

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

DOLŽNIŠKA KRIZA V EVROPSKI MONETARNI UNIJI

Ljubljana, september 2012

ROK PREVC

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Rok Prevc, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom Dolžniška kriza v Evropski monetarni uniji, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Marjanom Senjurjem.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo 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 predložene zaključne naloge magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne 4. 9. 2012

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 FISKALNA POLITIKA V EMU 2007–2012	2
1.1 Gospodarska rast	3
1.2 Javnofinančni primanjkljaj	4
1.2.1 Strukturno ravnotežje	6
1.3 Tekoči račun plačilne bilance	7
1.4 Javni dolg	9
1.4.1 Notranji in zunanji dolg	11
1.4.2 Breme javnega dolga in fiskalna vzdržnost	12
2 PAKT STABILNOSTI IN RASTI	14
2.1 Institucionalni ustroj	15
2.1.1 Reforma Pakta	16
2.2 Sistem fiskalne discipline	17
2.2.1 Program stabilnosti in konvergence (preventivni del)	18
2.2.2 Svarila in sankcije (korektivni del)	19
2.3 Fiskalna disciplina v praksi	20
2.3.1 Ukrepi Evropske komisije	21
2.4 Slabosti pakta stabilnosti in rasti	22
3 IZBRUH DOLŽNIŠKE KRIZE V EMU	24
3.1 Svetovna finančna kriza	24
3.1.1 Bančna kriza in kreditni krč finančnih institucij	26
3.1.1.1 Dogajanje v območju evra	27
3.2 Evropska dolžniška kriza	29
3.3 Ocena tveganosti	31
3.3.1 Bonitetne agencije	33
3.4 Ilustrativni pregled gospodarskega stanja in ocena tveganja izbranih držav	37
3.4.1 Italija	38
3.4.2 Nemčija	40
3.4.3 Francija	41
3.4.4 Irska	42
3.4.5 Grčija	44
3.4.6 Portugalska	46
3.4.7 Španija	47
3.4.8 Slovenija	48
4 REŠEVANJE DOLŽNIŠKE KRIZE V EMU	50
4.1 Evropska centralna banka – ECB	53
4.1.1 Odziv na finančno krizo	53
4.1.1.1 Izbruh finančne krize	54
4.1.1.2 Zaostrovanje finančne krize	54

4.1.1.3	Začasno izboljšanje pogojev na finančnih trgih	56
4.1.1.4	Dolžniška kriza držav	56
4.1.1.4.1	Program trga obveznic	58
4.2	IMF in začasni mehanizem EFSF	58
4.2.1	Finančna pomoč Grčiji.....	60
4.2.2	Finančna pomoč Irski.....	61
4.2.3	Finančna pomoč Portugalski.....	62
4.3	Stalni mehanizem ESM	63
4.4	Fiskalni pakt	64
4.5	Druge predlagane rešitve	66
4.5.1	Evropski denarni sklad – EDS	67
4.5.2	Evroobveznice.....	68
SKLEP.....		69
LITERATURA IN VIRI.....		74

KAZALO SLIK

Slika 1:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere 10-letnih državnih obveznic	32
Slika 2:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne italijanske obveznice.....	39
Slika 3:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne nemške obveznice.....	41
Slika 4:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne francoske obveznice	42
Slika 5:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne irske obveznice	43
Slika 6:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne grške obveznice	45
Slika 7:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne portugalske obveznice	46
Slika 8:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne španske obveznice	48
Slika 9:	Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne slovenske obveznice	49
Slika 10:	Grafični prikaz gibanja ključne obrestne mere ECB	55

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Preglednica gospodarske rasti (v obdobju 2007–2012)	3
Tabela 2:	Javnofinančni primanjkljaj (v obdobju 2007–2012)	5
Tabela 3:	Strukturno ravnotežje držav (v % BDP)	6
Tabela 4:	Račun tekoče bilance (v % BDP).....	8
Tabela 5:	Javni dolg držav EMU (v % BDP).....	10
Tabela 6:	Donos dolgoročnih državnih obveznic (v %).....	12
Tabela 7:	Posojilna aktivnost bank nefinančnemu privatnemu sektorju (v %).....	28
Tabela 8:	Bonitetna ocena držav članic EMU, februar 2012	35

UVOD

Svetovna finančna kriza, ki se je začela leta 2007, dejansko pa je izbruhnila septembra 2008 s propadom investicijske banke Lehman Brothers, se je iz Združenih držav Amerike (v nadaljevanju ZDA) naglo širila po celotni zemeljski obli. Mednarodni tokovi kapitala so globalni, zato na svetu skoraj ni države, ki se je kriza ne bi dotaknila. Najsiloviteje je finančna kriza udarila v državah Evropske monetarne unije (angl. *European Monetary Union*) (v nadaljevanju EMU), kjer je finančna kriza povzročila izbruh dolžniške krize.

V Evropi je kriza sprva prizadela finančni sektor, predvsem banke. Nelikvidnost finančnih institucij, ki je bila posledica splošnega nezaupanja na finančnih trgih, je resno zamajala temelje finančnega sistema. Evropska centralna banka (angl. *European Central Bank*) (v nadaljevanju ECB) je ukrepala dovolj hitro, da je zagotovila prepotrebno likvidnost. Za zagotovitev finančne stabilnosti so ukrepale tudi države, in sicer tako, da so zagotovile kapitalske injekcije, odpis premoženja, garancije na premoženje in obveznosti, likvidnostno pomoč itd. Kriza je poleg finančnega sektorja hitro prizadela tudi realni sektor. Z upadom kreditnih linij je nastopil kreditni krč, kar je neposredno vplivalo na podjetniški sektor. Ker slednji ni imel dostopa do novih kreditov, ki predstavljajo osnovo investicijam, je bilo poglobljanje krize neizbežno.

V državah EMU je finančna kriza izbruhnila v obliki dolžniške krize. Države, ki so se v dobrih časih zadolževale, se sedaj v slabih časih srečujejo z resnimi težavami. Njihov javni dolg je močno porastel, kar je na finančnih trgih povzročilo dodatno zaskrbljenost. V težavah se je znašlo celotno evrsko območje, še posebno države Portugalska, Irska, Italija, Grčija in Španija (v nadaljevanju PIIGS), med katerimi je največji bolnik prav gotovo Grčija. Javni dolg slednje, ki svojega dolga ne bo sposobna v celoti poplačati, presega 150 % bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP). Prav zato je bilo med voditelji držav članic z evrom konec leta 2011 dogovorjeno, da bo privatni sektor Grčiji odpisal do 50 % dolga. To je bilo marca 2012 tudi realizirano, medtem ko države dolga ne bodo odpisovale.

Zaradi težav z Grčijo so države članice EMU v sodelovanju z Evropsko komisijo (v nadaljevanju Komisija) mrzlično iskale rešitve za zagotavljanje likvidnosti in pomoči državam v krizi. Z namenom zagotoviti finančno stabilnost, so države evro območja junija 2010 ustanovile začasni mehanizem za stabilnost evra (angl. *European Financial Stability Facility*) (v nadaljevanju EFSF), ki je bil oktobra 2011 še dodatno okrepljen. EFSF bo zagotavljal sredstva le do sredine leta 2013, kar pa ne bo pomirilo finančnih trgov, ki zahtevajo dolgoročno stabilnost. Tako je bila julija 2011 s strani vseh držav članic evro območja podpisana pogodba za vzpostavitev stalnega mehanizma za finančno stabilnost (angl. *European Stability Mechanism*) (v nadaljevanju ESM), ki pa mora biti do leta 2013 še naknadno ratificirana v nacionalnih parlamentih.

Najbolj ranljive države (Grčija, Irska in Portugalska) so že prejele finančno pomoč s strani Mednarodnega denarnega sklada (angl. *International Monetary Fund*) (v nadaljevanju IMF) in sklada EFSF, medtem ko je bila naloga ECB usmerjena v pravočasno zagotovitev zadostne likvidnosti na evropskih finančnih trgih.

Izbruh dolžniške krize v evro območju je pokazal na veliko slabost skupne fiskalne politike, ki je še vedno v domeni nacionalnih držav. Kljub sprejetemu Paktu stabilnosti in rasti je fiskalna samovolja prevladovala, kar je pripeljalo do točke, ko je kredibilnost skupne evrske valute resno ogrožena. Korak v smer zблиževanja fiskalnih politik predstavlja februar 2012, ko je med državami evro območja prišlo do podpisa fiskalnega pakta, katerega namen je institucionalno poenotiti skupno fiskalno politiko ter tako zagotoviti dolgoročno stabilnost skupne evropske valute.

Namen magistrskega dela je, da s pomočjo analize sekundarnih virov (makroekonomski agregati, skupna institucionalna ureditev evrskih držav), s pomočjo analize izbruha dolžniške krize in načina njenega reševanja ugotovim ali je skupna institucionalna ureditev fiskalnih politik nujna ali pa je morda evro območje dolgoročno sposobno preživeti tudi na način, da države članice še naprej samovoljno sprejemajo svojo fiskalno politiko, torej brez fiskalnega poenotenja.

Osebno smatram, da bi morale države članice EMU sprejeti strožja pravila pri oblikovanju skupnih fiskalnih politik. To pomeni, da države ne bi smele samovoljno sprejemati fiskalne politike, ne oziraje se na težave, ki jih s tem povzročajo skupni valuti in drugim državam članicam. To enostavno pomeni, da se morajo sprejeta pravila dosledno spoštovati, sicer bi v nasprotnem primeru mehanizem sankcioniranja moral delovati na podlagi avtomatizma in ne na podlagi moči in političnega vpliva.

Zatorej je cilj magistrskega dela pokazati, da je skupna institucionalna ureditev fiskalnih politik nujna za rešitev evropske dolžniške krize in zagotovitev dolgoročne stabilnosti skupne evrske valute.

1 FISKALNA POLITIKA V EMU 2007–2012

V okviru poglavja o fiskalni politiki bomo s pomočjo kvantitativnih (statističnih) podatkov pregledali makroekonomske kazalce v obdobju od leta 2007 do leta 2012 za ključne makroekonomske agregate (gospodarska rast, javnofinančni primanjkljaj, tekoči račun plačilne bilance in javni dolg), ki so posredno ali neposredno povezani z zadolženostjo evrskih držav. Omenjeni podatki zajemajo obdobje pred izbruhom svetovne finančne krize, obdobje izbruha svetovne finančne krize in obdobje po izbruhu svetovne finančne krize.

1.1 Gospodarska rast

Z makroekonomskim kazalcem gospodarske rasti razumemo predvsem stopnjo povečevanja gospodarske blaginje ljudi neke države v daljšem razdobju. Ker je gospodarska rast torej neposredno povezana s stopnjo gospodarske razvitosti in blaginje, jo štejejo kot eno od najpomembnejših družbeno-ekonomskih tem sedanjega časa. Neposredno je povezana z učinkovitostjo investiranja. Pospeševati jo je mogoče s pospešenim zaposlovanjem, pospešenim investiranjem, pospešenim izobraževanjem in s pospešenim tehnološkim napredkom. Ker ima ekstenzivni razvoj svoje meje, bodo proizvodni tvorca prej ali slej polno izkoriščeni, zato ni več mogoče hitro rasti s pospešeno uporabo proizvodnih tvorcev (delo, kapital in tehnološka učinkovitost). Torej je rast v razvitih državah mogoče doseči zgolj s tehnološkim napredkom (Senjur, 2001).

Romer (2007) zanimivo predstavi gospodarsko rast skozi metaforo, ko proizvodnjo primerja s kuhinjo. Pravi, da je potrebno za dragocen proizvod (izdelek) na podlagi recepta med seboj zmešati različne poceni sestavine. En način, da število proizvodov raste (gospodarska rast) je ta, da kuhamo vedno isto kombinacijo sestavin, vedno bolj intenzivno, kar pa na koncu povzroči pomanjkanje surovin in ostale nevšečnosti (onesnaženje). Zato je cilj sleherne razvite ekonomije, da spreminja recepte na način, ki da več izdelkov in manj stranske škode, kar generira višjo ekonomsko vrednost na enoto začetne surovine.

V nadaljevanju (Tabela 1) si pogledjmo gibanje gospodarske rasti v državah območja evra med leti 2007 in 2012.

Tabela 1: Preglednica gospodarske rasti (v obdobju 2007–2012)

Država/Leto	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Belgija	2,9	1,0	-2,8	2,3	2,2	0,9
Nemčija	2,7	1,0	-4,7	3,7	2,9	0,8
Estonija	6,9	-5,1	-13,9	2,3	8,0	3,2
Irska	5,6	-3,5	-7,6	-0,4	1,1	1,1
Grčija	4,3	1,3	-2,3	-3,5	-5,5	-2,8
Španija	1,7	-0,7	-4,4	-0,1	0,7	0,7
Francija	1,8	-0,3	-3,2	1,5	1,6	0,6
Italija	0,7	-2,1	-5,7	1,5	0,5	0,1
Ciper	3,6	2,4	-2,3	1,1	0,3	0,0
Luksemburg	4,9	-0,3	-5,5	2,7	1,6	1,0
Malta	3,0	1,8	-2,3	2,7	2,1	1,3
Nizozemska	3,7	1,5	-4,4	1,7	1,8	0,5

se nadaljuje

nadaljevanje

Država/Leto	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Avstrija	3,3	1,7	-4,2	2,3	2,9	0,9
Portugalska	2,2	-0,1	-2,7	1,4	-1,9	-3,0
Slovenija	6,3	3,4	-9,0	1,4	1,1	1,0
Slovaška	10,4	5,6	-5,0	4,2	2,9	1,1
Finska	4,9	0,5	-8,5	3,6	3,1	1,4
Evro območje	2,3	-0,1	-4,5	1,9	1,5	0,5

Legenda: * Napoved v letu 2011.

Vir: European Commission, European Economic Forecast, 2011d, str. 206, tabela 1.

Iz Tabele 1 je mogoče ugotoviti, da so vse države evro območja v obdobju pred izbruhom svetovne finančne krize, to je leta 2007, beležile pozitivno gospodarsko rast, ki je v povprečju znašala 2,3 % BDP. Razmere so se začele spreminjati v obdobju izbruha svetovne finančne krize, to je leta 2008, ko se je sicer gospodarska aktivnost v večini držav še vedno krepila, nekatere države pa so že zapadle v recesijo. Leta 2009, ko je nastopilo obdobje po izbruhu svetovne finančne krize, je ta udarila z vso močjo. Negativna gospodarska rast je zajela sleherni državo evro območja. Rekorderka je bila Estonija, katere gospodarstvo se je skrčilo za skoraj 14 % BDP, na drugo mesto se je uvrstila Slovenija z 9 % gospodarskim upadom BDP. Zanimivo je, da sta tako Portugalska kot Grčija v tem letu beležili skoraj najnižji upad BDP, čeprav sta bili kasneje prvi državi, ki sta zaprosili za mednarodno denarno pomoč. Medtem ko so v letu 2010 začela gospodarstva večine držav ponovno okrevati, so negativno gospodarsko rast še vedno beležile Irska, Španija in Grčija. Slednja je tudi najbolj problematična, saj je upad BDP leta 2010 znašal 3,5 %, leto dni kasneje pa že 5,5 %. Povprečna gospodarska rast na evro območju je leta 2010 sicer spremenila negativen predznak, vendar je ta tudi naslednje leto ostala precej medla. V skladu z jesensko gospodarsko napovedjo 2011 (European Commission, 2011d) se v letu 2012 na območju denarne unije predvideva rahlo pozitivna gospodarsko rast.

Ostri varčevalni ukrepi v prezadolženih državah članicah pomenijo zniževanje stroškov javne porabe, kar neposredno vpliva na krčenje gospodarske aktivnosti oziroma posledično nižanje gospodarske rasti. Do ponovne recesije lahko pride tudi v primeru, da se bosta povpraševanje iz tujine in izvoz držav članic še dodatno zmanjševala.

1.2 Javnofinančni primanjkljaj

Proračunski primanjkljaj nastane, ko so javni izdatki večji od javnih prihodkov. Ta je sestavljen iz primarnega deficita in plačila obresti na javni dolg. Najpomembnejši kazalec fiskalnega položaja države je fiskalni primanjkljaj oziroma fiskalni presežek (Stanovnik,

2008, str. 261). Po mnenju Senjurja (2001) je trajen primaren primanjkljaj v nerastočem gospodarstvu na dolgi rok nevzdržen, v rastočem gospodarstvu pa je pojav primarnega primanjkljaja nekoliko manj pereč.

Proračunski primanjkljaji sami po sebi niso slaba stvar. Država se lahko v tujini zadolžuje z namenom izboljšati lastno infrastrukturo, kar pripomore k večji konkurenčnosti domačega gospodarstva, večanju izvoza blaga in storitev in na koncu bilančni deficit spreobrne v presežek v plačilni bilanci. Na žalost pa je državna poraba tudi slepa cesta, posebej takrat, ko gre denar v plače državnih uradnikov in ne denimo v financiranje infrastrukturnih projektov. V številnih različicah takega početja se potem dogaja, da začnejo države beležiti ogromne deficite in se vse bolj zadolževati (primer Grčije). Na koncu tuji investitorji nočejo več podaljšati obstoječih kreditov ali prenehajo kupovati državne obveznice, kar neizbežno vodi v dolžniško krizo (Roubini & Mihm, 2010).

Tabela 2: Javnofinančni primanjkljaj (v obdobju 2007–2012)

Država/Leto	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Belgija	-0,3	-1,3	-5,9	-4,1	-3,7	-4,2
Nemčija	0,3	0,1	-3,0	-3,3	-2,0	-1,2
Estonija	2,5	-2,8	-1,7	0,1	-0,6	-2,4
Irska	0,1	-7,3	-14,3	-32,4	-10,5	-8,8
Grčija	-5,4	-9,8	-15,4	-10,5	-9,5	-9,3
Španija	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-6,3	-5,3
Francija	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0	-5,8	-5,3
Italija	-1,5	-2,7	-5,4	-4,6	-4,0	-3,2
Ciper	3,4	0,9	-6,0	-5,3	-5,1	-4,9
Luksemburg	3,7	3,0	-0,9	-1,7	-1,0	-1,1
Malta	-2,4	-4,5	-3,7	-3,6	-3,0	-3,0
Nizozemska	0,2	0,6	-5,5	-5,4	-3,7	-2,3
Avstrija	-0,9	-0,9	-4,1	-4,6	-3,7	-3,3
Portugalska	-3,1	-3,5	-10,1	-9,1	-5,9	-4,5
Slovenija	-0,1	-1,8	-6,0	-5,6	-5,8	-5,0
Slovaška	-1,8	-2,1	-8,0	-7,9	-5,1	-4,6
Finska	5,2	4,2	-2,6	-2,5	-1,0	-0,7
Evro območje	-0,7	-2,0	-6,3	-6,0	-4,3	-3,5

Legenda: * Napoved v letu 2011.

Vir: European Commission, Statistical Annex of European Economy, 2011a, str. 180.

Iz Tabele 2 so razvidni javnofinančni primanjkljaji oziroma presežki, ki so jih med leti 2007 in 2012 beležile države članice evro območja. Povprečni javnofinančni primanjkljaj se je na ravni evro območja v obdobju pred izbruhom in v času izbruha svetovne finančne

krize, to je v letih 2007 in 2008, gibal v okvirih, ki jih predvideva Pakt stabilnosti in rasti, torej pod 3 % BDP. Leta 2009, to je v obdobju po izbruhu svetovne finančne krize, je evrsko območje zapadlo v močno recesijo. Upad gospodarske aktivnosti je neposredno pomenil upad davčnih prihodkov ter hkrati povečanje davčnih odhodkov za zagotavljanje programov socialne varnosti (socialni transferji). Posledica delovanja avtomatičnih ekonomskih stabilizatorjev se je odrazila v skokovitem dvigu proračunskih deficitov, ki so znašali preko 6 % BDP. Podobno visoki so proračunski primanjkljaji ostali tudi leta 2010, šele leta 2011 so se ti skladno s programi fiskalne konsolidacije pričeli počasi zmanjševati. Napovedi za leto 2012 sicer kažejo zmanjševanje fiskalnih primanjkljajev, vendar je ta dinamika močno odvisna od dejanske gospodarske aktivnosti.

1.2.1 Strukturno ravnotežje

Strukturno ravnotežje se nanaša na strukturni primanjkljaj, imenovan kot polnozaposlitveni ali ciklično prilagojeni primanjkljaj, ki je izračunan, kot da bi gospodarstvo bilo na ravni polne ali visoke zaposlenosti. Dejanski primanjkljaj se razlikuje od strukturnega za ciklično sestavino, ki je tisti del primanjkljaja, ki se pojavlja izključno zato, ker gospodarstvo trenutno ni na ravni polnozaposlitvenega proizvoda. Razlika med strukturnim in dejanskim primanjkljajem nastaja, ker se tako državni prihodki kot tudi izdatki sistematično odzivajo na poslovni cikel. Torej bo v recesiji razlika med dejanskim in polnozaposlitvenim proračunom kazala deficit, v ekspanziji pa suficit. Strukturni primanjkljaj kaže, ali je fiskalna politika spodbujevalna ali omejevalna, medtem ko višina primanjkljaja ali presežka kaže na stopnjo spodbude ali omejevanja fiskalne politike na gospodarstvo (Senjur, 2001).

V nadaljevanju (Tabela 3) si pogledjmo strukturno ravnotežje držav EMU, kjer pa podatkov za Estonijo in Luksemburg ni pridobljenih.

Tabela 3: Strukturno ravnotežje držav (v % BDP)

Država/Leto	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Avstrija	-2,3	-2,4	-2,9	-3,6	-3,2	-2,9
Belgija	-1,2	-1,8	-3,2	-2,9	-2,6	-2,6
Ciper	-1,8	-2,3	-6,0	-5,4	-5,9	-3,7
Finska	3,0	2,6	0,9	-0,3	0,6	1,2
Francija	-2,9	-2,9	-4,8	-4,5	-3,7	-2,8
Nemčija	-1,1	-0,7	-1,0	-2,3	-1,4	-0,9
Grčija	-10,4	-13,7	-18,6	-11,3	-6,9	-4,7
Irska	-8,4	-13,3	-11,6	-8,9	-6,8	-5,4
Italija	-2,5	-2,6	-3,9	-3,1	-2,6	-1,1
Malta	-3,4	-4,9	-3,6	-4,1	-3,1	-3,1

se nadaljuje

nadaljevanje

Država/Leto	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Nizozemska	-1,2	-1,1	-4,4	-4,5	-3,3	-2,3
Portugalska	-3,3	-3,8	-9,1	-9,4	-4,0	-1,3
Slovaška	-2,5	-2,6	-6,4	-6,7	-4,2	-3,4
Slovenija	-2,6	-3,9	-4,4	-3,9	-3,6	-3,6
Španija	-1,1	-5,0	-9,0	-7,2	-4,3	-4,1

Legenda: * Ocena institucije.

Vir: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, 2011b.

Iz podatkov v Tabeli 3 je razvidno, da je bil strukturni primanjkljaj v večini evrskih držav med leti 2007 in 2012 vseskozi prisoten. Tovrsten podatek je precej zaskrbljujoč, saj se stalen in dolgotrajen strukturni primanjkljaj kaže v slabi javnofinančni sliki. Omenjena tabela je lahko zelo uporabna, saj povečini dobro zrcali današnje makroekonomsko stanje posameznih držav članic. Največji strukturni primanjkljaj je vsa ta leta beležila Grčija, leta 2009 je ta celo znašal 18,6 %. Visok primanjkljaj je beležila tudi Irska, ki je v letu 2008 znašal 13,3 %, nekoliko nižji je bil v Španiji in na Portugalskem, ki sta leta 2009 beležili okoli 9 % strukturni primanjkljaj. Najbolj vzorna država, ki je večinoma beležila strukturni presežek, je bila Finska.

1.3 Tekoči račun plačilne bilance

Tekoča bilanca države je njena »zunanja bilanca«, ki kaže, kakšna je konkurenčnost njenega gospodarstva v primerjavi z drugimi državami v določenem času. Vsebuje razliko med izvozom in uvozom (trgovinsko bilanco) in razliko med prilivi od naložb v tujini in odlivi iz naslova obveznosti do tujine (neto posredna plačila). Poleg tega ima tekoči račun še tretjo komponento, to so enosmerni transferji denarja preko državnih meja, kot so tuje pomoči in nakazila delavcev na začasnem delu v tujini v domovino. V primeru, da je izkupiček od vseh treh komponent negativen, ima država v tekoči bilanci primanjkljaj in obratno (Roubini & Mihm, 2010, str. 245).

Senjur (2001) pravi, da je tekoči račun plačilne bilance presežek bruto nacionalnega dohodka nad porabo. Če država zasluži več, kot porabi, potem je neto posojevalec nasproti tujini in nasprotno, če država, ki vodi primanjkljaj tekočih transakcij, troši več kot zasluži, si mora pokriti razliko z zadolževanjem v tujini.

Država ne more niti zmanjšati primanjkljaja niti povečati presežka v tekočem računu svoje plačilne bilance, če ne poveča bruto domačega proizvoda v primerjavi s celotnimi izdatki oziroma poveča obseg domačega varčevanja v primerjavi z domačimi investicijami. To pomeni, da privatni sektor v državi ne ustvari dovolj neto prihrankov, da bi se z njimi

pokril proračunski primanjkljaj države. Če torej država želi zmanjšati primanjkljaj v tekočem delu svoje plačilne bilance, lahko to doseže samo z zmanjševanjem primanjkljaja v državnem proračunu. Financiranje plačilnobilančnega primanjkljaja se doseže ali z dodatnim financiranjem iz tujine ali z zmanjšanjem deviznih rezerv¹. Država s plačilnobilančnim primanjkljajem, ki ima dostop do tujih finančnih sredstev in/ali ima znatne devizne rezerve, je v neprimerno boljšem položaju kot država, ki je odrezana od tujega kapitala in/ali ima zelo omejene devizne rezerve. Hitrost plačilnobilančnega prilagajanja (ravnotežja) je za državo izjemno pomembna, saj je neposredno povezana s tako imenovanimi stroški plačilnobilančnega prilagajanja, ki se kaže tako v obliki znižanja življenjskega standarda in zaposlenosti kakor tudi v obliki povečanja ekonomsko-socialnih in lahko celo političnih trenj v državi. Zgodovina mednarodnega denarnega sistema nedvoumno potrjuje, da so države s primanjkljajem v plačilni bilanci prisiljene v dokaj hitro sprejemanje restriktivnih ukrepov ekonomske politike (Mrak, 2002).

Tabela 4: Račun tekoče bilance (v % BDP)

Država/Leto	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Avstrija	3,5	4,9	3,1	2,7	2,7	2,7
Belgija	1,6	-1,8	0,0	1,0	0,6	0,9
Ciper	-11,7	-17,2	-7,5	-7,7	-7,2	-7,6
Estonija	-17,2	-9,7	4,5	3,6	2,4	2,3
Finska	4,2	2,8	2,3	3,1	2,4	2,5
Francija	-1,0	-1,7	-1,5	-1,7	-2,7	-2,5
Nemčija	7,5	6,3	5,6	5,7	5,0	4,9
Grčija	-14,4	-14,7	-10,9	-10,4	-8,4	-6,6
Irska	-5,3	-5,6	-2,9	0,5	1,8	1,9
Italija	-2,4	-2,9	-2,1	-3,3	-3,5	-2,9
Luksemburg	10,1	5,3	6,9	7,8	9,8	10,3
Malta	-8,1	-7,4	-7,5	-4,8	-3,8	-4,7
Nizozemska	6,7	4,4	4,9	7,1	7,5	7,7
Portugalska	-10,1	-12,6	-10,9	-9,9	-8,6	-6,4
Slovaška	-5,3	-6,6	-3,2	-3,4	-1,3	-1,1
Slovenija	-4,8	-6,7	-1,3	-0,8	-1,7	-2,1
Španija	-9,9	-9,6	-5,2	-4,5	-3,8	-3,1

Legenda: * Ocena institucije.

Vir: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, 2011c.

¹ Države članice EMU so z vstopom v evrsko območje prenesle večino svojih deviznih rezerv na Evropsko centralno banko, medtem ko nacionalne centralne banke razpolagajo zgolj z minimalnimi količinami. Torej je financiranje plačilnobilančnega primanjkljaja z zmanjševanjem deviznih rezerv zelo omejeno.

Makroekonomski kazalci računa plačilne bilance v državah članicah EMU med leti 2007 in 2012 (Tabela 4) so med državami zelo različni. Nekatere države beležijo precejšnje primanjkljaje, medtem ko druge nasprotno beležijo presežke. Na splošno je mogoče ugotoviti, da se z najvišjimi primanjkljaji v računu plačilne bilance soočajo Grčija, Ciper, Portugalska in Španija. Podatki ostalih dveh predstavnic držav PIIGS, Italije in Irske, so nekoliko bolj spodbudni. Prva se sicer sooča z zmernim primanjkljajem, medtem ko druga v zadnjih letih beleži celo minimalen presežek. Presežek v plačilni bilanci pa beležijo Finska, Nemčija, Luksemburg in Nizozemska. Slednje države je svetovna finančna kriza relativno malo prizadela.

Opozorilo Mraka (2002) je na mestu, ko pravi, da so države s primanjkljajem v plačilni bilanci prisiljene v dokaj hitro sprejemanje restriktivnih ukrepov ekonomske politike. Države PIIGS, ki se v območju evra srečujejo z najslabšimi javnofinančnimi izkazi, to pretežno potrjujejo.

1.4 Javni dolg

Javni dolg je posledica preteklih proračunskih primanjkljajev. Zakladnica prodaja obveznice bolj ali manj neprekinjeno. To pomeni, da prodaja določen ponujen obseg zakladnih zapisov (angl. *treasury bills*) na natečaju (angl. *auction*) kupcem (angl. *bidders*), ki ponujajo najvišjo ceno ali najnižje obrestne mere. Izdajnice zakladnega dolga niso namenjene samo za financiranje proračunskega primanjkljaja, temveč je lahko večina zadolžnic (angl. *debt issues*) izdanih za refinanciranje javnega dolga, ki dospeva. Država lahko financira primanjkljaj z izdajo dolga, vendar mora v naslednjem razdobju plačati obresti na ves dolg, ki je obstajal v preteklosti, in tudi nov dolg, ki je bil izdan za pokritje primanjkljaja v zadnjem razdobju. Država lahko plača obresti tudi tako, da se dodatno zadolži. V naslednjem razdobju so obresti, ki so potrebne za servisiranje dolga, še večje in zato je potrebno izdati še dodaten dolg in tako naprej. Če dolg raste hitreje od BDP, potem stopnja zadolženosti raste. Tako stanje, ki izvira iz trajnega deficita, opozarja na potencialno nestabilnost (Senjur, 2001, str. 197–200).

Rezultat prevelikega proračunskega zadolževanja je visok javni dolg, ki negativno vpliva na raven javnega investiranja, saj je potrebno večino obveznosti pokriti iz tekočih zaslužkov. To ima dolgoročen vpliv na potencial produktivnosti in rasti v ekonomiji (Cacheux & Touya, 2007, str. 84). Problem, ki ga Reinhart in Rogoff (2008, str. 33) še posebno izpostavljata, je ta, da so države nagnjene k pretiranemu zadolževanju predvsem v dobrih časih, zato so v neizogibnih slabih časih toliko bolj ranljive.

Javni dolg predstavlja obveznosti javnega sektorja, jamstva pa obveznosti zasebnega sektorja, za katere jamči država. Jamstva torej niso pravi, temveč le potencialni dolg. Ko govorimo o javnem dolgu, imamo vedno v mislih »bruto javni dolg«, medtem ko je neto javni dolg enak bruto javnemu dolgu minus terjatve, ki jih ima javni sektor do zasebnega.

V nadaljevanju (Tabela 5) si tako pogledimo javni dolg držav EMU v obdobju med leti 2007 in 2012.

Tabela 5: Javni dolg držav EMU (v % BDP)

Država/Leto	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Belgija	84,2	89,6	96,2	96,8	97,0	97,5
Nemčija	64,9	66,3	73,5	83,2	82,4	81,1
Estonija	3,7	4,6	7,2	6,6	6,1	6,9
Irska	25,0	44,4	65,6	96,2	112,0	117,9
Grčija	105,4	110,7	127,1	142,8	157,7	166,1
Španija	36,1	39,8	53,3	60,1	68,1	71,0
Francija	63,9	67,7	78,3	81,7	84,7	86,8
Italija	103,6	106,3	116,1	119,0	120,3	119,8
Ciper	58,3	48,3	58,0	60,8	62,3	64,3
Luksemburg	6,7	13,6	14,6	18,4	17,2	19,0
Malta	62,0	61,5	67,6	68,0	68,0	67,9
Nizozemska	45,3	58,2	60,8	62,7	63,9	64,0
Avstrija	60,7	63,8	69,6	72,3	73,8	75,4
Portugalska	68,3	71,6	83,0	93,0	101,7	107,4
Slovenija	23,1	21,9	35,2	38,0	42,8	46,0
Slovaška	29,6	27,8	35,4	41,0	44,8	46,8
Finska	35,2	34,1	43,8	48,4	50,6	52,2
Evro območje	66,2	69,9	79,3	85,4	87,7	88,5

Legenda: * Napoved v letu 2011.

