugi reševalni paket, ki je bil dogovorjen junija. Temelj t.i. srednjeročne fiskalne strategije (MTFS) je program finančne konsolidacije do leta 2015 v vrednosti 28,3 mrd €, vključno s 6,5 mrd dodatnega zmanjšanja stroškov in povišanja prihodkov v tekočem letu (Nelson et al., 2011, str. 8). Javnofinančni primanjkljaj bi se moral po ciljnih MTFS zmanjšati na 6,5 % BDP v letu 2012, 4,9 % v letu 2013, 2,6 % v letu 2014 in 0,9 % v letu 2015. Da bi bilo to mogoče, bi morala Grčija močno izboljšati svoj primarni javnofinančni saldo. Primarni primanjkljaj v višini 1,0 % BDP iz leta 2011 bi se moral spremeniti v primarni presežek v višini 6,5 % v letu 2014. MTFS po implementaciji ukrepov načrtuje zmanjšanje javnofinančnih izdatkov z 51,4 % BDP v letu 2011 na 44,4 % v letu 2015. Javnofinančni prihodki pa bi se po implementaciji ukrepov po izračunih postopoma morali povečati s 40,9 % leta 2011 na 43,2 % leta 2015, kar je zgolj še 0,3 odstotne točke manj od povprečja EU. Izračuni kažejo, da v kolikor ukrepi ne bi bili sprejeti, bi prihodki padli na zgolj 37,6 % v letu 2015 (Greek parliament, 2011, str. 2).

Eden glavnih ciljev MTFS je zmanjšati strukturne elemente deficita z uvajanjem ciljnih ukrepov za vsak posamezen sektor, z namenom zagotoviti trajno fiskalno konsolidacijo, obenem pa zaščititi najbolj ranljive družbene skupine. Glavni ukrepi in njihov vpliv na javnofinančni saldo so naslednji (Greek parliament, 2011, str. 3-4):

- Racionalizacija stroškov plač javnega sektorja (0,9 % BDP): znižanje števila javnih uslužbencev za 150.000 (20 %) med leti 2012 in 2015; povišanje tedenskih delovnih ur; zmanjšanje pogodbenega osebja; nova plačilna shema, ki prinaša pomembne prihranke; uvajanje začasnega zaposlovanja in neplačanega odhoda; prenos presežka zaposlenih med delovno rezervo.
- Zmanjšanje javnega sektorja (2,4 % BDP): prihranki od zaprtja in združitve javnih podjetij, od zmanjšanja subvencij in od zmanjšanja operativnih stroškov (0,5 % BDP); prihranki od reorganizacije podjetij v državni lasti skozi zmanjšanje stroškov zaposlenih, skozi prodajo manj pomembnih dejavnosti in sredstev in skozi povišanje tarif (0,6 % BDP); zmanjšanje vojaških stroškov vključno z javnimi naročili (0,5 % BDP); zmanjšanje stroškov javnega naložbenega proračuna (0,2 % BDP); izboljšanje fiskalne politike na lokalni ravni z zamrznitvijo namenskih sredstev (0,6 % BDP).
- Kontrola zdravstvenih in farmacevtskih stroškov (0,7 % BDP): racionalizacija stroškov javnega zdravstva s pomočjo elektronskega sistema javnih naročil bolnišnic, univerzalnega oblikovanja cen zdravstvene oskrbe in zmanjšanja storitev za nezavarovane osebe (0,3 % BDP); racionalizacija farmacevtskih stroškov skozi poenotene cene zdravil in uvedbo elektronskega sistema predpisovanj receptov (0,4 % BDP).
- Preverjanje premoženja, razdeljevanje in racionalizacija socialnih prejemkov (1,9 % BDP): prilagoditev obsega dodatnih pokojnin in njihova zamrznitev do leta 2015; navzkrižno preverjanje podatkov upravičencev do pokojninskih prejemkov; zmanjšanje pavšalnih izplačil ob upokojitvi; reforme sistema invalidskih pokojnin; pregled različnih socialnih nadomestil in odprava manj učinkovitih; preverjanje premoženja tistih, ki so upravičeni do nadomestil za brezposelnost; racionalizacija programov subvencioniranega zaposlovanja.
- Povišanje prihodkov skladov socialnega zavarovanja in zmanjšanje utaj prispevkov (1,3 % BDP): načrt za zmanjšanje dela na črno in utajevanja; uvedba solidarnostnih prispevkov nezaposlenim, ki jih bodo plačali zaposleni v javnem in zasebnem sektorju ter samozaposleni.
- Razširitev davčne osnove in zmanjšanje davčnih oprostitev (2,4 % BDP): ovrednotenje in zmanjšanje davčnih olajšav in oprostitev; uvedba solidarnostnih prispevkov, ki jih plačajo vsi posamezniki glede na svoje premoženje; razširitev osnove DDV in davka na premoženje.
- Izboljšanje ugotavljanja davčne obveznosti in zmanjšanje utajevanja davkov (1,2 % BDP): povečanje prihodkov z naslova DDV, obdavčenja oseb in podjetij ter trošarin.

MTFS vsebuje tudi ambiciozen program privatizacije. Njegov cilj je zmanjšati javni dolg, privabiti zasebni kapital in znanje v problematične sektorje grškega gospodarstva in podpreti

gospodarsko okrevanje. Program vključuje podroben seznam ciljnih sredstev in časovni okvir za njihovo odprodajo. Ciljna sredstva vključujejo lastniške deleže državnih podjetij (tako tistih, ki kotirajo na borzi, kot tistih, ki ne kotirajo) in bank, lastniške deleže javne infrastrukture, kot so letališča, pristanišča in avtoceste, monopolne pravice, kot so licence za igre na srečo in nepremičnine. Ocenjena vrednost sredstev v okviru tega programa je več kot 50 milijard evrov. Sredstva so ocenjevali na različne načine; podjetja, ki kotirajo na borzi, glede na tržno ceno, podjetja, ki ne kotirajo na borzi, glede pričakovanih diskontiranih denarnih tokov, nepremičnine pa glede na tržne cene primerljivih nepremičnin. Za pospešitev teh transakcij se je grška vlada zavezala ustanoviti agencijo za privatizacijo, ki postaja edini lastnik prenesenih sredstev. Agencija bo imela mandat za njihovo privatizacijo, ki se bo zgodila, kakor hitro je to mogoče, pri tem pa se bodo upoštevale tržne razmere. Evropska komisija in evro območje imata pravico do dveh opazovalcev v upravnem odboru agencije, ki bo morala izdajati tudi četrtletna poročila, zato da bo njeno delovanje pod nadzorom (Greek parliament, 2011, str. 4-5).

