

Krída v eurozóne: Príčiny, prejavy, riziká, riešenia

Ivan Lesay¹, Róbert Auxt²

Úvod

V roku 2013 stále pokračuje krída v európskej menovej únii. Vyhliadky na obnovu hospodárskeho rastu a zamestnanosti sú naprieč Európou negatívne. V značnej časti politických ale aj odborných kruhov stále prevláda presvedčenie, že hlavnou príčinou krízy v eurozóne je nezodpovedné hospodárenie s verejnými financiami v podaní niekoľkých štátov.

Na tejto diagnóze sa koniec koncov zakladá aj logika opatrení zameraných na prekonanie krízy – všetkým krajinám sa odporúča, aby v prvom rade zmenšovali rozdiel medzi verejnými príjmami a výdavkami a znižovali úroveň verejného dlhu. V extrémnom prípade sa uvažuje o alternative, že rozpočtovo nezodpovedné štáty by nemali byť súčasťou eurozóny.

Podľa nášho názoru je mylná aj diagnostika príčin krízy a aj recept na jej prekonanie. Súčasná krída v eurozóne je systémová a vyplýva zo samotného nastavenia menovej únie a finančného systému. Z hľadiska analýzy krízy je osožnejšie zamerať sa nie na rozpočtovú disciplínu, ale na bankový sektor a na makroekonomické nerovnováhy v rámci eurozóny. Z takejto analýzy môžu vyplynúť aj odporúčania na efektívne prekonanie krízy.

1. Príčiny krízového stavu

Pozrime sa na hospodárenie s verejnými financiami v krajinách eurozóny v období pred vypuknutím krízy v roku 2008 (Tabuľka 1). Z krajín európskej periferie sú na prvých priečkach štátov s najvyššími deficitmi Grécko, Portugalsko a Taliansko. Zvyšné Španielsko a Írsko nasledujú až po krajinách, ktoré sa bežne vnímajú ako rozpočtovo zodpovedné – Belgicko, Holandsko, Rakúsko, Nemecko a Francúzsko. Ako je teda možné, že sa z Írska stal zákazník záchranného programu Európskej únie a Španielsko muselo tiež požiadať o záchranu svojho bankového sektora?

1.1. Deficity a dlhy ako štatistické symptómy

Štatistiky platobnej bilancie (bežného i finančného účtu) nám poskytujú presnejší priehľad s kategóriou krajín najviac ohrozených krízou – na prvých priečkach sú Portugalsko, Grécko, Španielsko, Írsko a Taliansko. Zjednodušene povedané, ich spoločným menovateľom je to, že pred krízou viac dovážali, než vyvážali (viac spotrebúvali, než vyrábali) resp. viac investovali než sporili, a teda mali deficit na bežnom účte. To bolo možné vďaka dovozu kapitálu, teda mali prebytok na finančnom účte. Protistranou pri zahraničnom obchode aj pri investovaní boli prevažne krajiny z jadra eurozóny. Popísaný vývoj dokladá Tabuľka 1.

Tabuľka 1: Bilancia verejných rozpočtov a zložiek platobnej bilancie (% HDP, priemer 2000-2007)

Vládny deficit		Bežný účet		Finančný účet	
Grécko	-5,4	Portugalsko	-9,3	Portugalsko	7,9
Portugalsko	-4,2	Grécko	-8,4	Grécko	7,4
Taliansko	-2,9	Španielsko	-5,8	Španielsko	5,4
Francúzsko	-2,7	Írsko	-1,9	Írsko	2,4
Nemecko	-2,3	Taliansko	-1,3	Taliansko	1,0
Rakúsko	-1,6	Francúzsko	0,5	Francúzsko	-0,2
Holandsko	-0,6	Rakúsko	1,7	Rakúsko	-0,8

¹ Ekonomický ústav SAV a Ministerstvo financií SR.

² Ministerstvo financií SR; stanoviská v príspevku nie sú totožné so stanoviskom MF SR.

Belgicko	-0,3	Belgicko	3,0	Belgicko	-2,8
Španielsko	0,5	Nemecko	3,2	Nemecko	-4,1
Írsko	1,5	Holandsko	5,5	Fínsko	-4,4
Luxembursko	2,3	Fínsko	6,0	Holandsko	-4,6
Fínsko	4,2	Luxembursko	10,6	Luxembursko	-11,0

Prameň: Eurostat

Po tom, čo všetkých päť periférnych európskych štátov zažilo v období pred krízou významný príliv súkromného kapitálu, prichádza s krízou od roku 2008 k jednoznačnému a náhlemu zvratu v trende (Pisani-Ferry a Merler 2012). Investori prehodnocujú riziká makroekonomického vývoja periférnych ekonomík a pridávajú kurzové riziko vyplývajúce z potenciálneho opustenia eurozóny.

Situáciu ďalej komplikuje absencia veriteľa poslednej inštalácie, ktorá spôsobuje tzv. problém sebanapĺňajúcich očakávaní (DeGrauwe a Ji 2012). Členské štáty menovej únie emitujú dlh v mene, nad ktorou nemajú kontrolu. Preto ich vlády a centrálné banky držiteľom dlhopisov nemôžu – na rozdiel od krajín s vlastnou menou – stopercentne zaručiť splácanie. Toto riziko vedie k tomu, že investori sa zbavujú dlhopisov problémových krajín eurozóny a kupujú dlhopisy bezpečnejších krajín. Výsledkom sú rastúce (a na vývoji fundamentálnych ekonomických indikátorov nezávislé) rozdiely v podmienkach financovania vládneho dlhu v rámci eurozóny – periférnym štátom úrokové sadzby rastú, zatiaľ čo krajinám z jadra klesajú.

Súkromného kapitálu tak po prepuknutí krízy začína rapídne ubúdať. Kvôli nejasným vyhladkam hospodárskeho vývoja prestávajú banky z jadra eurozóny poskytovať na medzibankovom trhu úvery na refinancovanie bánk z periférnych štátov (*flowdeleveraging*), zahraniční aj domáci vkladatelia v problémových štátoch presúvajú svoje vklady v domácich bankách na kontá v bezpečnejšom zahraničí, investori sa zbavujú finančných aktív zo sužovaných štátov (*stockdeleveraging*) a tak ďalej.

V tejto súvislosti treba dodať, že ak sa dnes hovorí o dlhovej kríze a poukazuje sa pri tom na aktuálne problémy krajín eurozóny s úrovňou verejného zadlženia, tak tie vo väčšine prípadov vznikli až ako dôsledok krízy a neboli jej príčinou. Po vypuknutí krízy sa zhoršili štatistiky verejného dlhu vo všetkých krajinách eurozóny a najhorší vývoj bol práve tam, kde vláda pod tlakom rozhodla o prebratí záväzkov súkromného sektora, najmä oslabených bánk.

1.2. Makroekonomické nerovnováhy

Za jeden z najzásadnejších prejavov súčasného stavu v eurozóne i v globálnej ekonomike teda považujeme makroekonomické nerovnováhy, zobrazujúce sa najmä cez nevyrované bilancie bežných účtov a čistých kapitálových tokov. Aj v tomto prípade sa však objavuje argument, že verejných či súkromných aktérov na periférii predsa nikto nenútil, aby kapitál prijímali. Podľa tejto logiky by bremeno nápravy nerovnováhy teda mali znášať oni. Logika argumentácie je jednoduchá – ak má krajina deficit na bežnom účte, musí zvýšiť svoju konkurencieschopnosť, viac predávať do zahraničia a menej tam kupovať (Blanchard 2012). Situácia je ale o niečo zložitejšia.

a) Spoločná menová únia

Ak na trhu vznikne situácia, kedy sa núka množstvo lacného kapitálu, z hľadiska racionálneho ekonomického aktéra by bolo nevýhodné nepožičať si (na druhej strane treba tiež vnímať spoluzodpovednosť veriteľov, ktorí vyhodnocujú riziko, *dobrovoľne* požičiavajú, zarábajú na úrokoch a musia rátať aj s možnosťou nesplatenia pôžičky – za toto riziko sú kompenzovaní rizikovou maržou). Vznik takýchto zo systémového hľadiska nesprávnych trhových motívácií je jednou z hlavných príčin nerovnovážneho stavu a krízy v eurozóne.