Vir: European Commission, Statistical Annex of European Economy, 2011a, str. 184.

Iz Tabele 5 je mogoče razbrati, da je povprečni javni dolg v evro območju precej visok in je že v letih 2007 in 2008, ko se je kriza pravzaprav šele začela, znašal skoraj 70 % BDP. V najbolj kriznem letu 2009, to je v obdobju po izbruhu svetovne finančne krize, je ta poskočil za kar 10 % točk. Višina javnega dolga je najbolj problematična v Grčiji, Italiji, na Irskem ter na Portugalskem. V teh državah javni dolg presega 100 % BDP, v Grčiji pa celo 150 % BDP.

Po oceni Komisije se bo razmerje javnega dolga na ravni povprečja evro območja v naslednjih letih povečevalo, in sicer z okoli 85,5% BDP leta 2010 na 88 % BDP leta 2011. Razmerje javnega dolga je pod ravnijo 60 % BDP prisotno zgolj v petih državah evro območja (Slovenija, Slovaška, Finska, Malta in Estonija). Rast javnega dolga je mogoče pripisati predvsem rasti primarnega deficita, medtem ko je učinek »snežne kepe«, to je razlika med nominalno obrestno mero in nominalno rastjo BDP, k rasti javnega dolga

prispeval manj. Delež javnega dolga bo v % BDP še naprej rasel, kar kliče k odločnim in kredibilnim ukrepom za krepitev Pakta stabilnosti in rasti (European Central Bank, 2011b, str. 93, 94).

1.4.1 Notranji in zunanji dolg

Javni dolg predstavlja obveznosti države do drugega ali do dela nacionalne ekonomije (notranji dolg) ali do tujine (zunanji dolg). Med strokovnjaki prevladuje mnenje, da je notranji dolg manj tvegan². Med njimi Gros (2011) navaja, da je razlikovanje med notranjim in zunanjim dolgom pomembno, saj lahko država članica evro območja ob pogoju popolne kontrole nad sprejemanjem davkov vedno servisira svoj dolg. Država, ki je članica EMU lahko v primeru notranje zadolženosti uporablja fiskalno politiko, katere logika je podobna kot pri prekomerni denarni emisiji v primeru velikih držav, ki so zadolžene v svoji valuti in lahko preko inflacijskega davka zmanjšujejo breme dolga. Dodaten argument, ki podpira tezo, da je notranji dolg manj tvegan od zunanjega, pa pravi, da v primeru notranjega dolga vsaj del rezidentov podpira sprejem ukrepov za poplačilo dolga države, medtem ko pri zunanjem dolgu države rezidenti ne želijo varčevati in zategovati pasu za poplačilo nerezidentov.

Investitorji na trgu so manj občutljivi na visok notranji dolg, saj le-ta dopušča državi, da preko zvišanja davkov na premoženje dokaj enostavno zniža njegovo vrednost. Na drugi strani pa je v primeru države z visokim zunanjim dolgom praktično zelo težko zmanjšati zadolženost brez različnih bolečih ukrepov na strani proračunskih odhodkov. Pomembna razlika je tudi, da so pri zunanjem dolgu obresti plačane nerezidentom, kar pomeni, da v primeru uporabe dolga v neproduktivne namene, to zniža bogastvo celotne ekonomije. Pri notranjem dolgu pa ob plačilu obresti s strani države njenim rezidentom pride do razporeditve sredstev znotraj nacionalne ekonomije (Gros, 2011).

Pomembnost razlikovanja med notranjo in zunanjo zadolženostjo po besedah Grosa (2011) potrjujeta tudi dva aktualna primera. Pomembnost zunanje zadolženosti države z vidika investorjev nam jasno ponazori primerjava fiskalnega položaja Belgije in Portugalske. Kljub precej podobnemu deležu javnega dolga obeh držav, ki znaša okoli 100 % BDP, je premija za tveganje Portugalske v primerjavi z Belgijo bistveno večja. Čeprav je slednja potrebovala leto in pol, da je sestavila vlado, je tveganje zgolj 100 bazičnih točk nad

² Mencinger (2011a) pravi, da notranji dolg ni pereč problem. To pa ne velja za zadolženost Slovenije (države, Banke Slovenije, bank in ostalih) v tujini, čeprav po mednarodnih primerjavah zadolženost Slovenije ni velika, vendar pa velik delež bank v tej zadolženosti posredno močno ogroža oživljanje gospodarstva. Osnovna značilnost dinamike zadolževanja je bilo hitro zadolževanje bank ter istočasno stagniranje oziroma počasnejše zadolževanje države med leti 2004 in 2008, ki mu je v krizi sledil preobrat. V njej je zmanjšanje oziroma stabilizacijo privatnega dolga nadomestilo povečanje javnega.

nemškimi dolgom³. Razlog verjetno leži v tem, da je Belgija neto upnik do ostalega sveta v višini 50 % BDP.

1.4.2 Breme javnega dolga in fiskalna vzdržnost

Breme javnega dolga, ki ga nosi dolžnik, je posledica preteklih proračunskih primanjkljajev. Eksplozivna narava dolga izvira iz dejstva, da se rast dolga nadaljuje, četudi je primarni račun izravnani ($G - T = 0$). Država se zadolžuje, da bi financirala dolg, to je produkt realne obrestne mere in stoga dolga. Rast javnega dolga je mogoče ustaviti tako, da ima država trajen primarni proračunski presežek, ki je dovolj velik, da pokrije servisiranje obstoječega dolga, s tem pa se breme javnega dolga zmanjšuje. Deficit je nevzdržen, če v tekočem delovanju fiskalne politike stopnja zadolženosti nenehno raste. Višja kot je stopnja zadolženosti, večji je delež obresti v proračunu. Torej, če realna obrestna mera presega stopnjo rasti proizvoda, se problem zadolženosti poslabšuje, četudi država nima primarnega proračunskega primanjkljaja (Senjur, 2001, str. 217, 218). Enako pojasnjuje tudi Zee (v Burger, 2003, str. 14), ko poudarja, da mora realna obrestna mera presegati stopnjo rasti proizvoda, ne glede na to, da država nima primarnega proračunskega primanjkljaja.

Grauwe (2007, str. 227) pojasnjuje, da mora država, ki dopusti, da njen javni dolg raste, na trgu kapitala plačati višjo ceno, kar dviguje njeno obrestno mero. Gre za to, da država na trgu kapitala nastopa individualno ter neodvisna od drugih držav. Zatorej finančni akterji ocenjujejo vsako državo individualno in neodvisno eno od druge. Visok javni dolg v eni državi članici ter s tem višji donos državne obveznice ne pomeni nujno tudi višje cene obveznice druge države istega denarnega območja.

V nadaljevanju (Tabela 6) si pogledajmo povprečni donos dolgoročnih državnih obveznic na sekundarnem trgu v mesecu januarju med leti 2007 in 2012.

Tabela 6: Donos dolgoročnih državnih obveznic (v %)

Država/Leto	Jan. 2007	Jan. 2008	Jan. 2009	Jan. 2010	Jan. 2011	Jan. 2012
Belgija	4,06	4,25	4,13	3,75	4,14	4,11
Nemčija	4,02	4,03	3,07	3,26	3,02	1,82
Estonija	/	/	/	/	/	/
Irska	4,04	4,25	5,20	4,83	8,75	7,71
Grčija	4,28	4,40	5,60	6,02	11,73	25,91
Španija	4,07	4,18	4,15	3,99	5,38	5,41
Francija	4,07	4,15	3,60	3,52	3,44	3,18

se nadaljuje

³ Podatek iz marca 2011 kaže, da je pričakovan donos na 10-letno nemško obveznico znašal 3,21 %, na belgijsko 4,21 %, na portugalsko pa 7,80 % (European Central Bank, 2012a).

nadaljevanje

Država/Leto	Jan. 2007	Jan. 2008	Jan. 2009	Jan. 2010	Jan. 2011	Jan. 2012
Italija	4,26	4,40	4,62	4,08	4,73	6,54
Ciper	4,36	4,60	4,60	4,60	4,60	7,00
Luksemburg	3,83	4,47	4,18	3,76	3,30	2,07
Malta	4,34	4,63	4,35	4,50	4,51	4,30
Nizozemska	4,05	4,13	3,76	3,47	3,23	2,20
Avstrija	4,06	4,22	4,00	3,75	3,54	3,27
Portugalska	4,18	4,31	4,32	4,17	6,95	13,85
Slovenija	4,23	4,39	4,70	4,00	4,29	6,74
Slovaška	4,25	4,48	4,69	4,11	4,16	5,22
Finska	4,05	4,14	3,87	3,49	3,27	2,28
Evro območje	4,13	4,31	4,30	4,08	4,94	6,35

Legenda: Jan.–januar.

Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

Obrestna mera državnih obveznic posamezne države članice je v posameznem obdobju neposredno povezana z zaupanjem mednarodnega trga kapitala. Velikokrat primerjava makroekonomskih kazalcev med posameznimi državami ne odraža prave slike. Tako prihaja do nelogičnih primerjav, ko ima na primer Slovenija 3x nižji javni dolg od Italije, pri čemer je cena denarja na mednarodnem trgu za obe državi zelo podobna. Prav tako je zanimiva primerjava med Nemčijo in Avstrijo. Slednja ima skoraj 10 % točk nižji javni dolg ter zelo primerljive pretekle in prihodnje gospodarske obete, vendar je zahtevana donosnost za avstrijske državne obveznice v oktobru 2011 skoraj za 100 bazičnih točk višja. Nenazadnje tudi primerjava med Nemčijo in Slovenijo pokaže zanimive ugotovitve. Ne glede na to, da ima Nemčija skoraj 2x višji javni dolg, obrestna mera na nemške dolgoročne obveznice znaša zgolj 2 %, medtem ko je pričakovani donos na slovenske obveznice preko 5 %.

Zaupanje vlagateljev na dolžniških trgih je najbolj jalovo pri grških obveznicah. Pričakovani donos na grške obveznice je januarja 2012 poskočil na rekordnih 25,91 %, kar že nekaj časa presega zmožnosti zadolževanja države. Visoka zahtevana donosnost s strani mednarodnih vlagateljev je bila januarja 2012 prisotna še na Portugalskem (13,85 %) in Irskem (7,71 %), medtem ko obrestna mera za ostale države članice ni presegla 7 %. Ta obrestna mera v danih razmerah v območju evra predstavlja mejnik za zmožnost zadolževanja držav na mednarodnih finančnih trgih.

Mednarodne finančne trge ne zanimajo zgolj javnofinančni podatki posamezne države članice, pač pa vsako državo ocenjujejo veliko bolj kompleksno. Pomembno je splošno zaupanje do države, ki pa ni nujno neposredno povezano z relevantnimi

makroekonomskimi agregati. Na zaupanje med drugim lahko vpliva politični sistem in njegova stabilnost, ekonomska in politična kredibilnost, splošno ekonomsko vzdušje, prihodnji obeti itd.

Ekonomska in finančna kriza sta močno povečali zadolženost držav znotraj evrskega območja. Čeprav je magnituda povečanja državnega dolga podobna prejšnjim krizam, pa je njen kumulativni učinek večji ter tako pod vprašaj postavlja srednjeročno vzdržnost javnih financ. Ne samo, da višji javni dolg pomeni višje potrebni primarni proračunski presežek z namenom financiranja dodatnih obresti, pač pa tudi pomeni zavoro rasti. Torej bodo za ureditev vzdržnosti javnih financ potrebni odločni konsolidacijski ukrepi. Koncept vzdržnosti se v poročilu vzdržnosti Komisije (European Commission, 2009, str. 10) nanaša na sposobnost vlade, da predvideva finančno breme dolga, sedaj in v prihodnje. Ker čista definicija vzdržnosti ne obstaja, se smatra, da je koncept intuitiven. Enostavno gre za dolg, pri katerem plačevanje obresti ne povzroči stanja, da te ne morejo biti plačane. Z drugimi besedami, gre za vprašanje pogojev solventnosti in splošnih vladnih proračunskih omejitev. To pomeni, da se od vsakokratne vlade pričakuje, da vodi t.i. zahtevano primarno ravnovesje (angl. *Required Primary Balance*). To je eden izmed indikatorjev, ki kaže osnovni proračunski položaj in zagotavlja stabilnost javnih financ ter se v praksi meri kot nekajleto povprečno strukturno primarno ravnovesje.

2 PAKT STABILNOSTI IN RASTI

Pakt stabilnosti in rasti (v nadaljevanju Pakt) je bil oblikovan v procesu priprav na začetek delovanja EMU⁴ kot mehanizem usklajevanja fiskalnih politik držav članic. Pakt, v katerem so želeli dodatno okrepiti fiskalni okvir Maastrichtske pogodbe je bil podpisan leta 1997. Njegov temeljni namen je bil zagotoviti makroekonomsko stabilnost, ki je ključnega pomena za učinkovito delovanje denarne unije. Oblikovanje EMU je dejansko pomenilo novo prelomnico pri oblikovanju sistema usklajevanja ekonomskih politik v Evropski uniji (v nadaljevanju EU), saj sta uvedba skupne evropske valute in prenos pristojnosti za vodenje denarne politike na skupno nadnacionalno institucijo – ECB – neizogibno pomenila večje neposredne in posredne učinke prelivanja ekonomskih politik, to pa je okrepilo potrebo po njihovem tesnejšem usklajevanju (Bednaš, 2006).

⁴ Tako je sleherna država članica morala v skladu z Maastrichtsko pogodbo za pridružitve k monetarni uniji izpolnjevati naslednje kriterije: a) Stabilnost cen. Povprečna stopnja potrošnikove cenovne inflacije v zadnjih 12-ih mesecih ne sme preseči 1,5 odstotne točke treh najboljših držav članic, delovanje mora biti stabilno; b) Javne finance. Finančni položaj držav članic mora biti stabilen, države ne smejo biti podvržene visokim proračunskim primanjkljajem, to je več kot 3 % BDP, ki je lahko samo izjemoma in začasno, poleg tega skupen javni dolg države ne sme presegati 60 % celotnega BDP; c) Obrestne mere. Dohodek na dolgoročne državne obveznice v zadnjih 12 mesecih ne sme presegati 2 odstotni točki od treh držav članic z najnižjo stopnjo inflacije; d) Menjalni tečaji. Države članice naj bi imele v zadnjih dveh letih normalno gibljive tečaje, brez posebnih napetosti in brez devalvacije svoje valute (International Monetary Fund, 1999).

Leto 2001 je območje evra prizadela kriza. Obdobje nizke gospodarske rasti so pod vprašaj postavljale implementacijo Pakta. Pred izbruhom krize je potekal spopad med državami, ki so zgljedno in vestno skrbele za dogovore o fiskalni politiki, zapisane v pogodbi, in na drugi strani maloštevilnimi državami, predvsem velike države (Francija, Nemčija), ki se niso znale ali hotele spopasti z njegovimi strogimi zahtevami. Tako je bilo makroekonomsko stanje evrskega območja vse prej kot rožnato, predvsem nasproti ostalemu svetu. Stopnja rasti je bila nizka, stopnja brezposelnosti precej visoka, poleg tega pa je nagajala še zunanja apreciacija evra ter dvig cen nafte (Cacheux, 2007, str. 37, 38).

2.1 Institucionalni ustroj

Fiskalni okvir EU zasleduje cilje, ki zagotavljajo dva glavna pogoja, določena že v Pogodbi. Prvič, so države članice dolžne doseči in ohranjati srednjeročne proračunske cilje, ki so ciklično zasledovani. Drugič, so se države članice dolžne izogibati prekomernemu proračunskemu primanjkljaju in javnemu dolgu (European Commission, 2011c, str. 31). Tako morajo države članice po eni strani v času poslovnega cikla doseči uravnotežen proračun. To pomeni, da države preko poslovnega cikla ne bi smele kopičiti javnega dolga oziroma sili države, da delež javnega dolga glede na BDP zmanjšajo. Po drugi strani Pakt predvideva kaznovanje držav, katerih proračunski deficit presega 3 % BDP. Kazni lahko znašajo do največ 0,5 % BDP. Čeprav je bila norma 3 % BDP zapovedana že v Maastrichtski pogodbi, pa Pakt na novo predvideva sankcije zoper države kršiteljice. Rezultat kaznovanja je dolgotrajen, saj so države kršiteljice s strani Komisije sprva opozorjene, nato jim je ponujena možnost, da ponovno uravnotežijo proračunsko stanje. V primeru, da se vse omenjeno ne uresniči, se lahko zoper takšno državo vloži sankcije, za katere mora soglašati kvalificirana večina Sveta finančnih ministrov (v nadaljevanju Svet EU). Torej Pakt postavlja države članice pred odločitev o morebitnem kaznovanju, čeprav se kasneje lahko tudi same znajdejo v podobnem položaju. Tretji aspekt Pakta se nanaša na neuporabo kazni v primeru, da se je država članica znašla v izredni situaciji (naravna katastrofa, upad gospodarske rasti za več kot 2 %). Zaprosilo pred Svetom EU o nekaznovanju je mogoče že, če gospodarska rast upade za 0,75 % (Grauwe, 2007, str. 225–227).

Poslabšanje fiskalnih položajev v nekaterih državah članicah in nespoštovanje pravil sta privedli do vse večjih kritik, sprva v akademskih krogih, nato tudi v evropskih institucijah in samih državah članicah, ki so opozarjale, da je za učinkovito usklajevanje fiskalnih politik v EU nujna reforma Pakta (Bednaš, 2006). Romano Prodi, nekdanji predsednik Komisije, je za časnik *Le Monde* leta 2002 izjavil, da je zapisana mejna stopnja 3 % proračunskega primanjkljaja, s katero se srečujejo države članice in je neodvisna od njihovega javnega dolga, »neumna«. Dejstvo je, da številka 3 nima znanstvenih osnov in je s strani inteligence težko sprejemljiva, zato je potrebno to pravilo spremeniti v smeri večje fleksibilnosti. Analiza proračunske situacije bi morala temeljiti na ciklični naravnosti

proračunskih deficitov. To je postopek, ko je učinek cikličnih gibanj BDP na proračun izoliran. Če je država v recesiji, proračunski primanjkljaj naraste, to je ciklični učinek. V primeru, da je ta učinek odvzet, potem lahko govorimo o strukturnem deficitu in ni posledica recesije. Torej bi moralo ocenjevanje o prekomernem proračunskem deficitu temeljiti na strukturnem deficitu. Na drugi strani je meja javnega dolga, ki se omejuje na 60 % BDP, neprimerna. Država investira v infrastrukturo in človeški kapital, kar bo koristilo predvsem bodočim generacijam. Torej je racionalno, da se strošek investiranja porazdeli in tako tudi bodoče generacije plačajo za koristi, ki jih uživajo na podlagi predhodnih investicij (Grauwe, 2007, str. 239–241).

2.1.1 Reforma Pakta

Delovanje EMU je pokazalo, da postavljena pravila v okviru Pakta niso ustrezno oblikovana in učinkovita pri zagotavljanju potrebne fiskalne stabilnosti. Poslabšanje fiskalnih položajev v nekaterih državah članicah⁵ in nespoštovanje pravil sta privedli do vse številnejših kritik. Po dveh sporočilih Komisije o nujnosti izboljšanja in krepitve usklajevanja fiskalnih politik v EU v letih 2002 in 2004 je Svet EU v začetku leta 2005 pripravil poročilo z naslovom Izboljšanje izvajanja Pakta stabilnosti in rasti (angl. *Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact*), ki ga je Evropski svet, sestavljajo ga voditelji držav članic, formalno sprejel marca 2005 in mu s tem dal potrebno politično težo. Zakonsko podlago pa je reforma Pakta dobila s sprejetjem (Bednaš, 2006):

- Uredbe Sveta EU št. 1055/2005, ki je dopolnila Uredbo št. 1466/97 o okrepljenem nadzoru nad proračunskim stanjem in nadzoru ter koordinaciji ekonomskih politik (preventivni del), in
- Uredbe št. 1056/2005, ki je dopolnila Uredbo št. 1467/97 o pospešitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s presežnim primanjkljajem (korektivni del). Obe uredbi sta začeli veljati julija 2005, njuna določila pa so prinesla številne pozitivne spremembe v preventivnem delu in korektivnem delu Pakta.

Poglavitna sprememba v preventivnem delu je uvedba diferenciranih srednjeročnih javnofinančnih ciljev in dovoljenih odstopanj na poti prilagajanja proti temu cilju. Cilj te spremembe je bil (Bednaš, 2006):

- ob upoštevanju specifičnosti posameznega gospodarstva zagotoviti varnostno mejo, ki omogoča spoštovanje referenčne meje 3 % BDP,
- omogočiti hitrejši in vzdržen gospodarski razvoj,
- ob upoštevanju prvih dveh ciljev zagotoviti dovolj manevrskega prostora za izvajanje strukturnih reform in financiranje javnih investicij.

⁵ Prva je referenčno vrednost 3 % BDP v letu 2001 prekršila Portugalska, v letu 2002 sta ji sledili Nemčija in Francija, v letu 2003 Nizozemska in Grčija ter v letu 2004 še Italija (Kulot, 2011).

Spremembe v korektivnem delu so šle v smeri uvajanja večje prožnosti postopka presežnega primanjkljaja ter sprostitev in večje specifičnosti pri pojasnjevanju možnosti za izogibanje kaznovalnemu postopku (Kulot, 2011). Ne glede na ohlapnejše razlage in dovoljenje začasnega in majhnega presežanja referenčne meje 3 % BDP, mora Komisija v skladu s členom 104(3) Pogodbe o EU (Maastrichtska pogodba) vedno pripraviti poročilo, ko primanjkljaj države preseže referenčno mejo. Postopkovni roki za odločitve Sveta EU v postopku presežnega primanjkljaja se podaljšajo, s čimer se zadevni državi članici omogoči, da svoje ukrepanje bolje uskladi z nacionalnim proračunskim postopkom in tako pripravi bolj usklajen sveženj ukrepov (Bednaš, 2006).

Za odpravo presežnega primanjkljaja sta po novi uredbi mogoča daljše obdobje in ponovitev korakov v samem postopku, pri čemer se upoštevajo dejanske gospodarske razmere. Če so bili na podlagi priporočila po členu 104(7) Pogodbe o EU sprejeti učinkoviti ukrepi in po sprejetju priporočila nastopijo nepričakovani neugodni gospodarski dogodki z večjimi negativnimi posledicami za javne finance, lahko Svet EU na priporočilo Komisije odloči, da sprejme revidirano poročilo (Bednaš, 2006).

Fiskalna pravila v EU so v osnovi enostavna, vendar se je v praksi ta enostavnost z reformo Pakta, zlasti z uvedbo diferenciranih srednjeročnih javnofinančnih ciljev in povezanimi novimi metodologijami izračunov ter zaradi uvedbe »mehkih« fiskalnih pravil, katerih kršitve niso sankcionirane, zmanjšala. S tem pa so v osnovi zelo toga določila Pakta postala prožnejša, s čimer se odpravljajo nekatere ključne pomanjkljivosti prvotnega Pakta. Toda na drugi strani zmanjšanje enostavnosti fiskalnih pravil povečuje zapletenost postopka nadzora nad javnimi financami, kar se v neki točki pokaže v zmanjšanju njegove učinkovitosti (Bednaš, 2006).

2.2 Sistem fiskalne discipline

Fiskalna pravila najpogosteje zadevajo proračunsko ravnotežje in državni dolg, kar spodbuja države k fiskalni vzdržnosti. Vendar izkušnje kažejo, da je brzdanje proračunskega primanjkljaja in javnega dolga izredno težka naloga, zato države tovrstne omejitve tudi obidejo (kreativni računovodski izkazi)⁶. Osnovno razumevanje tega pogleda temelji na dejstvu, da država, ki se sooča s problemom nevzdržnosti pri povečevanju javnega dolga, ustvarja učinek negativne spirale za ostalo monetarno unijo. Finančni trgi večje tveganje (angl. *risk premium*) pripišejo državi, ki ima dolžniške težave. Država, ki nima težav z javnim dolgom, bo plačevala manjše obresti na obveznice ali druge dolžniške instrumente, saj tveganje po mnenju trga ni tako visoko. Torej, če je trg učinkovit, bo obrestna mera med državami članicami unije različna in bo odsevala različno premijo za

⁶ Grčija je celo namenoma priredila finančne izkaze ter s tem zadostila Maastrichtskim kriterijem. S takimi in drugačnimi malverzacijami so države članice pripomogle k manjši zanesljivosti in verodostojnosti proračunskih izkazov (Grauwe, 2007, str 229).

tveganje javnega dolga. Torej do učinka prevalitve ne bo prišlo (Grauwe, 2007, str. 228). Enako kažejo tudi podatki Evropske centralne banke (European Central Bank 2011c), ki izkazujejo, da do učinka prevalitve ne prehaja neposredno, saj je obrestna mera na dolgoročne državne obveznice različna. Torej države plačujejo različno premijo za tveganje državnega dolga⁷.

Grauwe (2007, str. 228, 229) opozarja, da nevdružna fiskalna situacija v eni državi članici (primer Grčije) povzroči pritisk na ECB, saj države, ki jih visoka obrestna mera unije prizadeva, želijo vplivati na ECB, da sprostijo svojo monetarno politiko. Torej se na koncu nevdružna fiskalna politika ene ali več držav odraža v poseganju na vodenje evropske denarne politike. Poleg tega pa bi posojilodajalci v primeru resne dolžniške krize ene države predpostavljali, da država morda ne bo zmožna servisirati svojega dolga, medtem ko bi druge države nasprotno jamčile za dolg te države. V ozadju imajo tudi te države svoje interese in se zavedajo, da se lahko težave ene države prevalijo v drugo in tretjo ter tako na koncu pride do učinka prevalitve. Poleg tega so države članice v Maastrichtski pogodbi izjavile, da EU ne bo prevzela jamstva za drugo državo članico, vendar se v praksi dogaja ravno nasprotno. Države EMU jamčijo za pomoč, ki so jo namenile drugi državi ter s tem izkazujejo solidarnost, hkrati pa finančnim trgom pošiljajo jasen signal, da je tveganje pri zadolženi državi »majhno«.

2.2.1 Program stabilnosti in konvergence (preventivni del)

Reforma Pakta je povzročila številne spremembe v njegovem preventivnem delu. Gre za oblikovne in vsebinske spremembe Programov stabilnosti in konvergence ter za način ocenjevanja le-teh s strani Evropske komisije. Tako se je v državah članicah povečala vloga nacionalnih institucij in tudi parlamenta, saj so preko Programov stabilnosti in konvergence prvič določile njihove srednjeročne cilje (angl. *Medium Term Objectives*). Naloga Komisije pa je ocenjevanje zastavljenih poti do teh srednjeročnih ciljev (European Commission, 2006). Vse države članice morajo za večstranski nadzor Svetu EU in Komisiji predložiti srednjeročne programe o proračunskem stanju in gospodarski napovedi, na kateri temeljijo proračunski načrti. Ti programi se v primeru držav članic ekonomske in monetarne unije imenujejo programi za stabilnost, v primeru držav, ki niso vključene vanjo, pa programi za konvergenco. Zajemati morajo triletno obdobje, od leta predložitve ter leta pred predložitvijo in leta po predložitvi. Programe je treba posodabljeti vsako leto. Posodobitve se predložijo jeseni, ko se v večini držav članic nacionalnemu parlamentu predloži predlog proračuna za naslednje leto (Evropski parlament, 2012a).

⁷ Oktobra 2011 je letna premija za grško obveznico znašala 18 %, medtem ko za nemško zgolj 2 % (European Central Bank, 2012a).

2.2.2 Svarila in sankcije (korektivni del)

Namen postopka je zagotoviti takojšnje zmanjšanje čezmernih primanjkljajev. Splošni javnofinančni primanjkljaj, ki preseže referenčno vrednost 3 % BDP po tržnih cenah, se v običajnih okoliščinah šteje za čezmernega. Ta omejitev za primanjkljaj ne velja med močno recesijo. Močna recesija je bila pred reformo pakta junija 2005 opredeljena kot znižanje realnega BDP za najmanj 2 % letno. Po reformi zadostuje negativna stopnja rasti BDP ali daljše obdobje nizke rasti. Postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem se lahko v izjemnih okoliščinah tudi opusti in obseg teh okoliščin se je z reformo povečal (zdaj se imenujejo »pomembni dejavniki«). Še pomembneje je, da dodatni pomembni dejavniki vključujejo okoliščine, v katerih si države članice prizadevajo, da bi s finančnimi prispevki spodbujale mednarodno solidarnost in dosegle cilje evropske politike, zlasti združitev Evrope, če negativno vpliva na rast in fiskalno obremenitev države članice.

Pogodba o EU (Ur.l. EU, št. 115/2008) v svojem 126. členu (prej 104. člen Pogodbe Evropskih skupnosti - PES) določa, da naj bi se države članice izogibale prekomernemu proračunskemu deficitu (3 % BDP) in javnemu dolgu (60 % BDP). Komisija je odgovorna za spremljanje proračunskega stanja in ravni dolga držav članic. Zato države članice Komisiji dvakrat na leto, tj. do 1. marca in 1. septembra poročajo o svojem načrtovanem in dejanskem javnofinančnem primanjkljaju in ravni dolga. Če Komisija ugotovi, da obstaja primanjkljaj, ki je ali lahko postane čezmeren, mora pripraviti poročilo. Pripravi ga lahko tudi, če referenčne vrednosti niso presežene, če meni, da obstaja tveganje čezmernega primanjkljaja ali dolga. Protokol o prekomernem deficitu je urejen kot aneks k omenjeni pogodbi in je bil potrjen tudi v Paktu. Po omenjenem protokolu Komisija ugotovi dejansko stanje in v primeru ugotovljene kršitve pošlje mnenje Svetu EU, ki državi kršiteljici pošlje priporočila in določi datum, do katerega mora biti kršitev odpravljena. V primeru, da je priporočilo Sveta EU upoštevano se začeti postopek ustavi, sicer lahko ta v novem priporočilu ponovno določi nov rok, do katerega mora biti kršitev odpravljena. Poleg tega lahko Svet EU izda zgodnje opozorilo, če na podlagi priporočila Komisije meni, da država članica v programu za stabilnost ali konvergenco ni izvedla priporočil iz širših smernic gospodarske politike (Evropski parlament, 2012a).

Postopek prekomernega deficita sicer velja za vse članice EU, vendar se za državo članico, ki je članica evro območja, postopek tu ne konča. Svet EU lahko sprejme nujne ukrepe (zadnje priporočilo) za zagotovitev fiskalne konsolidacije države članice. Če država kršiteljica upošteva končna priporočila Sveta EU, se postopek ustavi, sicer je lahko deležna sankcij. Lahko pa država kršiteljica v primeru objektivnih razlogov ponovno zaprosi za določitev novega roka (European Commission, 2008, str. 24, 25).

Torej, če Svet EU ugotovi, da čezmerni primanjkljaj obstaja, pripravi priporočilo za državo članico, v katerem je določen šestmesečni rok, v katerem mora država članica sprejeti učinkovite popravne ukrepe. Če jih ne sprejme, lahko Svet EU od nje zahteva, da

najpozneje deset mesecev po predložitvi poročila, ki vsebuje podatke o obstoju čezmernega primanjkljaja, položi brezobrestni depozit (to obdobje se lahko podaljša za eno leto). Depozit, ki ga mora položiti država članica, je sestavljen iz fiksnega dela, enakega 0,2 % BDP, in variabilnega dela, vezanega na obseg primanjkljaja. Svet EU lahko vsako naslednje leto določi strožje sankcije in zahteva dodaten depozit, vendar skupni znesek letnega depozita ne sme preseči zgornje meje 0,5 % BDP. Če se v dveh letih čezmerni primanjkljaj po mnenju Sveta EU ne zmanjša, se depozit spremeni v denarno kazen (Evropski parlament, 2012a).

2.3 Fiskalna disciplina v praksi

Cacheux in Touya (2007, str. 78–81) navajata nekaj primerov držav članic, ko jih je v letih 2002–2004 zadela ekonomska recesija. V imenu pakta je Komisija vztrajala, da morajo države članice kljub recesiji uravnotežiti proračune. Francija in Nemčija sta se zoperstavili temu, da bi v skladu z zahtevami Komisije vodili predlagano politiko. Rezultat je bil neizogiben trk omenjenih držav s Komisijo, ki je kot varuh Pakta sprožila postopek zoper obe državi, vendar je svet ministrov (Svet EU) postopek le-te razveljavil. Tako je iz praktičnih vzrokov Pakt postal mrtva črka na papirju (Grauwe, 2007, str. 238).