5.2.3 Ocena dosedanjega načina reševanja krize

Na začetku, po samem izbruhu krize, so se za njeno reševanje uporabljali ukrepi finančne pomoči, odkupovanja državnih obveznic s strani ECB in fiskalne konsolidacije s pomočjo številnih reform. Evropska komisija stalno nadzoruje dogajanje v Grčiji in beleži napredek pri reševanju krize. Zadnjo publikacijo je izdala oktobra 2011. Nekatere ugotovitve so bile zadovoljive, druge precej bolj zaskrbljujoče. Pozitivni premiki so vidni pri fiskalni konsolidaciji. Čeprav so bile ugotovljene nekatere pomanjkljivosti pri implementaciji fiskalnih ukrepov, pa je grška vlada pri tem naredila pomemben napredek. Večina ukrepov MTFS je bila implementiranih, nekateri sicer z zamudo ali pa so bili spremenjeni. Zaradi tega je bil njihov vpliv manjši in je bilo potrebno ciljne vrednosti revidirati navzdol. Ker je bila MTFS potrjena šele sredi leta 2011, bodo ukrepi šele leta 2012 imeli popoln učinek in bo mogoče doseči proračunske cilje. V letu 2011 pa je vseeno ostala fiskalna vrzel. Kljub temu pa so prizadevanja vlade pri fiskalni konsolidaciji precejšnja. Pozitivni so tudi indikatorji izvoza. Zrasel je tako izvoz blaga kot izvoz storitev, še posebej dinamično rast je doživel turistični sektor. Tudi izvoz trgovskega blaga je zrasel za 20 % glede na predhodno leto. Na drugi strani pa je bil rezultat v ladjarstvu pod pričakovanji. Precejšen vpliv na povečan izvoz je imela povečana konkurenčnost zaradi nižjih stroškov dela. Drugi razlog za povečan izvoz pa je pritisk na grška podjetja, da preusmerijo svojo pozornost z domačega na tuje trge. Kljub pozitivnim kazalnikom pa bi Grčija glede na svoj nizek izvozni potencial morala kar nekaj let beležiti zelo visoke rasti izvoza, da bi zunanja neravnovesja spravila na vzdržen nivo (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2011, str. 1-2).

Večina podatkov pa še naprej kaže slabo sliko. Gospodarstvo se je skrčilo precej bolj, kot je bilo sprva načrtovano. To je posledica fiskalne konsolidacije, poslabšanja na trgu dela, nejasnosti v zvezi s političnimi in finančnimi ukrepi, socialnih nemirov in stavk pa tudi upočasnitve ekonomske dejavnosti v Evropi in svetu. Zadnje ocene za leto 2011 kažejo krčenje grškega gospodarstva za 5,5 %, kar je več kot predhodno leto. Tudi projekcije za 2012 so revidirane navzdol, gospodarstvo naj bi se skrčilo za 2,75 %. Šele leta 2013 naj bi Grčija

zabeležila skromno gospodarsko rast. Prav tako bo morda potrebno znižati ocene o srednjeročni gospodarski rasti (2015-2020), ki je ocenjena na 3 % letno (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2011, str. 1).

Program privatizacije še ni zaživel, čeprav je bil privatizacijski sklad ustanovljen. Prihaja do zamud zaradi dolgih administrativnih in sodnih postopkov. Vseeno naj bi Grčija dosegla cilje glede privatizacije do leta 2015, saj je država lastnica precej velikega premoženja, enega izmed največjih od vseh držav EU. Na srednji rok pa bo zaradi ponovne privatizacije bank potrebno prilagoditi privatizacijski načrt (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2011, str. 2-3).

Težave se še naprej pojavljajo v finančnem sektorju. Likvidnost grških bank se je še zmanjšala, potem ko se je raven depozitov še dodatno skrčila. Hkrati pa se grške banke še vedno zanašajo na posojila centralne banke. Kar nekaj jih je objavilo izgube zaradi oslabitve grških državnih obveznic in zaradi slabšanja kakovosti sredstev. Implementacija strukturnih reform, ki spodbujajo rast, se nadaljuje, a je bila tudi ta do sedaj prepočasna. Dinamika javnega dolga ostaja zelo zaskrbljujoča. Če bodo ukrepi fiskalne konsolidacije in privatizacijskega programa uresničeni, potem bo javni dolg začel padati po letu 2013. Vendar pa bo ta ostal visok še dolgo časa in kot tak ranljiv ob morebitnih ekonomskih šokih. Vzdržnost javnega dolga pa se je zaradi zamud pri gospodarskem okrevanju, fiskalni konsolidaciji in privatizacijskem programu, še poslabšala (Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2011, str. 3-4).

Vsi ti makroekonomski podatki kažejo, da reševanje grške krize do prestrukturiranja ni bilo pretirano uspešno. Ker Grčija nima na voljo lastne monetarne politike, poskuša položaj rešiti samo z restriktivno fiskalno politiko. Takšna politika še dodatno onemogoča gospodarsko rast, ki je že tako ali tako negativna. Po drugi strani pa Grčija druge rešitve, kot je restriktivna fiskalna politika, nima, saj se praktično ne more več na novo zadolžiti. Negativna gospodarska rast pomeni, da je pobranih tudi manj davkov, kot bi jih lahko bilo, če bi Grčija dosegala neke solidne stopnje rasti gospodarstva (ob predpostavki, da se zmanjša obseg utaj). Zato tudi težko odplačuje nakopičene dolgove. Tu ji pomagata EU in IMF s svojimi posojili. Javni dolg pa vseeno še naprej narašča. Prav tako ostaja nevzdržen zunanji dolg, kljub nekoliko povečanem izvozu. Ker reševanje samo s fiskalno konsolidacijo in s finančno pomočjo ni bilo uspešno, so se evropski voditelji in zasebni upniki februarja 2012 dogovorili za velik odpis dolga. To pa pomeni, da so se odločili za nadzorovan (neuraden) bankrot države. Grška usoda kljub temu ostaja negotova.

5.3 Možni pristopi reševanja grške krize v prihodnje ter njihova ocena

5.3.1 Evro območje kot fiskalna unija

Kar nekaj časa se je kot ena izmed rešitev dolžniške krize v Evropi omenjala fiskalna unija. Več kot očitno je, da dosedanja pravila zapisana v Paktu stabilnosti in rasti niso bila učinkovita. Številne države so jih kršile, neučinkovitost pakta pa je tudi eden izmed glavnih vzrokov za nastanek grške krize. Da bi bile fiskalne politike držav članic evro območja bolj

pod nadzorom, bi morale biti sankcije proti kršiteljem bolj avtomatizirane. Do določenih korakov v tej smeri pa je že prišlo. Voditelji držav EU, z izjemo britanskega, so se decembra 2011 dogovorili o novih fiskalnih pravilih.

Nov dogovor prinaša naslednje spremembe (Evropski svet, 2012, str. 4-5):

- Javnofinančni proračun mora biti uravnotežen ali v presežku. Za uravnoteženega se šteje, če je letni strukturni primanjkljaj manjši od 0,5 % BDP oz. v skladu s srednjeročnimi cilji vsake posamezne države članice. To bodo morale države prenesti v svoje ustave.
- Država lahko od svojih srednjeročnih ciljev odstopa zgolj v primerih nenavadnih dogodkov, ki jih ne more nadzirati in imajo velik vpliv na njen finančni položaj ali v primeru večjega poslabšanja ekonomskega položaja ob pogoju, da to ne ogrozi fiskalne vzdržnosti na srednji rok.
- V primeru, da ima država javni dolg precej manjši od 60 % in kjer dolgoročna fiskalna vzdržnost ni ogrožena, pa si lahko država privošči javnofinančni primanjkljaj do 1 % BDP.
- Če javni dolg presega 60 % BDP, mora država vrzel med trenutnim javnim dolgom in referenčno vrednostjo letno v povprečju zmanjševati za eno dvajsetino.
- Države, katerih proračunski primanjkljaj presega referenčno mejo 3 %, morajo pripraviti proračunski in gospodarski program s podrobnim opisom strukturnih reform.