Od vzniku menovej únie jej fungovanie charakterizuje existencia viacerých ekonomík v rôznych fázach hospodárskeho cyklu, s obmedzenou mierou vzájomnej konvergencie. Za stavu nízkej inflácie v Nemecku v období vzniku menovej únie bola reálna úroková miera pre nemeckú ekonomiku relatívne vysoká a to viedlo k chronicky slabému domácomu dopytu a investíciám. Nepriaznivá situácia na trhu práce mala dvojaký nepriaznivý vplyv. Po prvé, nemecké domácnosti boli opatrnejšie a viac sporili. Po druhé, oslabila sa vyjednávacía pozícia odborov a donútila ich prijať vládnu politiku spomaľovania rastu miezd (v pomere k rastu produktivity práce) v mene posilnenia cenovej konkurencieschopnosti nemeckého vývozu (o mzdovej politike viac v Rámčeku 1). Stagnácia miezd zároveň zvýšila ziskovosť podnikov, čo viedlo k vyšším úsporám aj na podnikovej strane. Nemecké priemyselné podniky navyše ťažili tiež z presunu výroby do krajín s lacnejšou pracovnou silou, napr. aj do ČR a na Slovensko (Marin 2010). Vymenované faktory spôsobili, že rastúce nemecké úspory sa neoplácalo investovať v domácej ekonomike a dochádzalo k čistému vývozu kapitálu do zahraničia.

Vďaka exportným odbytiskom pre investičný kapitál sa stali krajiny periférie eurozóny. Po prvé, bola v nich vyššia inflácia. Po druhé, po zavedení eura investori podcenili stav a riziká periférnych ekonomík – úrokové miery začali konvergovať na nízku nemeckú úroveň. Výsledkom boli nízke reálne úrokové sadzby, ktoré motivovali úverovú expanziu (čiže dovoz kapitálu), hospodársky rast, rast cien (vrátane nafúknutia bublín v nevýrobných sektoroch) a miezd, a ktorých dôsledkom bolo prehriatie ekonomík, nižšia cenová konkurencieschopnosť a pochopiteľný nárast deficitov bežného účtu.

Potvrďuje sa to, čo je v teórii už dlho známe, totiž že spoločná menová politika nemôže stabilizovať viaceré oblasti v rôznych fázach hospodárskeho cyklu a s nerovnovahami platobnej bilancie (Mongelli 2002). ECB cieľovalapriemernú infláciu v eurozóne a jej sadzba tak bola mierne vysoká pre Nemecko a veľmi nízka pre perifériu. Mierna nevýhodnosť pre jadro a zásadná nevýhodnosť pre perifériu nastala – ak opomenieme možné politické vplyvy – kvôli rôznej váhe jednotlivých ekonomík v eurozóne. Veľké hospodárstvo ako Nemecko bude logicky vždy bližšie k priemeru. Zotrvanie ECB v tejto politike aj po prepuknutí krízy pochopiteľne znamená, že jej úroková sadzba je pre perifériu mimoriadne vysoká. Kládne tak bremeno nastolenia rovnováhy v eurozóne práve na perifériu – pokles cien a miezd v tomto regióne môže nastať len za cenu vysokej nezamestnanosti a ekonomiky pod potenciálom.

Rámček 1: Mzdová politika ako faktor krízy v eurozóne

Uvedené skutočnosti dobre ilustruje vývoj v oblasti tzv. jednotkových nákladov práce (*unitlabourcosts*, ULC). Tento ukazovateľ meria priemerné náklady práce na jednotku hospodárskeho výstupu, počíta sa ako pomer celkových odmien za prácu na HDP, čiže vyjadruje vzťah medzi nákladmi práce a produktivitou. Ak ULC rastú, tempo rastu odmeňovania je rýchlejšie než rast produktivity, čo môže signalizovať relatívne zhoršenie národnej konkurencieschopnosti.

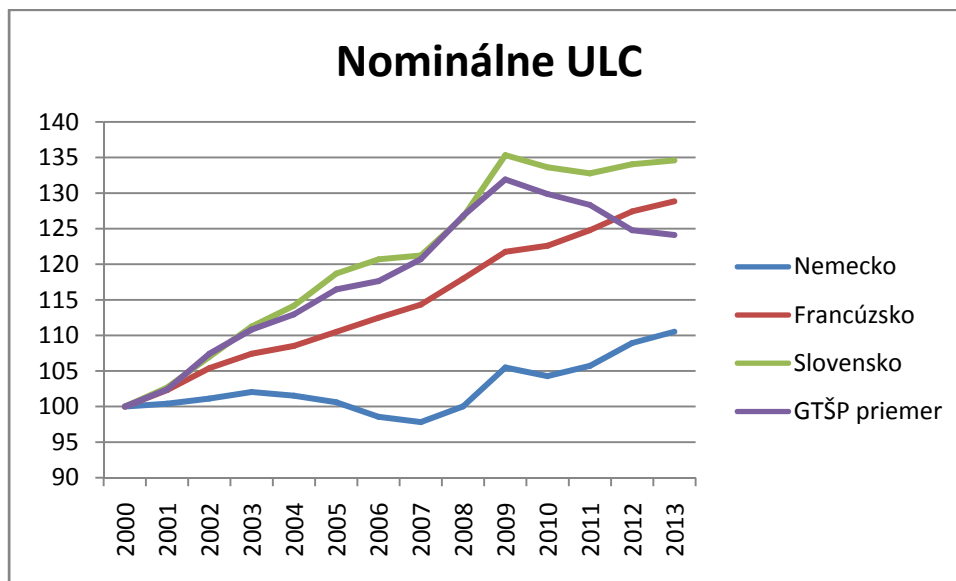
Z Grafu 1 vidno, že v Nemecku od zavedenia eura až do vypuknutia krízy prakticky zmrzla nominálna úroveň odmien za prácu. Po zohľadnení inflácie na Grafe 2 vidíme, že tempo odmeňovania za prácu v Nemecku reálne za rastom produktivity práce výrazne zaostávalo (medzi rokmi 2000 a 2007 až o cca. 9 %). V reálnom vyjadrení bola obdobná situácia aj na Slovensku. Rast nominálnych ULC v prípade Francúzska zhruba zodpovedal inflačnému cieľu ECB, teda ročnému rastu inflácie o 2 %. Nad touto úrovňou nominálne rástli ULC periférnych štátov – Grécka, Talianska, Španielska a Portugalska. To prispelo k prehĺbovaniu rozdielov v cenovej konkurencieschopnosti – posilnilo pozíciu Nemecka a zoslabilo pozíciu periférie.

Na rozdiel od bežne prevládajúcich populárnych interpretácií tieto rozdiely však nevznikli v dôsledku svojvoľného a nezodpovedného zvyšovania miezd v južných štátoch eurozóny. Rast miezd na periférii súvisel s vysokým tempom inflácie, ku ktorej výrazne prispel prílev kapitálu na perifériu a vytváranie úverov domácim finančným sektorom (v prípade SR za vysokú infláciu a teda vysoké nominálne ULC mohol skôr proces hospodárskej

konvergencie). Na Grafe 2 možno pozorovať, že v reálnom vyjadrení odmeny za prácu rástli aj na periférii pomalšie než produktivita. Nebolo to tak pomaly ako v Nemecku alebo na Slovensku, ale napr. pomalšie než vo Francúzsku. Každopádne za produktivitou zaostávali, a preto možno nesúhlasiť s častou interpretáciou, že občania krajín na juhu Európy si žili nad pomery.

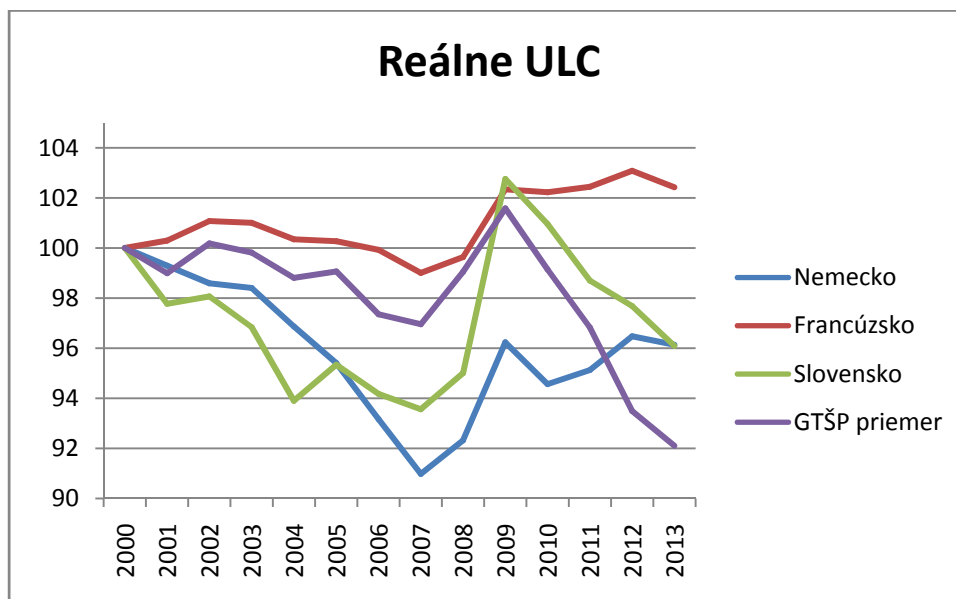
V tejto súvislosti treba poznamenať, že nemecká mzdová politika bola *vedomým* porušením jedného zo základných pravidiel menovej únie, totiž koordinácie cenového vývoja. V prípade periférie, ako už bolo uvedené, bol naopak vývoj ULC mimo inflačného limitu následkom *nezamýšľaným* – vznikol v dôsledku kapitálových tokov.