Matthes (2010, str. 76) opozarja, da je grožnja o sankcioniranju držav, ki Pakt kršijo, neproduktivna in prav tako nekredibilna v primeru, da je država v globoki fiskalni krizi. Tudi klavzula o prepovedi jamčenja s strani druge države je vprašljiva, saj je v nasprotju z izvornim načelom EU, politično in diplomatsko nerazumljivo pustiti državo (kot na primer Grčijo) bankrotirati. Prav tako bi morebitni bankrot ene države povzročil težave tudi ostalim »težavnim« državam članicam, kot so Portugalska, Španija, Italija in Irska, ki se podobno kot Grčija, srečujejo s fiskalnimi omejitvami in izgubo mednarodne konkurenčnosti. Nenazadnje bi bankrot pretresel tudi bančni sektor, ki bi zaradi bankrota omenjenih držav beležile velike izgube državnih obveznic. Avtor nadaljuje in pravi, da v primeru, da bo Komisija zoper države uveljavljala strogo varčevalno fiskalno politiko, bo to spodkopalo politično in kulturno povezanost med državami EMU in ogrozilo duh evropske integracije.

Izvedljivost fiskalnih pravil je dejansko največja težava Pakta, kar je najnazorneje pokazala odločitev Sveta EU o neuvedbi sankcij za kršilke določil iz novembra 2003. Čeprav časovnica postopka presežnega primanjkljaja formalno predvideva natančen potek aktivnosti od izdaje zgodnjega opozorila do uvedbe sankcij za države kršilke Pakta, je že javna objava opozorila, še bolj pa uvedba sankcij, predmet pogajanj in merjenja moči v Svetu EU. Pri tem se kot problematična pojavlja konfliktna situacija, ko finančni ministri držav članic, ki so odgovorni za zagotavljanje javnofinančne stabilnosti v svojih državah, hkrati odločajo tudi o uvedbi sankcij za države kršilke. Pri odločanju tako nedvoumno prihaja do tega, da se posamezni finančni ministri raje ne odločijo za takojšnjo uvedbo sankcij, saj pričakujejo enak odziv v primeru, ko bi njihove države kršile določila Pakta.

Formalna pravila, ki so postavljena kot striktna, se tako izvajajo v mehki obliki skozi bolj ali manj stroga priporočila in javno izpostavljanje držav kršilk, vendar brez dejanske uvedbe sankcij (Bednaš, 2006).

Splošna ugotovitev o fiskalnih pravilih je sicer pozitivna, saj so se primanjkljaji in raven dolgov od uvedbe pravil določenih v Maastrichtski pogodbi bistveno zmanjšali. Po bistvenem zmanjšanju primanjkljajev v prvi fazi ekonomske in monetarne unije je veliko držav članic vstopilo v to unijo z manjšim primanjkljajem, zato so bili določeni roki, v katerih je treba doseči čim bolj uravnoteženo proračunsko stanje ali proračunski presežek, zato da se srednjeročni cilj ne bi prelagal in ga ne bi nikoli dosegli. Vendar je večina držav članic za uravnoteženje proračuna izkoristila gospodarsko rast konec devetdesetih let 20. stoletja, tako da jim je tudi zaradi prizadevanja, da bi izpolnile zahteve za uvedbo evra, uspelo znatno znižati javnofinančni primanjkljaj. Sedem od dvanajstih držav članic ekonomske in monetarne unije je do konca leta 2001 doseglo cilj čim bolj uravnoteženega proračuna ali proračunskega presežka. Vendar slika ni več tako pozitivna, ker se je stanje v nekaterih državah članicah pozneje poslabšalo in ker so med tistimi državami članicami, ki še niso dosegle uravnoteženega proračunskega stanja bila tudi tri največja gospodarstva v evro območju – Francija, Nemčija in Italija. Po reformi Pakta je od leta 2006 opaziti izboljšanje povprečnega proračunskega stanja, česar pa nikakor ni mogoče oceniti kot brezhibno delovanje Pakta (Evropski parlament, 2012a).

2.3.1 Ukrepi Evropske komisije

Komisija je do sedaj pripravila več poročil v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Septembra 2002 je tako ugotovila, da je bil dejanski primanjkljaj Portugalske v višini 4,1 % BDP v letu 2001 čezmeren. Enako odločitev je Komisija novembra 2002 sprejela glede predvidenega primanjkljaja Nemčije za leto 2002. Aprila 2003 je ugotovila, da je bil leta 2002 čezmeren primanjkljaj v višini 3,1 % BDP tudi v Franciji. V vseh teh in kasnejših primerih je Svet EU sprejel odločitev o obstoju čezmernega primanjkljaja in pripravil priporočilo za odpravo takšnega stanja. Svet EU je julija 2004 odločil, da so imele Madžarska in pet drugih držav (Češka, Ciper, Malta, Poljska in Slovaška) čezmerni primanjkljaj, ki je znatno presegel referenčno vrednost 3 %. Medtem je bilo Madžarski kot rok za zmanjšanje primanjkljaja določeno leto 2009, so bili postopki proti Cipru (2006), Malti (2007), Slovaški, Poljski in Češki ustavljeni. Leta 2008 je bil sprožen nov postopek proti Združenemu kraljestvu, za katerega je bilo zmanjšanje prekomernega primanjkljaja predvideno v proračunskem letu 2009/2010 (Evropski parlament, 2012a).

Napovedi slabih gospodarskih gibanj so v evro območju in prekoračitev 3 % proračunskega primanjkljaja za leto 2009 napovedale Belgija, Nemčija, Italija, Nizozemska, Avstrija, Portugalska, Slovenija in Slovaška. Tako je Komisija v oktobru 2009 za vse omenjene države pripravila poročila ter jih posredovala Svetu EU, ki je nato

ugotovil obstoj prekomernega proračunskega primanjkljaja ter tem državam postavil roke za odpravo prekomernih deficitov. Svet EU je aprila 2009 tudi odločil, da Grčija ni storila dovolj za odpravo kršitev ter da bi zadostila priporočilom Sveta EU (European Commission, 2010a, str. 26, 27). Enako je bil javnofinančni deficit v letu 2011 presežen v kar dvaindvajsetih državah EU. Finančna kriza je v državah članicah znižala davčne prilive in hkrati zaradi delovanja avtomatičnih stabilizatorjev povečala javnofinančne odhodke (European Commission, 2011c, str. 31).

2.4 Slabosti pakta stabilnosti in rasti

Cacheux (2007, str. 37, 38) kot enega od glavnih vzrokov slabega delovanja območja evra pripisuje institucionalni ureditvi, kjer so makroekonomske politike izdelane in implementirane na evropski ravni s pomanjkanjem koordinacije o fiskalni politiki ter s tendenco nacionalnih držav, da vsaka deluje neodvisno in po svoje – problem slepega potnika.

Po mnenju Mencingerja (2011b, str. 10) je fiskalno samovoljo težko brzdati, saj so že na začetku v evro območje vstopale države, ki niso izpolnjevale sicer precej nesmiselnih kriterijev Pakta (Italija, Belgija, Grčija), izstop ali izključitev posamezne članice pa sploh ni bilo predvideno. Poleg tega je evro politični projekt, za katerega je težko najti trdne ekonomske argumente. Kaže namreč, da Evropa oziroma države, ki sestavljajo EMU, ne izpolnjujejo kriterijev za optimalno denarno področje, za katerega je po besedah Mundell-a (1961) odločilna visoka stopnja faktorske mobilnosti, kar naj bi tečaju zagotavljalo stabilizacijsko vlogo. Pri teh predpostavkah se nastali asimetrični šoki samodejno uravnajo, trg pa se vrne nazaj v ravnovesje. Mencinger (2011b) nadaljuje, da koristi denarne zveze, ki naj bi izhajale iz zniževanja transakcijskih stroškov, povečanje trgovinske menjave in učinkovitosti investicij ne odtehtajo njenih stroškov⁸. Če se ekonomskim pomislekom doda še politične, socialne, vrednostne, jezikovne in druge razlike med članicami EU, kaže, da koristnost in trajnost EMU ni zagotovljena. Z izgubo možnosti prilagajanja s tečajno politiko se bodo gospodarske in socialne razlike med posameznimi deli EU povečevale in ne zmanjševale.

Grauwe (2007, str. 237, 238) nadaljuje in pravi, da morajo nacionalne fiskalne politike poiskati ravnotežje med dvema medsebojno si konfliktnima zadevama. Prva se nanaša na fleksibilnost in je izražena v teoriji optimalnega valutnega območja – odsotnost

⁸ Primerjanje EMU z enotnim denarnim področjem ZDA je še manj upravičeno; mobilnost dela v ZDA je neprimerno višja kot je v Evropi, fiskalni prihodki in odhodki zvezne oblasti v ZDA so trikrat tolikšni, kot so skupni prihodki in odhodki vseh držav in lokalnih skupnosti skupaj, fiskalni transferji in drugi ukrepi za enakomerni gospodarski razvoj, torej za hitrejši razvoj posameznih držav pa so prav tako veliki. V Evropi so razlike v gospodarskih sistemih kljub navidezni makroekonomski homogenizaciji, ki jo določajo Maastrichtski kriteriji, velike. Fiskalni prihodki in odhodki tako onemogočajo fiskalne transfere za popraviljanje asimetričnih učinkov centralne denarne oblasti (Mencinger, 2011a, str. 9).

inštrumenta menjalnega tečaja in centraliziranega evropskega proračuna. Nacionalni proračuni so edini inštrumenti, ki lahko preprečijo asimetrične šoke. Torej morajo nacionalni proračuni v EMU odigrati vlogo avtomatičnega stabilizatorja, v primeru, da država pade v recesijo. Druga skrb se nanaša na učinek prevalitve nevzdržnih javnih dolgov in primanjkljajev, kar lahko škodi drugim državam članicam in posledično pomeni pritisk na ECB. Pakt torej ne odraža ravnovesja, saj je veliko več skrbi posvetil nevzdržnim javnim dolgovom in proračunskim primanjkljajem kot pa potrebi po fleksibilnosti. Neravnotežje pomeni tveganje, saj otežuje, da bi nacionalni proračuni delovali v smislu avtomatičnih stabilizatorjev, kar še dodatno pospešuje recesijo. Pomanjkanje proračunske fleksibilnosti, s katero bi se države članice lažje soočile s krizo, ustvarja potencial napetosti med nacionalnimi vladami in evropskimi institucijami. Prvič, so države članice v času recesije ovirane v želji, da bi uporabile avtomatične stabilizatorje, zato povečujejo pritisk na ECB, da bi ta sprostila monetarno politiko. Tukaj pridemo do paradoksa, saj je bil v osnovi cilj Pakta ta, da naj bi se zmanjšal politični pritisk na ECB, v resnici pa se je le-ta povečal. Drugič, ko se države članice znajdejo v času gospodarske recesije, se razume vlogo institucij EU, da lajšajo probleme države, ki se je znašla v recesiji. Nasprotno je rezultat tak, da državi grozi kaznovanje in globa, ko se bojuje s slabo gospodarsko situacijo. Vse omenjeno ne krepi navdušenja nad evropsko integracijo, ravno nasprotno, krepi evro-skepticizem.

Ne glede na omenjene pomisleke se Bednaš (2006) osredotoča na reformo Pakta in pravi, da je ta kljub vsemu prinesla pozitivne spremembe pri širše pojmovanem usklajevanju fiskalnih politik v EU, vendar pa še vedno ni odpravila vseh njenih pomanjkljivosti:

- ohranjanje zgornje dovoljene meje javnofinančnega primanjkljaja na ravni 3 % BDP za države z relativno nizkim in države z relativno visokim javnim dolgom, in
- posrednega poseganja Komisije v oceno ukrepov ekonomskih politik, ki so v izključni pristojnosti nacionalnih oblasti.

Največja pomanjkljivost z vidika izvedljivosti reformiranih pravil pa je njihov domet pri dejanski uveljavitvi predlaganih sprememb, ki naj bi še vedno temeljil na tovariški zaščiti in javnem opozarjanju. Zato je tudi vprašanje, ali bo tako spremenjen Pakt prisilil države k upoštevanju priporočil Komisije, če bi bilo to v nasprotju z drugimi cilji njihovih ekonomskih politik, hkrati pa še ne bi bilo kršeno številčno pravilo javnofinančnega primanjkljaja 3 % BDP, kar pomeni, da proti državam še ne bi bile uvedene sankcije.

Za izboljšanje skladnosti fiskalnih pravil s končnim ciljem in konsistentnosti bi reforma Pakta morala prispevati k zmanjšanju procikličnosti fiskalne politike oziroma zagotavljanju večje simetričnosti delovanja fiskalnih ukrepov skozi gospodarski cikel. Prav tako gre tudi za institucionalni problem, saj je nadzor nad izpolnjevanjem fiskalnih pravil razdeljen med Komisijo, ki pripravi oceno javnofinančnega položaja, in Svetom EU, ki na podlagi njenih priporočil odloča o zgodnjih opozorilih in uvedbi sankcij. Ker je Svet EU

sestavljeno iz nacionalnih finančnih ministrov, je pri odločanju glede uvedbe sankcij pristranski. Večja kot je država kršilka, bolj je nagnjen k sklepanju političnih kompromisov. Za povečanje nepristranskega izvajanja sankcij predvidenih v Paktu je zato potrebna sprememba delitve pristojnosti za izvajanje fiskalnih pravil. Odločitev o uvedbi sankcij je tehnične in politične narave ter je hkrati v sedanjem sistemu največja ovira za izvajanje fiskalnih pravil. Prenos pristojnosti za uvedbo sankcij izključno na Komisijo je v sedanjih političnoekonomskih razmerah neizvedljiv. Druga najboljša rešitev naj bi bila formalnopravna sprememba priporočila Komisije za uvedbo sankcij in njen predlog za uvedbo sankcij. Razlika je v tem, da lahko Svet EU pri predlogu sprejme drugačno rešitev zgolj s soglasjem, pri priporočilu pa že s kvalificirano večino. Okrepljena vloga Komisije bi pri ugotavljanju presežnega primanjkljaja in izdajanju zgodnjih opozoril pomenila manjšo pristranskost pri sprejemanju odločitev v primerjavi z veljavnim sistemom. Glede uvedbe sankcij pa bi bilo potrebno sprejeti jasno določilo, da Svet EU sprejme odločitev, ki spreminja predlog Komisije glede uvedbe sankcij, le s soglasjem (Bednaš, 2006).

3 IZBRUH DOLŽNIŠKE KRIZE V EMU

Svetovna finančna kriza, ki je izbruhnila konec leta 2007 in pokazala največjo silovitost v letu 2008, je mimo. Živimo v obdobju, ko se soočamo z njenimi posledicami. V času ekonomske krize se dejansko srečujemo s petimi vrstami posledic oziroma kot pravita Reinhart in Rogoff (2008, str. 51) s petimi variablami kriz. Gre za zunanjo prezadolženost, notranjo prezadolženost, bančno krizo, sesutje menjalnih tečajev in izbruhom inflacije. V času, ko krize ni na vidiku, se nobena od naštetih spremenljivk ne pojavlja, v času najgloblje krize pa se lahko pojavi vseh pet variabel.

V EMU se je finančna kriza do sedaj pojavila predvsem v obliki bančne in dolžniške krize. Po besedah Roubini-ja in Mihm-a (2010, str. 242) je danes zaradi posledic dajanja jamstev in sprejemanja stimulatívnih programov precej razvitih gospodarstev v stanju, ko imajo visoke proračunske deficite in javne dolgove. S tem narašča tveganje, da te države v prihodnje ne bodo sposobne financirati svojih primanjkljajev in odplačevati zapadlih obveznosti.

3.1 Svetovna finančna kriza

V zgodovini sodobnega kapitalizma so krize bolj normalen kot izjemen pojav. To seveda ne pomeni, da so krize med seboj identične. Vsaka ima svoje posebnosti, lahko imajo različne vzroke, v različnih ekonomskih panogah. Včasih kriza izbruhne zaradi preobilnega zadolževanja gospodinjev, včasih so njeni vzroki finančna podjetja, korporacije ali celo država. Povrh tega je materialna škoda, ki jo povzroči kriza različno visoka in je odvisna od obsega in ustreznosti državnih intervencij. Ko pridobi kriza globalne dimenzije, kot je to v najhujših primerih tudi običajno, je veliko tega odvisno od usklajenega mednarodnega

posredovanja. Če se njihovega reševanja lotimo napačno, krize povzročijo pretresljive izgube, lahko uničijo celotne gospodarske panoge, uničujejo premoženja, povzročajo masovno nezaposlenost in obremenijo države z enormnimi stroški. Krize so v preteklosti celo prekucnile vlade in bankrotirale cele nacije, države so prisilile v trgovinske vojne, utrle so pot vojn, kot je Velika depresija ustvarila pogoje za izbruh druge svetovne vojne (Roubini & Mihm, 2010, str. 14).

Reinhart in Rogoff (2008) pojasnjujeta, da so cikli gospodarskih depresij v sodobnem kapitalističnem sistemu nekaj povsem običajnega⁹. Vsem je v času pred izbruhom krize skupno prepričanje, da je to pot drugače. Zgodovinske izkušnje so v tem času sicer dobrodošle, vendar prevladuje prepričanje, da je narava krize neprimerljiva z obetajočimi svarili pred nastankom nove krize. Tako se je v preteklosti pogosto dogajalo, da so špekulativni poki ali t.i. »boomi« ter zlomi sprožili val dolžniških kriz.

Večina kriz nastaja z rastjo balona, kjer se cene določenega premoženja vzpenjajo daleč nad svojo fundamentalno vrednost. Tovrstno napihovanje balona gre pogosto z roko v roki s povečevanjem kreditov. Ko posojila postajajo vedno cenejša in dostopnejša, je premoženje lažje kupovati. Povpraševanje narašča in prekaša ponudbo, skladno s tem cene rastejo. Sredstva na višku euforije lahko postanejo jamstvo za najete kredite in ker njihova vrednost nenehno raste, si lahko špekulant vsak dan izposodi vedno več denarja. Povedano na kratko, dolžnik postaja prezadolžen (Roubini & Mihm, 2010).

Pri zadnji krizi je nepremičninski balon rasel v realnem sektorju, napihovali pa so ga tudi finančniki (finančni derivati). Predvsem so bile problematične t.i. »banke v senci«, to so finančne institucije, ki so jih ustanovile banke, vendar se te institucije niso štele k bankam in tako niso bile nadzorovane, čeprav so enako kot banke prek svoje premoženjske bilance transformirale ročnost sredstev. Ko so enkrat zašle v težave in se niso mogle refinancirati, je bil začetek konca napihovanja, to je začetek zmanjševanja kreditov ali dolgov. Tako je nepremičninski pok balona povzročil krizo v finančnem sektorju. Kriza pa se je na žalost s pomanjkanjem likvidnosti in posledično manjšo posojilno podporo gospodarstvu razširila na realni sektor (Ribnikar, 2010, str. 11). Posledično so finančno krizo poleg realnega gospodarstva sprva občutili borzni indeksi, ki so v povprečju med koncem leta 2007 in koncem leta 2008 izgubili kar 40 % vrednosti (Štiblar, 2008).

Kot navaja Blanchard (2009) je svetovno krizo mogoče pripisati štirim med seboj prepletajočim se dejavnikom. Prvič, ustvarjeno premoženje, ki je bilo kupljeno (prodano), se je zdelo veliko manj tvegano, kot se je nazadnje izkazalo. Drugič, pojav listinjenja (angl.

⁹ Prvi cikel nastopi v času Napoleonovih vojn, drugi traja od leta 1820 do 1840 (čas osamosvajanja španskih kolonij), tretja epizoda se prične v zgodnjih 1870-ih letih in traja dve desetletji. Četrti cikel simbolizira leto 1930 in izbruh Velike depresije, težave z dolgovi obstajajo vse do 1950. Zadnji cikel dolžniške krize predstavlja težave z dolgovi razvijajočih se držav v 1980-ih in 1990-ih (Reinhart & Rogoff, 2008, str. 3–4).

securatization)¹⁰ je povzročil kompleksnost in težko vrednotenje premoženja finančnih institucij. Tretjič, listinjenje in globalizacija sta povečevala povezanost med finančnimi institucijami, tako znotraj kot med državami. Četrti vzrok leži v kupovanju premoženja s pomočjo vzvoda (kreditno zadolževanje), kar je »sililo« finančne institucije, da so zavoljo večje stopnje donosa, financirale svoj portfelj z vedno manj in manj kapitala.

Ti izvedeni finančni instrumenti¹¹ so po eni strani finančni produkti, ki so se jih izmislili zelo pametni matematiki in so produkt finančnega inženirstva. Na drugi strani pa so tempirana bomba oziroma kot je zapisal W. Buffet¹² so finančno orožje množičnega uničenja. Finančno inženirstvo ustvarja iz teh osnovnih derivatov t.i. sintetične ali hibridne instrumente in strukturirane produkte, za katere je težko ali skoraj nemogoče določiti vrednost (Ribnikar, 2010, str. 10).

V EMU se je finančna kriza najmočneje odrazila v bančni in dolžniški krizi. Voditelji držav EU so se na začetku načelno dogovorili za več nadzora in regulacije, večjo odgovornost, večjo fleksibilnost Pakta, omilitvev protimonopolne evropske zakonodaje. Praktično vse razvite evropske države so z garancijami, zlasti pa z dokapitalizacijo v oktobru 2008, reševale svoje vodilne banke¹³, občasno pa tudi zavarovalnice in druge finančne ustanove. Samo EMU je v banke vložila 1.873 milijard evrov, kar je 15 % njenega BDP (Štiblar, 2008).

3.1.1 Bančna kriza in kreditni krč finančnih institucij

Avgusta 2007 so se pojavile resne napetosti na medbančnem trgu širom po svetu, tudi v območju evra. S propadom investicijske banke Lehman Brothers septembra 2008 je strah pred solventnostjo finančnih institucij pripeljal svetovni finančni sistem na rob propada. Premija za tveganje za medbančna posojila so poskočila, posojilna aktivnost med bankami pa je močno padla. Napetosti so primarno odsevale pomanjkanje zaupanja med tržnimi udeleženci in negotovosti o finančnem zdravju nasploh. Povečanje nezaupanja v zdravje finančnih institucij, še posebno bank, je privedlo do skorajšnje ustavitve aktivnosti na mnogih finančnih trgih. Virtualno sesutje denarnega trga je povzročilo močan porast

¹⁰ S pojmom listinjenje označujemo preoblikovanje hipotekarnih in drugih posojil v vrednostne papirje, s katerimi se trguje na organiziranih trgih vrednostnih papirjev. Blanchard (2009) navaja, da so banke in podjetja kredite pretvarjali v obveznice, tako da je bilo v ZDA sredi leta 2008 listinjenih preko 60 % hipotekarnih posojil.

¹¹ Prvotno so nastali zaradi potreb podjetij in posameznikov, da se zavarujejo pred neugodnimi spremembami tečajev vrednostnih papirjev, deviznih tečajev, obrestnih mer, bonitete kreditov v prihodnosti itd. Značilnost finančnih derivatov je, da se posel ne sklene za danes, ampak za enkrat v prihodnosti. Torej gre v nasprotju s promptnim, za terminske posle (Ribnikar, 2010, str. 10).

¹² Warren Buffet je eden najbogatejših Zemljanov in eden največjih svetovnih investorjev. Njegovo premoženje je bilo v letu 2008 ocenjeno na 62 milijard dolarjev (Investopedia, 2012).

¹³ Nova Ljubljanska Banka d.d. in Nova Kreditna Banka Maribor d.d. sta bili dokapitalizirani šele leta 2011, prva marca, druga pa aprila.

kratkoročnih obrestnih mer, tako znotraj kot tudi zunaj evro območja. Kot reakcija na dogodke so banke skušale ohraniti čim večjo likvidnost ter tako zategovale posojilne pogoje. Kriza se je razširila na realni sektor, poleg tega pa je prizadela večino pomembnih ekonomij. Sledil je prosti padec svetovne trgovine (European Central Bank, 2010, str. 65).

Z namenom ustaviti slabo delovanje trgov in omejiti tveganje prevalitve na realno ekonomijo ter končno zagotoviti cenovno stabilnost, so bile monetarne oblasti prisiljene spustiti ključne obrestne mere na zgodovinsko nizke ravni in sprožiti številne nestandardizirane ukrepe. Torej je bil odločen odgovor centralnih bank širom po svetu, izziv, ki ga je izzvala svetovna finančna kriza. Potrebni so bili drzni, hitri in neprecedenčni ukrepi, katerih cilj je bil ohraniti likvidnost na trgu, zmanjšati sistematično tveganje in končno povrniti zaupanje na finančnih trgih (European Central Bank, 2010, str. 59–61).

Bančni sektor je v očeh svetovne javnosti eden od glavnih krivcev izbruha svetovne finančne krize in posledično dolžniške krize v EMU. Vloga bančnega sektorja pri financiranju gospodarstva je na »stari celini« zelo močna, veliko močnejša kot na primer v ZDA, kjer se gospodarstvo financira povečini preko finančnega trga. Posojanje denarja na evro območju povečini poteka preko bančnega posredništva. Tako je bilo v obdobju 2004–2008 v območju evra 75 % celotnega financiranja nefinančnih institucij financirano s strani bank, medtem ko je na primer v ZDA ta delež zgolj 40 % (European Central Bank, 2010, str. 62). Zaradi omenjenega je prizadetost bančnega sektorja v Evropi pomenila veliko večjo travmo kot drugod po svetu. Kreditna aktivnost bančnega sektorja se je zelo zmanjšala, nezaupanje na trgu je bilo skoraj popolno, podjetja niso prejemale kreditov za financiranje svojih dejavnosti, kapitalska ustreznost bank se je zaradi slabih naložb zmanjšala do te mere, da je bilo mnogo držav prisiljenih banke dokapitalizirati.

Po mnenju Blancharda (2009) je zato naloga države, da prvič, izolira slabo premoženje na način, da le-tega odkupi z izdajo varnega premoženja (obveznice). To dejanje zmanjša negotovost, kar omogoča investitorjem lažje ocenjevanje tveganja, hkrati pa dvigne ceno tovrstnega premoženja, kar izboljša kapitalsko ustreznost (bilanco) institucije, ki posredno ali neposredno drži omenjeno premoženje. Ko je prvi korak storjen, se izkaže, ali je institucija insolventna in tako zrela za bankrot ali pa bolj verjetno, da je težava »zgolj« v nizki stopnji kapitala, kar pomeni, da mora biti le-ta dokapitalizirana.

3.1.1.1 Dogajanje v območju evra

ECB je zaradi težav z likvidnostjo sprejela veliko nestandardiziranih ukrepov za povečanje likvidnosti na trgu. Tako so se v letu 2009 finančni trgi nekoliko stabilizirali. Ukrepi za zagotovitev zadostne kreditne ponudbe realni ekonomiji so bili učinkoviti. Rast kreditov gospodinjstvom se je dvignila istočasno s povečanjem gospodarske aktivnosti, vendar je bila rast kreditov nefinančnemu sektorju julija 2010 še vedno v negativnem območju in je zaostajala za pričakovanimi trendi. To raznolikost je mogoče razložiti z višjim kreditnim

povpraševanjem gospodinjestev, ko so cene nepremičnin in obrestnih mer padle, hkrati pa so se okrepila pričakovanja po okrevanju. Nasprotno pa podjetniški sektor najprej išče notranje rezerve, šele kasneje se obrne k financiranju s strani bank (European Central Bank, 2010, str. 70).

Po katastrofalnem letu 2009, ko je bil gospodarski padec najizrazitejši, se je gospodarstvo pričelo nekoliko prebujati. Države so beležile blago gospodarsko rast, vključno z letom 2011. V letu 2012 pa se je gospodarska aktivnost v mnogih državah ponovno začela zniževati. Gospodarsko ohlajanje je predvsem posledica varčevalnih ukrepov držav članic, s katerimi skušajo le-te zarezati v javne izdatke in s tem konsolidirati javne finance. Vzporedno s tem se je pričela zniževati kreditna aktivnost bank. Po podatkih ECB kreditna aktivnost v letu 2012, kljub izdatnim dolgoročnim finančnim operacijam ECB, ostaja anemična. Konec leta 2011 se je rast kreditov v privatnem sektorju opazno zmanjševala, vendar je bila med državami članicami zelo različna (European Commission, 2012).

V nadaljevanju (Tabela 7) si pogledjmo dinamiko kreditne aktivnosti bank v letu 2010 in 2011, merjene na podlagi enoletne aktivnosti v primerjavi s preteklim letom (angl. *year-over-year*).

Tabela 7: Posojilna aktivnost bank nefinančnemu privatnemu sektorju (v %)

Država/Čas	December 2010	Junij 2011	November 2011	December 2011
Belgija	-2,0	-2,5	0,6	-1,7
Nemčija	-0,1	-0,2	2,3	2,3
Estonija	-5,4	-4,8	-5,6	-4,3
Irska	-20,2	-13,2	-11,0	-7,5
Grčija	3,0	-3,7	-4,5	-3,4
Španija	0,0	-2,0	-2,0	-2,0
Francija	0,8	-1,1	-2,8	-3,0
Italija	8,1	4,7	2,6	1,4
Ciper	6,7	6,3	7,0	7,6
Luksemburg	3,3	6,3	1,3	2,0
Malta	4,3	1,0	3,1	3,1
Nizozemska	-2,9	6,6	5,8	3,8
Avstrija	2,7	1,9	2,3	2,4
Portugalska	0,2	-1,8	-2,8	-3,5
Slovenija	2,5	0,3	-0,9	-2,5
Slovaška	5,0	9,5	7,2	8,5
Finska	5,4	6,3	7,9	8,3
Evro območje	2,2	2,1	1,7	1,2

Vir: European Commission, 2012, str. 6, tabela 1.

Iz Tabele 7 je razvidno, da je močna rast kreditov prisotna na Finskem in Slovaškem, nekoliko manjša pa na Cipru in v Avstriji ter v drugi polovici 2011 tudi v Nemčiji. Pozitivna rast kreditov je začela močno upadati v Italiji, prav tako pa z malo manjšo intenzivnostjo v Franciji. Na Irskem se je začel močan upad kreditne aktivnosti v letu 2012 nekoliko normaliziral, vendar je krčenje še vedno močno prisotno. Blago krčenje kreditne aktivnosti se v letu 2011 nadaljuje v Grčiji, podobno tudi v Španiji, medtem ko se na Portugalskem krčenje krepi. Za Slovenijo je bila v začetku leta 2011 značilna blaga rast kreditne aktivnosti, ki se je v drugi polovici leta pričela krčiti in je bila decembra že negativna.

Vsesplošen upad kreditne aktivnosti je mogoče pripisati nižjemu povpraševanju in zaostrovanju kreditnih pogojev. Ključnega pomena je dolžniška kriza, ki je zmanjšala dostop bančnega sektorja do trgov financiranja. Finančne institucije so pod hudim pritiskom, da prilagodijo svoje bilance ter zagotovijo potrebno likvidnost, medtem ko stroški financiranja ostajajo na visokih ravneh. Zaradi visokih stroškov zadolževanja in nizke likvidnosti bank je posojilna aktivnost bančnega sektorja realnemu gospodarstvu nizka. Iz navedenega je ECB najprej decembra 2011, nato pa še februarja 2012, z dolgoročnimi finančnimi operacijami bankam zagotovila prepotrebno likvidnost z namenom, da banke povečajo svojo kreditno aktivnost. Kljub vsemu bo zaradi omejitev kreditiranja v nekaterih državah članicah, prekomejno medbančno posojanje še vedno omejeno. Po ocenah do popolnega kreditnega krča kljub upadanju kreditne aktivnosti le ne bo prišlo. Dejstvo je, da je kreditna aktivnost v mnogih državah članicah pozitivna ali se celo povečuje. Krčenje kreditne aktivnosti v ostalih državah članicah odgovarja upadanju povpraševanja po kreditih, ki je posledica upadanja gospodarske aktivnosti v zadnjih mesecih 2011 (European Commission, 2012).

3.2 Evropska dolžniška kriza

Finančna kriza je pokazala veliko stopnjo ranljivosti EMU. Institucionalna povezanost članic je preplitka, koordinacija ekonomskih politik prešibka, protikrizno vodenje in ukrepanje pa prepočasno. Simetričen padec agregatnega povpraševanja je skokovito znižal gospodarsko rast in fiskalne prihodke na eni in povečanje odhodkov zaradi delovanja socialne države na drugi strani. Izjema je bila ECB, ki je s hitim ukrepom stabilizirala likvidnostne potrebe in omejila finančna tveganja ter tako dokazala, da lahko v kriznih razmerah povsem normalno odigra vlogo zadnjega posojilodajalca (Kovač, 2010).

Finančna kriza je naredila škodo številnim razvitim gospodarstvom, saj je povečala dvome v dolgoročno kredibilnost skupine evrskih držav, da so sposobne s skupnimi napori rešiti dolžniško krizo. Roubini in Mihm (2010, str. 259) sta mnenja, da so problematične predvsem države skupine PIIGS, ki se utegnejo prej ali slej sesuti in tako ogroziti obstoj EU in regijo potopiti v kaos. V preteklih letih so se dolgovi držav PIIGS (brez Irske) povečevali, konkurenčnost pa je padala. Uveljavitev evrske valute jim je omogočilo

pridobivanje poceni denarja (ugodno kreditiranje), kar je povzročilo prekomerno izposojanje. To se odražalo v (pre)veliki potrošnji in (pre)visokih plačah, vendar je obenem njihov izvoz postal manj konkurenčen. Vzporedno s tem se je bohotila enormna administracija in kopičile druge strukturne ovire, kar je odvrčalo naložbe v izobraževanje, čeprav so plače v teh državah bile še vedno pod povprečjem EU.