S tem dogovorom evro območje postaja fiskalna unija, postavlja pa se vprašanje, kakšen vpliv bo to imelo na Grčijo in na reševanje njene krize in kakšen na evro območje kot celoto. Nekega bistvenega kratkoročnega vpliva ta dogovor sam po sebi ne prinaša. Tudi finančni trgi se po objavi dogovora niso odzvali evforično. Vseeno pa je to eden izmed pozitivnih signalov, ki je skupaj s strogimi fiskalnimi politikami in izvajanjem strukturnih reform v državah PIGS, prispeval k temu, da so se obrestne mere teh držav vendarle nekoliko znižale. Spremembe bodo občutnejše na srednji in dolgi rok. Manj bo moralnega hazarda, ker države preprosto ne bodo mogle izvajati nevzdržne fiskalne politike, kot je to počela Grčija in s tem ogrozila še ostale države. Tudi za Grčijo samo fiskalna unija ne predstavlja rešitve na kratki rok, na dolgi rok pa bo preprečila ponavljanje napak iz preteklosti in izbruh kriz, kot je sedanja.

Obstoječi dogovor o fiskalni uniji pa še ne pomeni, da ta povezava ne bi mogla biti še bolj trdna. Kot enega izmed možnih načinov reševanja krize je Evropska komisija predlagala uvedbo skupnih evro obveznic oz. t.i. obveznic za stabilnost. Predlagala je tri različne možnosti. Prva možnost je popolna zamenjava izdajanja državnih obveznic z evro obveznicami s skupnimi in večkratnimi jamstvi. Ta možnost je najbolj ambiciozna in bi imela precejšen pozitiven vpliv na stabilnost, slabost pa je veliko tveganje za nastanek moralnega hazarda. Druga možnost je delna zamenjava izdajanja državnih obveznic z evro obveznicami s skupnimi in večkratnimi jamstvi. Ta možnost je podobna prvi s to razliko, da evro obveznice pokrijejo zgolj del izdaje. Tveganje moralnega hazarda bi še naprej obstajalo, a v zmanjšani meri. Tretja možnost pa je delna zamenjava izdajanja državnih obveznic z evro obveznicami s samo večkratnimi ne pa skupnimi jamstvi. Ta pristop ima najbolj omejen vpliv

na stabilnost, po drugi strani pa tudi manjše tveganje za nastanek moralnega hazarda. Bil bi podoben obveznicam, ki jih izdaja začasni sklad za zaščito evra (EFSF), le da bi deloval zunaj konteksta krize (Evropska komisija, 2011, str. 2).

Skupne evro obveznice imajo velik potencial za hitro ublažitev dolžniške krize. Grčiji in ostalim prezadolženim državam članicam bi njihova uvedba omogočila zadolževanje po enaki obrestni meri kot v državah, ki so v boljšem ekonomskem položaju. S tem pa bil njihov dolg bolj vzdržan. Tudi če bi za dejanski začetek izdajanja teh obveznic potrebovali kar nekaj časa, bi že sama napoved tega lahko imela takojšen vpliv na pričakovanja na trgu in tako znižala povprečne in mejne stroške financiranja. Finančni sistem evro območja bi s skupnimi obveznicami postal bolj odporen proti prihodnjim gospodarskim šokom. Skupne evro obveznice bi predstavljale precej bolj robustno zavarovanje za vse banke v evro območju, zaradi česar bi se zmanjšala njihova ranljivost ob morebitnem znižanju bonitetne ocene posamični državi članici. Izboljšale bi učinkovitost monetarne politike evro območja, saj bi ustvarile velik bazen varnih in likvidnih sredstev. To bi pomagalo pri zagotavljanju, da imajo monetarni pogoji, ki jih postavi ECB, vpliv na finančne pogoje na trgu obveznic, kar je osnovni pogoj, da ima monetarna politika vpliv na stroške zadolževanja podjetij in gospodinjstev ter na koncu tudi na agregatno povpraševanje in inflacijo. Evro obveznice bi tudi promovirale učinkovitost trga obveznic evro območja in njegovega celotnega finančnega sistema. Zagotavljale bi bolj uravnotežen svetovni finančni sistem in okrepile položaj evra kot mednarodne rezervne valute (Evropska komisija, 2011, str. 3-4).

5.3.2 Grčija bankrotira in ostane del evro območja

Že od samega začetka krize so obstajali pozivi k prestrukturiranju oz. odpisu grškega dolga. Voditelji držav evro območja so se temu želeli na vsak način izogniti. Na prvi pogled se morda zdi, da bi imela s prestrukturiranjem Grčija veliko finančno korist, ker bi ji to zmanjšalo stroške servisiranja dolga in zmanjšalo njeno zadolženost. Vendar pa s prestrukturiranjem pride tudi do določenih tveganj tako za Grčijo kot za celotno evro območje, posledice pa so nepredvidljive in imajo lahko dolgoročen vpliv na finančno stabilnost in na celotno gospodarstvo. Neto finančne koristi države evro območja v primeru prestrukturiranja so odvisne predvsem od dveh dejavnikov. Prvi je porazdelitev dolga med upniki in obseg, do katerega so upniki sposobni absorbirati tako velike izgube brez državne pomoči. Drugi dejavnik pa so finančne omejitve in finančna prepletenost, ki izhaja iz delovanja EMU in integracije finančnih trgov. Struktura grškega javnega dolga je takšna, da bi neto koristi bile precej manjše od pričakovanih. Skoraj 30 % javnega dolga je v rokah Grkov, predvsem v bankah, pokojninskih skladih in zavarovalnicah. Znatno zmanjšanje nominalne vrednosti tega dolga bi se v veliki meri izravnilo z državno finančno pomočjo, ki bi jo te institucije potrebovale. Potrebno bi bilo dokapitalizirati banke in izboljšati finančni položaj pokojninskih skladov in zavarovalnic. Možno je celo, da bi trgi zahtevali izboljšanje kapitalskega položaja grških bank v še večjem obsegu, kot bi znašalo zmanjšanje nominalne vrednosti javnega dolga. Še posebej v primeru, ko bi prišlo do večjega zmanjšanja vrednosti sredstev bank, bi dokapitalizacija posledično pomenila začasno nacionalizacijo. To bi še dodatno zmanjšalo tudi vrednost sredstev pokojninskih skladov, ki imajo v lasti znaten del

delnic bank. Poleg tega bi izgube ostalih domačih imetnikov obveznic (gospodinjstev in nefinančnih podjetij) imele vpliv na gospodarsko aktivnost in na obseg pobranih davkov. Zato bi prestrukturiranje dolga, ki ga imajo v rokah domačini, zelo verjetno imelo majhen vpliv na javni dolg (Papademos, 2011).