Graf 1: Nominálne jednotkové náklady práce vo vybraných krajinách eurozóny



Prameň: DG EcfínAmecoDatabase

Graf 2: Reálne jednotkové náklady práce vo vybraných krajinách eurozóny



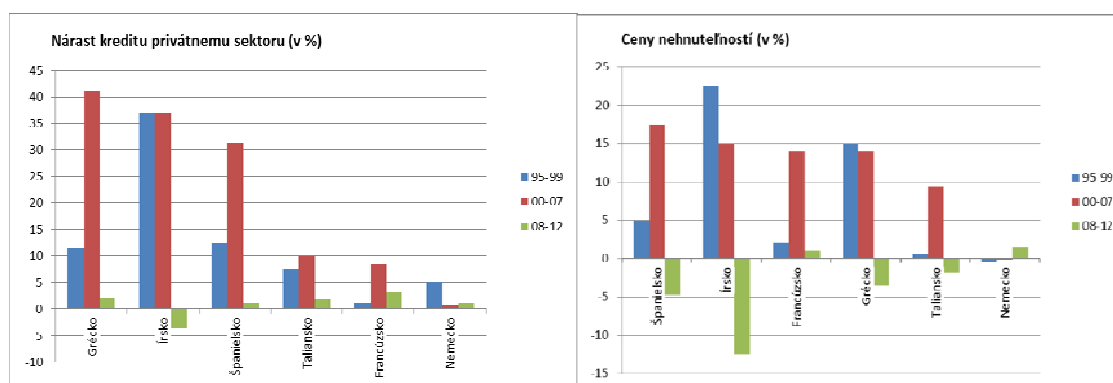
Prameň: DG EcfínAmecoDatabase

b) Nadmerný prílev kapitálu, neprimeraná tvorba úverov a ich misalokácia

Samotný prílev kapitálu z vyspelejšej časti eurozóny do menej vyspelej by nemusel byť problém, dokonca práve naopak – je predpokladom konvergenencie a explicitným cieľom vytvorenia menovej únie. Problémom sa stáva najmä vtedy, ak namiesto do produktívnych aktív prúdi na sekundárne trhy (cenné papiere, nehnuteľnosti) s potenciálom tvorenia bublín.

Prejavy rastúcich makroekonomických nerovnováh v menovej únii dokladá Graf 3. Na ňom vidno, že najmä v Grécku a Španielsku sa zaznamenal v období medzi vznikom spoločnej meny a krízou enormný nárast úverov do súkromného sektora. V Írsku bol nárast porovnateľný, ibaže začal už v polovici 90. rokov. Značná časť z úverov smerovala do stavebníctva a realitného sektora. To bola jedna z hlavných príčin výrazného rastu cien nehnuteľností na periférii v období pred krízou.

Graf 3: Trend v úverovaní súkromného sektora a rast cien nehnuteľností



Prameň: Eurostat

V tejto súvislosti treba zdôrazniť, že nie všetky finančné transakcie (napr. transakcie s už postavenými nehnuteľnosťami) sa započítavajú do nominálneho HDP. Preto je dôležité rozlišovať kredit, ktorý prispieva k tvorbe nominálneho HDP, a ten, ktorý k nemu neprispieva (9 541 mld. vs. 7 134 mld.): o niečo menej než polovicu celého likvidného kreditu finančný systém v eurozóne alokuje do neproduktívnych aktivít, teda aktivít priamo neprispievajúcich k tvorbe nominálneho HDP.

Stav v krajinách periférie eurozóny sa teda vyvinul zo situácie, v ktorej komerčné banky nadmieru financovali nielen výstavbu, ale hlavne nákup už postavených nehnuteľností, a kde nárast kreditu v ekonomike bol vyšší než rast nominálneho HDP, pričom rástol podiel kreditu do neproduktívnych aktivít na celkovom kredite v rámci finančného systému. Výsledkom bolo, že pomer prímov z nominálneho HDP a výškou nominálnych dlhov sa zhoršil do takej miery, že i mierny šok v disponibilných príjmoch spôsobil vlnu bankrotov, čo viedlo k odpisu aktív a strate kapitálu bánk, čím sa banky stali nesolventnými. V tomto momente hrozil kolaps celého finančného sektora, ale zasiahli vlády, ktoré odkúpili toxické aktíva, teda veľkú časť neproduktívneho kreditu.

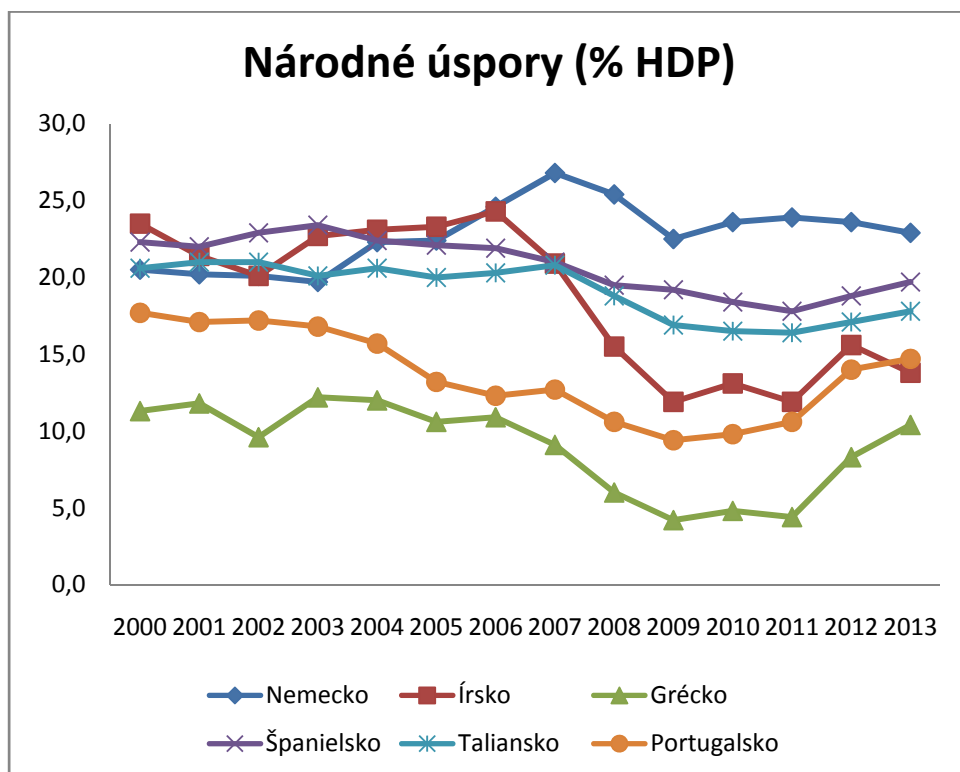
Nadmerná financionalizácia – ak úroveň súkromného zadĺženia presiahne 100 % HDP (Arcand, Berkes a Panizza 2012), alebo ešte presnejšie nadmerná elasticita finančného a menového systému, čiže možnosť vydávať takmer neobmedzené množstvo úverov do špecifických a spravidla nevýrobných sektorov ekonomiky, teda vedie k vytváraniu finančných bublín (Borio a Disyatat 2011). Tie vážne ohrozujú globálny finančný systém, prehľbujú makroekonomické nerovnováhy (v eurozóne i v globálnom meradle) a často končia makroekonomickým úpadkom (stagnácia, nekonkurencieschopnosť a deindustrializácia) a nutnosťou rekapitalizácie finančného sektora.

c) Nadbytok úspor a investícií

Situácia mala okrem nadmerného a neproduktívneho úverovania však aj druhú zložku – tá sa zvykne označovať aj ako problém nadmerných úspor a investícií. Na ilustráciu nám môže poslúžiť Nemecko a krajiny periférie eurozóny. Miera úspor pred krízou najmä v Grécku a Portugalsku klesala a dosiahla mimoriadne nízku úroveň (Graf 4). Tieto dve krajiny značnú časť prílevu kapitálu nasmerovali do verejnej i súkromnej spotreby (platy vo verejnom sektore, dôchodky, zdravotná starostlivosť). Keďže Nemecko mieru úspor zvyšovalo, nerovnováhy bežných účtov medzi Nemeckom na jednej strane a Portugalskom a Gréckom na druhej strane možno pripísať na vrub práve divergencii vo vzorcoch sporenia (stav bežného účtu vždy odzrkadľuje rozdiel medzi domácimi úsporami a domácimi investíciami).