Škodljive posledice nastale iz visokega deficita v tekočih bilancah in proračunskih deficitov so omenjenim državam prinesle ogromne dolgove do raznih evropskih bank. Vse prizadete države so tako visoko zadolžene, da so stalna grožnja za finančno okužbo na stari celini. Poleg tega je evro v obdobju 2008–2009 appreciral, kar je še dodatno znižalo konkurenčnost teh držav, s tem pa se je njihova ranljivost povečala do mere, da to ogroža bogatejše in bolj zdrave članice območja (Roubini & Mihm, 2010, str. 286). V letu 2009 so bonitetne agencije znižale ocene dolgov številnih industrijskih držav. Na avkcijah z obveznicami se je znašlo precej manj kupcev, kot bi bilo pričakovati. Nedavna kriza in posledična recesija sta njihove proračune pripeljali na rob resne erozije. Najbolj so javne finance prizadeli obsežni javni izdatki za stimuliranje gospodarstev in nižji davčni prihodki. Odločitev za socializacijo izgub v finančnem sektorju je šla tako na pleča davkoplačevalcev. Nekatere nacije so že sprejele ukrepe za konsolidacijo svojih proračunov, prav tako so se na to pot podale Španija, Portugalska in Grčija. Na kratek rok bodo ukrepi boleči, vendar so edini način, ki lahko prepreči izgubo kredibilnosti in neizogiben poskok stroškov zadolževanja, ki jih nekatere države financirajo po tako visoki obrestni meri, da nimajo toliko donosnih naložb, da bi z njimi pokrivalo obveznosti. Na žalost je tako, da ko skuša neka država obvladati svoj proračunski primanjkljaj, utegne po drugi strani sabotirati lastno gospodarsko okrevanje (Roubini & Mihm, 2010, str. 298, 299; Gaspari, 2010).

V praksi nekatere prezadolžene evrske države (na primer PIIGS) teh ekspanzivnih fiskalnih ukrepov niso bile sposobne izvesti, saj bi to resno ogrozilo fiskalno vzdržnost javnih financ. Prav tako se politika ne bi smela zanašati zgolj na en »odrešilni« ukrep, pač pa mora imeti v ozadju pripravljenih mnogo ukrepov (diverzifikacija), ki bi lahko z njihovo uveljavitvijo pomagali spodbuditi agregatno povpraševanje. V praksi so se države v območju evra povečini odločale za zategovanje pasu in povečevanje davščin. Nenazadnje je že nekaj držav dvignilo stopnjo davka na dodano vrednost (v nadaljevanju DDV), kar zagotovo ni prispevalo k večjemu trošenju, pač pa ravno obratno (Spilimberg, Symansky, Blanchard in Cottarelli, 2008). Igor Masten (2011) je v televizijski oddaji Pogledi Slovenije dejal, da je dolžniška kriza tako močna, da terja mnogo nepriljubljenih ukrepov, ki precej znižujejo realni standard življenja ljudi.

V začetku leta 2010 so se ponovno pojavile napetosti na finančnih trgih, posebno na trgu državnih obveznic območja evra. Odstopanja med premijami desetletnih državnih obveznic v nekaterih držav evro območja so se v primerjavi z nemškimi obveznicami začela povečevati. Glavni vzrok je tičal v zaskrbljenosti investorjev o vzdržnosti javnih financ v

očeh zviševanja proračunskih primanjkljajev in javnih dolgov v posameznih državah članicah (European Central Bank, 2010, str. 72). Konec julija in v začetku avgusta 2011 se je napetost na finančnih trgih še dodatno stopnjevala. Dolžniška kriza, ki je do takrat ogrožala le Grčijo, Irsko in Portugalsko, se je resno razširila tudi na nekatere ostale države evro območja, še posebno Španijo in Italijo. Pričakovan donos na državne obveznice se je v prvem tednu avgusta 2011 po prvem izbruhu dolžniške krize maja 2010 močno povečal in je v večini držav evro območja dosegel rekordne višine. Posledično se je močno poslabšala likvidnost na trgu državnih obveznic. Napetost v povezavi s prezadolženostjo držav se je odrazila na trgu CDS (angl. *Credit Default Swap*). Premija za tveganje nezmožnosti poplačila obveznosti se je poleg Grčije, Irske in Portugalske dvignila tudi Španiji in Italiji, v manjši meri pa Franciji in Nemčiji (European Central Bank, 2011a, str. 48,49).

Izkušnje kažejo, da države PIIGS v evropski zgodovini niso osamljen primer. Kot navajata Reinhartova in Rogoff (2008) je denimo Francija v 230 letih (med letom 1558 in 1788) kar osemkrat bankrotirala zaradi prevelikega javnega dolga, ki ga ni bila sposobna odplačati. Prav tako je Španija v vsega 90 letih (med letoma 1557 in 1647) šestkrat bankrotirala zaradi prevelikega javnega dolga in nato v 19. stoletju še sedemkrat. Nekdanja Avstro-Ogrska je zgolj v 14 letih (med letoma 1802 in 1816) štirikrat bankrotirala, Portugalska pa v treh desetletjih (med letoma 1828 in 1852) kar petkrat.

3.3 Ocena tveganosti

V prejšnjem poglavju smo videli, da je dolžniška kriza v območju evra resna. Najslabše stanje je nedvomno v Grčiji, nasprotno pa je Nemčija tista, ki ima najboljšo javnofinančno sliko. Kljub razlikam pa je državam skupno to, da morajo financirati svoj javni dolg, ki so si ga nakopale v preteklosti. Iz tega izhaja različna ocena tveganosti držav, ki jo s pomočjo bonitetnih agencij pripisujejo mednarodni finančni trgi. Ocena tveganosti posamezne države se neposredno izraža skozi ceno denarja, ki si ga države sposojajo v tujini.

Podobnega mnenja je tudi Grauwe (2007, str. 227–229), ki pravi, da mora država, ki dopusti, da njen javni dolg raste, na trgu kapitala plačati večjo ceno, kar dviguje njeno obrestno mero. Gre za to, da država na trgu kapitala nastopa individualno ter neodvisno od drugih držav. Torej visok javni dolg v eni državi članici ter s tem višji donos državne obveznice ne pomeni tudi višje cene obveznice druge države istega denarnega območja.

Grauwe nadaljuje in pravi, da v primeru, da država izda državne obveznice denominirane v domači valuti, bo obrestna mera, ki jo bo morala država plačati, odražala tveganje, sestavljenega iz dveh komponent. Prvič, tveganje nezmožnosti plačila in drugič, tveganje, da bo država devalvirala vrednost valute v prihodnosti. Če država izda preveč obveznic, tveganje za devalvacijo naraste, kar pa tudi dvigne obrestno mero, po kateri mora država

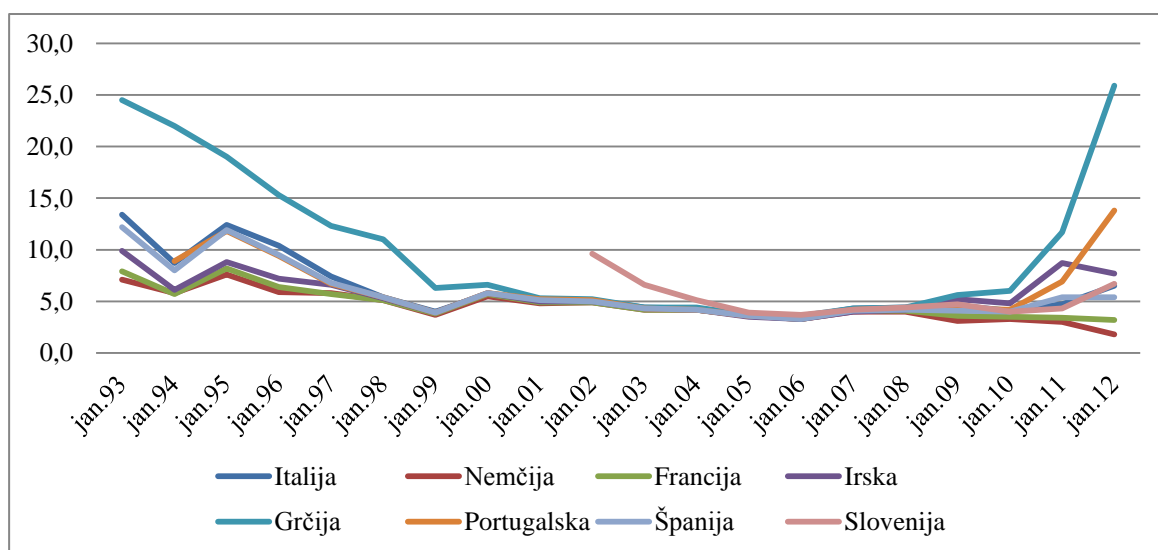
izdajati nove obveznice. Torej je oblast s strani trga z izdajanjem prekomernega dolga hitro kaznovana.

Ta mehanizem je šibkejši v denarni uniji, saj države članice izdajajo državne obveznice v valuti, na katero pa z devalvacijo ne morejo vplivati. Kot posledica, so imetniki obveznic prikrajšani za tveganje v primeru devalvacije valute, hkrati pa se države članice lažje prekomerno zadolžujejo, saj obrestne mere na izdani dolg rastejo počasneje. Torej je pri zadolževanju držav članic v denarni uniji prisotno le tveganje v primeru, da država ne bi bila sposobna vračati posojila, medtem ko tveganje za devalvacijo valute ni prisotno. Poleg tega je država članica tudi zaščitena s strani ostalih držav članic, ki v primeru prekomernega dolga s kupovanjem njunih obveznic ščitijo prezadolženo državo in tako zmanjšujejo pritisk trga. Problem moralnega hazarda je očiten, saj brez vzajemnega nadzora denarna unija vodi k prekomernemu zadolževanju držav članic (Grauwe, 2007, str. 229).

Gros (2011) sicer navaja, da je tveganje neplačila obveznosti v državah zunaj evro območja zanemarljivo. To je mogoče pripisovati dejstvu, da država, ki ima svojo lastno valuto ter v tej valuti izdaja dolžniške papirje, nikoli ne doživi popolnega bankrota, saj vedno lahko natisne denar in se tako izogne nezmožnosti plačila obveznosti. Investitorji se po eni strani zavedajo tveganja inflacije, vendar pa je po drugi strani tveganje za nezmožnost plačila obveznosti zanemarljivo.

Poglejmo si (Slika 1) gibanje obrestne mere za 10-letne državne obveznice izbranih evrskih držav (Italija, Grčija, Nemčija, Portugalska, Francija, Španija, Irska in Slovenija).

Slika 1: Grafični prikaz gibanja obrestne mere 10-letnih državnih obveznic (v obdobju 1993–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

V območju evra so se v začetku leta 2010 ponovno pojavile napetosti na finančnem trgu, posebno na trgu državnih obveznic. Investitorji so bili vse bolj zaskrbljeni glede vzdržnosti javnih financ v nekaterih državah članicah. Posledično so se premije za desetletne državne obveznice v nekaterih državah članicah evro območja močno povečale. Napetost na finančnih trgih so ponovno eskalirale avgusta 2011, ko se je dolžniška kriza razširila do takrat še na neproblematične članice evro območja, še posebno Španijo in Italijo. Pričakovan donos na desetletne državne obveznice se je ponovno močno povečal in je v večini držav evro območja dosegel rekordne višine.

Iz Slike 1 je tako razvidno, da se je maja 2010 zahtevani donos na desetletne državne obveznice povečal na Irskem, Portugalskem in v Grčiji. Vse omenjene države so bile posledično deležne mednarodne denarne pomoči s strani IMF in sklada EFSF. Obrestna mera ostalih držav članic v letu 2010 ni bila tako volatilna. Drugo zaostrovanje dolžniške krize je sledilo konec julija in v začetku avgusta 2011, ko se je prezadolženost resno razširila tudi na nekatere ostale države evro območja, še posebno Španijo in Italijo. Pričakovan donos na desetletne državne obveznice se je v večini držav evro območja povzpел v višave. Tako se je premija za tveganje nezmožnosti poplačila obveznosti poleg Grčije, Irske in Portugalske dvignila še Španiji, Italiji in Sloveniji, v manjši meri pa Franciji in Nemčiji.

3.3.1 Bonitetne agencije

Na bonitetne agencije smo postali bolj pozorni šele v času aktualne finančne krize, saj jim marsikdo pripisuje glavno krivdo za njen nastanek. Enakega mnenja je tudi Grauwe (2010, str. 90), ko pravi, da so prav bonitetne agencije osrednji krivci destabilizacije finančnih trgov, ki niso bile sposobne predvideti prihajajoče krize. Po njenem izbruhu pa so razsežnosti krize le še podpihovale, kar je skladno z njihovim svetovnim vplivom krizo le še stopnjevalo.

O njihovem vplivu in moči nam veliko pove komentar kolumnista New York Timesa Thomasa Friedmana, ko je že leta 1996 dejal, da sta na svetu dve velesili, in sicer ZDA in bonitetna agencija Moody's Investor Service (v nadaljevanju Moody's) in da včasih ne ve, katera je močnejša. Torej so že takrat bonitetne agencije začele širiti svoja krila tudi na področje »eksotičnih« finančnih instrumentov, ki so temu poslu dajali neko vrsto magičnosti. Agencije so čarobno spremenile tvegane hipotekarne kredite v take kredite, ki so bili zanimivi in primerni tudi za investitorje, ki ne vedo ničesar o posojilih (Oblak, 2010, str. 43). Zgodovinsko gledano je sicer moč bonitetnih agencij začela naraščati v 30-ih letih 20. stoletja. Njihovi predhodniki so izdajali bonitetne ocene bank, na podlagi česar so zvezni regulatorji ocenjevali zanesljivost njihovih obveznic. Tako so si bonitetne agencije skozi zgodovino z ocenjevanjem velikega števila finančnih instrumentov ustvarile velik ugled, kar jih še danes dela »kredibilne« (Roubini & Mihm, 2010, str. 196).

Osnovna ocena, ki jo agencije podajajo, je ocena kreditnega tveganja. Ocene odražajo relativna mnenja bonitetnih agencij o zanesljivosti kreditojemalca (zaupanju) o njegovem kreditnem tveganju. Torej je najpomembnejši faktor pri ocenjevanju zaupanja (vrednosti) prav verjetnost nezmožnosti plačila obveznosti oziroma bankrota (Standard and Poor's, 2012). Z drugimi besedami, kot navaja Oblak (2010, str. 44), je to relativna ocena o tveganju, da potencialni dolžnik dolga v določenem roku ne bo sposoben poplačati. Z oceno agencija sporoča investitorjem svoje mnenje, da je naložba bolj ali manj tvegana v primerjavi z drugimi naložbami iste vrste. Mnenje naj bi bilo tako neodvisno, nepristransko in oblikovano na podlagi podrobne analize relevantnih podatkov o naložbi oziroma dolžniku.

Bonitetne agencije so neke vrste zibelke informacij. Ker je na finančnih trgih prišlo do strukturnih sprememb, kar pomeni, da se je število udeležencev in anonimnost le-teh povečala, investicijske strategije pa so postale vse bolj kompleksne in raznovrstne (listinjenje), ocene služijo kot pomoč pri zmanjšanju asimetrije informacij. Torej, če bi bil trg popoln, bonitetnih agencij kot takih sploh ne bi potrebovali. Ocene ustvarjajo vrednost z zmanjševanjem stroškov investitorjev pri pridobivanju informacij o trgu in s povečevanjem učinkovitosti in transparentnosti finančnih trgov. Kreditno razmerje je ustvarjeno na načelu principal-agent; v procesu odobritve kredita ima izdajatelj dolga (agent) običajno več informacij ali skrite informacije, ki jih vlagatelj (principal) nima. Ker vlagatelji ne zaupajo informacijam izdajatelja dolga, zahtevajo premijo za svoje tveganje, kar poveča stroške posla (poveča se obrestna mera, ki jo mora izdajatelj plačati). Ocena vpliva na stroške zadolževanja. Ti bodo najnižji za imetnike najvišjih ocen (»AAA«) in se bodo povečevali z znižanjem le-te. Nižja ocena označuje višjo stopnjo kreditnega tveganja (Oblak, 2012, str. 44).

Danes so najpomembnejše zasebne bonitetne hiše Standard & Poor's, Moody's in Fitch Ratings, ki kopičijo ogromno moč¹⁴ s tem, da pripisujejo ocene (angl. *ratings*) vsemu, od hipotekarnih posojil, korporacijskih obveznic do dolgovom tujih držav. Z večjim številom bonitetnih agencij bi se konkurenca med njimi prav gotovo okrepila, vendar pa bi to hkrati pomenilo, da bi bile agencije pod pritiskom dajanja visokih ocen, da bi z njimi pritegnile stranke. Torej bi se kredibilnost ocen lahko precej zmanjšala. Po drugi strani pa je izbruh

¹⁴ Agencije so uvedle nov poslovni model in svoje storitve začele izračunavati izdajateljem obveznic in ne vlagateljem kot poprej. Tovrstna ureditev je ustvarila enormno velik konflikt interesov. Banke so pri izdajanju obveznic kot v prodajalni obiskovale agencije in našle tisto, ki je podelila največje bonitete. Torej so bile bonitetne hiše vedno bolj zainteresirane dati strankam tisto, kar so želele – oceno »AAA« (Roubini & Mihm, 2010, str. 196–199).

finančne krize leta 2008 pokazal, da je tudi kredibilnost obstoječih bonitetnih hiš zelo vprašljiva.

V nadaljevanju (Tabela 8) si bomo ogledali bonitetne ocene bonitetne hiše Standard & Poor's, ki je februarja 2012 za države članice evro območja podala naslednje ocene.

Tabela 8: Bonitetna ocena držav članic EMU, februar 2012

Država	Bonitetna ocena*
Belgija	AA
Nemčija	AAA
Estonija	AA-
Irska	BBB+
Grčija	SD
Španija	A
Francija	AA+
Italija	BBB+
Ciper	BB+
Luksemburg	AAA
Malta	A-
Nizozemska	AAA
Avstrija	AA+
Portugalska	BB
Slovenija	A+
Slovaška	A
Finska	AAA

Legenda: * »AAA« – izjemna sposobnost poravnavanja finančnih obveznosti (najvišja ocena); »AA« – zelo močna sposobnost poravnavanja finančnih obveznosti; »A« – močna sposobnost poravnavanja finančnih obveznosti z možnostjo nagnjenosti k oteženim ekonomskim pogojem; »BBB« – primerna sposobnost poravnavanja finančnih obveznosti s podvrženostjo oteženim ekonomskim pogojem; »BBB-« – najnižja ocena sposobnosti investiranja razumljena s strani udeležencev na trgu; »BB+« – najvišja špekulativna ocena razumljena s strani udeležencev na trgu; »BB« – sicer manj ranljiv, vendar soočen z resnimi nevarnostmi oteženih ekonomskih pogojev; »B« – bolj ranljiv pri soočanju z oteženimi ekonomskimi pogoji, vendar trenutno še poravnava finančne obveznosti; »CCC« – trenutno ranljiv in odvisen od ugodnega poslovnega, finančnega in gospodarskega okolja pri poravnavi finančnih obveznosti; »CC« – trenutno močno ranljiv; »C« – trenutno izredno ranljiv z ostalimi omejenimi okoliščinami; »D« – nezmožnost poravnati finančne obveznosti (bankrot); pri ocenah dodatek (+) ali (-) kaže relativno pozicijo znotraj splošnih znakov kreditnih ocen (Standard & Poor's, 2012a).

Vir: Standard & Poor's, Sovereign Rating List, 2012b.

Agencija je najvišjo oceno pripisala Nemčiji, Luksemburgu, Nizozemski in Finski, medtem ko so Portugalska, Ciper, Italija in Irska dobile najnižje ocene. Iz tega konteksta je

bila izvzeta Grčija, ki ji bonitetna hiša pripisuje nezmožnost poravnave svojih obveznosti, kar z drugimi besedami pomeni, da je država zrela za bankrot (angl. *default*). Slovenija z oceno »A+« se nekako uvršča ob bok državam, kot sta Slovaška in Španija, ki sta prejeli oceno »A«.

Kot ugotovljeno, ocena bonitetnih agencij vpliva na višino zahtevane premije s strani mednarodnih vlagateljev. Če je prisotno večje nezaupanje, potem je tudi obrestna mera, ki jo mora plačati izdajatelj obveznice višja, kot če je zaupanje močnejše. To posledično pomeni, da so stroški zadolževanja višji. V primeru, da so ti stroški previsoki obstoji velika nevarnost, da država zaide v t.i. dolžniško spiralo.

Prezadolženost evropskih držav ustvarja napetosti na finančnih trgih. Poleg tega pa dodatno napetost ustvarjajo situacije, ko evropska politika v kratkem času ni sposobna sprejeti oziroma se dogovoriti o strožjih fiskalnih pravilih (na primer Fiskalni pakt). V luči tega počasnega odzivanja na krizo in iskanja soglasij med državami članicami je bonitetna agencija Moody's (2012b) februarja 2012 objavila negativno oceno devetih evropskih držav, med njimi tudi Slovenije. Ocena posamezne države odraža pričakovano rast finančnega in makroekonomskega tveganja, ki izhajajo iz krize evro območja. Ocene tveganja zadolženosti in obetov so sledeči:

- Avstrija: ocena AAA z negativnimi obeti;
- Francija: ocena AAA z negativnimi obeti;
- Italija: znižanje ocene na A3 iz A2 z negativnimi obeti;
- Malta: znižanje ocene na A3 iz A2 z negativnimi obeti;
- Portugalska: znižanje ocene na Ba3 iz Ba2 z negativnimi obeti;
- Slovaška: znižanje ocene na A2 iz A1 z negativnimi obeti;
- Slovenija: znižanje ocene na A2 iz A1 z negativnimi obeti;
- Španija: znižanje ocene na A3 iz A1 z negativnimi obeti;
- Velika Britanija: ocena AAA z negativnimi obeti.

Znižanje bonitetne ocene Italiji, Malti, Portugalski, Slovaški, Sloveniji in Španiji je odraz omejitev in izpostavljenosti teh držav. Prav tako so obeti za prihodnja četrtletja negativni z nadaljevanjem negotovosti in zniževanjem zaupanja v finančni sektor. Bonitetna agencija je znižala prihodnje obete Avstriji, Franciji in Veliki Britaniji. Te države ne beležijo najboljšega javnofinančnega stanja, poleg tega pa se soočajo s težavami, ki izhajajo iz splošnega negativnega gospodarskega in finančnega okolja. Bonitetne ocene ostalih evropskih držav Danske (AAA), Finske (AAA), Nemčije (AAA), Luksemburga (AAA), Nizozemske (AAA), Švedske (AAA), Belgije (AA3), Estonije (A1) in Irske (BA1) pa so v trenutni situaciji primerne. Ponoven pregled Cipra (BAA3) je v procesu, medtem ko obeti v Grčiji (CA) vse do potrditve restrukturiranja dolga, ostajajo enaki (Moody's, 2012b).

3.4 Ilustrativni pregled gospodarskega stanja in ocena tveganja izbranih držav

Šibko okrevanje globalnega gospodarstva po izbruhu svetovne gospodarske krize je bilo posledica resnega porasta cen dobrin in predvsem povečane negotovosti glede rešitve dolžniške krize v območju evra. Gospodarska rast se je po močnem padcu v letu 2009 začela krepiti, vendar se je stanje na mednarodnih finančnih trgih kljub sprva pozitivnim obetom zopet zaostriilo. V ospredje je stopila dolžniška kriza v območju evra, ki se je konec leta 2011 zaradi dogodkov v juliju in avgustu ponovno okrepila. Veliko skrbi je povzročilo ponovno ohlajanje evropskega gospodarstva, saj so se stroški financiranja dolga močno povečali, kar pa je začelo spodbikavati njegovo vzdržnost. Sredi novembra 2011 so se z dodatnimi ukrepi predvsem v ranljivih državah finančni trgi nekoliko pomirili, tako da se je situacija stabilizirala. Posledično so se tudi ocene dolžniških papirjev posameznih držav članic znižali, kar je znižalo stroške financiranja dolga (European Commission, 2012).

Napetosti na finančnih trgih močno vplivajo na bančni sistem. Oteženo zadolževanje bank močno vpliva na njihovo ponudbo denarja in posledično kreditiranja gospodarstva. ECB je z ukrepom decembra 2011 in februarja 2012 zagotovila likvidnost, ki je prinesel precejšnje olajšanje, saj je bankam prinesel denar z daljšim rokom dospelosti. Še naprej pa nefunkcionalno ostaja medbančno poslovanje, ki se je sicer z dodatno likvidnostjo nekoliko sprostilo, vendar še vedno ostaja zelo omejeno. Tako se v letu 2012 napoveduje ponovna stagnacija, z možnostjo ponovne recesije. Države sicer poskušajo zniževati svoje proračunske primanjkljaje, vendar je to na kratek rok zelo težko. Dejstvo je, da ob izbruhu krize začnejo delovati avtomatični stabilizatorji, ki na eni strani povečujejo javnofinančne odhodke (izdatke za socialno varnost) in na drugi strani zaradi upada gospodarske aktivnosti zmanjšujejo javnofinančne prihodke. Povečevanje javnega dolga je neizogibna posledica, ki gospodarsko sliko le še poslabšuje (European Commission, 2012).

Damijan (2012, str. 2) denimo posebno omenja Grčijo, ki je že leta 1998, ko so se države EU odločale o članstvu v EMU, bilo povsem jasno, da njen makroekonomski model ni vzdržen. Grški proračunski primanjkljaj v devetdesetih letih nikoli ni upadel pod 3 % BDP. Grčiji so tako vstop v evro območje odložili za dve leti, na leto 2001. Toda ob koncu leta 2000 je bil grški proračunski primanjkljaj 3,8 % BDP, medtem ko je bil povprečen primanjkljaj držav evrskega območja v istem času 0,1 % BDP. Ob vstopu na območje evra je bil grški javni dolg že 108,9 % BDP, kar je skoraj dvakrat več od maastrichtskega kriterija. To je preprosto pomenilo, da Grčija v desetletju pred vstopom na evrsko območje ni bila makroekonomsko uravnotežena. Njen »poslovni model« je bil nevdzdržen. Z drugimi besedami to pomeni, da je Grčija celo desetletje prej javno porabila mnogo več, kot je bila sposobna pobrati davkov. Po vstopu na območje evra pa je prakso ne samo nadaljevala, ampak jo je celo pospešila. Že v letu 2001 se je proračunski primanjkljaj povečal na 4,5 %, nato pa vsako leto pridelal v povprečju še 0,5 % točke. V predkriznem letu 2007 je bil

grški proračunski primanjkljaj že 6,8 % BDP, strukturni primanjkljaj, očiščen konjunktornih gibanj pa kar 8,1 % BDP.

V nadaljevanju si bomo ilustrativno pogledali gospodarska stanja v nekaterih evrskih državah. Gre za države skupine PIIGS (Portugalska, Irska, Italija, Grčija, Španija), Nemčijo, Francijo in Slovenijo. Poleg tega bomo pri vsaki državi članici grafično prikazali breme zadolževanja – premija za 10-letne državne obveznice, ki zaradi stroškov financiranja dolga najbolj nazorno pokažejo resnost težav, s katerimi se soočajo posamezne države članice in tveganost za morebitno nezmožnost plačila svojih obveznosti.

3.4.1 Italija

Komisija (European Commission, 2011b) v spomladanski napovedi 2011 navaja, da je Italija med letoma 2008 in 2009 zabeležila resen padec BDP. Situacija se je s pomočjo povečanega tujega povpraševanja in posledično okrepljenega izvoza dobrin, manj pa storitev, nekoliko izboljšala. Pričakuje se, da bo izvoz tudi v naslednjih letih glavna gonilna sila gospodarstva, vendar bo okrevanje gospodarstva počasnejše od povprečja v uniji. Čeprav se gospodarstvo vedno bolj obrača k hitro rastočim gospodarstvom, pa je država še vedno najbolj odvisna od evro partnerjev. Rast energentov je v letu 2010 povzročila dvig inflacije, izboljšalo se je stanje javnih financ, ki so v kriznih letih beležile močan upad. Proračunski deficit bo v naslednjih letih, zahvaljujoč večletnemu paketu konsolidacije, upadal. Javni dolg je v letu 2010 narasel na 119 % BDP. Kljub temu, da se v letu 2012 zaradi povečanja primarnega presežka predvideva postopno zmanjševanje javnega dolga, problem še vedno predstavlja učinek snežne kepe, torej vpliv razlike med implicitno obrestno mero, ki se plačuje na dolg in nominalno rastjo BDP.

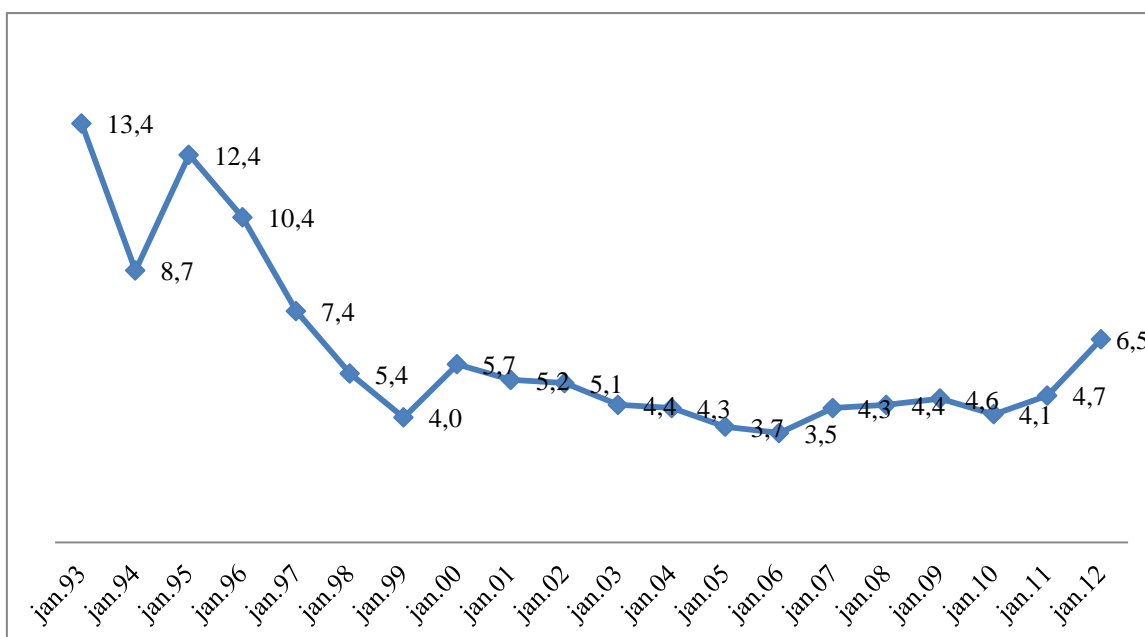
Italija je v drugi polovici leta 2011 ponovno zabeležila padec gospodarske aktivnosti. Sooča se z resnimi težavami na trgu kapitala (dolžniški trgi), poleg tega pa kreditiranje privatnega sektorja zastaja. Vse to negativno vpliva na potrošniško zaupanje in padec agregatnega povpraševanja. Tako je vlada decembra 2011 odobrila 30 milijardni paket fiskalnih in strukturnih ukrepov, 20 milijard je bilo naslovljenih za zmanjšanje deficita, 10 milijard pa uporabljenih za zagotavljanje ukrepov spodbujanja rasti. Glavni elementi paketov vključujejo znatne ukrepe za zmanjšanje stroškov pokojninske blagajne, obdavčenje lastniških nepremičnin in povečevanje stopnje DDV (European Central Bank, 2011b, str. 96).

Negativni trendi poslabšujejo gibanje gospodarske aktivnosti tudi v letu 2012. V prvi polovici leta se tako pričakuje nadaljnje krčenje italijanskega gospodarstva. Stabilizacija ekonomske aktivnosti se napoveduje šele v drugi polovici leta 2012, skrčenje gospodarstva pa naj bi na letni ravni znašalo okoli 1,3 % BDP (European Commission, 2012).

Roubini in Mihm (2010, str. 286) opozarjata, da največ skrbi povzroča prav višina javnega dolga, saj je ta tako velik, da ga z začasnim mehanizmom EFSF ne bi bilo mogoče reševati. Italija je prevelika, da bi jo bilo mogoče rešiti, zato si voditelji EU močno prizadevajo, da do tako negativnega scenarija ne bi prišlo.

V nadaljevanju (Slika 2) si pogledjmo gibanje nominalne obrestne mere za 10-letne italijanske obveznice med leti 1993 in 2012.