Velik del, skoraj tretjina, javnega dolga je v rokah vlad območja evra, ECB, IMF in ostalih uradnih institucij. Zaradi institucionalnih, političnih in pravnih razlogov se tega dolga ne da prestrukturirati, zato je skoraj nepredstavljivo, da ga Grčija v celoti ne bi servisirala. V nasprotnem primeru bi povzročila izgube davkoplačevalcem držav evro območja, ki so ji zagotovili prepotrebno pomoč. V celoti bi morala odplačati tudi dolg do ECB, ki ga je le-ta kupila z namenom izboljšanja delovanja trga in zagotavljanja finančne stabilnosti. Posledično lahko samo prestrukturiranje 40 % grškega javnega dolga, čigar upniki so tuji zasebni vlagatelji, prinese neto finančne koristi. Če izključimo posojila, zakladne menice in ostale kratkoročne vrednostne papirje, se ta delež še zmanjša za približno 2 odstotni točki. Tako bi polovično zmanjšanje vrednosti tega dela dolga pomenilo, da se je javni dolg zmanjšal za 19 %. Ker pa prestrukturiranje Grčiji in celotnemu evro območju prinaša še dodatne stroške in različna tveganja, bi bile koristi še manjše (Papademos, 2011).

Ko se je sčasoma kriza samo še zaostrovala, je postajalo jasno, da se vsaj nadzorovanemu grškemu bankrotu ne bo mogoče izogniti. Do prvega dogovora o morebitnem prestrukturiranju je prišlo julija 2011, pri čemer naj bi zasebni vlagatelji izgubili 21 %, vendar pa se je izkazalo, da bi takšno zmanjšanje obveznosti za Grčijo bilo premajhno. Evropski voditelji so želeli preprečiti nenadzorovan bankrot, zato so potekali intenzivni pogovori z bankami o nekakšnem »mehkem« oz. nadzorovanem prestrukturiranju. Dogovor sklenjen konec oktobra, je predvideval 50-odstoten odpis nominalne vrednosti grških državnih obveznic, s čimer naj bi se do leta 2020 grški javni dolg zmanjšal na 120 % BDP, kar naj bi predstavljalo vzdržno raven. Do dogovora z zasebnimi upniki je prišlo februarja 2012, ko so ti pristali na odpis 53,5 odstotka nominalne vrednosti dolga, kar znaša 107 milijard evrov. Ocene kažejo kar 70-75 % dejanske izgube za zasebne upnike. S tem dogovorom pa se je Grčija izognila nenadzorovanemu bankrotu, ki bi se sicer zgodil v mesecu marcu. Grčija je na koncu uspela zamenjati 85,8 % obveznic (Evropska unija, 2012).

V kolikor pa bi se zgodil nenadzorovan bankrot, bi se pojavile negativne posledice, katerih stroški bi bili precej večji od stroškov dokapitalizacij bank in podpor pokojninskim skladom. Takšen scenarij bi zelo prizadel likvidnost bančnega sistema, ki je že tako ali tako v precej velikih težavah. Prizadel bi tudi realno ekonomijo, vendar pa so napovedi o konkretnih vsotah nezanesljive. Prav tako bi škodoval procesu fiskalne konsolidacije, posebno, če bi prestrukturiranju sledil kreditni krč, temu pa še zmanjšana ekonomska aktivnost. Nenadzorovan bankrot bi Grčiji še otežil dostop do kapitalskih trgov in podražil njeno prihodnje zadolževanje. Zaradi povečane verjetnosti nastanka finančne okužbe bi škodoval finančni stabilnosti in ekonomski dejavnosti evro območja. To bi občutile tako banke v svoji bilancah kot javne finance držav članic. Učinki finančne okužbe na bančni sistem bi bile precej večje, kot kaže izpostavljenost vsake posamezne finančne institucije do grškega dolga. Razlog za to so negativne povratne informacije med trgi državnih obveznic, bančnim

sistemom in realnim gospodarstvom, pa tudi pomanjkanje zaupanja in negativna pričakovanja na trgih (Papademos, 2011).

5.3.3 Grčija bankrotira in ne ostane del evro območja

Najbolj ekstremen korak za reševanje grške krize bi bil, če bi grškemu bankrotu sledil izstop iz EMU. Takšen korak bi bil napoved za devalvacijo oz. depreciacijo, katere cilj bi bil povečanje izvoza in na ta način omogočiti gospodarsko okrevanje. Nobena država še ni izstopila iz EMU, so pa se že dogajali primeri, ko so države zapuščale režime fiksne devizne tečaja. Takšen primer sta bili Rusija leta 1998 in Argentina leta 2002. Obe sta uspeli hitro zmanjšati zunanjetrgovinski primanjkljaj in se izvleči iz recesije. Takšen pristop za reševanje krize pa je za Grčijo zelo dvomljiv. Grčija bi morala precej povečati izvoz, da bi postal njen primanjkljaj na tekočem računu obvladljiv. Takšen razplet je odvisen predvsem od cenovne elastičnosti grškega izvoza, čigar dve tretjini obsegajo storitve. Eden najpomembnejših sektorjev je turizem. Ta bi ob nižjih cenah lahko beležil rast, vendar je to najbolj odvisno od gospodarske situacije na najpomembnejših receptivnih trgih – v Veliki Britaniji, Nemčiji in Italiji – kjer pa je gospodarstvo tudi v težavah. Še slabše bi bile možnosti za povečanje izvoza blaga, katerega zgolj dobro polovico predstavljajo industrijski izdelki, ostalo pa je neindustrijsko blago (npr. kmetijski pridelki, rudnine in bombaž). Slednje pa je bolj odzivno na globalno ceno kot na domačo konkurenčnost. Gospodarsko okrevanje Grčije bi bilo odvisno od povečanja izvoza tistega blaga, pri katerem obstaja največja bilančna vrzel. Težava pri tem pa je, da za veliko tega blaga izvoz praktično ne obstaja. Nerealno je zato pričakovati, da bi Grčija lahko zapolnila bilančno vrzel, če sploh nima izvoznega trga, na katerem bi lahko začela. V tistih panogah, kjer pa Grčija izvažajo svoje proizvode, pa je hkrati tudi že preplavljena z uvozom. Konkurenčnost v teh panogah bi se ji zaradi nižje cene lahko izboljšala, vendar pa, če bi povpraševanje še naprej presegalo domače proizvodne kapacitete, bi uvoz še naprej ostal velik, ne glede na devizni tečaj. Devalvacija oz. depreciacija bi v tem trenutku težko bila rešitev za Grčijo glede na blago, ki ga izvažajo, in glede na njene izvozne destinacije. Poleg tega pretekle izkušnje kažejo, da je njen učinek na tekoči račun omejen, prav tako pa ne traja dolgo. Devalvacija torej sama po sebi ne bi prinesla dolgoročne stabilnosti, lahko bi prinesla zgolj kratkoročne koristi v obliki povečane konkurenčnosti (Rossi & Aguilera, 2010, str. 16-21).