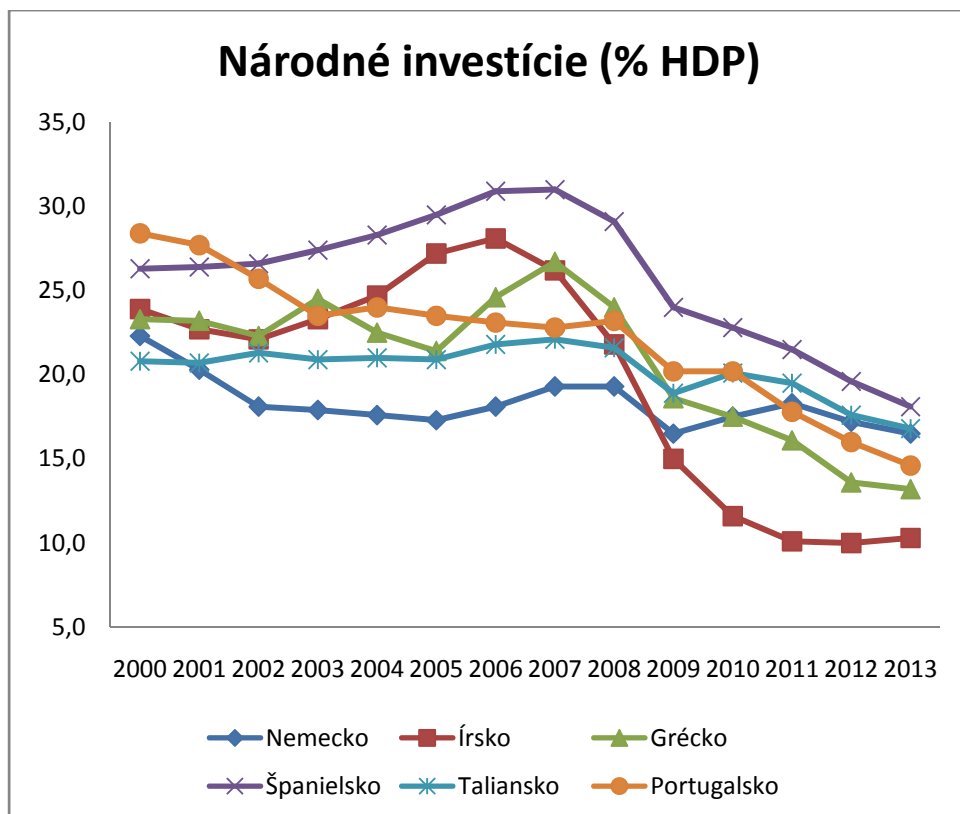
Na druhej strane Írsko a Španielsko mali pred krízou mieru úspor podobnú ako Nemecko. V čom Nemecko v tomto období prevýšili, bola miera investícií (Graf 5). Nerovnováhy medzi bežnými účtami Írska a Španielska a bežným účtom Nemecka tak pramenili z rôznych modelov investovania. V spomínaných dvoch krajinách periférie sa z pritečeného kapitálu priveľa investovalo najmä do stavebníctva a nehnuteľností, čomu zodpovedalo aj predkrízové nafúknutie cenovej bubliny v realitnom sektore (Graf 3). Treba ale tiež prízvukovať, že neschopnosť Nemecka investovať domáce úspory v národnom hospodárstve možno považovať za štrukturálnu slabosť nemeckej ekonomiky (Whyte 2010).

Graf 4: Vývoj miery úspor vo vybraných krajinách eurozóny



Prameň: Eurostat

Graf 5: Vývoj miery investícií vo vybraných krajinách eurozóny



Prameň: Eurostat

Tabuľka 2: Zhrnutie príčin a súvislostí vo vývoji krízy v eurozóne

Predpoklady	Prejavy	Dôsledky na periférii
<p>spoločná mena a menová politika pre štrukturálne a cyklicky iné hospodárstva, pri absencii vyrovnávacích mechanizmov</p> <p>neobmedzená možnosť bánk tvoriť úvery</p> <p>politika mzdovej deflácie v Nemecku</p>	<p>negatívne reálne úrokové sadzby na periférii v dôsledku vysokej inflácie a mylného úsudku investorov</p> <p>viac úspor v jadre a vývoz kapitálu z neho</p> <p>dovoz kapitálu na periférii – úverové financovanie spotreby (často z dovozu) a investícií do nevýrobných sektorov (reality, cenné papiere)</p>	<p>cenové bubliny v nevýrobných sektoroch</p> <p>rast nominálnych miezd rýchlejší než produktivita</p> <p>deficity na bežnom účte</p> <hr/> <p>spľasnutie bublín:</p> <ul style="list-style-type: none"> • verejná i súkr. zadlženosť • nekonkurencieschopnosť • deindustrializácia • krachujúci bankový sektor • odliv kapitálu

2. Kríza platobných bilancií a záchrana z verejných zdrojov

Inými slovami možno teda súčasnú situáciu charakterizovať ako vnútornú krízu platobnej bilancie v rámci eurozóny. Úbytok súkromného kapitálu kompenzuje kapitál z verejných zdrojov. Krízou sužované ekonomiky ho môžu čerpať tromi spôsobmi:

- a) Rozpočtové prevody zo záchranných fondov Európskej únie a Medzinárodného menového fondu (*Greek Loan Facility, European Financial Stability Facility, European Financial Stabilisation Mechanism* a od roku 2012 *European Stability Mechanism*);
- b) Nákup dlhopisov ohrozených krajín Európskou centrálnou bankou (*Securities Market Programme, Outright Monetary Transactions*);
- c) Štandardné operácie Eurosystému na voľnom trhu (*Main Refinancing Operations* a *Longer-Term Refinancing Operations*) a poskytovanie núdzovej likvidity z ECB (*Emergency Liquidity Assistance*).

Zjednodušene povedané, úroveň financovania bežného účtu krajín európskej periferie tak ostáva bez radikálnych zmien, skôr sa mení pomer súkromného a verejného kapitálu vo finančnom účte platobnej bilancie (podrobnejšie popísané nižšie, pri Rovnici 1).

O záchranných fondoch a o skupovaní dlhopisov južanských krajín Európskou centrálnou bankou na sekundárnych trhoch sa toho napísalo dosť a ich logika je pomerne priamočiara. V zásade sa európske inštitúcie snažia udržať finančnú stabilitu v eurozóne tak, že vynakladajú stovky miliárd eur na udržanie členských štátov na finančných trhoch (držia výnosy z ich dlhopisov pod kritickou hranicou cca. 7 %), resp. na ich podporu v prípade, že podmienky financovania dlhu sú na trhu neudržateľné.

Hoci prísun likvidity zatiaľ drží finančný systém pohromade a zabránil vyhláseniu platobnej neschopnosti ohrozených štátov, nedá sa s jeho účinkom počítať natrvalo a nerieši problém nesolventnosti. Po prvé, EFSF v sebe obsahuje toxickú zložku a potenciál šírenia nákazy (Varoufakis 2011). Po druhé, intervencie na sekundárnych trhoch (okrem Eurosystému ich môže realizovať aj ESM) v skutočnosti nefinancujú krajiny, ale iba slúžia na výmenu finančných záväzkov medzi protistranami. Veľkí investori ich môžu využiť na likvidáciu svojej finančnej pozície, ktorej by sa za normálnych okolností nevedeli zbaviť, keďže na trhu neexistuje protistrana schopná resp. ochotná nakúpiť takýto objem aktív. Verejné fondy (Eurosystém, EFSF, ESM) sa tak môžu stať odpadkovým košom pre investorov, ktorí sa snažia znižovať svoju expozíciu voči periférii. Zníženie výnosov z dlhopisov sa navyše môže obmedziť len na sekundárny trh a z dlhodobého hľadiska neadresuje problematiku refinancovania ohrozených štátov.

Každopádne sa ale doposiaľ menej pozornosti venovalo tretej zložke verejných kapitálových tokov do periferie. Aktuálne sa ukazuje, že poskytovanie likvidity z Eurosystému bankám z periferie naberá na význame a zaujímavým spôsobom prenáša makroekonomické nerovnováhy eurozóny do platobného systému TARGET2.

2.1. ECB, Eurosystém a nástroje na poskytovanie likvidity

ECB disponuje splateným základným imaním vo výške 7,53 mld. eur. Eurosystém, zložený z ECB a centrálnych bánk všetkých členských štátov eurozóny, disponuje kapitálom a rezervami 88,82 mld. eur. V súvislosti s úverovými operáciami Eurosystému je dôležité uviesť, že hoci ich vykonáva priamo Európska centrálna banka, poskytnuté zdroje rozdeľujú priamo národné centrálné banky a v ich bilanciách sú aj zaznamenané. Podobne je to pri prípadných stratách z nesplatených úverov – tie by sa mali rozpočítať na centrálné banky Eurosystému podľa ich kapitálového podielu (Whelan 2012).