Slika 2: Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne italijanske obveznice (v obdobju 1993–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

Iz Slike 2 je mogoče razbrati, da se nominalni stroški financiranja dolga oziroma stroški zadolževanja od vstopa Italije v EMU gibljejo med 4 in 5 %. Pričakovan donos na državne obveznice se je v prvem tednu avgusta 2011, po prvem izbruhu dolžniške krize maja 2010, močno povečal in je v večini držav evro območja dosegel rekordne višine. Dolžniška kriza, ki je do takrat ogrožala le Grčijo, Irsko in Portugalsko, se je resno razširila tudi na Španijo in Italijo. Po podatkih ECB (European Central Bank, 2012a) so zahtevane obresti s strani mednarodnih investitorjev novembra 2011 celo presegle kritično mejo 7 %. Voditelji evrskih držav so v začetku decembra 2011 sprejeli dogovor, ki je pomenil pomemben korak k zagotavljanju fiskalne discipline, ker je nekoliko pomirilo finančne trge. Decembra 2011 se je tako tveganje znižalo pod 7 %, marca 2012 pa se je to ustalilo na ravni okoli 5 %.

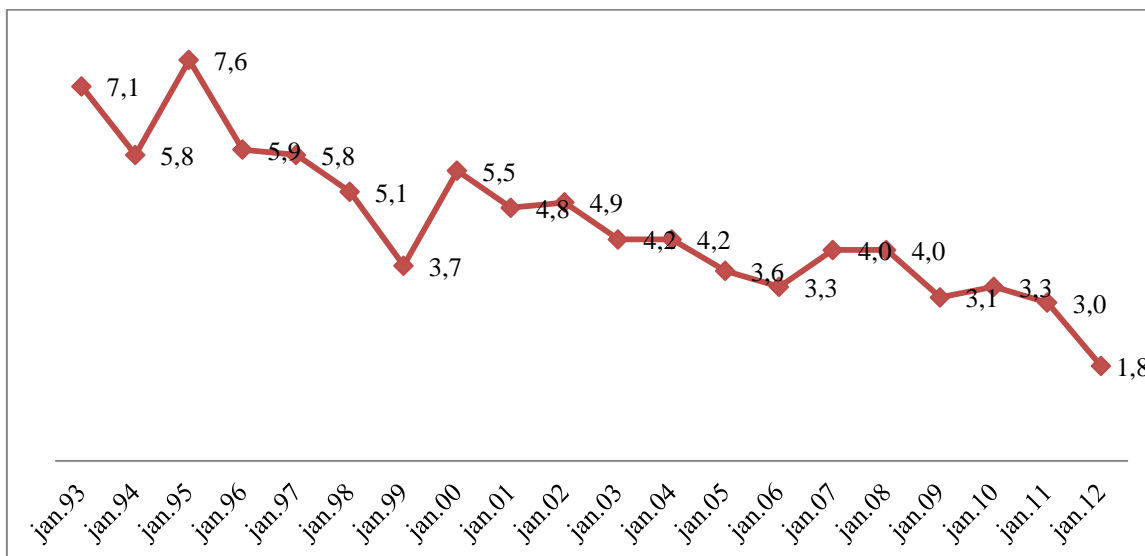
3.4.2 Nemčija

V skladu z jesensko napovedjo Komisije (European Commission, 2011d, str. 94–97) je bila nemška gospodarska rast v letu 2010 izjemna, kar pa v letu 2011 ne bo mogoče ponoviti. Domače povpraševanje je ostalo razmeroma na visoki ravni, vendar pa bo povpraševanje v tujini v naslednjem letu upadlo. Lahko se zgodi, da bo rast celo negativna. Vzrok leži predvsem v ohlajanju ekonomij vseh večji trgovinskih partneric. Gospodarska rast bo tako v letu 2012 predvidoma nizka. Glavna gonilna sila rasti bo domače povpraševanje, rast izvoza pa se bo upočasnila. Nemčija v države z evrsko valuto izvozi kar 40 % svojih dobrin, v trgovinske partnerice znotraj EU pa celo 60 %. Prav zaradi slabih gospodarskih obetov v omenjenem območju tudi v Nemčiji kot gonilni sili ni mogoče pričakovati boljših gospodarskih dosežkov.

Gospodarska rast se je v letu 2011 nadaljevala in je znašala 3 % BDP. H krejitvi gospodarske aktivnosti je pripomoglo zlasti domače povpraševanje (2,1 odstotne točke). Kot posledica ugodnih gospodarskih gibanj, ki so omogočali boljše in hitrejše polnjenje davčne blagajne, se je proračunski primanjkljaj v letu 2011 zmanjšal na 1,3 % BDP, čeprav so bile še pomladi napovedi o 2 % primanjkljaju. Ohlajanje gospodarstva in izvozne aktivnosti je bilo zaradi slabega mednarodnega okolja mogoče zaznati v drugi polovici leta 2011. Zaradi slabega makroekonomskega stanja najpomembnejših trgovinskih partneric Nemčija v letu 2012 pričakuje zgolj 0,6 % rast BDP. Deficit bo sicer tudi v letu 2012 in 2013 upadal, vendar s počasnim, zmernim tempom. Tako se v letu 2012 ocenjuje, da bo primanjkljaj znašal 1,0 %, v letu 2013 pa 0,7 % BDP. Predvideva se, da bo strukturni deficit, ki je leta 2011 znašal 1,3 % BDP, v letu 2013 upadel na 0,4 % BDP. Enako se pričakuje tudi padeč javnega dolga, in sicer v letu 2012 za 1,5 odstotne točke na 81,7 % BDP, v letu 2013 bo javni dolg padel pod 80 % BDP, do leta 2015 pa na okoli 75 % BDP. V dolgu so upoštevane tudi garancije za sklad EFSF, bilateralna posojila Grčiji in participacija s kapitalom v stalni mehanizem za finančno stabilnost (angl. *European Stability Mechanism*) (v nadaljevanju ESM) (European Central Bank, 2011b; European Commission, 2012).

Strošek zadolževanja (Slika 3) se je za Nemčijo po vstopu v EMU praviloma zmanjševal. Še posebno so zanimivi podatki zadnjih let, ko je večino držav EMU finančna kriza zelo prizadela, kar se je neizbežno odrazilo v dvigu obrestnih mer. Nasprotno se je v Nemčiji zgodilo ravno obratno, saj je strošek financiranja dolga zaradi odličnih makroekonomskih kazalcev in relativno pozitivnih obetov upadel na zgodovinsko nizko raven. V letu 2012 se je ta ustalil na ravni 1,8 %. Tako Nemčijo štejemo kot eno izmed pozitivnih izjem dolžniške zgodbe (European Central Bank, 2012a).

Slika 3: Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne nemške obveznice (v obdobju 1993–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

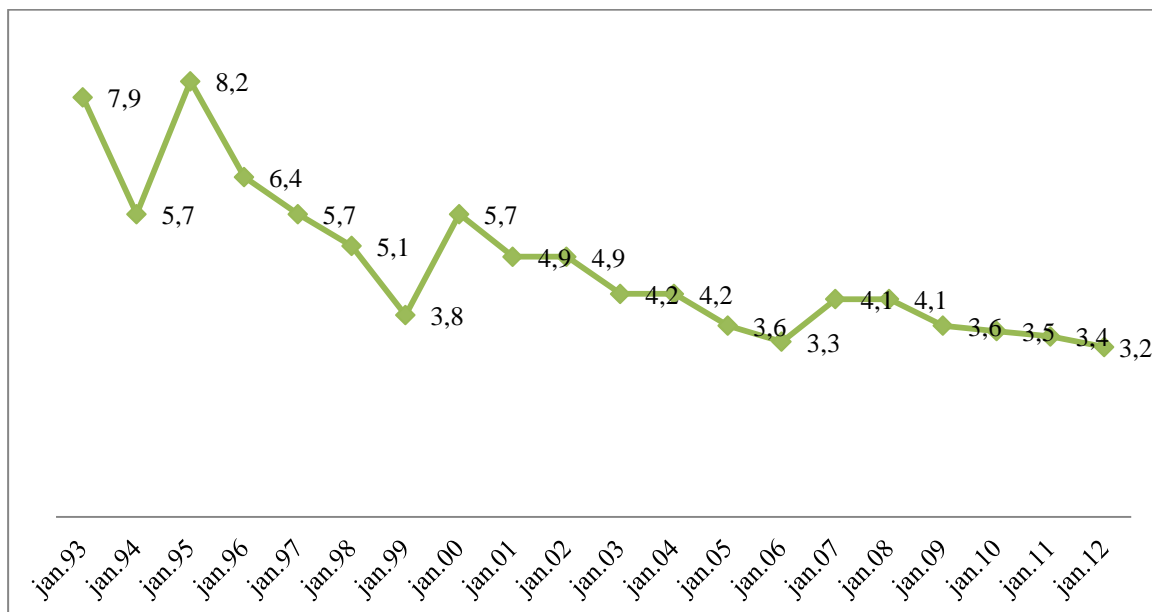
3.4.3 Francija

Gospodarsko stanje v Franciji je kljub nenehnim primerjavam z Nemčijo (nemško-francoski vlak) ostalo v slabši kondiciji. Gospodarska rast je leta 2010 znašala 1,5 % BDP, leta 2011 pa 1,7 % BDP. Domače povpraševanje je bilo zmerno, obseg investicij se je zaradi pospešene prodaje avtomobilov povečal, vendar se to povečanje pričakuje zgolj začasno. Neto izvoz se je sicer krepil, vendar so bile investicije na letni ravni precej skromne (European Central Bank, 2011b, str. 96).

Novembra 2011 je bil sprejet nov sveženj varčevalnih ukrepov, ki bodo v skladu s programom stabilnosti pripomogli pri konsolidaciji javnih financ v letih 2012 in 2013. Čeprav nov sveženj temelji na ukrepih povečevanja dohodka, pa vsebuje pomembne odhodkovne ukrepe. Te predstavljajo zniževanje izdatkov za zdravstvo, povečevanje upokojitvene meje s 60 let na 62 let. Nizka rast BDP se v letu 2012 pričakuje okoli 0,4 % in je posledica padca splošnega zaupanja v evro območju, padca zaposlenosti in vpliva fiskalne konsolidacije (European Commission, 2012).

Stroški zadolževanja (Slika 4) so se v Franciji od vstopa v EMU, podobno kot v Nemčiji, praviloma vseskozi zniževali. V primerjavi z omenjeno državo so stroški zadolževanja še vedno višji za več kot 100 bazičnih točk. Rahel dvig je bil prisoten leta 2007, vendar pa je krivulja stroškov zadolževanja od leta 2008 naprej vztrajno padala. Po podatkih ECB (European Central Bank, 2012a) je zahtevana donosnost s strani mednarodnih investitorjev novembra 2011 s 3,5 % poskočila za okoli 50 bazičnih točk na 4 %, vendar se je stanje decembra začelo umirjati. Marca 2012 so tako obresti znašale le še 2,95 %.

Slika 4: Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne francoske obveznice
(v obdobju 1993–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

3.4.4 Irska

Kriza je nastopila s korekcijo na trgu nepremičnin in širjenjem na ostale dele ekonomije, kar se je odražalo v močnem upadu zaposlenosti in BDP. Kriza je prizadela zlasti bančni sektor. Prvi stresni test je pokazal, da bančni sektor potrebuje 24 milijard evrov pomoči, od tega naj bi iz javnih virov zagotovili 19 milijard. Vse skupaj naj bi javni sektor bančnemu sektorju zagotovil 65 milijard evrov oziroma 42 % BDP. Tako je ekonomska kriza razkrila velik strukturni deficit, ki je v letu 2010 zrasel za rekordno vrednost preko 30 % točk BDP.

V letu 2012 se predvideva umirjanje primanjkljaja na 8,8 % BDP. Gromozansko povečanje javnega dolga z 66 % v letu 2009 na 96 % v letu 2010 odseva močno povečanje primarnega deficita, vključevši načrt reševanja bančnega sektorja, povečano odplačevanje stroškov obresti in nominalni padec BDP. V letu 2011 se predvideva povečanje javnega dolga na 112 % BDP, kar vključuje finančno injekcijo v bančni sektor v višini 19 milijard evrov (12 % BDP) (European Commission, 2011b).

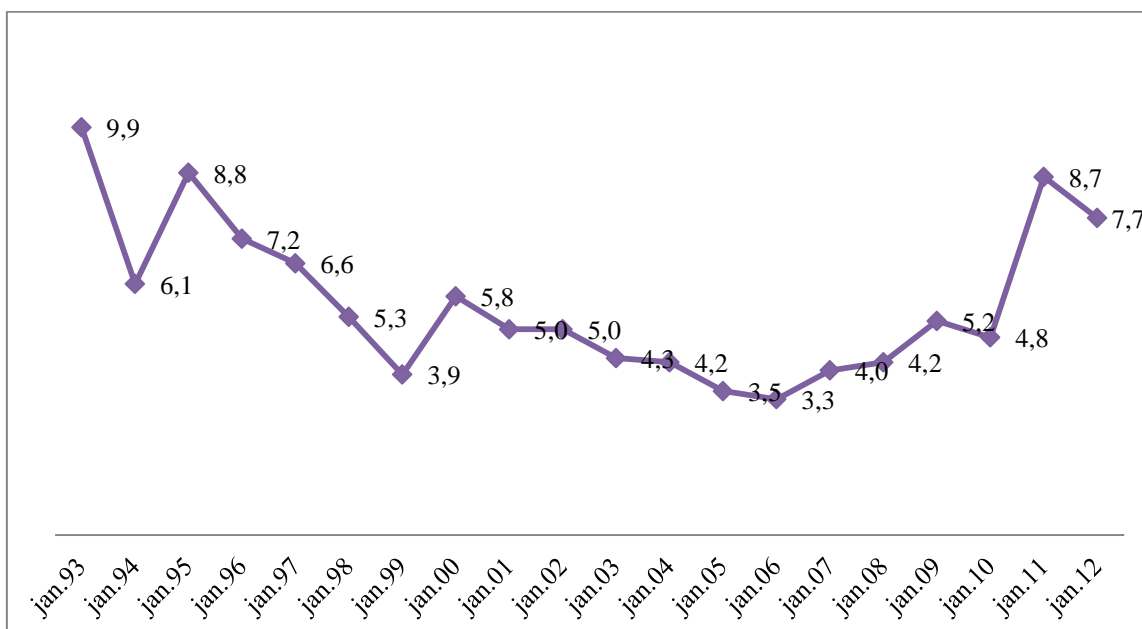
Na Irskem je pregled programa finančne pomoči iz decembra 2010, ki je bil dodeljen s strani EU in IMF, pokazal, da vlada sledi zastavljenim ciljem. Vlada je ostala zavezana sprejemati vse potrebne ukrepe za zagotovitev ciljev programa in tako do leta 2015 znižati javnofinančni primanjkljaj pod 3 % BDP. V srednjeročnem fiskalnem programu 2012–2015 vlada predvideva na strani odhodkov krčiti javne izdatke, na strani prihodkov pa so

ukrepi osredotočeni na posredne in kapitalske davke (European Central Bank, 2011b, str. 97).

Irska se je vrnila na pot zmerne gospodarske rasti, ki je v letu 2011 znašala 0,9 % BDP, medtem ko se je gospodarstvo med letoma 2008 in 2010 skrčilo za 10 % BDP. Okrepil se je izvoz, domače povpraševanje pa je zaradi fiskalne konsolidacije ostalo precej šibko. Za leto 2012 se pričakuje upočasnitev izvozne aktivnosti, gospodarska rast bo znašala okoli 0,5 % BDP (European Commission, 2012).

V nadaljevanju (Slika 5) si bomo pogledali gibanje nominalne obrestne mere za 10-letne irske obveznice.

Slika 5: Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne irske obveznice (v obdobju 1993–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

Iz Slike 5 je razvidno, da je bila zahtevana obrestna mera v začetku vstopa Irske v EMU blizu 6 %, vendar se je nato do leta 2007 vseskozi zmanjševala, vse do 3,3 %, ko so se v 2007 na finančnih trgih začeli pojavljati prvi znaki prihajajoče finančne krize. Posledično se je tudi zahtevana donosnost pričela povečevati in je po podatkih ECB (European Central Bank, 2012a) vrhunec dosegla julija 2011, ko je ta povprečno znašala 12,45 %. V naslednjih mesecih se je obrestna mera znižala in se je tako marca 2012 ustalila pod kritično mejo 7 %, to je 6,90 %.

3.4.5 Grčija

EU je maja 2010 na podlagi prošnje Grčije sprožila mehanizem finančne pomoči. Program ekonomske pomoči je temeljil na realni oceni tveganja finančne stabilnosti evro območja in je bil pripravljen med predstavniki Grške oblasti in Komisije, poleg sta sodelovala tudi ECB in IMF (European Commission, 2010a, str. 30).

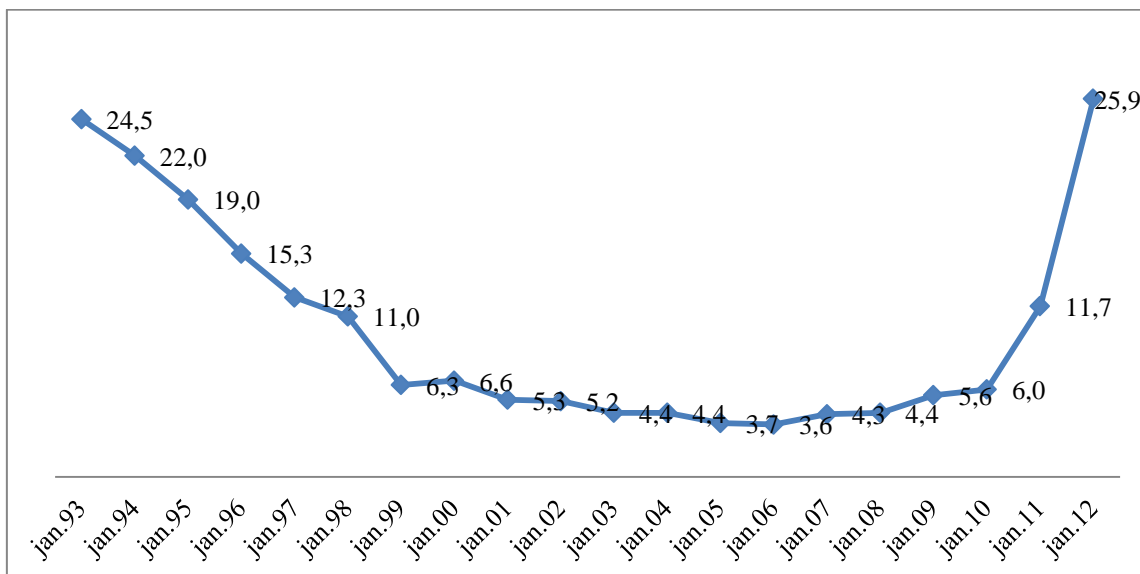
Grčija je skladno z veliko fiskalno krizo sprejela širok načrt fiskalne konsolidacije, s primarnim ciljem izboljšanja konkurenčnosti. Poleg tega mora država za doseg ciljev sprejeti vrsto strukturnih reform, ki bi lahko v letu 2013 ponovno zagnale gospodarsko rast. Problem ostaja fiskalna konsolidacija (varčevanje), ki zmanjšuje oziroma duši domače povpraševanje, kar povečuje stopnjo brezposelnosti. Le-ta se predvideva, da bo v letu 2012 znašala okoli 15 %. Problem ostaja tudi močan inflatorni pritisk, dvig DDV-ja in trošarin. Pomembne so strukturne reforme, katerih cilj je izboljšati ponudbeno stran ekonomije in izboljšati konkurenčnost. Implementacija omenjenih ukrepov se bo pokazala v potencialni rasti gospodarstva. V letu 2010 je proračunski primanjkljaj znašal 10,5 %, javni dolg pa je v istem obdobju narasel na kar 143 % BDP. Uresničevanje zastavljenih fiskalnih ukrepov bo v prihodnje pomenil močan izziv za državo (European Commission, 2011b).

Poročilo ECB (European Central Bank, 2011b, str. 96) iz decembra 2011 navaja, da v Grčiji srednjeročna fiskalna strategija iz avgusta 2011 ni dosegla ciljnega programa EU in IMF. Nadaljuje se nezadovoljivo pobiranje davkov, odložena in nepopolna implementacija nekaterih ukrepov. Kot odgovor so oblasti sprejele niz konsolidacijskih ukrepov, s katerimi bodo do leta 2015 zmanjšali proračunski primanjkljaj na 3,2 % BDP. Grčija bi sicer morala proračunski primanjkljaj do leta 2014 zmanjšati pod 3 % BDP, vendar so voditelji držav 27. oktobra 2011 za Grčijo sprejeli drug stabilizacijski program, po letu 2014. Za financiranje programa se predvideva dodatna pomoč v višini 130 milijard evrov ter 50 % odpis dolga s strani privatnih lastnikov obveznic. Po predpostavkah implementacije tega strogega programa bo javni dolg Grčije do leta 2020 upadel na 120 % BDP.

Zahtevana donosnost na 10-letne grške obveznice je februarja 2012 dosegla novo rekordno raven (preko 29 %), potem ko so pritiski nekaterih držav, ki želijo zavarovanje svojih prispevkov v okviru dodatnega reševalnega paketa za državo, zamajali zaupanje vlagateljev v novo finančno pomoč državi.

Nominalna obrestna mera (Slika 6) se je ob vstopu Grčije v evrsko območje nahajala v višini dobrih 6 %, vendar se je ta do leta 2007 postopoma zmanjševala. Stroški financiranja dolga so se ponovno začeli povečevati ob izbruhu finančne krize v letu 2007. Po podatkih ECB (European Central Bank, 2012a) je zahtevana donosnost prvič poskočila sredi leta 2010, ko se je ta julija povzpela preko 10 %. Rast obrestne mere se v letu 2011 ni ustavila in je tako konec leta že znašala preko 21 %. Nevarnost dolžniške spirale se je tako uresničila, kar je Grčijo pahnilo še v globlje brezno.

Slika 6: Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne grške obveznice
(v obdobju 1993–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

Grčija se je nedvoumno znašla v težavnih okoliščinah, kar dokazuje tudi dejstvo, da se gospodarska recesija nadaljuje že četrto leto zapored. V skladu z napovedjo iz jeseni 2011 (European Commission, 2011d, str. 105–107) naj bi krčenje gospodarske aktivnosti v letu 2011 znašalo 5,5 % BDP. Dejansko pa se je grška gospodarska aktivnost v letu 2011 skrčila za 6,8 % BDP, kar je precej več od napovedi. Izrazit padec domačega povpraševanja se je izrazil v izgubi dohodka, težkega dostopa privatnemu sektorju do kreditnih linij in zategovanje pasu na trgu dela. Povprečna brezposelnost je novembra 2011 znašala preko 17 %. V letu 2012 se bo brezposelnost še nadalje povečevala. Minimalne plače se bodo v skladu z nacionalnim dogovorom (angl. *National General Collective Agreemen*) znižale za 22 %. Pričakuje se nadaljnji padec gospodarske rasti, ki bo precej višji od napovedane. Namesto 2,8 % BDP bo padec znašal kar 4,3 % BDP.

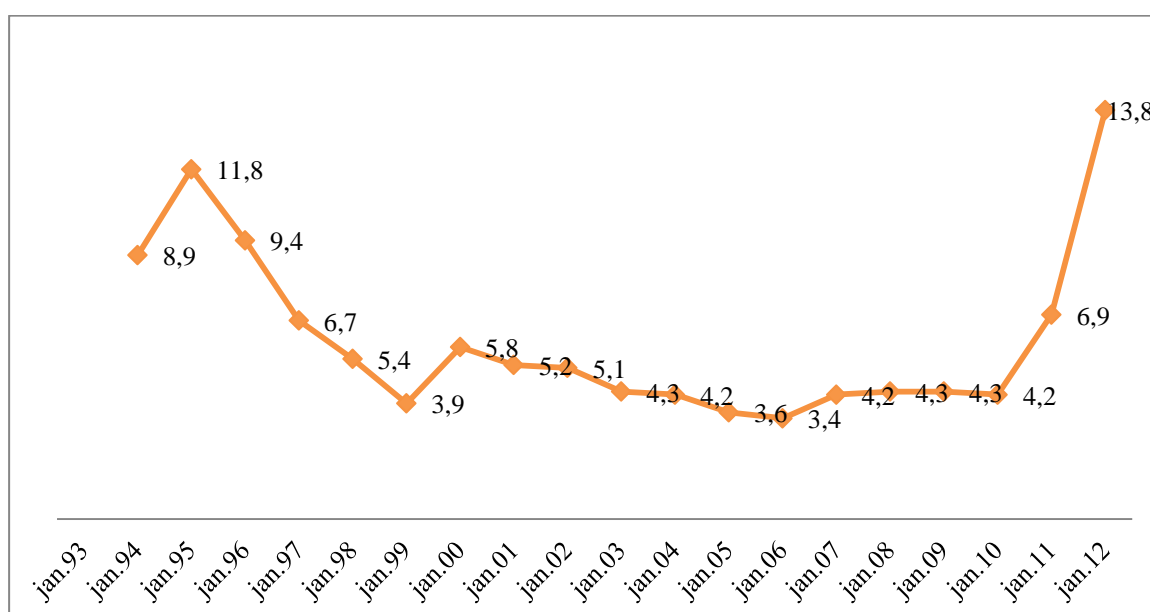
Kljub vsemu je bil napredek v fiskalni prilagoditvi opazen, saj se je proračunski deficit od leta 2009, ko je bil sprejet program fiskalne konsolidacije, skoraj prepolovil. Medtem ko so nastajale težave z implementacijo fiskalnih ukrepov, je vlada naredila pomemben napredek. Junija je Grčija sprejela srednjeročno fiskalno strategijo (angl. *medium-term fiscal strategy*), ki zajema vrsto konsolidacijskih in reformnih ukrepov do leta 2015. Klub nekaterim dosežkom pa so napovedi za Grčijo slabše od pričakovanih. To je mogoče pripisati zamudam pri implementaciji ali spremembam, ki so zmanjšale njihov vpliv. Močnejše krčenje gospodarske aktivnosti od načrtovane, fiskalne izpustitve (boj zoper davčnim izogibom) so prispevale k povečevanju vrzeli prej dogovorjenim letnim fiskalnim načrtom. Na podlagi dosegljivih ocen je Grčija v letih 2010 in 2011 s konsolidacijskimi ukrepi privarčevala preko 16 % BDP. Čeprav so bili ti dosedanji uspehi veliki, bo potrebno

v prihodnje sprejeti dodatne ukrepe, ki bodo dodatno pripomogli k zmanjševanju primanjkljaja (European Commission, 2012).

3.4.6 Portugalska

Aprila 2011 je Portugalska zaprosila EU in IMF za mednarodno denarno pomoč. V zameno se je država obvezala, prvič, da bo sprejela kredibilno in uravnoteženo strategijo konsolidacije z zavezo zmanjšanja primanjkljaja na 3 % BDP do leta 2013, drugič, da bo sprejela globoke in drzne strukturne reforme na trgu dela, pravosodnega sistema, sektorju storitev in gradnje ter, tretjič, da bo poskušala zaščititi finančni sektor nasproti neurejenim vzvodom. V letu 2010 se je gospodarska rast okrepila, zahvaljujoč porastu izvoza in privatne porabe, ki je posledica dviga DDV-ja v juliju 2010 in januarju 2011, vendar je ta v letu 2011 ponovno znižala, BDP se je tako padel za 1,5 %. Pričakuje se nadaljnje poslabševanje razmer na trgu dela, ki je posledica zniževanja plač v javnem sektorju (v povprečju za 5 %), zviševanju stopnje DDV-ja in težji dostopnosti gospodinjstvom do kreditnih linij. Zunanja trgovina se je proti koncu leta 2011 okrepila, na drugi strani pa je povpraševanje po uvozu precej upadlo. Proračunski primanjkljaj se bo zaradi ukrepov fiskalne konsolidacije v letu 2012 predvidoma znižal pod 5 % BDP, medtem ko se bo javni dolg do 2013 še naprej povečeval, za tem pa se pričakuje njegov upad. Glavni ukrep, ki bo v letu 2012 vplival na znižanje mase plač in pokojnin, je odvzem pravice do 13. in 14. plače oziroma pokojnine. Nadalje bodo konsolidacijski ukrepi prizadeli zdravstveni sektor, manj vladne investicije in povečanje stopnje DDV na 23 % (European Commission, 2011b; European Central Bank, 2011b; European Commission, 2012).

Slika 7: Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne portugalske obveznice (v obdobju 1993–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

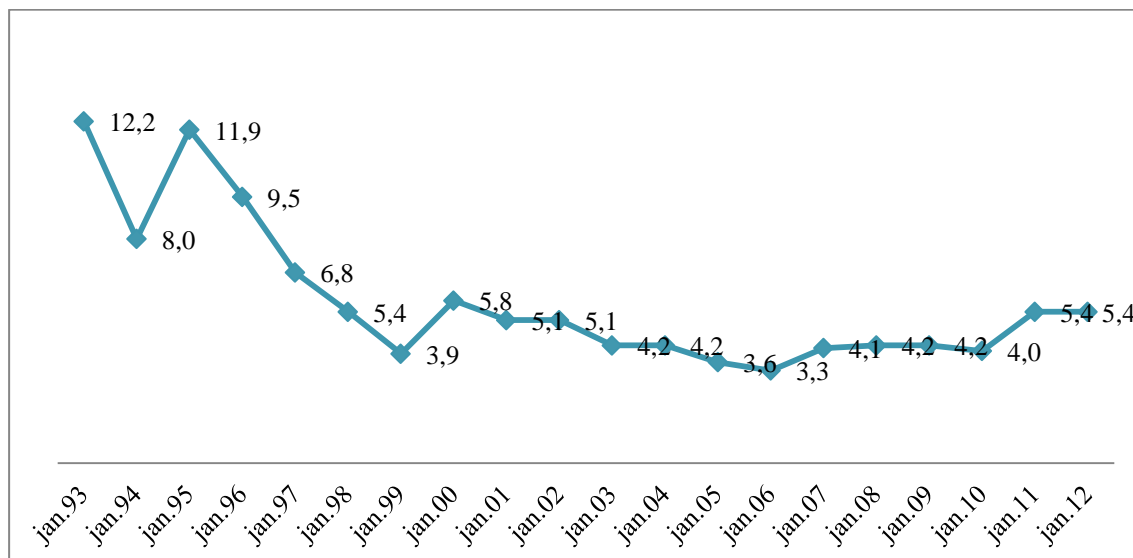
Obrestna mera zadolževanja se je na mednarodnih trgih kapitala (Slika 7) ob vstopu Portugalske v območje evra gibala pod 6 %. Vse do leta 2007, ko so se na finančnih trgih začele pojavljati negotovosti, se je zahtevana donosnost nenehno zmanjševala. Po podatkih ECB (European Central Bank, 2012a) so se stroški zadolževanja, podobno kot v primeru Grčije in Irske, močno dvignili v sredini leta 2010, ko se je ta začela približevati 7 %. V letu 2011 je zahtevana donosnost preseгла 10 % in je konec leta 2011 znašala že 13 %. Okoli te višine se je v letu 2012 obrestna mera tudi ustalila.

3.4.7 Španija

Špansko gospodarstvo se je v času pred finančno krizo soočalo z dolgotrajnim nepremičninskim in kreditnim »boomom«, kar je vodilo v velika neravnovesja. Leta 2007 se je gospodarski cikel obrnil, upadanje gospodarske aktivnosti pa je dodatno pospešila še finančna kriza. Španija je sedem četrtletij zapored beležila negativno rast, šele leta 2010 je bil ta niz prekinjen. Leta 2010 je gospodarska rast znašala 0,8 % BDP, leta 2011 pa naj bi rast BDP znašala preko 1 % (European Commission, 2011b). V drugi polovici leta 2011 je gospodarska aktivnost v Španiji izgubila zagon, kar je posledica šibkega zunanjega okolja, poglobljanja dolžniške krize z negativno prevalitvijo na španski finančni sektor in oteženimi pogoji kreditiranja. Kljub temu je realna gospodarska rast v letu 2011 znašala 0,7 % BDP in je sovpadala z napovedjo Evropske komisije. Na rast v letu 2012 bo vplival predvsem nadaljnji razvoj dogodkov povezanih z zaostrovanjem dolžniške krize. Upad gospodarske aktivnosti je predviden na okoli 1 % BDP. Kot posledica visoke brezposelnosti, zadolženosti gospodinjstev in ustavljenih kreditnih linij, bo privatno povpraševanje (trošenje) šibko. Prav tako bo zaradi dodatnih ukrepov (programi fiskalnih konsolidacij) upadlo tudi javno trošenje. Investicije bodo podvržene okolju močno zadolženega korporativnega sektorja (gradbeništvo in nepremičninska podjetja) in težkemu dostopu do kreditnih linij (European Commission, 2012).

Obrestna mera na španske dolžniške papirje (Slika 8) je ob vstopu v evro območje znašala pod 6 %. Ta se je podobno kot v primeru Portugalske vseskozi zniževala in dosegla najnižjo raven v letu 2006. V naslednjem letu so se na finančnih trgih že začele pojavljati nestabilnosti, tako da se je zahtevani donos nekoliko povečal. Po podatkih ECB (European Central Bank, 2012a) se je ta prvič močneje poskočil v sredini leta 2010, drugi val pa je sledil konec 2010 in nato še 2011. Strah mednarodnih vlagateljev pred nezmožnostjo poravnave obveznosti je bil najizrazitejši novembra 2011, ko je obrestna mera znašala 6,2 %, vendar kritične meje 7 % ni nikoli dosegla.