Izstop iz EMU bi Grčiji prinesel veliko težav. Državi s fiskalnimi slabostmi je namreč bolje znotraj monetarne unije kot zunaj. Devalvacija oz. depreciacija bi prinesla realno povečanje dolga in tako ponovno poslabšala javne finance. Nova grška valuta bi bila tarča špekulativnih napadov, zaradi česar bi Grčija morala ali dvigniti obrestne mere ali pustiti, da devizni tečaj še bolj pade. To pa bi v režimu prostega pretoka kapitala sprožilo večji odliv kapitala, kar bi spodbropalo stabilnost gospodarstva (Puiu, 2010, str. 35).

Opustitev evra bi prinesla še politične, pravne pa tudi tehnične težave. Zapustitev EMU bi pomenila tudi zapustitev EU, saj je sprejetje evra pogoj za vse članice, razen za tiste, ki so si izbirale možnost, da ostanejo zunaj (Velika Britanija in Danska). Samostojna zapustitev EU je s pravnega vidika praktično nemogoča, dalo pa bi se do tega priti s pogajanjem, vendar pa bi

bila to vseeno zelo kontroverzna poteza (Rossi & Aguilera, 2010, str. 21). Največje stroške pa bi prinesli sami postopki zamenjave valute. Potrebne bi bile re-denominacija vseh obstoječih pogodb v novo nacionalno valuto. Da bi zagotovili dobro delujoč sistem ob zapustitvi evra, bi morali imeti narejen obsežen načrt vseh postopkov, podobno kot leta 2001 pri njegovi uvedbi. Morali bi reprogramirati računalnike, modificirati razne avtomate itn. Zamenjava valute je dolgoročen proces, med drugim je potrebno natisniti denar in ga spraviti v obtok (Puiu, 2010, str. 36).

Zapustitev EMU majhne države, kot je Grčija, v običajnih razmerah ne bi imela velikega vpliva na evro območje kot celoto in na ostale posamezne države članice. Vsaj ne takega, da bi še same razmišljale o takem koraku. Prispevek evra k cenovni stabilnosti se zaradi grškega odhoda ne bi pomembneje zmanjšal. Realna depreciacija nove grške valute in posledično morebitna povečana konkurenčnost Grčije tudi ne bi v večji meri škodovali konkurenčnosti ostalih držav članic (Eichengreen, 2010, str. 14). Vendar pa je v sedanji dolžniški krizi situacija nekoliko drugačna. Depreciacija bi še povečala dolg, ki je že zdaj nevzdržen, kar pomeni, da bi sledila nova prestrukturiranja. Nekatere evropske banke bi bilo potrebno ponovno dokapitalizirati, tiste, ki pa so najbolj izpostavljene do grškega dolga, pa bi morda tudi propadle. Propad bank pa bi pomenil nov udarec gospodarstvu. Če bi Grčija res zapustila EMU, bi voditelji evro območja morali predvsem preprečiti domino efekt, torej zapustitev EMU še ostalih držav, ki se soočajo z dolžniško krizo. Problematična bi bila lahko predvsem Italija s svojim ogromnim dolgom. Njen odhod in nekontroliran bankrot bi lahko res povzročila propad evra, sam odhod Grčije pa ne (Goldfarb, 2011).

SKLEP

Poznamo tri osnovne vrste finančnih kriz. To so dolžniška, bančna in valutna. Za prvo je značilna prevelika zadolženost držav. Obstajajo različne definicije, kdaj točno se država znajde v dolžniški krizi. Nekatere definicije označujejo, da je to takrat, ko država ne more pravočasno servisirati dolga. Pri drugih se to zgodi že prej – pogojujejo jo z odstopanjem pri obrestnih merah obveznic, spet tretje pa s posojili IMF. Za valutno krizo je značilna večja devalvacija ali depreciacija valute. Za bančno krizo so značilna zmanjšanje depozitov, ustavitev kreditiranja in neskladja med sredstvi in obveznostmi. Pojavljajo se lahko tudi kombinacije omenjenih treh različic finančnih kriz.

Vzrokov za nastanek grške krize je več, izhajajo pa tako iz domačega kot iz mednarodnega okolja. V Grčiji je bila zelo problematična struktura javnih izdatkov, predvsem stroški plač javnega sektorja in pokojnin so bili previsoki. Rast plač je bila precej višja od povprečne rasti v evro območju. Zaradi varnosti delovnega mesta so bile službe v javnem sektorju zelo zaželeno med prebivalstvom, zaradi česar je prišlo do prezaposlenosti. Pokojnine so bile previsoke, dodatno pa je javne finance bremenilo še zgodnje upokojevanje. Zagotovo ena večjih težav Grčije je bila majhna količina zbranih javnih prihodkov. To je bila posledica razširjenega utajevanja davkov. Grški davčni sistem je bil zelo zapleten, kar so mnogi izkoriščali. Davčna administracija je bila neučinkovita, povzročala je visoke stroške, hkrati pa se je soočala še s korupcijo. Naslednji vzrok za grško krizo je nekonkurenčnost njenega

gospodarstva. Kaže se v obliki direktnih ovir za vstop na trg, prevelike birokratizacije, rigidnega trga delovne sile, visokih minimalnih plačah, predvsem pa v strukturi njenega gospodarstva, ki še naprej sloni na nizko-tehnoloških proizvodih in polproizvodih. Nekateri vzroki prihajajo iz mednarodnega okolja. Grčiji je bilo po vstopu v EMU omogočeno zadolževanje po izredno ugodnih obrestnih merah. Velik problem je predstavljal Pakt stabilnosti in rasti oz. njegovo nedelovanje. Na koncu so svoje dodali še špekulanti in bonitetne agencije, ki so krizo še poglobili.

Z izračuni primarne vrzeli sem pokazal, da je Grčija vodila nevzdržno fiskalno politiko, z izračunom bilančne vrzeli pa sem pokazal, da je bil njen zunanji dolg nevzdržen. Po teh kazalnikih je vzdržnost javnega in zunanjega dolga bolj kot od absolutnih zneskov odvisna od njegove dinamike. Če je v določenem letu javni oz. zunanji dolg narasel, potem je potrebno v naslednjem letu zabeležiti ustrezen primarni oz. bilančni presežek. Grčija tega ni zmogla, njen dolg je vsako leto še narasel. Javni dolg Grčije v določenem letu bi bil vzdržen, če bi njena primarna oz. davčna vrzel znašala 0, ne glede na njegovo velikost. Tudi zunanji dolg bi lahko bil poljubno visok; v kolikor bi bilančna vrzel znašala 0, bi ga šteli kot vzdržnega.