V decembri 2011 a vo februári 2012 sa ECB rozhodla reagovať na zhoršujúce sa podmienky financovania bánk. Realizovala dve mimoriadne operácie s úvermi v eurách s trojročnou splatnosťou (LTRO). Zároveň ohlásila uvoľnenie podmienok centrálnych bánk Eurosystému na zábezpeky a na podiel minimálnych rezerv. Banky z eurozóny úverové linky využili a vyčerpali niečo viac ako 1 bilión eur. Najväčší podiel úverov smeroval do talianskych a španielskych bánk, ale sprostredkovane sa zlepšila situácia bánk aj v iných častiach EÚ. Grécke, írské a portugalské banky z programu LTRO na prelome rokov 2011-2012 príliš nečerpali. Už predtým si totiž požičali spolu 165 mld. eur a vyčerpali tak potenciál svojich zábezpek.

Okrem štandardných úverových operácií sa centrálny banky Eurosystemu môžu v krízových situáciách uchýliť k tzv. núdzovému poskytovaniu likvidity (ELA). K nej sa jednotlivé banky dostanú za zodpovedajúcu zábezpeku. Vo všeobecnosti sa tento nástroj má využívať iba v ojedinelých prípadoch bánk, ktoré si dočasne nevedia zabezpečiť likviditu na trhu alebo prostredníctvom štandardných monetárnych operácií. Zdroje poskytované v rámci ELA by nemali slúžiť ako monetárne financovanie – bolo by to v rozpore s článkom 123 ZFEÚ.

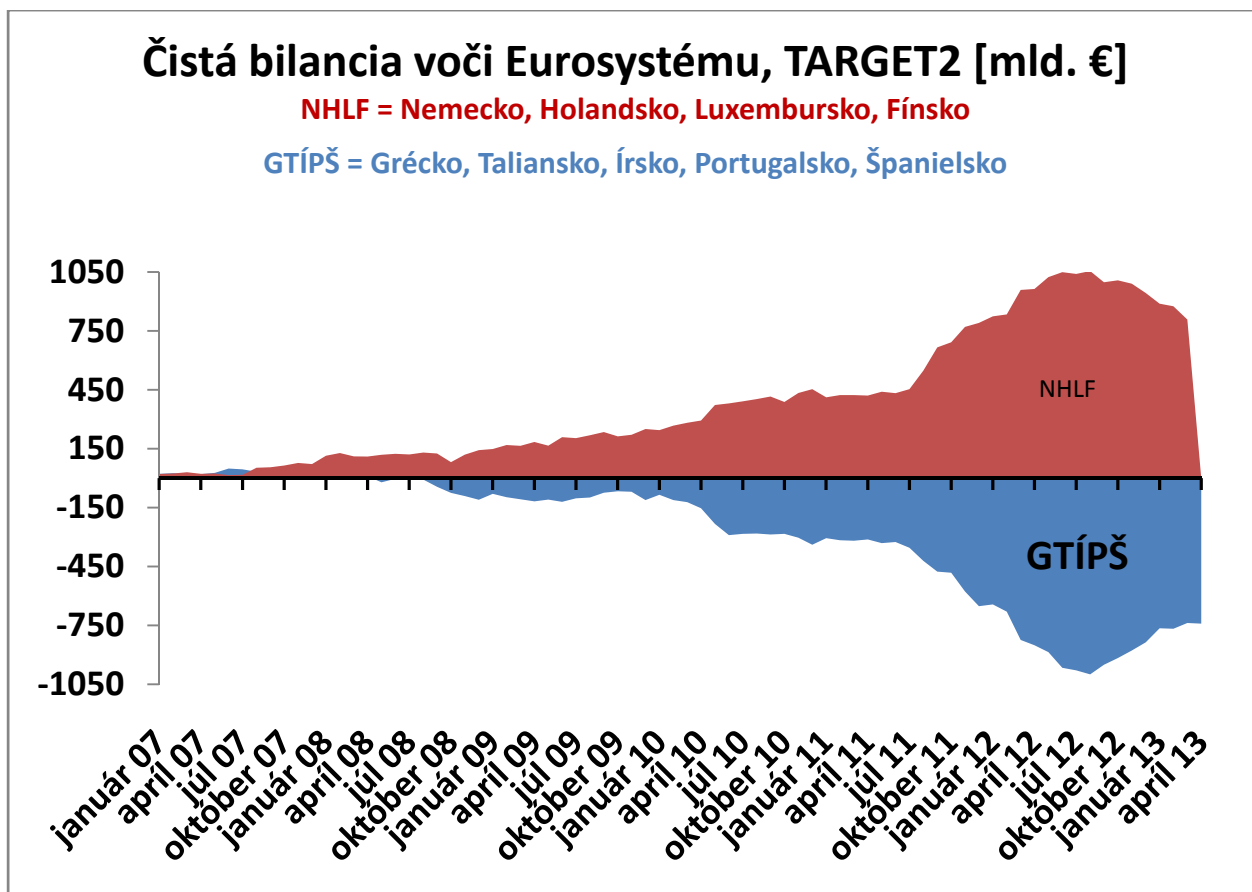
Medzi bežnými operáciami Eurosystemu (MRO, LTRO) a nástrojom ELA je niekoľko zásadných rozdielov. Riziko nesplatenia v prípade prvých spočíva na Eurosysteme, zatiaľ čo v prípade ELA sú riziku vystavené národné centrálny banky. Úrokové sadzby sú pri úverových operáciách Eurosystemu spravidla nižšie než pri ELA. Najzásadnejším rozdielom sú však podľa všetkého rozdielne nároky na zábezpeku. V prípade ELA sú požiadavky na zábezpeku bánk menej prísne a rozhodujú o nich národné centrálny banky. Osobitným problémom nástroja ELA je, že informácie o ňom často nebývajú verejne dostupné – národné banky a Eurosystem nepublikujú informácie o tom, ktoré banky núdzovú likviditu čerpajú, koľko sa jej poskytuje, či aká je kvalita zábezpek. Podľa predstaviteľov ECB je dôvodom snaha predchádzať neistote a panike na trhoch.

2.2. TARGET2

TARGET2 je mechanizmus prevádzkovaný Eurosystemom a primárne slúži na hrubé vyrovnanie platieb v eurách v reálnom čase – čistý odliv peňazí z krajiny eurozóny sa každodenne pripíše ako debet jej centrálnej banke a naopak, čistý príliv eur do krajiny menovej únie sa zaznamená ako kredit jej centrálnej banke. Cieľom tohto systému je prispievať k integrácii a stabilite peňažných trhov v eurozóne. Zahŕňa nástroje pre optimalizáciu likvidity. Z hľadiska plynulého fungovania eurozóny je kľúčové, aby eurové bankové vklady v jednej krajine menovej únie mali rovnakú hodnotu ako vklady v hociktorej inej krajine eurozóny. Národné centrálny banky preto musia prijímať spomínané vzájomné nároky, ktoré vyplývajú z cezhraničných finančných tokov.

Debety a kredity v bilanciách jednotlivých centrálnych bánk by mali byť iba dočasné a systém zúčtovania by mal pri dlhších časových úsekoch oscilovať okolo nuly. V praxi však počas napätých situácií platby prúdia viac-menej jedným smerom – z okraja do jadra eurozóny. Tieto toky majú trvalejší charakter a spôsobujú rastúcu nerovnováhu v medzibankovom platobnom systéme TARGET2 (Graf 6). Majú teda charakter podobný dlhu.

Graf 6: Rast nerovnováhy medzi jadrom a perifériou eurozóny v platobnom systéme TARGET2



Prameň: Institute of Empirical Economic Research, University of Osnabrueck

Na jednej strane sú krajiny so záväzkami voči systému (*TARGET2 liabilities*; ich banky zaznamenali čistý odliv financií do zvyšku eurozóny) a na druhej strane sú krajiny s nárokmi voči systému (*TARGET2 claims*; ich banky zaznamenali čistý prítok financií). Banky na periférii eurozóny trpia výbermi a presunmi vkladov, ale najmä čoraz nižšou ochotou bánk z centra eurozóny poskytovať úvery na refinancovanie. Napríklad nemecké banky v období od augusta 2008 do januára 2012 znížili svoje nároky voči zvyšku eurozóny o 320 mld. eur, pričom nároky na Bundesbank v rámci systému TARGET za to isté obdobie vzrástli o 390 mld. eur (Dullien a Schieritz 2012). Banky periférie eurozóny tak majú veľmi obmedzený prístup na medzibankový trh a čoraz viac využívajú centrálnych bánk.