Slika 8: Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne španske obveznice (v obdobju 1993–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

3.4.8 Slovenija

Na podlagi spomladanske napovedi Komisije (European Commission, 2011b), je Slovenija v letu 2009 zabeležila močan upad BDP-ja (8,1 %). Izvozno naravnana ekonomija se sedaj sooča z nekonkurenčnostjo. Glavni trgovinski partnerji so države EU in Zahodni Balkan, trgovina z ekonomijami v razvoju pa ostaja šibka. Nadaljnji faktor, ki zavira hitrejšo rast gospodarstva, je močan upad gradbeništva. Ta sektor je finančna kriza po razcvetu v preteklih letih močno prizadela. Končno gospodarsko okrevanje ovira zmanjšan tok kreditiranja realnega gospodarstva, saj banke in nefinančne korporacije denar potrebujejo za izboljšanje računovodskih izkazov (odpis izgub in izboljšanje kapitalskih ustreznosti).

V letu 2010 je gospodarska rast, zahvaljujoč izvozu, znašala 1,2 % BDP. Še vedno pa okrevanje ovira šibak trg dela, visoka korporativna zadolženost in pasiven bančni sektor. Obe največji slovenski banki, Nova Ljubljanska Banka d.d. in Nova Kreditna Banka Maribor d.d., je bilo potrebno dokapitalizirati, kljub temu pa njuna kapitalna ustreznost ostaja nizka. Gospodarska rast se bo po podatkih jesenske napovedi Urada Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj (2011) v letu 2011 ohranila na podobni ravni kot lani in bo znašala 1,5 %. V letu 2011 neto izvoz tako ostaja glavna gonilna sila gospodarske rasti, delež izvoza v BDP-ju predstavlja polovico. V letu 2012 se bo nekoliko okrepilo tudi domače povpraševanje. Proračunski deficit se skozi predvideno obdobje zmanjšuje. V letu 2011 naj bi deficit znašal 5,8 % BDP, kar vključuje tudi 0,7 % BDP, ki je namenjen povečanju kapitala slovenskih bank. V letu za tem pa je proračunski primanjkljaj predviden na okoli 5 % BDP. Slovenija tako načrtuje konsolidacijo javnih financ predvsem z ukrepom zmanjševanja porabe (stroškov). Javni dolg države se bo v

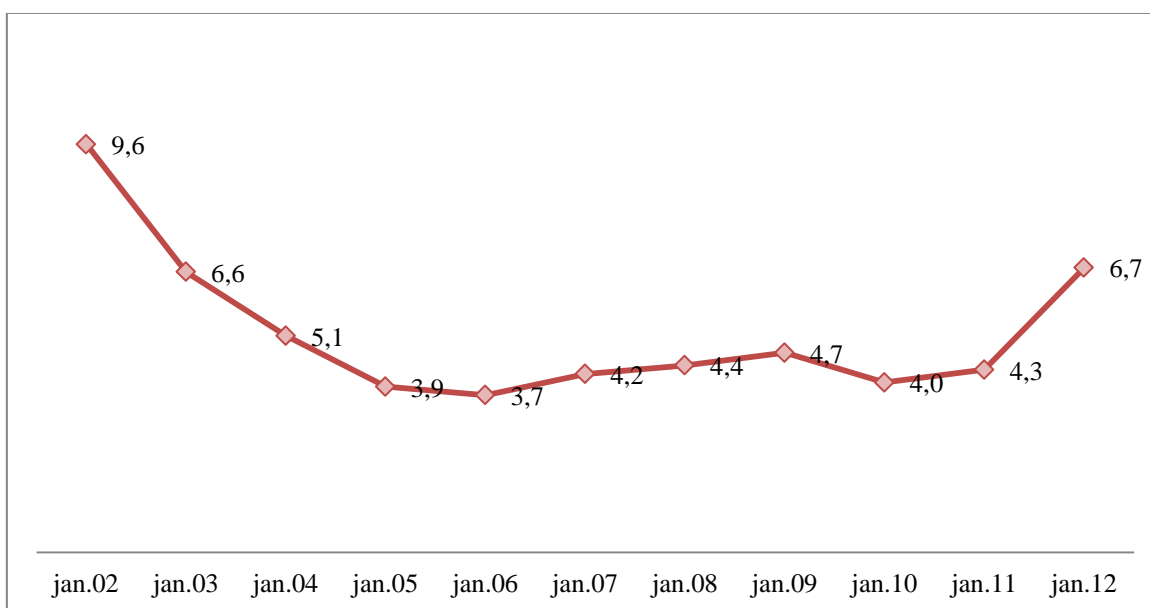
naslednjih letih povečeval iz 38 % v letu 2010 na 46 % v letu 2012. Vzrok leži v primarnem deficitu in plačevanju obresti za javni dolg.

Mencinger (2011a, str. 7–9) pojasnjuje, da je veliko povečanje javnega dolga v krizi neizogibna posledica krčenja gospodarske aktivnosti, saj krčenje aktivnosti takoj skrči javnofinančne prihodke, medtem ko se javnofinančni izdatki ne spreminjajo takoj. Nasprotno krizno stanje zahteva celo večje izdatke za vzdrževanje socialne varnosti in, v primeru zdajšnje krize za socializacijo izgub bank, s katero države poskušajo preprečiti zlom finančnega sistema. Po predvidenem povečanju javnega dolga med 2007 in 2011 je Slovenija s povečanjem BDP za 21 % točk na enajstem mestu med sedemindvajsetimi članicami EU. Bolj kot Slovenija naj bi javni dolg do konca leta povečale Irska, Velika Britanija, Grčija, Latvija, Litva, Romunija, Francija, Portugalska in Nizozemska. Javni dolg pred krizo in njegovo povečanje med krizo naj bi se na koncu 2011 seštel v javni dolg na ravni 45,4 % BDP, kar je za 20 indeksnih točk manj od povprečnega javnega dolga članic EU, ki naj bi bil okoli 65 % BDP.

Po mnenju Gasparija (2010) poslabšanje javnofinančne slike pomeni poslabšanje bonitetnih ocen, kar pomeni povečanje stroškov financiranja dolga (Slika 9), s tem pa se ne bo mogoče dodatno zadolžiti v obsegu, ki bi ga potrebovali, zato je nujno zmanjšati javnofinančni primanjkljaj. V primeru, da tega ne bomo storili naš čaka scenarij s 5, 6, 7 % BDP primanjkljaja, ki nas bo že do leta 2015 pripeljal do javnega dolga, ki bo presegel 60 % BDP.

Slika 9: Grafični prikaz gibanja obrestne mere za 10-letne slovenske obveznice

(v obdobju 2002–2012)



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, 2012a.

Nominalna obrestna mera zadolževanja (Slika 9) se je od vstopa Slovenije v EU precej znižala in je po podatkih ECB (European Central Bank, 2012a) konec leta 2005 in začetek leta 2006 znašala okoli 4 %. Zahtevana donosnost na slovenske obveznice se je nato do sredine leta 2009 rahlo povečevala. Ministrstvo za finance (2009) je objavilo oceno bonitetne hiše Moody's iz oktobra 2009, ki kljub močnemu skrčenju gospodarstva, za Slovenijo napoveduje predvidljiv vladni okvir ekonomskih politik, relativno nizek dolg in korist članstva v EMU. Iz Slike 9 je razvidno, da je v tem obdobju sledil 1 % padec, ki pa ni trajal dolgo, saj so se v sredini leta 2010 ponovno začele pojavljati težave s prezadolženostjo predvsem z državami, ki so prejele mednarodno finančno pomoč. Obrestna mera se je v letu 2011 začela povečevati in je višek dosegla konec leta 2011, vendar je s 6,9 % še vedno ostala pod kritično mejo. Stroški financiranja dolga so se v marcu 2012 ustalili okoli 5 %.

Čeprav javni dolg Slovenije v primerjavi z ostalimi državami EMU ni velik, Mencinger (2011a, str. 15) pravi, da se je zadolženost Slovenije (države, Banke Slovenije, bank, podjetij in prebivalstva) v tujini nakopičila v razdobju 2005–2008, torej pred krizo. V tretjem kvartalu 2005 so bile namreč terjatve Slovenije do tujine še večje od njenih obveznosti (neto dolg je bil enak 0), do konca 2008 so obveznosti narasle na dobrih 40 milijarde evrov, terjatve na 31 milijarde evrov, neto dolg pa na 9,1 milijarde evrov. Zadolževanje se je v času krize umirilo, tako da je neto dolg v prvem kvartalu 2011 znašal 11,4 milijarde evrov. Osnovna značilnost dinamike zadolževanja je bilo hitro zadolževanje bank ter istočasno stagniranje oziroma počasnejše zadolževanje države med 2004 in 2008, ki mu je v krizi sledil preobrat. V njem pa zmanjšanje oziroma stabilizacijo privatnega dolga nadomesti povečanje javnega. Javni dolg v Sloveniji ni tako velik, zato je postavljanje konsolidacije javnega dolga na prvo mesto zgrešeno. Prehitro fiskalno in denarno zaostrovanje bosta samo onemogočila postopno odpravljanje kreditne zasvojenosti in nelikvidnosti podjetij ter postopno zmanjšanje zadolženosti bank v tujini. Ohromelo domače povpraševanje lahko dodatno spodbudi le država, a ne z izsiljenim varčevanjem, ampak s spodbujanjem proizvodnje. Pri tem ji ostaja le slaba rešitev – zadolževanje in večji javni dolg. Oba pa se bosta z nadaljevanjem ohromitve gospodarstva samodejno povečala, kar pa je še slabše.

4 REŠEVANJE DOLŽNIŠKE KRIZE V EMU

Finančna kriza je povzročila močan padec agregatnega povpraševanja, ki je nastalo zaradi izgube realnega in finančnega premoženja, povečanega varčevanja (varnost) pri delu potrošnikov in oteženega dostopa do kreditnih linij. Zaradi primanjkljaja na prihodkovni strani proračuna in povečanim izdatkom na odhodkovni strani proračuna je državam javni dolg močno porasel, kar je še posebno močno prizadelo države EMU, ki niso imele možnost s pomočjo denarne politike devalvirati svoje valute in tako izboljšati mednarodno konkurenčnost, kot so to lahko storile ostale denarno neodvisne države. ECB je kot odziv

znižala referenčno obrestno mero in tako omogočila poslovnim bankam poceni denar, ki pa ga zaradi zamajanega zaupanja le stežka posojajo (Spilimberg et al., 2008).

Podobno razmišlja tudi Kovač (2010, str. 31), ki pravi, da se je finančna kriza pokazala v kreditni krizi, ki se je nato prevalila v valutno krizo, evro se je čez noč iz obetavne valute spremenil v nevarnost za EU kot celoto. Od tod je po njegovem mnenju odprtih nekaj možnosti za reševanje kreditne krize, vendar nobena ni brez težav. Prva možnost je ta, da EU deluje po starem in v celoti prepusti reševanje kreditnih kriz državam članicam. Druga, nasprotna možnost, je novi reševalni mehanizem, ki je kljub 750 milijardam evrov premajhen za reševanje velikih (Španija in Italija) in prevelik za dejansko finančno obremenitev drugih držav ob novih posredovanjih. Tretja možnost je večja fiskalna integracija, lastni evropski davčni viri in potem skupno fiskalno razbremenjevanje, podobno, kot to počnejo federalne države. Četrta vzvod je izdaja evroobveznic, ki bi lahko izenačile stroške financiranja in izločile špekulativne napade zasebnih finančnih ustanov. To pa ni po godu Nemčiji in drugim stabilnejšim članicam, saj bi evroobveznice podražile njihovo zadolževanje. Peta možnost je, da ECB podobno kot ameriška centralna banka (v nadaljevanju FED) sama kupuje obveznice držav, toda to lahko ogrozi monetarno stabilnost celotnega sistema. Na koncu pa bi lahko države zapustile evroobmočje in prevzele nekakšno staro ali nekakšno vmesno valutno rešitev. Teoretično bi lahko reči reševali s fleksibilnim valutnim tečajem, če bi ga lahko prizadete države uporabile za spodbujanje konkurenčnosti, izvoza in rasti. Toda evro tega ne omogoča in alternativa je zgolj zniževanje domačih cen (Irska) ali pa celo izstop iz evroobmočja. Kreditna kriza tako postaja valutna kriza, ki jo manj konkurenčne države znotraj EMU čutijo kot diferenciacijo obrestnih mer, ko na finančnih trgih iščejo drage kredite za pokrivanje svojih proračunskih dolgov. Težava je torej v tem, da problematične države (PIIGS) ne morejo preprosto izstopiti iz evroskupine. Poleg tega pa ni mogoče tečaja evra diskrecijsko prilagoditi na povprečen cikel evroobmočja, ker so asimetrični šoki in položaj držav članic pač preveč različni. EMU je tako na kritični točki nenadoma postala problematična, ker ne ponuja rešitev.

Ne glede na ponujajoče se nam izhodne rešitve, je bilo potrebno ob izbruhu svetovne finančne krize ukrepati hitro in drzno. Ključen je bil odgovor centralnih bank, ki so večinoma z neprecedenčnimi ukrepi, katerih cilj je bil ohraniti likvidnost na trgu, zmanjšale sistematično tveganje in končno povrnilo zaupanje na finančne trge. To vlogo je z odliko opravila tudi ECB (European Central Bank, 2010, str. 59–61), ki je na negotovosti hitro odgovorila. Tudi države so ugotovile, da ne smejo dopustiti propada bank ali drugih sistemskih finančnih institucij. Tako so bile države članice evro območja prisiljene ukrepati na način, da so zagotovile kapitalske injekcije, odpis premoženja, garancije na premoženje in obveznosti, likvidnostno pomoč itd., vse to za zagotovitev finančne stabilnosti (European Commission, 2010b). Prav tako je izbruh finančne krize vzporedno zahteval takojšnje fiskalne ukrepe držav, ki morajo biti usmerjeni v ukrepe potrošnje. V

nasprotnem primeru se lahko fiskalno nevzdržna pot odrazi v resnem povečanju obrestnih mer, kar destabilizira finančne trge in spodkoplje reševalni načrt (Spilimberg et al., 2008).

Po mnenju Blancharda (2009, str. 17) je bila prva naloga države, da izolira slabo premoženje. To naredi tako, da država odkupi slabo premoženje z izdajo varnega premoženja (obveznice). To dejanje zmanjša negotovost, kar omogoča investitorjem lažje ocenjevanje tveganja, hkrati pa dvigne ceno tovrstnega premoženja, kar izboljša kapitalsko ustreznost (bilanco) institucije, ki posredno ali neposredno drži omenjeno premoženje. Ko je prvi korak storjen, se izkaže, ali je institucija insolventna in tako zrela za bankrot ali pa bolj verjetno, da je težava »zgolj« v nizki stopnji kapitala, kar pomeni, da mora biti le-ta dokapitalizirana. Dokapitalizacijo je mogoče izvesti preko javnih skladov ali s pomočjo kombinacije javnega in zasebnega sektorja v zameno za sorazmerno lastništvo. Namen je torej vrnitev institucije na primerno stopnjo kapitala, za kar ji ne bo potrebno pridobivati dodatnih sredstev, odpisovati premoženja ali zmanjševati kreditne aktivnosti.

Finančna kriza se je najbolj zaostрила v državah, ki so zapadle v dolžniško spiralo in so bile tako kmalu po njenem izbruhu prisiljene zaprositi za mednarodno pomoč. Grčija, Irska in Portugalska so bile do sedaj edine države evro območja, ki so koristile omenjeno pomoč. Pomoč je prišla s strani IMF ter sklada EFSF, sredstva slednjega so zagotovile države članice območja evra. Ti kratkoročni ukrepi so omenjenim državam omogočili odplačevanje svojih obveznosti, saj bi bile sicer prisiljene razglasiti nezmožnost plačevanja le-teh.

Poleg začasnega mehanizma EFSF, katerega namen je do sredine leta 2013 zagotavljati kratkoročno stabilnost, so voditelji držav evro območja v okviru iskanja dolgoročne rešitve ustanovili stalni mehanizem ESM. Ta mehanizem bo s svojim 500 milijard evrov težkim skladom pomagal reševati finančne težave državam članicam evro območja, ki bodo zašle v težave.

Izjemnega pomena za dolgoročno stabilnost v območju evra je bilo februarja 2012 sprejetje fiskalnega dogovora, ki državam članicam ne omogoča več vodenje samovoljne fiskalne politike in jih tako sili, da spoštujejo načelo javnofinančnega ravnotežja. Prav gotovo je tu Nemčija odigrala eno ključnih vlog. S tem dogovorom je ranljivim državam članicam nekako otežen razvoj grškega scenarija, saj morajo le-te pod pritiskom finančnih trgov in sedaj strogih določb fiskalnega pakta sprejeti boleče reze v javne izdatke, predvsem plače, transferje in pokojnine (Damijan, 2012, str. 3).

V obdobju reševanja dolžniške krize se je pojavila ideja o ustanovitvi Evropskega denarnega sklada, ki bi bil organiziran po vzoru IMF, vendar pa ta ideja do danes v strokovnih krogih ni dobila velike podpore. Bolj aktualna in verjetna se v zadnjem času zdi ideja o uvedbi evroobveznic. Evropski parlament je 15. februarja 2012 potrdil resolucijo, s katero poudarja, da bi bile lahko evroobveznice na srednji rok vir stabilnosti evroobmočja

(Evropski parlament, 2012b). Za uvedbo evroobveznic kot načina spodbuditve evropskega gospodarstva in s tem reševanja vse globlje dolžniške krize se močno zavzema novi francoski predsednik Francis Hollande, čemur pa za zdaj nemška kanclerka Angela Merkel odločno nasprotuje (Business Spectator, 2012).

4.1 Evropska centralna banka – ECB

S propadom investicijske banke Lehman Brothers septembra 2008 je strah pred solventnostjo finančnih institucij pripeljal svetovni finančni sistem na rob propada. Z namenom ustaviti slabo delovanje trgov in omejiti tveganje prevalitve na realno ekonomijo ter končno zagotoviti cenovno stabilnost, so bile monetarne oblasti prisiljene spustiti ključne obrestne mere na zgodovinsko nizke ravni in sprožiti številne nestandardizirane ukrepe. Vzporedno so fiskalne oblasti sprejemale številne ukrepe (dokapitalizacijske sheme, državna jamstva), katerih cilj je bil preprečiti insolventnost pomembnih finančnih institucij (European Central Bank, 2010, str. 59).

4.1.1 Odziv na finančno krizo

V praksi ECB vodi monetarno politiko z operacijami odprtega trga. Gre za enotedenske operacije za zagotavljanje likvidnosti (angl. *main refinancing operation*), katerih namen je vodenje kratkoročne obrestne mere in trimesečnih operacij za zagotavljanje likvidnosti (angl. *long term refinancing operations*), katerih namen je zagotavljanje dolgoročnega financiranja finančnega sektorja (European Central Bank, 2012b). ECB je kot odgovor na nevdružne razmere na trgu kapitala izvršila mnogo ukrepov. Med njimi je poleg zgodovinskega znižanja obrestnih mer v času akutnih razmer na finančnih trgih, izvršila veliko nestandardnih ukrepov z namenom povečanja likvidnosti in kreditne podpore. Tako je sprejela t.i. Program trga obveznic (angl. *Securities Market Programme*) in Program kupovanja kritih obveznic (angl. *Covered Bond Purchase Programme*). S tem je želela ECB posredno poleg ohranjanja srednjeročne cenovne stabilnosti zagotoviti zadostno kreditiranje gospodinjstev in podjetij, ki so se zaradi kreditnega krča znašla pred resnimi težavami (European Central Bank, 2010, str. 59–61).

Irska je zaradi krize bančnega sistema prva samostojno sprejela polno garancijo za vse bančne depozite občanov. Naprej so ji sledile Grčija, zatem pa po dogovoru vse članice EU, saj bi sicer prišlo do nelojalne konkurence. Praktično vse razvite evropske države so z garancijami, zlasti pa z dokapitalizacijo oktobra 2008, reševale svoje vodilne banke, občasno pa tudi zavarovalnice in druge finančne ustanove (Štiblar, 2008).

Države članice so tako na različne načine intervenirale v svoje nacionalno gospodarstvo ter reševale akutne probleme finančnih institucij. Težava pa je nastopila na strani držav članic, saj le-te kljub velikim fiskalnim težavam, pomoči od drugih držav članic niso smele prejeti, saj je v skladu z evropsko zakonodajo neposredna pomoč oziroma jamčenje za

dolgove druge države članice prepovedano. Edini način, da države članice rešijo svoje fiskalne probleme, je preko ECB, ki lahko posredno na sekundarnem trgu odkupi njihov dolg. Torej se nevzdržna fiskalna politika ene ali več držav odraža v poseganju na vodenje evropske denarne politike. Države članice, katerih obrestna mera je visoka, želijo vplivati na ECB, da sprostí svojo monetarno politiko, kar lahko posledično vodí v inflacijo. Gre za evidenten problem moralnega hazarda in vprašanja odgovornosti (Grauwe, 2007, str. 228).

4.1.1.1 Izbruh finančne krize

Avgusta 2007 so se pojavile resne napetosti na medbančnem trgu širom sveta, tudi v območju evra. Premija za tveganje za medbančna posojila so poskočila, posojilna aktivnost med bankami pa je močno padla. Napetosti so primarno odsevale pomanjkanje zaupanja med tržnimi udeleženci in negotovosti o finančnem zdravju nasploh.

ECB se je odzvala nemudoma in tako dovolila bankam na celotnem območju evra, da pridobijo sredstva v celotnem obsegu, ki jih potrebujejo za deponiranje likvidnosti čez noč proti zavarovanju z obstoječo ključno mero financiranja. Poleg tega je centralna banka izvršila dodatne operacije financiranja z dospelostjo treh in šestih mesecev. Ker je tako z dodatnimi likvidnostnimi operacijami uspela ohraniti likvidnost, je lahko ohranila višino ključne obrestne mere na enaki ravni. Zaradi plasiranja dodatne likvidnosti poslovnim bankam se je pojavil strah pred inflacijski pritiski. Tako je julija 2008 ECB celo dvignila ključno obrestno mero za 25 bazičnih točk na 4,25 % ter s tem sledila primarnemu cilju ECB, to je doseganju cenovne stabilnosti (European Central Bank, 2010, str. 65).

4.1.1.2 Zaostrovanje finančne krize

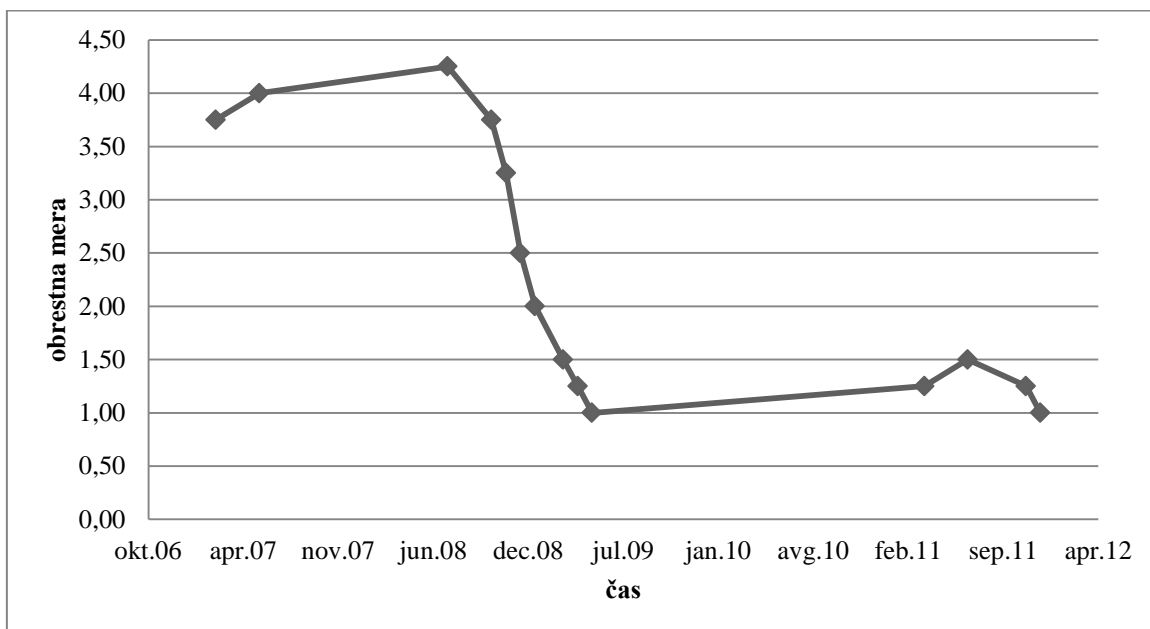
Zaostritev finančne krize je sledila sepembra 2008 s sesutjem finančne institucije Lehman Brothers. Povečanje nezaupanja v zdravje finančnih institucij, še posebno bank, je privedlo do skorajšnje ustavitve aktivnosti na mnogih finančnih trgih. Virtualno sesutje denarnega trga je povzročilo močan porast kratkoročnih obrestnih mer, tako znotraj kot tudi zunaj evro območja. Kot reakcija na dogodke so banke skušale ohraniti čim večjo likvidnost ter tako zategovale posojilne pogoje. Kriza se je razširila na realni sektor, poleg tega pa je prizadela večino pomembnih ekonomij. Sledil je prosti padec svetovne trgovine (European Central Bank, 2010, str. 65).

ECB je reagirala odločno ter znižala ključno obrestno mero (Slika 10) in izvršila niz nestandardiziranih ukrepov. Bojazen pred inflatornimi pritiski ni prevladala nad resnostjo napovedanih gospodarskih obetov.

Na Sliki 10 je mogoče razbrati, da je ECB med oktobrom 2008 in majem 2009, vsega v obdobju sedmih mesecev, znižala ključno obrestno mero za 325 bazičnih točk na zgodovinsko nizko raven 1 %. V prvi polovici leta 2011 se je ključna obrestna mera

skupno sicer dvignila za 50 bazičnih točk, vendar je ponovno zaostrovanje finančnih pogojev konec julija in v začetku avgusta 2011 povzročilo reakcijo ECB in znižanje ključne obrestne mere nazaj na 1 % (European Central Bank, 2012c).

Slika 10: Grafični prikaz gibanja ključne obrestne mere ECB



Vir: European Central Bank, Statistical Data Warehouse, Key ECB interest rates, 2012c.

V mesečnem biltenu ECB (European Central Bank, 2010, str. 65–69) navajajo, da ko je aktivnost na trgu obveznic močno padla in je premija za tveganje močno porasla, se je bankam zaradi močne podražitve vira financiranja, znižala sposobnost posojanja. To se je odrazilo na močnem zvišanju obrestnih mer za gospodinjstva in podjetja. V teh razmerah je morala ECB odločno ukrepati, zato je oktobra 2008 izvršila kopico nestandardiziranih ukrepov, katerih cilj je bil povečati zmožnost kreditiranja bančnega sektorja. ECB je tako zagotovila zadostno likvidnost vsem finančnim institucijam v območju evra, razširila je potrebno kritje, ki ga mora imeti banka na premoženjski strani bilance, zagotovila je operacije dolgoročnega financiranja z dospelostjo do šest mesecev, kasneje, maja 2009 pa celo z dospelostjo do enega leta ter zagotovila zadostno likvidnost tujih valut.

Zaupanje na trgu kapitala je bilo vse slabše, medbančni trg pa se je skoraj ustavil. To je povzročilo nizko likvidnost, ki je ogrožala solventnost mnogih bank, kar je močno ogrozilo celoten bančni sistem. V ta namen je ECB maja 2009 sprejela Program kupovanja kritih obveznic (angl. *Covered Bond Purchase Programme*), s čimer je želela ponovno oživiti trg. Večja likvidnost namreč omogoča bankam, da lažje kreditirajo realni sektor. Evrosistem je tako sprožil dva tovrstna programa, katerih cilj je bil v gospodarstvo pripeljati svež denar z namenom ponovne oživitve potrošnje. Prvi se je začel julija 2009 in iztekel junija 2010, drugi pa se je začel novembra 2011. Namen programa je predvsem

revitalizacija trga kritih obveznic. Do konca prvega programa je bilo kupljenih 422 različnih obveznic, od tega 27 % na primarnem trgu, 73 % pa na sekundarnem trgu v skupni nominalni višini 60 milijard evrov (European Central Bank, 2010, str. 66, 70).

4.1.1.3 Začasno izboljšanje pogojev na finančnih trgih

Tekom leta 2009 so se finančni trgi nekoliko stabilizirali. Tudi obrestne mere bank so se unesle in sledile tržnim obrestnim meram. Vso to dogajanje dokazuje, da so bili nestandardizirani ukrepi ECB učinkoviti, finančni trgi so bili pomirjeni. Prav tako so bili uspešni ukrepi za zagotovitev zadostne kreditne ponudbe realni ekonomiji. Rast kreditov gospodinjstvom se je dvignila istočasno s povečanjem gospodarske aktivnosti. Rast kreditov nefinančnemu sektorju je bila julija 2010 še vedno v negativnem območju in je zaostajala za pričakovanimi trendi. To raznolikost je mogoče razložiti z višjim kreditnim povpraševanjem gospodinjstev, ko so cene nepremičnin in obrestnih mer padle, hkrati pa so se okrepila pričakovanja po okrevanju. Nasprotno pa podjetniški sektor najprej išče notranje rezerve, šele kasneje se obrne k financiranju s strani bank (European Central Bank, 2010, str. 70).

ECB se je zavedala, da preveč prilagodljiva (ekspanzivna) denarna politika lahko na daljši rok povzroči negativne učinke na gospodarsko rast, vzdržnost cene premoženja in končno na cenovno stabilnost. Na podlagi ugotovljenega se je ECB marca 2010 odločila, da bo ustavila operacije dolgoročnega financiranja (LTRO), medtem ko so drugi elementi zagotavljanja večje kreditne podpore ostali (European Central Bank, 2010, str. 72).

4.1.1.4 Dolžniška kriza držav

V začetku leta 2010 so se ponovno pojavile napetosti na finančnem trgu, posebno na trgu državnih obveznic območja evra. Odstopanja med premijami desetletnih državnih obveznic v nekaterih držav evro območja so se v primerjavi z nemškimi obveznicami začela povečevati. Glavni vzrok je tičal v zaskrbljenosti investorjev glede vzdržnosti javnih financ v očeh zviševanja proračunskih primanjkljajev in javnih dolgov v posameznih državah članicah. Ker se je razkorak med državami tako močno povečeval, s tem pa je trg obveznic praktično »presahnil«, so vlade držav članic na zasedanju 9. in 10. maja 2010 sprejele obširen paket finančnih ukrepov, med njimi tudi začasni mehanizem EFSF. Prav tako je ECB 10. maja 2010 objavila, da bo izvršila Program trga obveznic. To je tretji element centralne banke kot odziv na finančno krizo (prvi je bil znižanje obrestnih mer, drugi pa ukrepi za povečane kreditne podpore). ECB lahko z namenom preprečitve nefunkcioniranja trga in zagotovitve likvidnosti izvaja intervencije na območju evra na trgu privatnih ali javnih dolžniških vrednostnih papirjev. Ker je v skladu s Pogodbo o delovanju Evropske unije (angl. *Treaty on the Functioning of the European Union*) nakup državnih obveznic na sekundarnem trgu strogo omejen, mora ECB skrbeti, da to ne zadeva

likvidnostnih pogojev. To pomeni, da so bili vsi nakupi polno sterilizirani (European Central Bank, 2010, str. 72, 73).

Konec julija in v začetku avgusta 2011 se je napetost na finančnih trgih ponovno zaostila. Dolžniška kriza, ki je do takrat ogrožala le Grčijo, Irsko in Portugalsko, se je resno razširila tudi na nekatere ostale države evro območja, še posebno Španijo in Italijo. Pričakovan donos na državne obveznice se je v prvem tednu avgusta 2011 po prvem izbruhu dolžniške krize maja 2010 močno povečal in je v večini držav evro območja dosegel rekordne višine (glej poglavje 3.3 Ocena tveganja). Posledično se je močno poslabšala likvidnost na trgu državnih obveznic. Napetost v povezavi s prezadolženostjo držav se je odrazila na trgu CDS (angl. *credit default swap*). Premija za tveganje nezmožnosti poplačila obveznosti se je poleg Grčije, Irske in Portugalske med večjimi državami dvignila tudi Španiji in Italiji, v manjši meri Franciji in Nemčiji (European Central Bank, 2011a, str. 48, 49).