Možnosti reševanja grške krize so omejene. Kadar se rešuje suvereno državo, obstajata dve možnosti. Ena možnost je bankrot, druga pa reševanje države brez bankrota. Na ta drugi način se je tudi začela reševati grška kriza. Reševanje je temeljilo na izdatnem financiranju Grčije, pri čemer sta ji EU in IMF v dveh reševalnih paketih skupno zagotovila 240 milijard evrov, in na obsežni fiskalni konsolidaciji. Izkazalo se je, da to ni dovolj, zato so se evropski voditelji z zasebnimi upniki konec oktobra 2011 dogovorili o prestrukturiranju. Ti so na koncu pristali na odpis 53,5 odstotka nominalne vrednosti dolga oz. 107 milijard evrov. Ena od možnosti je tudi reševanje v smislu zbliževanja EMU v fiskalno unijo. Sprejeti so bili tudi že dogovori v tej smeri, predvsem gre za strožji nadzor nad fiskalnimi politikami držav članic. Vendar pa je to bolj dolgoročni ukrep za preprečevanje kriz v prihodnosti kot pa reševanje aktualne finančne krize. Reševanje grške krize bi bilo lažje z uvedbo skupnih evrskih obveznic, vendar v EU ni konsenza. Reševanje bi bilo mogoče tudi zunaj EMU (torej hipoteza, da je Grčijo možno reševati samo znotraj evro območja ne drži), v kolikor bi se Grčija odločila za izstop in za ponovno uvedbo lastne valute. S pomočjo deprecijacije oz. devalvacije nove valute bi kratkoročno pridobila na konkurenčnosti, vendar pa je težava v tem, da Grčija nima veliko izvoznih trgov. Hkrati bi se na ta način dolg realno še povečal, čemur bi verjetno sledila ponovna prestrukturiranja, poleg tega pa so z zamenjavo valute povezani tudi veliki stroški. Zato je tudi uspešnost takšne strategije zelo negotova.

LITERATURA IN VIRI

1. AMECO. (2011). Najdeno 5. decembra 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/Select_Serie.cfm
2. Annoni, P., & Kozovska, K. (2010). *EU regional competitiveness index 2010*. Luksemburg: Evropska komisija.
3. Arteta, C., & Hale, G. (2008). Sovereign debt crises and credit to the private sector. *Journal of international economics*, 74(2008), 53–69.
4. Athanassiou, E. (2009). Fiscal Policy and the Recession: The Case of Greece. *Intereconomics*, 44(6), 364-37.
5. Berg, E. N. (1987, 5. maj). Debt crisis: fresh approaches. Najdeno 2. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.nytimes.com/1987/05/05/business/debt-crisis-fresh-approaches.html?pagewanted=all&src=pm>
6. *The Brady plan*. Najdeno 15. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.emta.org/template.aspx?id=35&terms=brady+plan>
7. Bris, A., & Koskinen Y. (2002). Corporate leverage and currency crises. *Journal of financial economics*, 63(2002), 275–310.
8. Chalk, N., & Hemming, R. (2000). *Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice*. Washington: IMF.
9. Christodoulakis, M., & Kalyvitis, S. (2001). *Structural funds: growth, employment, and the environment: modelling and forecasting Greek economy*. Norwell: Kluwer Academic Publisher.
10. Close, D. H. (2002). *Greece since 1945: politics, economy, and society*. Velika Britanija: Pearson Education Limited.
11. Collignon, S. (2010). *Fiscal Policy Rules and the Sustainability of Public Debt in Europe. RECON Online Working Paper*, 28(2010), 1-41.
12. Collignon, S., Esposito, P., & Lierse, H. (2011, december). European sovereign bailouts, political risk and the economic consequences of mrs. Merkel. Najdeno 4. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www.stefancollignon.de/PDF/Political_Risk_Merkel.pdf
13. *Convergence criteria*. Najdeno 28. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.en.html>
14. Daseking, C. (1999). *Debt relief for poor countries: rationale and expectations*. Washington: IMF.
15. De Grauwe, P. (2010). The Greek crisis and the future of the Eurozone. Najdeno 24. novembra 2011 na spletnem naslovu http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Discussion_papers/EuroIntelligence-March-2010.pdf
16. De Paoli, B., Hoggarth, G., & Saporta, V. (2006). *Costs of sovereign default*. London: Bank of England.
17. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. (2010). The economic adjustment programme for Greece. *Occasional papers 61/May 2010*. Bruselj: ECFIN.

18. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. (2011). The economic adjustment programme for Greece, fifth review – October 2011. *Occasional papers 87/ 2011*. Bruselj: ECFIN.
19. Donnelly, S. (2011, 5. december). How to get out of a debt crisis without devaluing or default: have an industrial revolution. Najdeno 25. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.stephendonnelly.ie/featured/how-to-get-out-of-a-debt-crisis-without-devaluing-or-default-have-an-industrial-revolution/>
20. Eichengreen, B. (2010). The Breakup of the Euro Area. V A. Alesina & F. Giavazzi (ur.), *Europe and the Euro* (str. 11-51). Chicago: The University of Chicago Press.
21. Eurostat. (2011). Statistics. Najdeno 5. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>
22. Evropska komisija. (2010). *Report on Greek government deficit and debt statistics*. Bruselj: Evropska komisija.
23. Evropska komisija. (2011). *European Commission Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*. Bruselj: Evropska komisija.
24. Evropska unija. Najdeno 29. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.rtvsi.si/evropska-unija/>
25. Evropski svet. (2012). *Draft - treaty on stability, coordination and governance in the economic and monetary union*. Bruselj: Evropski svet.
26. *External sector*. Najdeno 12. novembra na spletnem naslovu <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/externalsector/default.aspx>
27. Fischer, S. (1989). Resolving the International Debt Crisis. *Developing Country Debt and Economic Performance*, 1, 359-386.
28. Fotopoulos, T. (2010). Greece: the implosion of the systemic crisis. *The international journal of inclusive democracy*, 6(1), 1-26.
29. Glick, R., & Hutchison, M. (1999). *Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?* San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.
30. Goldfarb, M. (2011, 9. november). What would happen if Greece leaves the euro zone? *Globalpost*. Najdeno 15. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.globalpost.com/dispatch/news/regions/europe/111108/what-would-happen-if-greece-leaves-the-euro-zone>
31. *Greece debt - external*. Najdeno 20. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?c=gr&v=94>
32. *Greece economy*. Najdeno 10. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.greeka.com/greece-economy.htm>
33. *Greece timeline*. Najdeno 2. januarja 2012 na spletnem naslovu http://news.bbc.co.uk/2/hi/europe/country_profiles/1014812.stm
34. *The Greek debt crisis (causes, repercussions and resolution measures)*. Najdeno 25. oktobra 2011 na spletnem naslovu <http://www.scribd.com/doc/49592267/The-Greek-Debt-Crisis-Causes-Repercussions-and-Resolution-Measures>