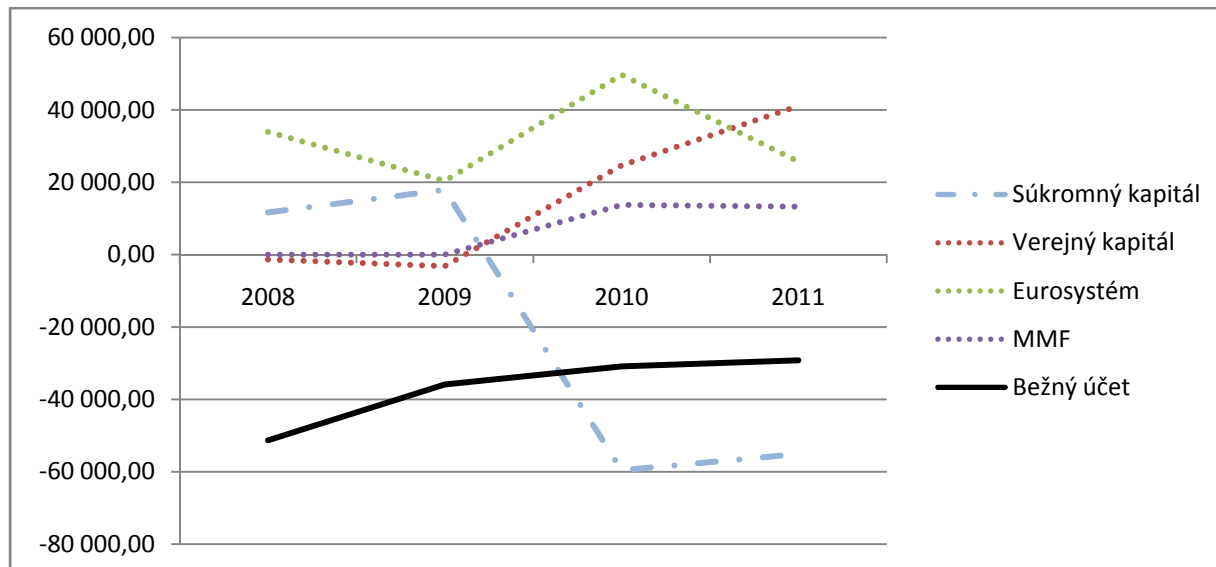
Rast záväzkov v TARGET2 sa často dáva do súvislosti s deficitmi bežných účtov problémových krajín. V tejto línii sa automaticky opäť ponúka jednoduchý spôsob, ako nerovnováhy v systéme znížiť – krajinám s rastúcimi záväzkami v TARGET2 sa odporúča znižovať deficit bežného účtu, čiže menej dovážať a viac vyvážať. Je však potrebné zdôrazniť, že pôžičky od EÚ a MMF a úverové operácie Eurosystemu, ktoré sa odrážajú v rastúcich záväzkoch krajín periférie v systéme TARGET2, neslúžili na zvyšovanie deficitov bežných účtov v týchto ekonomikách. Ak, tak boli zrkadlovým odrazom a kompenzáciou už spomínaného úbytku súkromných kapitálových tokov a slúžili iba na tlmenie tlaku na bilancie bežných účtov v krajinách periférie menovej únie. Situáciu približuje nasledovná rovnica.

Rovnica 1: Zahraničné financovanie bežného účtu štátov európskej periférie

$$\text{Zahraničné finančné zdroje} = \downarrow \text{toky súkromného kapitálu} + \uparrow \text{ofic. pomoc EÚ a EZ} + \text{MMF} + \text{centr. banky}$$

Najprv krátke vysvetlenie účtovania v rámci platobnej bilancie: Dovozy do krajiny môže byť vyšší ako jej vývoz len vtedy, keď ho dokážu pokryť toky kapitálu zo zahraničia. Ak pre jednoduchosť odmyslíme úlohu kapitálového účtu, rezerv a chýb, deficit bežného účtu sa musí z definície účtovnej totožnosti rovnať prebytku na finančnom účte.

Graf 7: Vybrané ukazovatele platobnej bilancie Grécka (2008-2011, mil. USD)



Prameň: Medzinárodný menový fond

Pre konkrétne znázornenie sa pozrieme na platobnú bilanciu Grécka od prepuknutia krízy (Graf 7). Hneď pri pohľade na deficit bežného účtu vidíme jeho razantné skresanie z 51,3 mld. USD v roku 2008 na 29,2 mld. USD v roku 2011, pri ktorom kľúčovú úlohu zohralo najmä výrazné obmedzenie dovozu tovarov. Pomoc od eurozóny a MMF a z Eurosystemu teda určite nesmeruje na podporu bežného účtu, ale v prvom rade vyrovnáva rapidný úbytok súkromného kapitálu. Zatiaľ čo v roku 2008 bola bilancia toku súkromného kapitálu v pluse 11,6 mld. USD, v roku 2011 zaznamenala mínus 55,2 mld. USD. Práve tento úbytok kompenzoval verejný kapitál zo záchranných fondov EÚ, MMF a z Eurosystemu. Kumulatívny stav za všetky štyri roky 2008-2011 vyjadruje nasledovná doplnená orientačná rovnica (neúplná ekvivalencia vyplýva z vynechania menej podstatných zložiek platobnej bilancie).

Rovnica 2: Deficit bežného účtu Grécka a jeho zahraničné financovanie (kum. 2008-2011, mld. USD)

$$\text{Deficit bežného účtu} \approx \text{toky súkromného kapitálu} + \text{ofic. pomoc eurozóny (61,3)} + \text{MMF (27)} + \text{centr. bank (129,7)}$$

$$-147,3 \quad -85,3 \quad +218$$

Napriek zlepšujúcemu sa trendu bola bilancia gréckeho bežného účtu počas všetkých rokov záporná a deficit dosiahol kumulatívne 147,3 mld. USD. Za rovnaké obdobie odtieklo z krajiny 85,3 mld. USD súkromného kapitálu. Túto súhrnnú stratu 232,6 mld. USD do značnej miery tlmili verejné kapitálové toky vo výške 218 mld. USD.

Prehľbujúce sa nerovnováhy v systéme TARGET2 sa často interpretujú tak, že sú rizikom pre krajiny s prebytkom likvidity (Sinn 2011). Hoci zvýšená expozícia centrálnych bánk krajín ako Nemecko, Luxembursko alebo Holandsko môže za istých okolností predstavovať problém, ja iba odrazom jedného konkrétneho javu s pozitívnymi dopadmi na tie isté krajiny: Vďaka verejnej intervencii (EÚ, MMF, Eurosystem) mohol finančný sektor spomínaných krajín hladko a bezbolestne stiahnuť svoje peniaze z periférie. Nebyť tlmiacej funkcie verejných tokov, snaha zbaviť sa aktív na periférii by viedla k platobnej neschopnosti miestneho bankového

sektora, k drastickému vyrovnaníu bilancie bežného účtu a v konečnom dôsledku k znehodnoteníu aktív zahraničných bánk na periférii eurozóny. Úbytok súkromných kapitálových tokov a jeho kompenzácia verejnými tak *de facto* znamenal presun rizika z bilancii súkromného sektora do verejného sektora.

3. Odporúčania

Zrušenie voľnej zameniteľnosti (fungibility) eur považujeme za najzávažnejšie riziko súčasného vývoja v eurozóne. Vkladatelia vo zvyšných krajinách eurozóny, najmä jej periférie, by totiž po prvom precedense exitu z menovej únie reálne počítali s možnosťou prekonvertovania eura do novej štátnej meny. Táto obava je prítomná aj teraz, ale odchodom jednej krajiny (zatiaľ boli najbližšie Grécko a Cyprus) by sa výrazne zosilnili snahy presunúť väčšinu depozitov do bezpečnejšieho zahraničia – mohlo by prísť až k systémovému nájazdu na bankové sektory vo viacerých krajinách.

Popri nájazdoch na banky by tiež rástla neistota na finančných trhoch, štáty by museli zachraňovať ohrozené banky, zdražovalo by sa financovanie štátneho dlhu a aj ostatné štáty periférie by s najväčšou pravdepodobnosťou upadli do platobnej neschopnosti. Začarovaný kruh nájazdov na banky a obáv zo štátnych bankrotov by postupne znefunkčnil finančný systém v celej EÚ a to by malo veľmi negatívny a ťažko vyčísliteľný dopad aj na reálnu ekonomiku s presahom na globálny finančno-hospodársky systém. Zďaleka nemožno vylúčiť pomerne katastroficky znejúce scenáre, ako napr. znefunkčnenie platobných systémov, či výpadky v dodávkach potravín a vo výrobe, to všetko v priebehu dní resp. týždňov a s nezvratnými dôsledkami (Korowicz 2012).

Namiesto riskantných krokov, akými by podľa všetkého bolo znefunkčnenie systému TARGET2 alebo odchod krajín z menovej únie, odporúčame zamerať sa na korene krízy na makroekonomickej úrovni a vo finančnom sektore. Vyrovňovanie nerovnováh je však dlhodobá úloha, ktorej musia predchádzať pomerne rýchle opatrenia na stabilizáciu situácie (najmä v oblasti verejného dlhu) a na riešenie situácie v bankovom sektore a reálnej ekonomike.

Celkom triviálne je najakútnejším problémom eurozóny pochybnosť o jej zotrvaní. Dôveru nenaštrbujú ekonomické fundamenty menovej únie ako celku, ale skôr špekulatívne investície do štátnych dlhopisov a neschopnosť resp. neochota politických elít jej členských štátov prijať účinné riešenia, s ktorými by sa všetky strany zmierili. Nepresvedčivosť politického vedenia menovej únie zvyšuje neistotu a investorov (tiež motiváciu špekulovať) a prejavuje sa napríklad v neprimerane vysokej rizikovej prirážke na dlhopisy problémovo vnímaných krajín.