Nestrpnost na finančnih trgih se je močno okrepila z možnostjo finančnega sesutja državnih obveznic ZDA, saj je bila zgornja meja zadolževanja (dovoljenega javnega dolga) s strani Ameriškega kongresa potrjena v zadnjem hipu. Istočasno je bila bojazen trgov usmerjena v oceno bonitetnih agencij in njihovemu znižanju ocen ali morebitnim negativnim obetom kar zadeva federalno oblast in javne finančne institucije. Tako je bonitetna agencija Standard & Poor's spremenila dolgoročno kreditno oceno ameriškega državnega dolga z »AAA« na »AA+« z negativnimi obeti. Prav tako je skrb finančnih trgov zadevala stopnjevanje dolžniške krize in vzdržnosti javnih financ v mnogih državah evro območja. Pozornost finančnih trgov ni bila namenjena državam, ki so že prejele finančno pomoč in so bile podvržene programom EU in IMF, pač pa je bila posebno usmerjena v Španijo in Italijo. Poleg tega je velika zaskrbljenost finančnih trgov zadevala poslabšanje obetov svetovne gospodarske rasti, predvsem verjeten drastičen padec gospodarske rasti v ZDA in drugih takratnih makroekonomskih objav v povezavi s pričakovani trga (European Central Bank, 2011a, str. 48).

Kot odgovor na ponovno poslabšanje razmer na svetovnih finančnih trgih je ECB v začetku avgusta 2011 izvršila nadaljnje nestandardizirane ukrepe ter s tem skušala preprečiti prevalitev krize na realni sektor. Tako je centralna banka uvedla ukrep t.i. polne dodelitve sredstev po fiksni meri ter s tem bankam zagotovila zadostno likvidnost. Nadalje je centralna banka ponovno izvršila operacije dolgoročnega financiranja z dospelostjo šest mesecev. Ta ukrep omogoča lažje financiranje bank, kar dopušča nadaljnje posojanje denarja gospodinjstvom in ostalemu nefinančnemu sektorju. Poleg tega je ECB ponovno oživila program trga obveznic, saj od konca marca 2011 ni izvedla nobenega nakupa (European Central Bank, 2011a, str. 53).

4.1.1.4.1 Program trga obveznic

ECB je 10. maja 2010 s Programom trga obveznic sprožila interventne ukrepe, s katerim je želela dolžniškimi trgom zagotoviti zadostno likvidnost. Ker je neposredna pomoč državi članici prepovedana, je kupovanje državnih obveznic strogo omejeno na sekundarnem trgu. Po zagotovilih ECB je likvidnostni učinek kupovanja obveznic polno steriliziran v smislu, da program ni namenjen injiciranju dodatne likvidnosti v bančni sistem (European Central Bank, 2011a, str. 53). Navedbe ECB, da bo denar porabljen predvsem za namen depozita, kar naj bi ustvarjalo pogoje t.i. sterilizacije, pa postavlja pod vprašaj častnik The New York Times (2011), ki pravi, da kupovanje državnih in podjetniških obveznic od poslovnih bank in ostalih investorjev, povzroča t.i. kvantitativno popuščanje, ki neizbežno vodi v inflacijo.

Od avgusta 2011 dalje, ko so težave s prezadolženostjo nastopile tudi v Italiji in Španiji, je ECB kupila preko 130 milijard evrov obveznic, torej povprečno 8,2 milijarde na teden. V septembrskem biltenu ECB (European Central Bank, 2011a, str. 53) navajajo naslednji pomen državnih obveznic:

- obrestno mero, ki jo morajo plačati finančne in nefinančne institucije ob izdaji obveznic ponavadi temelji na obrestni meri državne obveznice. Disfunkcionalno delovanje trga obveznic bi pripeljalo do situacije, ko uradna obrestna mera ECB ne odseva primerne dolgoročne obrestne mere, ki zadeva gospodinjstva in podjetja in še posebno pomembne cenovne stabilnosti;
- visoka obrestna mera državne obveznice vodi v nižjo ceno le te, kar se odraža v večjih izgubah investicijskega portfelja finančnih in nefinančnih institucijah. V primeru poslovnih bank to pomeni znižanje posojilnih kapacitet gospodarstvu;
- izjemno nizka likvidnost na trgu državnih obveznic omejuje uporabo državnih obveznic kot jamstvo pri operacijah financiranja, kar ponovno zadeva banke in njihovo zmožnost posojanja realnemu gospodarstvu.

4.2 IMF in začasni mehanizem EFSF

IMF je bil ustanovljen kot del brettonwoodskega denarnega sistema leta 1944 z nalogo, da kontrolira stabilnost deviznih tečajev valut držav članic in da tem državam zagotavlja sredstva, potrebna za financiranje plačilnobilančnih primanjkljajev. IMF je aktivno sodeloval v osemdesetih letih, ko z izbruhom dolžniške krize banke niso bile več pripravljene restrukturirati svojih kreditov do določene države dolžnice, če se le-ta ni predhodno dogovorila z IMF o sklenitvi programa za ekonomsko stabilizacijo. Podobno je veljalo tudi za devetdeseta leta, ko so tako rekoč vse finančne krize v državah v razvoju in državah v tranziciji začele reševati na osnovi aranžmaja, ki ga je država sklenila z IMF. Dogovor s to institucijo je tako dejansko postal predpogoj oziroma nekakšna zelena luč na

osnovi katere lahko država dolžnica začne urejati odnose tudi z drugimi skupinami kreditorjev (Mrak, 2002).

Ena od njegovih osnovnih dejavnosti je bila vloga mednarodnega posojilodajalca kot ponudnika zadnjega zatočišča državam in centralnim bankam. IMF svojo podporo nudi v obliki »stand by« sporazuma, kjer posojila odobri le državam, ki so sprejele odločne gospodarske reforme, katere naj bi teoretično ustvarile podlago za stabilnejšo gospodarstvo v prihodnosti. Ostale, bolj stabilne države, ki so že izvajale strožje finančne reforme pa lahko dobijo likvidnostna sredstva brez posebnih pogojev (Roubini & Mihm, 2010, str. 149, 150). Argument, da IMF prevzame glavno vlogo reševalnega programa po načelu pogojnosti zagovarja Matthes (2010, str. 76), ki utemeljuje, da je ta institucija dobro izurjen za reševanje kriz in fiskalnih stabilizacij.

V sedanji svetovni finančni krizi je IMF ponovno opravičila svojo vlogo in je tako resno pristopila k reševanju dolžniške krize na stari celini. Maja 2010 so IMF, Komisija in ECB skupaj z najbolj zadolženo državo članico EMU Grčijo dosegle dogovor o posojilu 110 milijard evrov finančne pomoči. V skupni izjavi so predstavniki omenjenih institucij zapisali, da je program pomoči pravi način, ki bo pomagal prezadolženi članici izkoptati se iz gospodarskih težav (International Monetary Fund, 2010a). Poleg tega sofinanciranje reševalnega programa IMF krepi idejo o Evropski integraciji, saj tako države EMU igrajo konstruktivno vlogo pri reševanju druge države članice evro območja (Matthes, 2010, str. 76).

Z namenom reševanja prezadolženih držav so tako države evro območja 7. junija 2010 v Luksemburgu ustanovile začasni mehanizem za stabilnost evra (angl. *European Financial Stabilisation Mechanism*) (v nadaljevanju EFSM), ki se bo do sredine leta 2013 financiral iz za to ustanovljenega evropskega sklada EFSF. Namen sklada je vpeljati finančno pomoč državam članicam znotraj območja evra ter tako zaščititi finančno stabilnost v Evropi. Mehanizem z izdajanjem obveznic in drugih dolžniških instrumentov na denarnem trgu, katerih kreditna ocena je s strani bonitetnih hiš Standard & Poor's, Fitch Rating's in Moody's ocenjena na »AAA«¹⁵, zagotavlja posojila državam, ki se soočajo s finančnimi težavami, intervenira na primarnih in sekundarnih dolžniških trgih, posreduje na osnovi preventivnih ukrepov in preko posojil vladam držav članic financira dokapitalizacijo finančnih institucij. Mehanizem je pokrit z garancijskimi zavezami držav članic EMU v višini 780 milijard evrov, njegova posojilna kapaciteta pa znaša 440 milijard evrov. Oktobra 2011 je bil tudi s strani Slovaške, kot zadnje države članice, ratificiran amandma za krepitev začasnega mehanizma za stabilnost evra (European Financial Stability Facility, b.l.).

¹⁵ Ocena izdanih dolžniških papirjev (»AAA«) temelji na dobrih obetih nemškega gospodarstva, katere delež v garantnem vložku je največji in znaša 29,1 % (Moody's, 2012a).

Pravni skeptiki sicer pravijo, da pogodba določa klavzulo, ki preprečuje jamčiti ali dajati finančno pomoč drugi državi, vendar Grauwe (2010, str. 91) zatrjuje, da le EU kot institucija ni dolžna jamčiti za dolg države članice oziroma da države članice ne morejo prisiliti, da sprejmejo tovrstno jamstvo (prvi odstavek 103. člena Pogodbe o delovanju evropske unije). Nasprotno je v 2. odstavku 122. člena iste pogodbe jasno določeno, da imajo države v evro območju možnost, da jamčijo za druge države članice. Torej imajo države članice območje evra pravno in finančno moč, da jamčijo za dolg druge države članice.

4.2.1 Finančna pomoč Grčiji

EU je maja 2010 na podlagi prošnje Grčije sprožila mehanizem finančne pomoči. Tako je bil sprejet program ekonomske pomoči, ki temelji na realni oceni tveganja finančne stabilnosti evro območja. Program konsolidacije je plod pogajanja med Grčijo in Komisijo v sodelovanju z ECB in IMF. Program je odraz priporočil Evropskega sveta, ki je ugotovil, da dosedanja fiskalni ukrepi Grčije niso bili zadovoljivi. Oktobra 2009 je na oblast po volitvah prišla nova struja, ki je razkrila ekonomske kazalce, ki so bili za leti 2008 in 2009 mnogo slabši, kot jih je objavila prejšnja vlada. To je povzročilo padec zaupanja, dvig stroškov zadolževanja ter padec rasti in zaposlitve. Kriza je razkrila šibak fiskalni položaj Grčije. Na vrhu gospodarskega cikla v letu 2007 je Grčija beležila primanjkljaj v velikosti 5,1 % BDP, kar kaže na to, da je Grčija stopila v recesijo z visokim strukturnim primanjkljajem. V letu 2009 je tako proračunski primanjkljaj znašal 13,6 % BDP, javni dolg pa 115 % BDP. Tako so zaskrbljujoči gospodarski rezultati s strani investitorjev in bonitetnih agencij povzročili vse manj povpraševanja po državnih obveznicah, za katere so zahtevali povišan donos.

Glavni cilj programa pomoči se nanaša na ekonomsko prilagoditev države z namenom popraviti fiskalna, finančna in zunanja neravnovesja ter s tem povrniti zaupanje vlagateljem. Brez povrnitve zaupanja v vzdržnost fiskalnih in ekonomskih dogajanj ostaja osnovni strošek ekonomije visok ali pa se celo še povečuje. Za dosego ciljev programa je potrebno uporabiti vse fiskalne, finančne in strukturne politike za ureditev fiskalnih neravnovesij ter tako spremeniti smer zadolževanja, ohraniti stabilnost bančnega sistema in ponovno vzpostaviti konkurenčnost. Potreben je popravek v zniževanju razmerja javnega dolga, ki se bo v skladu s programom od leta 2013 do leta 2020 začel zniževati s 5 % primarnim letnim presežkom. To bo mogoče doseči z ukrepi kot so zniževanjem mase plač in pokojnin v javnem sektorju, povečanjem stopnje DDV in trošarin. Neposredni fiskalni ukrepi se nanašajo predvsem na strukturne reforme kot so pokojninska reforma, reforma zdravstva, reforma trga dela, davčna reforma. Še posebno je potrebno omejiti prezgodnje upokojevanje javnega sektorja (European Commission, 2010a, str. 30, 31).

Dominique Strauss-Kahn, takratni direktor IMF pojasnjuje, da bodo države evro območja v program finančne pomoči Grčiji, ki znaša 110 milijard evrov, prispevale 80 milijard evrov,

ostalnih 30 milijard evrov pa bo prispeval IMF. Široko mednarodno prizadevanje nedvoumno kaže, da je mednarodna skupnost pripravljena storiti »vse«, da v območje evra ponovno pripelje stabilnost in zavaruje oživljanje svetovnega gospodarstva (International Monetary Fund, 2010b).

V letu dni po dodelitvi finančne pomoči Grčiji, ki je bila sprejeta prvič v zgodovini EU, se ugotavlja, da finančni paket ne prispeva dovolj k stabilizaciji odnosa mednarodnih zasebnih upnikov do prezadolžene države. To je po mnenju Gasparija (2010) zaskrbljujoče, zato je naloga posebne skupine, ki jo vodi predsednik evropskega sveta Van Rompuy, okrepiti proračunsko disciplino (koordinacijo) in določila Pakta. Prav tako pa bo potrebno okrepiti tudi mehanizem za reševanje kriz, saj se posledice krize ne bo dalo vedno reševati z državnimi intervencijami, temveč bodo morali sodelovati tudi lastniki zasebnega kapitala.

Dogovor o rešitvi evra s konca oktobra 2011 vključuje dogovor z bankami za znaten odpis grškega dolga (do 50 %), dokapitalizacijo bank in krepitev reševalnega sklada za preprečitev širjenja krize. V skladu z dogovorom bi Grčija v dodatnem paketu finančne pomoči v zameno za nadaljevanje strogih varčevalnih in reformnih ukrepov do leta 2014 dodatno prejela skupno 130 milijonov evrov (Reporter, 2011).

Do odpisa grškega dolga je marca 2012 dejansko prišlo. Grško finančno ministrstvo je sporočilo, da so zamenjavo obveznic sprejeli zasebnimi upniki, ki imajo v lasti obveznice s skupno nominalno vrednostjo okoli 172 milijard evrov. Ker pa bodo pri zamenjavi sodelovali vsi upniki, ki imajo v lasti obveznice, izdane v skladu z grškim pravom, ob tem pa je Grčija uspela pridobiti še 20 milijard evrov obveznic, ki jih ureja pravo drugih držav, znaša skupna vrednost obveznic, ki jih bodo zamenjali z novimi nižjimi obrestnimi merami in daljšo ročnostjo, 197 milijard evrov. To predstavlja 95,7 % skupne nominalne vrednosti vseh obveznic, s tem pa je Grčija zadostila tudi željam IMF in držav z evrom, ki so želeli vsaj 95 % odziv. Mednarodni upniki so torej pristali na odpis grškega dolga v višini 53,5 % nominalne vrednosti grških obveznic ali skupaj 107 milijard evrov (Urad Vlade RS za komuniciranje, 2012).

4.2.2 Finančna pomoč Irski

Finančni ministri držav članic EU so 7. decembra 2010 na seji ECOFIN-a uradno odobrili finančno pomoč Irski. Posojila v obsegu 85 milijard evrov se dodelijo na podlagi programa, o katerem sta se z irskimi organi dogovorila Komisija in IMF v navezi z ECB. Program vključuje prenovo bančnega sistema države, reforme za krepitev rasti in odpravo čezmernega primanjkljaja do leta 2015. Namenjen je povrniti zaupanje finančnih trgov v irski bančni sektor in državo, kar bo gospodarstvu omogočilo, da se vrne na pot trajnostne rasti (Svet Evropske unije, 2010).

Nedvoumno jedro problema predstavlja bančni sektor, zato večletni paket pomoči vsebuje prav načrt prestrukturiranja bančnega sistema. S paketom pomoči bo tako po besedah takratnega predsednika IMF Dominique Strauss-Kahna Irski dodeljen čas, da ponovno pridobi zaupanje finančnih trgov, ki bodo obnovili rast in delovna mesta.

Večletni program finančne pomoči IMF znaša 22.5 milijard evrov. Poleg tega je Irska preko sklada EFSF in drugih bilateralnih posojilnih partnerjev prejela še dodatnih 45 milijard evrov, prav tako je preko nacionalnih državnih rezerv v višini 17,5 milijard evrov prispevala še država, skupaj torej znatnih 85 milijard evrov denarne pomoči.

Irska oblast zagotavlja, da je program ekonomske konsolidacije oblikovan v skladu z načelom pravičnosti. Breme ekonomske in finančne prilagoditve je enakomerno razporejeno med vse družbene sloje, med katerimi pa so najbolj ranljive družbene skupine še posebno zaščitene (International Monetary Fund, 2010c).

4.2.3 Finančna pomoč Portugalski

Portugalska je tretja država evro območja, ki je po Grčiji in Irski potrebovala mednarodno finančno pomoč. Njena gospodarska rast je v zadnjih desetih letih v povprečju znašala zgolj 1 % BDP, kar jo je uvrstilo med najpočasneje rastoča evropska gospodarstva. Nizka gospodarska rast v kombinaciji z izbruhom finančne krize se je izrazilo v velikem fiskalnem deficitu, visoki stopnji dolga in nenehni brezposelnosti (International Monetary Fund, 2011a).

Svet EU je 17. maja 2011 sklenil, da bo EU Portugalski v obliki posojila dodelila finančno pomoč v višini 26 milijard evrov, kar je del 78 milijard evrov vrednega svežnja. Sklep je bil sprejet po pogajanjih o svežnju finančne podpore in potem, ko je bil s portugalskimi oblastmi sprejet dogovor o programu, ki naj bi ga Portugalska izvedla do sredine leta 2014. S programom za gospodarsko in finančno prilagoditev, ki ga mora Portugalska izvesti, naj bi se rešile težave portugalskega gospodarstva. Med drugim to pomeni izvajanje strukturnih reform za spodbuditev rasti, ustvarjanje novih delovnih mest in izboljšanje konkurenčnosti. Program vključuje tudi strategijo za konsolidacijo javnih financ, v skladu s katero naj bi Portugalska svoj primanjkljaj do leta 2013 zmanjšala na manj kot 3 % BDP. Poleg tega se državi priporoča, da postane bolj odprta do tuje konkurence, ki je edina pot k ustvarjanju novih delovnih mest in generaciji višjih dobičkov. Program konsolidacije predvideva 5 % znižanje plač v javnem sektorju, plače in pokojnine bodo do leta 2013 zamrznjene, vsi večji infrastrukturni projekti javno-zasebnega partnerstva pa bodo odloženi (Svet Evropske unije, 2011).

Ne glede na stroge zahteve mednarodnih posojilodajalcev pa je program ekonomske konsolidacije usmerjen v zaščito ranljivih skupin prebivalstva, vključno s tistimi, ki

zaslužijo najnižje plače in pokojnine. To je pomembno za kredibilnost in vzdržnost programa (International Monetary Fund, 2011a).

4.3 Stalni mehanizem ESM

Začasni sklad EFSF bo omogočal začasno financiranje evrskim državam, ki potrebujejo finančno pomoč ali instrument jamstva, zgolj do sredine leta 2013. Ker kasneje EFSM ne bo več obstajal, hkrati pa sklad EFSF ne bo imel več zakonske osnove za financiranje, so države članice evrskega območja dolžne najti primeren mehanizem, s katerim bo mogoče pomiriti finančne trge in zagotoviti dolgoročno stabilnost. Oblikovalci politik se strinjajo, da je potrebno vzpostaviti stalni mehanizem, ki se bo sposoben soočiti z dolžniško krizo in omejiti mogoče škodljive vplive z namenom zaščititi stabilnost celotnega evro območja.

Evropski svet je 25. marca 2011 sprejel Sklep 2011/199/EU o spremembi 136. člena Pogodbe o delovanju Evropske unije glede mehanizma za stabilnost za države članice, katerih valuta je evro, s katerim se omenjenemu členu doda odstavek, da države članice, katerih valuta je evro, lahko vzpostavijo mehanizem za stabilnost, ki se sproži, kadar je to nujno potrebno za zaščito stabilnosti evroobmočja kot celote, pod strogimi pogoji (Evropski svet, 2011).

Pogodba za vzpostavitev stalnega mehanizma ESM je bila s strani sedemnajstih držav članic evro območja podpisana julija 2011, vendar bo morala biti pogodba do leta 2013 še naknadno ratificirana v nacionalnih parlamentih. Na podlagi publikacije Komisije bo moralo biti delovanje omenjenega mehanizma posebno omenjeno v tretjem odstavku 136. člena Pogodbe o delovanju evropske unije (angl. *Treaty on the Functioning of the European Union*)¹⁶, kjer bo predvidoma pisalo, da morajo države članice evro območja ustanoviti mehanizem stabilnosti, ki bo deloval v smeri stabilnosti in varovanja evro območja kot celote. Potrebno podporo za delovanje finančne pomoči z naslova mehanizma pa bo podvržena natančni pogojnosti (program prilagoditve, vzdržnost javnega dolga) (European Commission, 2011c, str. 21).

ESM bo ustanovljena kot mednarodna finančna institucija s sedežem v Luksemburgu. Njena posojilna kapaciteta bo 500 milijard evrov, vključujoč neplačane dolgove začasnega mehanizma, medtem ko bo kapitalska osnova sklada 700 milijard evrov. ESM bo dajala posojila po fiksni in variabilni obrestni meri. Cena denarja bo odvisna od vzdržnosti dolga države prejemnice pomoči in primernosti ocene tveganja, podobno kot poteka ocenjevanje pri IMF. Financiranje držav bo potekalo pod strogo določenimi pogoji in v primeru, da bodo ocene fiskalne vzdržnosti pokazale solventnost države. Pri tem gre za dvojne vrste ocen. Prvič, ocena potrebne kratkoročne likvidnosti države in drugič, ocena srednjeročne in dolgoročne vzdržnosti dolga, ki analizira zmožnost javnega sektorja za vračilo kreditov.

¹⁶ TFEU je bila dodana v Lizbonski pogodbi.

Ocena dolgoročne vzdržnosti javnih financ na ravni EU poteka že od leta 2005, ko je bil Pakt reformiran. Njegova glavna uporaba je prispevek k oceni uresničevanja načrtov fiskalne politike, ki jih vsebuje Program stabilnosti in konvergence, ki je na letni ravni sprejet s strani držav članic (European Commission, 2011c, str. 22, 131).

4.4 Fiskalni pakt

Po izbruhu svetovne finančne krize in predvsem evrske dolžniške krize je med strokovnjaki veliko pomislekov in dvomov glede obstoja EMU v obliki, kakršna je sedaj. Sedanje izkušnje kažejo, da lahko suverenost posamezne države članice pri oblikovanju fiskalne politike ter neupoštevanje pravil skupnih dogovorov resno ogrozi obstoj celotne EMU.

Fiskalna neodvisnost med državami članicami denarnega območja ni konsistentna z monetarno unijo. Če je primarni cilj EMU zagotovitev stabilnosti cen, potem morajo biti proračunski primanjkljaji omejeni. Slednji so neposredno povezani z inflacijskimi pritiski. Torej, da se lahko izognemo inflaciji morajo biti proračuni vseh držav znotraj EMU omejeni. To je mogoče storiti le s pritiskanjem EU na države članice na njihovo javno trošenje in makroekonomsko koordinacijo (Molle, 2006, str. 281). Kovač (2010, str. 31) dodaja, da je monetarna unija ekonomsko nesmiselna, če ji ne sledita večja fiskalna federalizacija in postopna pot k »Združenim državam Evrope«.

Mencinger (2011b, str. 10, 11) utemljuje, da naj bi zdajšnja finančna kriza v veliki meri pritrdila mnenjem o nevzdržnosti istočasnosti denarne unije in različnih fiskalnih področij. Reševanje posamezne članice v težavah je namreč mogoče le z velikim prelivanjem denarja iz uspešnih držav v države v težavah, česar pa se uspešnejše članice branijo. Pri tem sicer povsem pozabljajo, da so njihove banke aktivno sodelovale pri ustvarjanju krize, saj so ne le omogočale, ampak celo pospeševale zanje donosno zadolževanje »grešnikov«. Alternativa »neodgovornim« vladam naj bi bila pretvorba evro območja ali EU v fiskalno unijo, v kateri ima »odgovorna« centralna oblast lastne in predvsem mnogo večje dohodke, saj le to omogoča subvencioniranje manj uspešnih članic, centralni proračun pa postane avtomatični stabilizator in blažilec asimetričnih šokov povzročenih z denarno politiko. Obseg zdajšnjih prelivanj BDP prek različnih kohezijskih skladov tega seveda ne omogoča. Potrebno bi bilo radikalno povečanje proračuna EU, uvedba evropskega davka in predvsem uvedba mehanizma za horizontalno fiskalno izenačevanje fiskalnih odhodkov, ki bi bil podoben sistemu, kakršnega imamo za subvencioniranje občin v Sloveniji. Torej je zaenkrat fiskalna unija za večino članic evro območja ali EU, posebno razvitih, politično predvsem nesprejemljiva. Poglobljanje krize pa odpor do fiskalne unije in s tem do »izkoriščanja« le še krepi.

V skladu s teorijo optimalnega valutnega območja v zadevi fiskalne politike znotraj EMU se priporočajo naslednji ukrepi. Prvič je zaželeno, da se pomemben del nacionalnega

proračuna centralizira na evropsko raven. Ta dovoljuje državam, ki so soočene z negativnimi šoki, da avtomatično prejmejo transfer in s tem zmanjšajo socialne stroške v denarni uniji. V MacDougallovem poročilu iz leta 1977 enako izhaja, da bi moralo monetarno unijo v Evropi spremljati visoko centralizirana proračunska moč, še posebno centralizacija sistema socialne pomoči v primeru brezposelnosti. Drugič, v primeru, da predlagana centralizacija nacionalnih vladnih proračunov v denarni uniji ni mogoča, bi bilo potrebno nacionalne fiskalne politike uporabljati bolj fleksibilno. To pomeni, ko je država članica v negativnem trendu, bi morala dopustiti, da proračunski primanjkljaj poraste s pomočjo avtomatičnih proračunskih stabilizatorjev (upad vladnega dohodka in povečanje socialnih izplačil). V primeru, da proračun ni centraliziran, kar avtomatično redistribuira dohodek, države nimajo mehanizma (države članice EMU ne morejo vplivati na svojo denarno politiko), ki bi absorbiral učinek negativnega šoka (Grauwe, 2007, str. 219).

Prav zavedanje o nesprejemljivosti samovoljne fiskalne politike držav članic evro območja je voditelje spodbudilo, da so 11. marca 2011 v Bruslju dosegli načelen dogovor o Paktu za evro, na začetku tudi imenovan Pakt za konkurenčnost. Formalno so ga sprejeli 24. marca 2011 kot Pakt za evro plus.

Kot nadaljnji korak v smer krepitve ekonomskega vladanja na evropski ravni, so voditelji držav z evrom 27. oktobra 2011 sprejeli dogovor, da se bodo lotili potrebnih reform. Dogovor vsebuje konkretne predloge, ki od evrskih držav zahteva sprejetje uravnoteženih proračunskih pravil oziroma »fiskalnih pravil«. Te je potrebno zapisati v nacionalno zakonodajo (ustavo) nacionalnih proračunov, ki bodo temeljili na neodvisnih napovedih gospodarske rasti in bodo predstavljeni fiskalnemu svetom. Nadalje se pred sprejetjem kakršnekoli reforme zahteva konzultiranje Komisije, ki bi lahko vplivala z učinkom prevalitve. Poleg tega bi moral tudi Svet EU, natančneje ECOFIN, zagotoviti bolj skrben nadzor (angl. *monitoring*) in dodatno prisilo za države s prekomernim proračunskim deficitom. Dogovor, ki je sledil 8. in 9. decembra 2011 je pomenil pomemben korak k zagotavljanju fiskalne discipline. Dogovor je bil sprejet v smeri premika k ekonomski uniji in ustanovitvi novega fiskalnega dogovora (fiskalna unija), ki temelji na zaščiti Pakta, ocenjevanju vladnega dolga, novih finančnih sankcijah in nefinančnih ukrepih, višjo stopnjo avtomatizma pri procesu nadzora (le kvalificirana večina Sveta bo lahko zavrnila sankcije), minimalne zahteve okvirja nacionalnega proračuna in minimalne zahteve za neodvisnost nacionalnih statističnih oblasti in možnost finančne sankcije v primeru poneverbe proračunskih statistik (European Central Bank, 2011b, str. 97, 98).

Večina se strinja, da je za izboljšanje fiskalnega nadzora v evro območju bistvena močnejša fiskalna oblast, tako na ravni evro območja kot na nacionalni ravni. Zadnji zakonodajni paket, ki so ga sprejeli voditelji držav članic, krepi cilj ekonomskega vodenja na ravni EU, še posebno v evro območju. Gre za korak v pravo smer, vendar s tem »končna slika« še ni jasna. Sprejeti okvir dopušča še veliko možnosti prostega preudarka z upoštevanjem izvajanja in krepitve fiskalnega nadzora. Novi krepitveni mehanizem, ki je

stopil v veljavo sredi decembra 2011 mora biti uporabljen v celoti v vseh državah evro območja zoper katere lahko ECOFIN sproži postopek prekomernega primanjkljaja.

Pakt za evro je bil s strani Sveta finančnih ministrov EU podpisan 21. februarja 2012. Pakt zastruje svobodo samovoljnega fiskalnega odločanja držav članic in daje Komisiji dodatno moč nadzora nad nacionalnimi proračuni. To dejansko pomeni bolj natančen pregled fiskalnih položajev držav članic in povečan okvir spodbud na eni in kaznovanj na drugi strani z namenom spodbujanja dosegati ciljni deficit in javni dolg. Novo pravilo, ki ga mora potrditi še Evropski parlament, Komisiji daje pomembno vlogo pri nadzoru in ocenjevanju države članice. Novi okvir tako omogoča hitrejše preventivno in korektivno ukrepanje držav članic in določa bolj avtomatično uveljavitev sankcij državam evro območja, ki so podvržene postopku prekomernega primanjkljaja (Moody's, 2012c).

Fiskalni sporazum, ki je bil sprejet s strani držav EU¹⁷, se nanaša na uporabo pravila uravnoteženega proračuna, nad katerim se bo izvajal nadzor glede na specifične posamezne države članice in sprejete srednjeročne cilje. Države članice so dolžne pravilo uravnoteženega proračuna prenesti v nacionalno zakonodajo oziroma ustavo. Sporazum sodišču EU nalaga, da državam kršiteljicam v primeru, da ne dosežejo uravnoteženega proračuna naloži denarne kazni. Nadalje sporazum določa pospeševanje ukrepov, ki se tičejo postopka prekomernega proračunskega primanjkljaja. Državam, katerih javni dolg je presegel referenčno vrednost 60 % BDP, nalaga zmanjševanje le-tega, in sicer v višini 1/20 na leto. To v praksi pomeni, da velikost javnega dolga na dolgi rok strmi k 0 % BDP. Sporazum je med drugim tudi pomemben element za krepitev ekonomske in monetarne unije v obeh že vzpostavljenega evropskega začasnega mehanizma EFSF in stalnega mehanizma ESM. Sporazum bo stopil v veljavo, ko ga bo ratificiralo 12 držav članic evro območja oziroma najkasneje 1. januarja 2013 (European Council, 2012).

4.5 Druge predlagane rešitve

V času reševanja dolžniške krize se je pojavljajo mnogo idej in načinov kako ter na kakšen način naj se države članice evro območja lotijo reševanja prezadolženih držav. Najpogosteje se je omenjalo, da bi bilo smotno po vzoru IMF ustanoviti Evropski denarni sklad, ki bo pomagal reševati likvidnostne težave držav članic. Hkrati se je v strokovni javnosti pojavila ideja o skupni izdaji evroobveznic, ki bi v trenutni krizi služile predvsem prezadolženim državam, katerih obresti na državne dolžniške papirje so presegle vzdržne meje.

¹⁷ Sporazuma nista podpisali dve državi, Češka in Velika Britanija.

4.5.1 Evropski denarni sklad – EDS

Ideja o Evropskem denarnem skladu (v nadaljevanju EDS) se je začela pojavljati vzporedno z reševanjem evropske dolžniške krize, vendar do danes konkretnih odločitev še ni bilo sprejetih. Nemški zunanji minister je denimo marca 2012 omenil, da bo kmalu predstavil predloge za ustanovitev institucije, katere naloga bo zaščititi notranjo stabilnost evro območja, vendar v resnici obstaja precej pravnih ovir za morebitno ustanovitev EDS po vzoru IMF (Willis, 2009).

EDS naj bi podobno kot IMF pomagal premagovati finančne, predvsem likvidnostne, težave držav v težavah znotraj denarne unije. Te naj bi bile zaradi izgube tečajne politike bolj ranljive od tistih s svojo valuto. S pomočjo EDS bi se reševale tudi finančne krize, ki se pojavljajo. Dostop in pogoj do finančnih sredstev te institucije ne bi bili odvisen od pričakovanj in »ocen« privatnih investitorjev, ampak od njenih ocen, ki bi uporabljala svoja merila. Istočasno pa bi EDS z nekakšnimi »stand by« krediti prisilil posojilojemalke v ekonomsko politiko, ki bi jo diktiral. Na tem mestu se pojavlja vprašanje odločitve EDS o možnostih posamezne kreditojemalke, da popravi finančno stabilnost, o njenih obveznostih, ali ocene o tem, ali obveznosti izpolnjuje ali ne. Nedvoumno bi bile te ocene precej politične (Mencinger, 2011b, str. 12).