35. *Greek-German 10-Yr Spread*. Najdeno 5. novembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.bloomberg.com/quote/.GRK:IND>
36. Greek parliament. (2011). *Greece: Medium-term fiscal strategy 2012-15*. Atene: Greek parliament.
37. *Gross value added*. Najdeno 20. oktobra 2011 na spletnem naslovu http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Glossary:Gross_value_added
38. Herz, B., & Tong, H. (2008). Debt and Currency Crises – Complements or Substitutes? *Review of International Economics*, 16(5), 955–970.
39. *Historic exchange rates*. Najdeno 20. decembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.x-rates.com/d/EUR/USD/hist2001.htm>
40. Hochreiter, E., & Tavlas, G. S. (2004). *Two roads to the Euro: the monetary experiences of Austria and Greece*. Washington: IMF.
41. Hren, B. (2011, 8. oktober). Kako so Moody's, Standard & Poor's in Fitch zavladali svetu. Najdeno 15. novembra 2011 na spletnem naslovu http://www.dnevnik.si/objektiv/vec_vsebin/1042478659
42. Husain, I., & Diwan, I. (1989). *Dealing with the debt crisis*. Washington: World Bank Publications.
43. INTOSAI. (2010). *Debt indicators*. Dunaj: INTOSAI General Secretariat.
44. Kaminsky, G., Lizondo, S., & Reinhart, C. M. (1998). Leading Indicators of Currency Crises. *IMF Staff Papers*, 45(1), 1-48.
45. Katsios, S. (2006). The shadow economy and corruption in Greece. *South-eastern Europe journal of economics*, 1(2006), 61-80.
46. Laeven, L., & Valencia, F. (2008). *Systemic banking crises: a new database*. Washington: IMF.
47. Larch, M., Van den Noord, P., & Jonung, L. (2010). *The stability and growth pact: lessons from the great recession*. München: MPRA.
48. Malliaropulos, D., & Anastasatos, T. (2011). Competitiveness, external deficit and external debt of the Greek economy. *Economy & markets*, 6(7), 1-13.
49. Manasse, P., Roubini N., & Schimmelpfennig A. (2003). *Predicting sovereign debt crises*. Washington: IMF.
50. Meghir, C., Vayanos, D., & Vettas, N. (2010). The economic crisis in Greece: A time of reform and opportunity. Najdeno 10. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://greekeconomistsforreform.com/wp-content/uploads/Reform.pdf>
51. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.
52. Nelson, R. M., Belkin, P., & Mix, D. E. (2010). *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications*. Washington: Congressional Research Service.
53. Nelson, R. M., Belkin, P., & Mix, D. E. (2011). *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications*. Washington: Congressional Research Service.
54. OECD. (2009). *Economic surveys: Greece 2009*. Pariz: OECD.

55. Önel, G., & Utkulu, U. (2006). Modeling the long-run sustainability of Turkish external debt with structural changes. *Economic Modelling*, 23(2006), 669–682.
56. Oxford economics. (2010). Is Greece heading for default?. *Economic Outlook*, 34(2), 26-39.
57. Papademos, L. (2011, 26. oktober). The pitfalls of EZ sovereign debt restructuring. *Vox EU*. Najdeno 12. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7161>
58. Papaspyrou, T. (2004). *EMU strategies: Lessons from Greece in view of EU enlargement*. Atene: Bank of Greece.
59. Pescatori, A., & Sy, A. N. R. (2004). *Debt crises and the development of international capital markets*. Washington: IMF.
60. Portes, R. (1998). *An Analysis of Financial Crisis: Lessons for the International Financial System*. Chicago: IMF.
61. Puiu, C. (2010). Euro adoption - is it reversible? *CES Working Papers*, 2(4), 33-37.
62. Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
63. Rossi, V., & Aguilera, R. D. (2010). *No painless solution to Greece's Debt crisis*. London: Chatham House.
64. Roubini, N. (2001). *Debt Sustainability: How to Assess Whether a Country is Insolvent*. New York: Stern School of Business.
65. Schmerken, I. (2010, 9. marec). European Leaders Blame Greece's Crisis on CDS Speculators. *Advanced trading*. Najdeno 8. aprila 2011 na spletnem naslovu <http://www.advancedtrading.com/blog/226800207>
66. Schwab, K. (2010). *The global competitiveness report 2010-2011*. Ženeva: World economic forum.
67. Sundararajan, V., & Balino, T. J. T. (1991). *Banking crises: cases and issues*. Washington: IMF.
68. Taylor, J. B. (2008). *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*. Cambridge: National bureau of economic research.
69. *Timeline: Greece's debt crisis*. Najdeno 2. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.reuters.com/article/2011/11/06/us-greece-economy-events-idUSTRE7A52VF20111106>
70. *Timeline of a crisis: how Greece's tragedy unfolded*. Najdeno 2. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8580720/Timeline-of-a-crisis-how-Greeces-tragedy-unfolded.html>
71. Tsionas, E. G. (2001). P-STAR analysis in a converging economy: the case of Greece. *Economic modelling*, 18(2001), 49-60.
72. Vlaar, P. J. G. (2000). *Currency crisis models for emerging markets*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

PRILOGE

Priloga 1: Kronološki potek krize in njenega reševanja

2009: Začetek krize. Investitorji začnejo vse bolj dvomiti o sposobnosti Grčije, da servisira svoje dolgove.

Oktober: Eurostatova revizija ugotovi, da javnofinančni primanjkljaj v letu 2008 ni znašal 5 % kolikor je pokazala aprilaska revizija, temveč 7,7 %.

5. november: Novi grški premier George Papandreou oznanja, da bo javnofinančni primanjkljaj za leto 2009 znašal 12,5 % BDP in ne napovedanih 3,7 %.

December: Bonitetna agencija Fitch Grčiji zniža oceno z A- na BBB+, kar je njena najnižja ocena v zadnjem desetletju.

2010:

Januar: Vlada oznanja strogo varčevanje, ki vključuje znižanje plač v javnem sektorju in povišanje cen goriva ter odločen boj proti utaji davkov.

Februar: Grčija sprejme prvi varčevalni paket. Državo zajame val stavk in protestov, ki se nadaljuje tudi v marec.

5. marec: Vlada sprejme drugi varčevalni paket, ki vsebuje novo krčenje stroškov in zvišanje davkov.

11. april: Finančni ministri držav evro območja Grčiji odobrijo paket pomoči v višini 30 milijard €, vendar Grčija pomoč zavrne. Nekaj dni kasneje vlada vendarle prizna, da bo potrebovala pomoč.

23. april: Grčija uradno zaprosi za finančno pomoč.

27. april: S&P ji zniža oceno na BB+, s čimer njene obveznice dobijo »junk« status. Delniški trgi se potopijo, na londonski borzi indeks FTSE pade za 2,6 odstotne točke.

2. maj: Po nekaj dnevih pogovorov s predstavniki EU in IMF se dogovorijo za triletni reševalni paket v višini 110 mrd €. Kot del dogovora predsednik vlade naznanja nov krog še strožjih varčevalnih ukrepov.

4. in 5. maj: Sindikati skličejo 48-urno stavko, med protesti pride tudi do nasilja. V požigu banke umrejo tri osebe.

6. maj: Grški parlament odobri tretji varčevalni paket.

9. maj: IMF soglasno potrjuje svoj del reševalnega paketa. 5,5 mrd € da na razpolago takoj.

10. maj: Svetovni voditelji se dogovorijo za nujno finančno pomoč v vrednosti 750 mrd € za krepitev finančnih trgov in podporo evru, da se ne bi grška kriza razširila še na druge države. 440 mrd predstavljajo garancije držav evro območja, 60 mrd je evropskih dolžniških instrumentov, 250 mrd pa prispeva IMF.

18. maj: Grčija od EU prejme posojilo v višini 14,5 mrd €, s čimer pokrijejo tekoče dolgove.