Treba pretourýchlene vyriešiť problém viacerých krajín eurozóny s financovaním štátneho dlhu. Aj krajiny s konzervatívnym rozpočtovým hospodárením a pomerne nízkou úrovňou verejného zadlženia, ako napríklad Španielsko, musia čeliť príliš vysokým a z dlhodobého hľadiska neudržateľným úrokom. Riešením, ktoré by zásadným spôsobom eliminovalo tlaky finančných trhov, by boli spoločné európske dlhopisy. Tie možno dizajnovať tak, aby nepodporovali morálny hazard (štáty by si napr. cez ne mohli požičať iba do výšky 60 % HDP) a aby nešli na úkor štátov jadra eurozóny (za dlhopisy by neručili jednotlivé členské štáty, ale ich emitent ECB) (Varoufakis a Holland 2011). Konzervatívnejšou a politicky priechodnejšou alternatívou by mohlo byť zavedenie spoločných európskych pokladničných poukážok – napr. so splatnosťou jeden rok a do výšky 10 % národného HDP (Philippon a Hellwig 2011).

Alternatívnym alebo súbežným opatrením by mohlo byť takpovediac nasadenie ťažkých kalibrov. Zmena mandátu ECB a jednoznačné vyhlásenie o tom, že členské štáty môžu v poslednej inštancii čerpať zo zdrojov ECB by celkom určite zásadne zrazilo z hľadiska ekonomických fundamentov neoprávnene vysoké výnosy z dlhopisov periférnych ekonomík (krokom týmto smerom je ohlásený program OMT; problémom ale ostáva jeho podmienenosť, ktorá otvára priestor pre špekulácie). V každom prípade budú na stabilizáciu situácie nutné rúzne

a jednoznačné deklarácie a činy svedčiace o tom, že eurozóna chce ostať zachovaná a že jej lídri vedia, kam smeruje.

Pre fungovanie hospodárstiev je kľúčové obnoviť normálne úverovanie reálnej ekonomiky a fungovanie medzibankového trhu. Predpokladom fungovania medzibankového trhu je dôveryhodnosť bánk a dôvera medzi nimi. Prekážkou pri dosiahnutí tohto cieľa sú zlé úvery v bilancii bánk. Banky preto treba od pochybných aktív očistiť a – v prípade nutnosti – pristúpiť k ich rekapitalizácii.

Ozdravenie bankového sektora eurozóny by sa malo diať z centrálnej úrovne, ideálne za účasti ECB. Jeho základom by mali byť prísne záťažové testy bánk a podmienenie rekapitalizácie z verejných zdrojov (napr. z ESM) výmenou za verejný podiel v zachraňovaných bankách. Vzhľadom na nadnárodné pôsobenie mnohých bánk eurozóny a ich systémový význam pre stabilitu menovej únie by mala vzniknúť efektívna banková únia so spoločným bankovým dohľadom, fondom pre ručenie za vklady a fondom na rezolúciu bánk.

Novou a kľúčovou úlohou orgánov dohľadu nad finančným trhom by malo byť monitorovanie ale aj regulovanie objemu a alokácie kapitálu. Treba ísť nad rámec smernice CRD IV (pravidlá Bazilej III.) a okrem pákovania sa zamerať aj na to, kam kredit smeruje. Financovanie neproduktívnych aktivít (transakcií, ktoré neprispievajú k tvorbe HDP) by mali regulátori sledovať a demotivovať (príp. naopak – financovanie produktívnych investícií motivovať). Pozitívnym hoci opatrným signálom týmto smerom je správa expertnej skupiny EK na vysokej úrovni pod vedením Erkkiho Liikanena. Tá hovorí o potrebe oddeliť bežné bankové činnosti od riskantných obchodov na trhu (je tak obdobou Volckerovho pravidla v USA resp. Vickersovho plánu vo Veľkej Británii). Tiež ale navrhuje prehodnotiť kapitálové požiadavky vo vzťahu k obchodovaným aktívam a úverom na bývanie.

Efektívna regulácia sa však nesmie obmedziť iba na bankový sektor. Rovnako dôležité bude dostať pod kontrolu sektor tzv. tieňového bankovníctva. Investičné fondy, zaistovacie fondy, fondy na peňažných trhoch a ďalšie inštitúcie fungujú na podobnej báze ako banky (a ich fungovanie implikuje podobné riziká pre celý systém), sú však mimo pravidiel regulácie bánk. Ak sa ich nepodariť dostať pod kontrolu, opatrenia v oficiálnom bankovom sektore sa do značnej miery minú účinkom – riskantné obchodné aktivity by sa mohli po sprisnení regulácie v bankovom sektore iba presunúť do tieňového bankovníctva. Európska komisia začala v tejto oblasti vyvíjať prvé aktivity. Treba ich ďalej rozvíjať a súbežne zvážiť aj razantnejšie opatrenia na obmedzenie špekulatívneho obchodovania s cennými papiermi (napr. daň z finančných transakcií) alebo jeho úplný zákaz.

Zdroje získané zo spoločných európskych dlhopisov (napr. spolu s financiami z EIB) by bolo možné použiť tiež na financovanie zmysluplných projektov najmä na periférii eurozóny – z krátkodobého hľadiska by sa tým podporil hospodársky rast, a teda posilnila kapacita splácať dlhy. Rast HDP zo štatistickej definície znižuje pomer dlhu na HDP. Avšak hospodársky rast, pri ktorom nedôjde len k zvýšeniu výdavkov, ale aj k rastu investícií do reálnych aktív a rastu primeranej spotreby, by mal zaručiť aj dostatočné príjmy na splatenie toxického kreditu. Zo stredno- až dlhodobého hľadiska by podpora rastu na periférii prispela k znižovaniu makroekonomických nerovnováh.

Okrem uvedených komplexných možno uvažovať aj nad čiastkovými riešeniami a úpravami. Aktuálne je opäť na stole návrh, aby sa kvalitné verejné investície nezapočítavali do štatistiky deficitu. Je kľúčové rozlišovať medzi investíciami, ktoré vláde generujú aktíva, a bežnou spotrebou vlády. Tiež je bizarné, keď náklady spojené so záchranou eurozóny členskými krajinám prirážajú v štatistikách rovnako, ako hocikaké iné, aj výrazne menej kvalitné výdavky. Pri posudzovaní fiškálnej disciplíny by sa nemalo bazírovať na nominálnych cieľoch, ale by skôr by sa mala zohľadňovať aj kvalita a účel výdavkov.

Ak sa urgentnými opatreniami krátkodobo podarí stabilizovať situáciu v eurozóne, mali by sa prijať štrukturálne preventívne opatrenia s cieľom zabrániť vzniku podobných kríz v budúcnosti. Jedná sa najmä o oblasť makroekonomických nerovnováh.

Na úrovni EÚ sa tento problém – aspoň formálne – už adresuje. Balík šiestich legislatívnych návrhov o správe ekonomických záležitostí (*six-pack*) obsahuje okrem fiškálnej aj makroekonomickú zložku. Postup v prípade makroekonomických nerovnováh, prípadne postup v prípade nadmerných nerovnováh, sú nástroje, ktoré môže Európska komisia uplatniť voči štátom, kde hrozí alebo je naplno prítomné riziko napr. v podobe straty konkurencieschopnosti, vysokej úrovne súkromnej zadlženosti, bublín v súvislosti s cenami aktív a pod.

Riešenie makroekonomických nerovnováh na európskej úrovni je ale problematické prinajmenšom z dvoch dôvodov. Po prvé, je v tieni snáh o rozpočtovú disciplínu a zďaleka sa mu nevenuje toľko pozornosti – súvisí to s nesprávnou diagnostikou krízy, ktorú sme spomenuli na začiatku. Po druhé, ako problémové identifikuje krajiny s nadmernými deficitmi bežného účtu či vysokou súkromnou zadlženosťou a ignoruje krajiny s prebytkami bežného účtu a s nadmernými úsporami. Tie ale za vznik nerovnováh podľa nášho názoru prispievajú prinajmenšom v rovnakej miere.