Gros in Mayer (2010) utemeljujeta, da se EDS lahko razume kot dopolnilo idejam, ki dovoljujejo t.i. »nadzorovani bankrot« privatnih finančnih institucij in zavarovalniških skladov velikih bank. V preteklih finančnih krizah je politika zasledovala zgolj cilj, ki preprečuje propad velikih institucij. Torej je glavni cilj v prihodnosti ta, da se disciplina trga preoblikuje na način, da omogoča propad teh institucij. Za EMU to pomeni, da bi moral biti sistem dovolj robusten, da bi minimaliziral razdor povzročen s strani ene od držav članic. Zgolj pravilo, ki bi prepovedovalo sprejemati jamstvo za nekoga drugega, bi zmanjšalo pojav medsebojne odvisnosti, ki je osnova za pojav moralnega hazarda. Iz navedenega razloga se avtorja bolj nagibata k spremembam obstoječega sistema reševanja kriz. Države, ki kršijo Maastrichtska pravila (javni dolg in proračunski primanjkljaj) bi morale prispevati denar v EDS, kar bi spodbudilo sleherno državo članico, da spoštuje sprejeta pravila. Prednost te institucije bi bila predvsem v tem, da bi bila sposoben organizirati »nadzorovan bankrot« kot izhod v zadnji sili. To bi odstranilo tveganje »nenadzorovanega bankrota«, ki predstavlja glavno grožnjo evro državam. Poleg tega bi bila ustanovitev sklada za države evro območja, predvsem v času, ko se le-te srečuje s finančnimi težavami, bolj pomembna, kot iskati ad hoc rešitve in sprejemati ukrepe dogovorjene v okviru Sveta. Bolje je podati jasna pravila in spodbude, da se bodo države članice držale fiskalnih omejitev, hkrati pa bi lahko EDS institucijam v težavah denar tudi

posojala. Obe značilnosti zmanjšujeta problem moralnega hazarda¹⁸, ki je eden od glavnih krivcev za izbruh svetovne finančne krize.

Nasprotno Matthes (2010, str. 77) dvomi v moč EDS, da bi uvedel zahtevano fiskalno disciplino, poleg tega pa bi postal problem moralnega hazarda še bolj pereč. To bi lahko povzročilo, da razvite države evropskega severa ne bi želele finančno podpirati države evropskega juga in bi želele ustanoviti svojo denarno unijo. Ne glede na razprave o upravičenosti in smiselnosti ustanovitve Evropskega denarnega sklada je potrebno priznati, da bi bila morebitna ustanovitev in vzdrževanje takšne institucije ne ravno poceni rešitev. Poleg tega bi bilo potrebno v dani težki finančni situaciji bolj izkoristiti institucije kot na primer IMF, ki so nam v tem trenutku na voljo in že opravljajo podobne naloge.

4.5.2 Evroobveznice

Koncept skupne izdaje evropskih obveznic (angl. *Common issuance of sovereign bonds*) je bil prvič predstavljen v poznih devetdesetih letih prejšnjega stoletja, ko je Giovanijeva skupina (angl. *Giovanni Group*) predstavila poročilo o možnostih izdaje dolga evro območja (angl. *Issuance of euro-area sovereign debt*). Ponovno zanimanje o skupni izdaji evroobveznic se je zaradi poglobljanja dolžniške krize evro območja oživel septembra 2008. Idejo o skupni izdaji obveznic kot možnemu močnemu instrumentu za doseg večje likvidnosti v nekaterih državah evro območja so podpirali mnogi politiki, tržniki in akademiki. Na podlagi te osnove je Evropski parlament zahteval od Evropske komisije, da preuči možnost skupne izdaje t.i. Stabilne obveznice (angl. *Stability Bond*), kar bi zahtevalo odločen napredek v procesu ekonomske, finančne in politične integracije v območju evra.

Povedano zahteva krepitev koordinacije ekonomske politike in upravljanja ter višjo stopnjo ekonomske konvergence in nenazadnje potrebo po spremembi Pogodbe. Katerikoli vrsto evroobveznic bi jih morala spremljati izdaten fiskalni nadzor in koordinacija politik z namenom izogibanja moralnega hazarda in zagotavljanja vzdržnih javnih financ ter spodbujanja konkurenčnosti in zmanjšanja škodljivih posledic makroekonomskih neravnovesij (European Commission, 2011e, str. 3, 4).

Kot glavne prednosti izdaje skupnih evroobveznic se pojavljajo vodenje trenutne krize in preprečevanje prihodnjih dolžniških kriz. Tu je potrebno izpostaviti bolj ranljive države članice, katerih obveznice zahtevajo visok donos in bi profitirale bolj od ostalih držav članic, ki so kreditno bolj sposobne in katerih obveznice zahtevajo nižji donos. Nadalje bi skupna izdaja evroobveznic okrepila finančno stabilnost evro območja, kar bi olajšalo spopad proti bodočim šokom. Prav tako bi izdaja evroobveznic pozitivno vplivala na

¹⁸ Sedaj tako finančni trgi kot tudi Grčija računajo, da bo država na koncu dobila jamstvo, saj EU ne more pustiti, da propade ena od njihovih članic (Gros & Mayer, 2010, str. 68).

bančni sektor evro območja, saj te v svojih aktivah držijo velike količine obveznic, ki pa sedaj niso več tako nizko tvegane, nizko volatilne in likvidna naložba. Nadalje evroobveznice pomenijo varnejši bazen likvidnega premoženja, kar bi omogočilo, da ECB ne bi bilo potrebno intervenirati na trgu obveznic (Program trga obveznic). Evroobveznice bi izboljšale učinkovitost trga z enotnim zahtevanim donosom in ne tako kot sedaj, ko je ocena zahtevanega donosa različna med državami članicami. Nazadnje bi uvedba evroobveznic povečala vlogo evra v svetovnem finančnem sistemu (European Commission, 2011e, str. 4–7).

Predpogoj izdaje evroobveznic je omejiti moralni hazard, kar lahko države članice dosežejo predvsem s povečanjem proračunske discipline. Nadaljnji predpogoji zadevajo dodatno jamčenje za vzdržnost javnih financ, sprejemljivost obveznic s strani investitorjev in nazadnje sprejemljivost s strani vseh držav članic evro območja. Stabilna obveznica ne bi smela pomeniti kršitev določil Pogodbe, ki prepoveduje jamčiti za drugo državo članico. Pogodba o delovanju EU v svojem 125. členu prepoveduje prevzemanje obveznosti s strani druge države članice. V primeru, da bi bila izdana obveznica pod skupno garancijo, bi to pomenilo kršitev prepovedi jamčenja za drugo državo članico (European Commission, 2011e, str. 11).

Evropski parlament je 15. februarja 2012 potrdil resolucijo, s katero poudarja, da bi bile lahko evroobveznice na srednji rok vir stabilnosti evroobmočja. Obveznice za stabilnost ne morejo biti hitra rešitev za trenutne težave, lahko pa so pomemben element pri oblikovanju srednjeročnih rešitev. Predpogoj za skupno izdajo obveznic pa je trajnostni fiskalni okvir, katerega cilj sta okrepljeno gospodarsko upravljanje in gospodarska rast v evroobmočju (Evropski parlament, 2012b).

Hitre uvedbe evroobveznic torej v danem trenutku ni mogoče pričakovati. Zaradi potrebnega jamstva pri izdaji evroobveznice trenutno veljavna pogodba namreč ne omogoča prevzemanje obveznosti s strani druge države članice. Za morebitno uveljavitev evroobveznic je najprej potrebno na ravni držav članic EU doseči politično soglasje za spremembo obstoječe pogodbe, kar pa je lahko v skladu z izkušnjami dolgotrajen proces.

SKLEP

Finančne turbolence so odkrile velike pomanjkljivosti pri delovanju svetovnih finančnih trgov ter serijo razpok v obstoječem sistemu nadzora in regulacije tega področja. Dejavniki, med katerimi se najbolj izpostavlja človeški pohlep, »laissez faire« ekonomska politika, moralni hazard, institucije sivega bančnega sistema, delovanje bonitetnih agencij in podobno so zanetile močan ogenj, ki še vedno tli. Živimo v nevarnih časih, v katerih so se strukturni problemi svetovnega gospodarstva, nastali s krizo, zajedli v vse ekonomske pore. Obsežne intervencije v finančnem sistemu so sicer prinesle nekakšno olajšanje in

zaupanje, vendar je za obvarovanje tega krhkega zaupanja potrebno sprejeti nadaljnje reforme, ki bodo preprečile izbruh nove krize oziroma bodo zagnale nov gospodarski cikel.

Ne smemo pozabiti dogodkov v 30-ih letih dvajsetega stoletja, ko je izbruh svetovne gospodarske krize in posledično nezadovoljstvo ljudskih množic na oblast pripeljal radikalni politični doktrini fašizem in nacizem, ki sta privedli do izbruha druge svetovne vojne. Ta je prinesla mnogo trpljenja in gorja vsem takrat živečim generacijam.

Svetovna finančna kriza, ki je izbruhnila v Združenih državah Amerike s hipotekarno krizo ter se nato naglo širila, je najbolj prizadela Evropo, še posebej države članice EMU. Pomemben »izvorni greh« teh držav je, da so se v času konjunktura prekomerno zadolževale, sedaj v času recesije pa so zmožnosti zadolževanja, ki bi bil za zagon gospodarstva zelo pomemben, omejene.

V Evropi so bile sprva na udaru predvsem banke in bančni sektor, ki so zaradi svoje izpostavljenosti beležile močne izgube. Nezaupanje in negotovost na finančnih trgih sta ECB prisilila, da je s hitrimi in odločnimi ukrepi, predvsem bankam, zagotovila zadostno likvidnost. Poleg tega so države članice EU preprečile propade posameznih bank na način, da so jamčile za kredite oziroma so banke celo dokapitalizirale, kar je pomenilo tiho nacionalizacijo bank. Za doseg te ciljev so se države močno zadolževale, javni dolgovi nekaterih članic evro območja pa so zrasli v nebo. Poleg tega se je gospodarska rast ustavila, povečini je celo prišlo do krčenja gospodarskih aktivnosti, kar je na eni strani povzročilo upad pobranih davkov, na drugi strani pa so se zaradi večje brezposelnosti socialni transferji močno povečali. Zniževanje prihodkov in povečevanje odhodkov se je neizbežno odražalo v zniževanju bruto domačega prihodka držav.

Nastala vrzel, ki je povzročila velike proračunske primanjkljaje že tako zadolženih držav, je povzročila veliko skrbi s strani mednarodnih vlagateljev, ki so za povečano tveganje zahtevali višje donose na izdane dolžniške papirje držav. Najslabše so jih odnesla nekatera gospodarstva držav evro območja, še posebno države skupine PIIGS, ki se trenutno soočajo s hudimi finančnimi težavami, saj izredno težko odplačujejo svoje zapadle obveznosti.

Dolžniška kriza je najhujše udarila v Grčiji, ki je v dani situaciji prav gotovo v najtežjem položaju. Zaradi nezmožnosti financiranja svojih obveznosti je maja 2010 zaprosila za mednarodno denarno pomoč. Brez dodeljene mednarodne finančne pomoči s strani IMF in EU Grčija ne bi bila sposobna odplačevati svojih zapadlih dolgov. Javni dolg Grčije sedaj presega 150 % BDP, kar je zaradi plačevanja visokih obresti na obstoječi dolg že nekaj časa nevzdržno. Grčija je sicer z mednarodnimi upniki dosegla dogovor o 53 % odpisu njenega dolga, vendar situacija kljub temu ostaja resna.

Mednarodno denarno pomoč sta poleg Grčije prejeli še Portugalska in Irska. Prva je v času gospodarske konjunktore v območju evra beležila najnižjo gospodarsko rast, ta je znašala okoli 1 %, v času recesije pa je njen javni dolg močno porasel, zato svojih obveznosti do mednarodnih upnikov ni bila več sposobna poravnati. Njen javni dolg sedaj presega 100 % BDP, kar državo postavlja v precej nezavidljiv položaj. Prav tako pa javni dolg povzroča skrbi tudi na Irskem, kjer se je gospodarstvo soočilo predvsem s težavami v bančnem sektorju, v katerega je morala država vložiti milijarde evrov. Tako se je zaradi sanacije bančnega sistema javni dolg samo v enem letu, iz leta 2009 v leto 2010, povečal za 32,4 % točk BDP in danes že presega 100 % BDP. Posojilo mednarodnih denarnih institucij je bilo dano pod pogojem strogih varčevalnih ukrepov. Obe državi sta pripravili resen program konsolidacije javnih financ, ki bo na srednji in daljši rok omogočal njuno preživetje.

S težavami se srečujejo tudi v ostalih državah članicah. V Sloveniji je javni dolg v zadnjih letih močno narasel in sedaj znaša okoli 45 % BDP. Samo od izbruha krize se je dolg povečal preko 20 % točk BDP, kar je samo po sebi zelo alarmantno in zahteva veliko pozornosti. Slovenija bi nedvoumno morala sprejeti potrebne strukturne reforme, ki bi povečale konkurenčnost gospodarstva in zmanjšale velikost državnega aparata. V primerjavi z ostalimi državami evro območja je Slovenija sicer manj zadolžena država, vendar pa je močno zadolžen podjetniški in bančni sektor. Počasen odziv na finančno krizo se kaže v izgubi mednarodne kredibilnosti (strukturne reforme so bile povečini zavrnjene na referendumih), kar se je na mednarodnih finančnih trgih odrazilo v povečanju obrestne mere. Zahtevana donosnost je tako proti koncu leta 2011 skoraj dosegla mejo 7 %. To nas postavlja ob bok Španiji in Italiji, ki se soočata z resno dolžniško krizo. Omenjeni državi do sedaj še nista zaprosili za mednarodno denarno pomoč, vendar je njuno stanje kljub vsemu resno. Okrevanje gospodarstva poteka počasi, medtem ko se Španija sooča z ogromno brezposelnostjo, ki znaša preko 20 % in težavami v bančnem sektorju, Italiji preglavice povzroča velikanski javni dolg, ki znaša skoraj 120 % BDP.

Najbolj spodbudni podatki prihajajo iz Nemčije, ki v času dolžniške krize predstavlja gonilno silo evro območja. Kljub dejstvu, da Nemčija 40 % svojih dobrin izvozi v območje evra, v trgovinske partnerice znotraj EU pa celo 60 %, ji je v letu 2010 uspelo beležiti rekordno gospodarsko rast, ki je znašala preko 3 % BDP. Spodbudni makroekonomski kazalci ji omogočajo poceni zadolževanje, zahtevana donosnost s strani mednarodnih vlagateljev tako znaša manj kot 2%.

Težave, s katerimi se soočajo države članice evro območja, so povečini posledica njihovih samovoljnih fiskalnih politik v letih pred krizo. Dejstvo je, da države članice v denarni uniji ne morejo voditi svoje monetarne politike, zato ostaja edini mehanizem za uravnavanje šokov prav fiskalna politika, ki pa do sedaj ni bila koordinirana. Ker je primarni cilj EMU zagotovitev stabilnost cen, morajo biti proračunski primanjkljaji omejeni, saj so ti neposredno povezani z inflacijskimi pritiski. Torej je makroekonomska

koordinacija, ki je zapisana v Paktu, pogoj za uspešno delovanje denarne unije. Nedosledno spoštovanje predpisov in mehanizma sankcioniranja v praksi je pripeljal do stanja, ko so zapisana pravila ostala mrtva črka na papirju. Pretekla ignoranca fiskalnih pravil sedaj zelo resno ogroža obstoj denarne unije. Ob izbruhu dolžniške krize se je izkazalo, da večina držav članic nima manevrskega prostora, s katerim bi bilo mogoče z dodatnim zadolževanjem pospešiti nov gospodarski cikel, saj se je cena denarja močno povečala. Zadolževanje je postalo predrago, da bi države še naprej financirale svoje proračunske primanjkljaje oziroma odplačevale visoke javne dolgove. Državam članicam zdaj ostaja zgolj možnost, da z restriktivno fiskalno politiko krčijo stroške delovanja državnega aparata ter tako v skladu s sprejetimi programi konsolidacije postopno uravnovesijo proračunske izdatke. Gre sicer za dvorezen meč, saj s krčenjem javne porabe ni mogoče pričakovati hitrega gospodarskega zagona.

Poleg tega je počasen odziv evropskih institucij na dolžniško krizo le-to še dodatno poglobil. Vlade držav članic so se sicer zedinile, da bo potrebno z odločnimi ukrepi pomagati prezadolženim državam. Gre predvsem za klub PIIGS, kjer nekatere države članice niso zmožne same odplačevati svojih obveznosti. V ta namen je bil za doseg finančne stabilnosti leta 2010 ustanovljen začasni mehanizem EFSF, v katerega je vsaka izmed držav članic EMU prispevala svoj sorazmeren delež. Začasni denarni sklad je namenjen državam članicam, ki se bodo znašle v finančnih težavah. Prednost tega je, da se države članice preko omenjenega mehanizma lahko zadolžujejo z izdajanjem obveznic, ki je s strani bonitetnih hiš ocenjen na »AAA«, kar pomeni, da je obrestna mera nizka, zato je tudi premija, ki jo je dolžna plačati država članica veliko bolj sprejemljiva. Torej država članica, ki zapade v težave lahko pridobi posojilo iz začasnega mehanizma, poleg tega pa pomoč nudi tudi IMF, ki ima s podobnimi zgodbami že veliko izkušenj.

Začasni mehanizem EFSF bo v letu 2013 zamenjal stalni mehanizem ESM, ki bo predstavljal največjo finančno institucijo na svetu. V njegov sklad bodo države članice vložile 700 milijard evrov. Stalni mehanizem bo zagotavljal financiranje držav pod strogo določenimi pogoji in v primeru, da bodo ocene fiskalne vzdržnosti pokazale solventnost države. Pri tem gre za dvoje vrst ocen. Prvič, ocena potrebne kratkoročne likvidnosti države in drugič, ocena srednjeročne in dolgoročne vzdržnosti dolga, ki analizira zmožnost javnega sektorja za vračilo kreditov. Sicer pa ocena dolgoročne vzdržnosti javnih financ na ravni EU poteka že od leta 2005, ko je bil Pakt reformiran. Njegova glavna uporaba je prispevek k oceni uresničevanja načrtov fiskalne politike, ki jih vsebuje Program stabilnosti in konvergence, ki je na letni ravni sprejet s strani držav članic.

Poleg zagotovitve začasnega in stalnega mehanizma za zagotavljanje finančne stabilnosti so države članice območja evra sprejele tudi t.i. »Fiskalni pakt« oziroma dogovor, ki temelji na zaščiti Pakta, ocenjevanju vladnega dolga, novih finančnih sankcijah in nefinančnih ukrepih, višji stopnji avtomatizma pri procesu nadzora (le kvalificirana večina Sveta bo lahko zavrnila sankcije), minimalnih zahtevah okvira nacionalnega proračuna in

minimalnih zahtevah za neodvisnost nacionalnih statističnih oblasti in možnostih finančne sankcije v primeru poneverbe proračunskih statistik. Dogovor o fiskalnem paktu bo predvidoma zaživel z letom 2013 oziroma takrat, ko ga bo v nacionalno zakonodajo preneslo vsaj enajst držav članic.

V luči reševanje krize se pojavljajo tudi drugi načini reševanja težav z zadolženostjo. Ideja o EDS kot instituciji, ki bi delovala po vzoru IMF je bila sicer v javnosti obravnavana, vendar do danes konkretnih odločitev o tem še ni bilo sprejetih. Verjetno ustanovitev in delovanje tovrstne institucije ne bi bila poceni rešitev, poleg tega pa bi bilo bolj smotno izkoristiti institucije kot na primer IMF, ki že opravljajo podobne naloge. Bolj verjetno in smotno bi bilo potrebno razmišljati o izdaji evroobveznic, katerih uvedba bi v prvi vrsti zahtevala spremembo obstoječe Pogodbe in nato okrepljeno koordinacijo ekonomskih politik in upravljanja ter višjo stopnjo ekonomske konvergence. Zaradi potrebnih jamstev, ki bi jih prevzemale države članice pri izdaji skupnih evroobveznic, bi bil potreben izdaten fiskalni nadzor in koordinacija politik z namenom preprečevanja moralnega hazarda, zagotavljanja vzdržnih javnih financ, spodbujanja konkurenčnosti in zmanjšanja škodljivih posledic makroekonomskih neravnovesij. Podpis Fiskalnega pakta februarja 2012 tako pomeni dobro podlago za večjo fiskalno odgovornost držav, s tem pa postaja uvedba evroobveznic vse bolj realna.

EMU v dani situaciji nima mehanizma, s čimer bi lahko v kratkem in neposredno zagnala nov gospodarski cikel, saj ukrepi varčevanja in zategovanja pasu kratkoročno učinkujejo ravno nasprotno, torej dušijo ekonomsko aktivnost. Veliko upanje za zadolžene države tako ostajajo evroobveznice, s katerimi bi se bilo mogoče veliko ceneje zadolževati ter s tem ponovno zagnati prepotrebno gospodarsko rast.

Iz analize je mogoče ugotoviti, da fiskalna neodvisnost med državami članicami denarnega območja ni konsistentna z monetarno unijo. Poleg tega je za oživitev gospodarstva nujno potrebna okrepljena koordinacija ekonomskih politik, ki v prihodnosti ne bo dopuščala fiskalne samovolje in ignorance zapisanih pravil, saj bo le kvalificirana večina Sveta lahko zavrnila sankcije zoper države kršiteljice. Podpis Fiskalnega pakta oziroma Pakta za evro, ki ga morajo sedaj potrditi še nacionalni parlamenti, predstavlja pomemben mejnik pri reševanju dolžniške krize. Poleg tega bosta strožja fiskalna disciplina in okrepljen nadzor na široko odprla vrata evroobveznicam, ki trenutno ostajajo pomembno, če ne celo edino, upanje za hitrejšo rešitev dolžniške krize prezadolženih držav.

Iz povedanega izhaja, da je mogoče zastavljeno hipotezo magistrskega dela, ki pravi, da je skupna institucionalna ureditev fiskalnih politik nujna za rešitev evropske dolžniške krize in zagotovitev dolgoročne stabilnosti skupne evrske valute, potrditi.

- I.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.SK.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.FI.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&node=SEARCHRESULTS&trans=N
14. European Central Bank. (2012b). *Open market operations*. Najdeno 2. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index.en.html>
 15. European Central Bank. (2012c). Key ECB interest rates. *Statistical Data Warehouse*. Najdeno 5. maja 2012 na spletnem naslovu <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000131>
 16. European Commission. (2006). *Public Finances in EMU 2006*. Najdeno 28. marca 2012 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication423_en.pdf
 17. European Commission. (2008). *Public Finances in EMU 2008*. Najdeno 5. oktobra 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12832_en.pdf
 18. European Commission. (2009). Sustainability Report 2009. *European Economy 9/2009*. Najdeno 17. aprila 2012 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15998_en.pdf
 19. European Commission. (2010a). *Public Finances in EMU 2010*. Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-4_en.pdf
 20. European Commission. (2010b). *An EU Framework for Crisis Management in the Financial Sector*. Najdeno 25. septembra 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/framework/com2010_579_en.pdf
 21. European Commission. (2011a). *Statistical Annex of European Economy, Spring 2011*. Najdeno 30. julija 2011 na spletnem naslovu: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/2011-05-13-stat-annex_en.pdf
 22. European Commission. (2011b). *European Economic Forecast Spring 2011*. Najdeno 20.8.2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2011_spring_forecast_en.htm
 23. European Commission. (2011c). *Public finances in EMU 2011*. Najdeno 25. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-3_en.pdf
 24. European Commission. (2011d) *European Economic Forecast – Autumn 2011*. Najdeno 20. novembra 2011 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-6_en.pdf
 25. European Commission. (2011e). *Green paper on feasibility of introducing Stability Bonds*. Najdeno 25. februarja 2012 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/green_paper_en.pdf

26. European Commission. (2012). *Interim Forecast*. Najdeno 30. marca 2012 na spletnem naslovu http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2012/2012-02-23-interim-forecast_en.pdf
27. European Council. (2012, 2. marec). Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union. Najdeno 4. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26_en12.pdf
28. Evropski parlament. (2012a). *Okvir fiskalnih politik*. Najdeno 13. januarja 2012 na spletnem naslovu http://circa.europa.eu/irc/opoce/fact_sheets/info/data/economic/framework/article_7231_sl.htm
29. Evropski parlament. (2012b). *Evroobveznice in kratkoročni ukrepi za stabilizacijo evroobmočja*. Najdeno 10. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/news/sl/pressroom/content/20120215IPR38127/html/Evroobveznice-in-kratkoro%C4%8Dni-ukrepi-za-stabilizacijo-evroobmo%C4%8Dja>
30. Evropski svet. (2011, 21. julij). *Pogodba o ustanovitvi evropskega mehanizma za stabilnost*. Najdeno 9. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://european-council.europa.eu/media/582908/13-tesm2.sl12.pdf>
31. Gaspari, M. (2010, 11. september). Premikanje foteljev na palubi Titanika. *Delo (Sobotna priloga)*, str. 4–7.
32. Grauwe, P. (2007). *Economics of monetary union* (7th ed.). Oxford (UK), New York: Oxford University Press.
33. Grauwe, P. (2010). The Greek Crisis and the Future of the Eurozone. *Intereconomics*, 45(2), 89–93.
34. Gros, D. (2011, 24. maj). *External versus domestic debt in the euro crises*. Najdeno 20. septembra 2011 na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6550>
35. Gros, D., & Mayer, T. (2010). How to deal with the Threat of Sovereign Default in Europe. *Intereconomics*, 45(2), 64–68.
36. *Investopedia*. Najdeno 15. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/w/warrenbuffet.asp#axzz22CLNMleZ>
37. Kovač, B. (2010, 17. december). Obrnjeno na glavo: reševanje evra postaja ključno za gospodarsko in politično preživetje EU in njeno prihodnost. *Mladina*, (50), str. 31.
38. Kulot, L. (2011). *Pakt stabilnosti in rasti* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
39. Masten, I. (2011, 20. oktober). V U. Slak. (urednik). *Pogledi Slovenije* [televizijska oddaja]. Ljubljana: RTV Slovenija.
40. Matthes, J. (2010). The IMF is Better Suited than an EMF to Deal with Potential Sovereign Defaults in the Eurozone. *Intereconomics*, 45(2), 75–81.
41. International Monetary Fund. (1999, marec). *IMF & European Economic and Monetary Union: IMF External Relations Department*. Najdeno 26. maja 2010 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/emu.htm>

42. International Monetary Fund. (2010a). Europe and IMF Agree 110 Eur Billion Financing Plan With Greece. *Survey Magazine*. Najdeno 24. marca 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/CAR050210A.htm>
43. International Monetary Fund. (2010b). IMF Approves € 30 Bin Loan for Greece on Fast Track. *Survey Magazine*. Najdeno 30. marca 2012 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/new050910a.htm>
44. International Monetary Fund. (2010c). IMF Approves €22.5 Billion Loan For Ireland. *Survey Magazine*. Najdeno 9. avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10496.htm>
45. International Monetary Fund. (2011a). IMF Outlines Joint Support Plan with EU for Portugal. *IMF Survey online*. Najdeno 15. februarja 2012 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/int050611a.htm>
46. International Monetary Fund. (2011b). General Government Structural Balance. *World Economic Outlook Database, September 2011*. Najdeno 16. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/weorept.aspx?sy=2007&ey=2012&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=122%2C136%2C124%2C137%2C423%2C181%2C939%2C138%2C172%2C182%2C132%2C936%2C134%2C961%2C174%2C184%2C178&s=GGSB_NPGDP&grp=0&a=&pr1.x=33&pr1.y=3
47. International Monetary Fund. (2011c). Current Account Balance. *World Economic Outlook Database, September 2011*. Najdeno 30. januarja 2012 na spletnem naslovu http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/weorept.aspx?sy=2007&ey=2012&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=122%2C136%2C124%2C137%2C423%2C181%2C939%2C138%2C172%2C182%2C132%2C936%2C134%2C961%2C174%2C184%2C178&s=BCA_NGDPD&grp=0&a=&pr1.x=56&pr1.y=11
48. Mencinger, J. (2011a). Dolgovi, takšni in drugačni. *Gospodarska gibanja*, št. 436. str. 6–16.
49. Mencinger, J. (2011b). Reševanje evra? *Gospodarska gibanja* št. 438. str. 6–15.
50. Ministrstvo za finance Republike Slovenije. (2009). *Moody's – Rating Slovenije odraža predvidljiv vladni okvir ekonomskih politik, relativno nizek dolg in koristi članstva v EMU*. Najdeno 2. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/nc/si/medijsko_sredisce/novica/article/43/40/
51. Molle, W. (2006). *The economics of European integration* (5th ed.). Aldershot, Burlington: Ashgate, cop.
52. Moody's Investor service. (2012a). *Moody's affirms (P)Aaa Rating for European Financial Stability Facility (EFSF)*. Najdeno 3. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.moodys.com/research/Moodys-affirms-PAaa-Rating-for-European-Financial-Stability-Facility-EFSF--PR_237511#
53. Moody's Investor service. (2012b). *Moody's adjusts ratings of 9 European sovereigns to capture downside risks*. Najdeno 15. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.moodys.com/research/Moodys-adjusts-ratings-of-9-European-sovereigns-to-capture-downside--PR_237716#

54. Moody's Investor service. (2012c). *European Budget Scrutiny Offers prospects of Greater Fiscal Discipline*. Najdeno 10. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.alacrastore.com/research/moodys-global-credit-research-European_Budget_Scrutiny_Offers_Prospect_of_Greater_Fiscal_Discipline-PBC_140155
55. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba.
56. Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Association*. Najdeno 20. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.experimentalforschung.vwl.uni-muenchen.de/studium/veranstaltungsarchiv/sq2/mundell_aer1961.pdf
57. Oblak, K. (2010). Bonitetne agencije v luči aktualne finančne krize. *Bančni vestnik*, 59(6), 43–48.
58. Pogodba o Evropski uniji. *Uradni list EU* št. 115/2008.
59. Reinhart, M. C. & Rogoff, S. K. (2008). *This time is different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
60. Reporter. (2011, 4. november). *Grčija se je dokončno odpovedala referendumu*. Najdeno 20. maja 2012 na spletnem naslovu <http://www.reporter.si/svet/gr%C4%8Dija-se-je-dokon%C4%8Dno-odpovedala-referendumu/6869>
61. Ribnikar, I. (2010). Izvedeni finančni instrumenti ali finančni derivati in finančna kriza. *Bančni vestnik*, 59(6), 9–11.
62. Romer, M. P. (2007). The Concise Encyclopedia of Economics. V D. R. Handerson (ur.), *Economic Growth*. Najdeno 10. januarja 2012 na spletnem naslovu <http://time.dufe.edu.cn/article/romer/1.pdf>
63. Roubini, N. & Mihm, S. (2010). *Gospodarska kriza. Napoved prihodnjih finančnih zlomov*. Ljubljana: Soleco.
64. Senjur, M. (2001). *Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva*. Maribor: Založba MER.
65. Spilimbergo, A., Symansky, S., Blanchard, O. in Cottarelli, C. (2008, 29. december). Fiscal Policy for the Crisis. *IMF Staff Position Note*. Najdeno 15. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2008/spn0801.pdf>
66. Standard and Poor's. (2012a). *Credit Ratings Definitions & FAQs*. Najdeno 4. aprila 2012 na spletnem naslovu http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/eu#def_2
67. Standard and Poor's (2012b). *Sovereigns Rating List*. Najdeno 3. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us/>
68. Stanovnik, T. (2008). *Javne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
69. Svet Evropske unije. (2010, 9. december). *Finančna podpora Irski odobrena*. Najdeno 13. aprila 2012 na spletnem naslovu

- <http://www.consilium.europa.eu/homepage/highlights/financial-support-for-ireland-finalised?lang=sl>
70. Svet Evropske unije. (2011, 18. maj). *Finančna pomoč Portugalski*. Najdeno 13. aprila 2012 na spletnem naslovu
<http://www.consilium.europa.eu/homepage/highlights/financial-assistance-to-portugal?lang=sl>
71. Štiblar, F. (2008). *Svetovna kriza in Slovenci: Kako jo preživeti?* Ljubljana: ZRC.
72. The New York Times. (2011, 5. december). *ECB Slowed Purchases of Government Bonds*. Najdeno 3. maja 2012 na spletnem naslovu
http://www.nytimes.com/2011/12/06/business/global/ecb-slowed-purchases-of-government-bonds.html?_r=1
73. Urad Vlade Republike Slovenije za komuniciranje. (2012, 10. marec). *Grška ponudba za delni odpis dolga uspela*. Najdeno 24. maja 2012 na spletnem naslovu
<http://www.evropa.gov.si/si/vsebina/novica/select/evro/news/grska-ponudba-za-delni-odpis-dolga-uspela/afde038ead/>
74. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj. (2011). *Jesenska napoved gospodarskih gibanj 2011*. Najdeno 20. septembra 2011 na spletnem naslovu
http://www.umar.gov.si/fileadmin/user_upload/napovedi/jesen/2011/jngg_2011.pdf
75. Willis, A. (2009, 9. marec). European Monetary Fund to Lunch by June. *Bloomberg Businessweek*. Najdeno 20. aprila 2012 na spletnem naslovu
http://www.businessweek.com/globalbiz/content/mar2010/gb2010039_054891.htm