7. julij: Parlament sprejme pokojninsko reformo, kar je bila glavna zahteva EU in IMF. Sprejmejo zmanjšanje pokojnin, zavežejo se k zmanjšanju števila predčasnih upokojitev in zvišajo upokojitveno starost za ženske na 65 let.

5. avgust: Inšpektorji IMF in EU odobrijo nov 9 mrd € vreden obrok iz reševalnega paketa.

Oktober: Vlada napove nove še strožje varčevalne ukrepe v predlogu proračuna za leto 2011. Ukrepi vključujejo nove davke in dvig davka na dodano vrednost (DDV).

2011:

Januar: Fitch postane za S&P in Moody-jem tretja bonitetna agencija, ki Grčiji podeli »junk« status.

Februar: Mednarodni posojilodajalci oznanijo, da varčevalni ukrepi niso zadostni in da mora Grčija pospešiti reforme, če želi uravnotežiti svoje javne finance.

2. maj: Grški finančni minister ponovno zavrne možnost prestrukturiranja in izrazi upanje, da se bosta IMF in EU strinjala s podaljšanjem roka za vrnitev posojil iz reševalnega paketa.

11. maj: Inšpektorji IMF in EU prispejo v Atene, da bi pritisnili na Grčijo, da okrepi svoje javne finance in da ugotovijo ali je upravičena do petega obroka pomoči v višini 12 mrd €.

21. maj: Grška vlada in ECB oznanita, da se je potrebno izogniti prestrukturiranju in nadaljevati s krčenjem javnofinančnih stroškov ter privatizacijo.

23. maj: Grčija napove obsežno privatizacijo, s katero naj bi do leta 2015 zbrala 50 mrd € za poplačilo dolgov.

1. junij: Grčija se kritično odzove na Moodyjevo znižanje bonitetne ocene na Caa1 rekoč, da niso upoštevali njihovega truda pri urejanju javnih financ.

4. junij: Napoved novega zategovanja pasu sproži nove proteste v središču Grčije.

8. junij: Grčija sprejme nove varčevalne ukrepe, s katerimi bi v letu 2011 prihranili 6,48 mrd €, v obdobju do leta 2015 pa skupno 28,3 mrd €.

13. junij: S&P Grčiji zniža bonitetno oceno za tri stopnje, iz B na CCC, s čimer postane država z najnižjo oceno na svetu.

17. junij: Država dobi novega finančnega ministra Venizelosa.

29. junij: V parlamentu je potrjen nov petletni varčevalni sveženj, tako da ni več ovir za prejem novih mednarodnih sredstev.

8. julij: IMF odobri izplačilo v višini 3,2 mrd €, ki jih Grčija potrebuje za poplačilo dolgov, ki zapadejo konec meseca. Skupna izplačila IMF se tako povzpnejo na 17,4 milijarde.

21. julij: Voditelji držav evro območja odobrijo nov reševalni paket z dodatnimi 109 milijardami evrov. Prispevki imetnikov obveznic iz privatnega sektorja do sredine leta 2014 so ocenjeni na 50 milijard.

21. september: Med novimi potrjenimi varčevalnimi ukrepi je tudi znižanje visokih pokojnin za 20 odstotkov.

23. september: Moody's za dve stopnji zniža bonitetne ocene osmim grškim bankam.

27. september: Grčija sprejme nepriljubljen davek na premoženje, da bi prepričala IMF in EU, da si zasluži nov sveženj v višini 8 mrd €.

2. oktober: Izkaže se, da Grčija ne bo dosegla ciljev glede javnofinančnega primanjkljaja, ki jih je postavila ob odobritvi reševalnega paketa. Tako naj primanjkljaj za 2011 ne bi znašal 7,6 % BDP, ampak 8,5 %. Sprejmejo tudi nove ukrepe, s katerimi omogočijo, da bo lahko 30.000 javnih uslužbencev prejelo 60 % plače in da bodo lahko čez eno leto odpuščeni.

5. oktober: Začne se 24-urna stavka javnih uslužbencev proti varčevalnim ukrepom.

19. in 20. oktober: Napovedim o novih varčevalnih ukrepih sledijo nasilni protesti in splošna 48-urna stavka, ki ohromi večino države. Na ulicah je več kot 100.000 ljudi.

27. oktober: Voditelji držav evro območja se sporazumejo o 50-odstotnem odpisu v zameno za nadaljnje varčevalne ukrepe.

31. oktober: Grški premier Papandreou napove referendum o zadnjem 130 milijard evrov vrednem reševalnem paketu brez posvetovanja z evropskimi voditelji.

4. november: Po pritisku evropskih voditeljev vlada opusti namero o referendumu.

6. november: Papandreou in voditelj opozicije Samaras so dogovorita o vladi narodne enotnosti, ki pa je ne bo vodil dosedanji premier.

11. november: Grčija dobi novo vlado, premier postane Papademos, finančni minister pa ostane Venizelos.

7. december: Parlament na zahtevo EU sprejeme varčevalni proračun za leto 2012. Premier napove celo presežek v višini 2,2 milijarde evrov, v kolikor bodo ukrepi izvedeni.

2012:

Januar: Pogovori o prestrukturiranju dolga z zasebnimi upniki zastanejo, kar ogroža prejem pomoči iz drugega reševalnega paketa, ki se je medtem iz dogovorjenih 109 milijard evrov povišal na 130 milijard.

28. januar: Grčija zavrne nemški predlog, po katerem bi imel evropski komisar za proračun in finančno načrtovanje pravico veta na sprejem morebitnih ukrepov glede grškega proračuna, če ta ne bi bil v skladu s cilji, ki so jim jih zastavili mednarodni upniki.

6. februar: Grčija zamuja s potrditvijo novih varčevalnih ukrepov, s čimer tvega zavrnitev finančne pomoči.

11. februar: Grška vlada vendarle sprejme peti varčevalni paket, ki so ga zahtevale EU, ECB in IMF. Glasovanje o novem varčevalnem paketu spremljajo 48-urna splošna stavka in nasilni protesti, v katerih je izropanih 150 trgovin, požganih 34 stavb ter ranjenih približno 100 protestnikov in policistov.

21. februar: Finančni ministri sklenejo, da je Grčija upravičena do dogovorjenega drugega reševalnega paketa v višini 130 mrd €, s katerim se prepreči nekontroliran bankrot države, do katerega bi prišlo 20. marca, ko mora država poplačati upnike. Zasebni upniki so privolili v odpis 53,5 % nominalne vrednosti dolga, kar znaša 107 mrd €. Dejanske izgube zasebnih upnikov pa so ocenjene celo na 70-75 %.

23. februar: Fitch Grčiji zniža bonitetno oceno na C.

28. februar: S&P Grčiji zniža bonitetno oceno na SD (selektivni bankrot).

9. marec: Grški vladi uspe zamenjava 85,8 % obveznic. Nove obveznice imajo daljšo ročnost in nižje obrestne mere.

13. marec: Fitch po uspešnem prestrukturiranju Grčiji zviša bonitetno oceno na B-.

14. marec: Članice evro območja tudi uradno zaženejo drugi program finančne pomoči Grčiji.