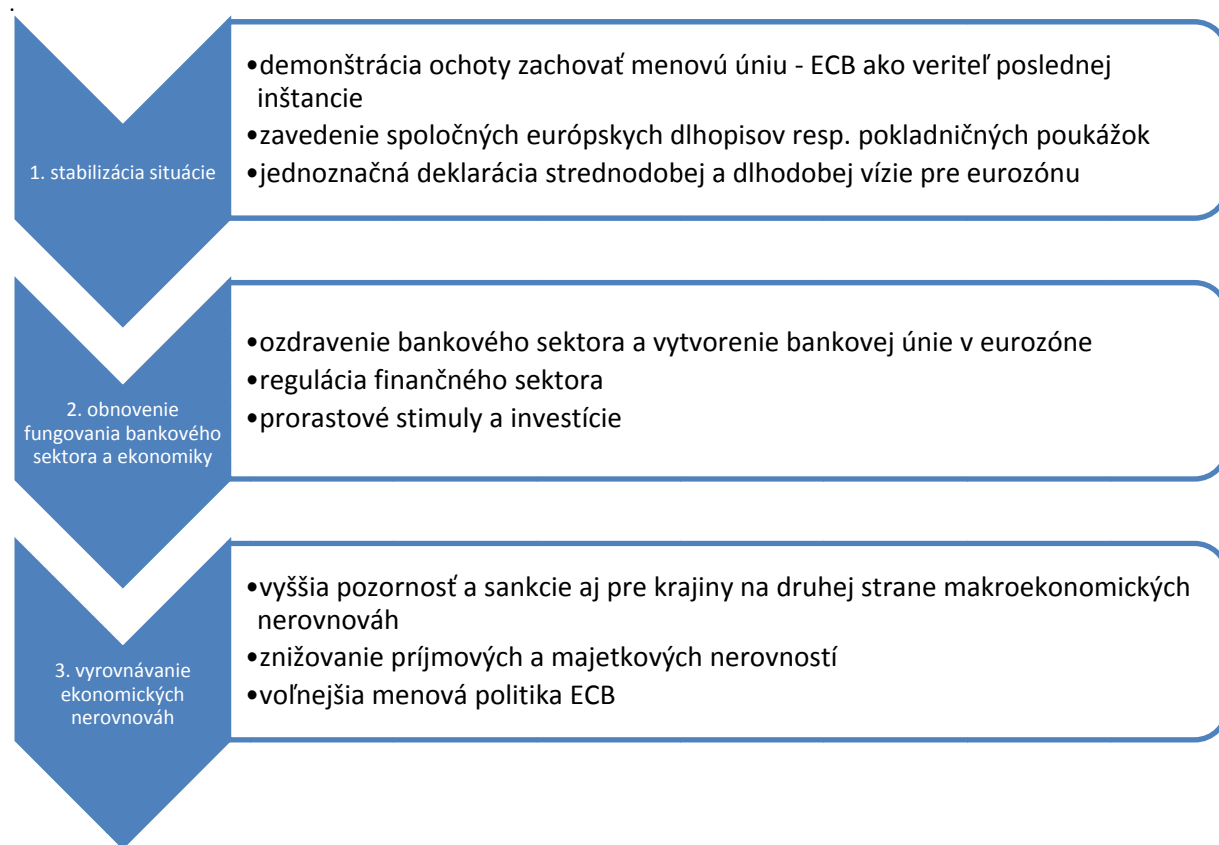
A ak v pátraní po koreňoch nerovnováh – a teda krízy – pôjdeme ešte hlbšie, musíme skonštatovať, že mimoriadne dôležitú úlohu zohrala na celosvetovej úrovni príjmová nerovnosť a zmena úrovne a štruktúry globálneho agregátneho dopytu. Napriek pomerne rýchlemu rastu HDP predkrízový model rastu nedokázal vytvoriť dostatok produktívnych pracovných príležitostí. Reálne mzdy v mnohých krajinách sveta stagnovali resp. klesali a spotreba sa financovala úvermi. V krátkosti – tento model viedol k nestabilite a nerovnováham, ktorých aktuálne premeny môžeme pozorovať práve na kríze eurozóny.

Z dlhodobého hľadiska bude preto na prekonanie krízy a na prevenciu vzniku ďalších nevyhnutné vyrovnať nielen makroekonomické nerovnováhy, ale aj distribúciupríjmov. Opatrenia sledujúce oba ciele by sa mali rámcovo zamerať na nasledovné oblasti: expanzívnejšia mzdová a rozpočtová politika v krajinách centra eurozóny, čiže posilnenie domáceho dopytu; uvoľnená menová politika ECB a vyššia inflácia v centre menovej únie. Nie náhodou v tejto časti spomíname výlučne opatrenia v centre eurozóny. Ako jasne vyplýva z tohto dokumentu, pomerne razantné prispôsobovacie opatrenia na periférii sú už v plnom prúde a teraz ide len o to, aby svoj diel prispôsobovania prebrali aj krajiny na opačnej strane nerovnováh.

To by umožnilo poľaviť dlhodobu neudržateľnú tlak na periférii. Reštriktívna mzdová politika – presadzovaná o.i. ako súčasť podmienok poskytnutia pomoci z európskych záchranných fondov – zhoršuje problém súkromného zadlženia. Škrty v mzdách a dôchodkoch na periférii eurozóny by sa teda mali zastaviť. Súčasťou plánu vyrovnávania nerovnováh v rámci eurozóny by mala byť tiež aktívna priemyselná politika vo vnútri štátov periférie a financovanie podpory hospodárskej reštrukturalizácie na periférii, napr. zo zdrojov získaných zo spoločných európskych dlhopisov.

V oblasti znižovania príjmových nerovností možno formulovať rovnaké odporúčania pre krajiny periférie i jadra eurozóny a tiež pre krajiny mimo menovej únie. Kríza upriamila pozornosť na potrebu solídnejšej fiškálnej bázy štátu. Progresívnejšie zdanenie príjmov a vyššie majetkové a korporátne dane zvýšia verejné príjmy a nemali by mať negatívny dopad na spotrebu. Vybrané zdroje by mali smerovať do oblastí prioritných zo sociálneho a environmentálneho hľadiska. Z hľadiska podpory agregátneho dopytu sú žiaduce opatrenia na zvýšenie príjmov nízkopríjmových skupín, na zvrátenie pozvoľného oslabovania automatických stabilizátorov, či na poskytovanie univerzálnych verejných služieb.

Schéma 1: Tri etapy odvrátenia krízy v eurozóne



LITERATÚRA

ARCAND, J. – BERKES, E. – PANIZZA, U. (2012): TooMuchFinance? [IMF Working Paper WP/12/161]. Washington DC: International Monetary Fund.

BLANCHARD, O. (2012): TheLogic and FairnessofGreece's Program. iMFdirect blog. Cit. 10. 6. 2013. <<http://blog-imfdirect.imf.org/2012/03/19/the-logic-and-fairness-of-greeces-program/>>.

BORIO, C. – DISYATAT, P. (2011): Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? [BIS WorkingPapersNo 346]. Basel: Bank for International Settlements. ISBN 1682-7678.

DE GRAUWE, P. – JI, Y. (2012): Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test. [CEPS WorkingDocument No. 366, 2012]. Brussels: Centre for European Policy Studies. ISBN 978-94-6138-210-8.

DULLIEN, S. – SCHIERITZ, M. (2012): Germansaversshouldapplaudthegrowing TARGET balances. Vox. Cit. 10. 6. 2013. <<http://www.voxeu.org/article/german-savers-should-applaud-growing-target-balances>>.

KOROWICZ, D. (2012): FinancialSystemSupply-ChainCross-Contagion: a study in globalsystemiccollapse. [Metis Risk Consulting &Feasta Working Paper].Cit. 10. 6. 2013. <<http://www.feasta.org/wp-content/uploads/2012/06/Trade-Off1.pdf>>.

MARIN, D. (2010): Germany's super competitiveness: A helpinghandfromEasternEurope. Vox. Cit. 10. 6. 2013. <<http://www.voxeu.org/article/germany-s-super-competitiveness>>.

MERLER, S. – PISANI-FERRY, J. (2012): Suddenstops in the euro area. [Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/06]. Brussels: Bruegel.

MONGELLI, F. P. (2002): „New“ Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us? [Working Paper No. 138]. Frankfurt am Main: European Central Bank. ISSN 1561-0810.

PHILIPPON, T. – HELLWIG, CH. (2011): Eurobills, not Eurobonds. Vox. Cit. 10. 6. 2013. <<http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds>>.

SINN, H. (2011): The ECB's stealth bailout. Vox. Cit. 10. 6. 2013. <<http://www.voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>>.

VAROUFAKIS, Y. – HOLLAND, S. (2011): A modest proposal for overcoming the euro crisis. [Levy Economics Institute of Bard College Policy Note 2011/3]. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute.

VAROUFAKIS, Y. (2011): Why Italy? Why Spain? And why the EFSF's size does not matter. Yanis Varoufakis blog. Cit. 10. 6. 2013. <<http://yanisvaroufakis.eu/2011/08/04/why-italy-why-spain-and-why-the-efsf-size-does-not-matter/>>.

WHELAN, K. (2012): ELA, Promissory Notes and All That: The Fiscal Costs of Anglo-Irish Bank. [UCD Centre for Economic Research Working Paper Series WP12/06]. Dublin: University College Dublin.

WHYTE, P. (2010): Why Germany is not a model for the eurozone. [Centre for European Reform Essays]. London: CER.