

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

ŽIGA SITAR

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

PRESTRUKTURIRANJE DOLGA DRŽAV EVROOBMOČJA

Ljubljana, avgust 2013

ŽIGA SITAR

IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani Žiga Sitar, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor zaključnega magistrskega dela z naslovom Prestrukturiranje dolga držav evroobmočja, pripravljenega v sodelovanju z mentorjem prof. dr. Mojmir Mrakom.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski 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 zaključnem 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 Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne _____

Podpis avtorja: _____

KAZALO

UVOD	1
1 OKVIR ZA PRESTRUKTURIRANJE DRŽAVNEGA DOLGA.....	2
1.1 NELIKVIDNOST IN NESOLVENTNOST DRŽAVE	3
1.2 IZBIRA MED BANKROTOM IN DOGOVOROM DOLŽNIŠKE DRŽAVE Z UPNIKI	4
1.3 OPREDELITEV POJMA PRESTRUKTURIRANJA DOLGOV IN NJEGOVE OBLIKE	5
1.4 ZNAČILNOSTI RAZLIČNIH OBLIK DOLGA IN NEFORMALNI MEDNARODNI OKVIRI ZA PRESTRUKTURIRANJE DRŽAVNIH DOLGOV	8
1.4.1 »Javni« dolgovi in Pariški klub.....	9
1.4.2 »Privatni« dolgovi in Londonski klub.....	10
1.5 VLOGA MEDNARODNEGA DENARNEGA SKLADA PRI PRESTRUKTURIRANJU DRŽAVNIH DOLGOV.....	12
1.5.1 Pomoč državam članicam.....	12
1.5.2 Stand-by aranžma in pogojevanje	14
1.6 INSTITUCIONALNI IN PRAVNI VIDIK PRESTRUKTURIRANJA DOLGA	14
1.6.1 Razvoj modela prestrukturiranja dolga	15
1.6.2 Pravna podlaga in pristop prestrukturiranja dolga	17
1.6.3 Obvezujoč pristop	20
1.6.4 Pogodbeni pristop.....	21
1.7 MEHANIZMI ZA PRESTRUKTURIRANJE DOLGA	21
1.8 POSTOPKI ZA POSPEŠITEV PROCESA PRESTRUKTURIRANJA.....	23
1.8.1 Različni vidiki	23
1.8.2 Problem oviralcev	25
1.8.3 Negativna obrestna mera	26
2 EVOLUCIJA PRESTRUKTURIRANJA DOLGA	27
2.1 POSOJILNI BUMI	27
2.2 OBDOBJE DO ZAČETKA 80-IH LET 20. STOLETJA.....	29
2.3 JUGOSLAVIJA KOT PRIMER DOLŽNIŠKE KRIZE V 80-IH LETIH 20. STOLETJA.....	30
2.3.1 Nastanek jugoslovanskega dolga in zlom	31

2.3.2	Ukrepanje	32
2.4	ARGENTINA KOT PRIMER DOLŽNIŠKE KRIZE V 90-IH LETIH 20. STOLETJA.....	36
2.4.1	Nastanek argentinskega dolga in zlom.....	37
2.4.2	Ukrepanje	39
2.5	IZKUŠNJE PRESTRUKTURIRANJA DOLGOV	44
3	KRIZA EVROOBMOČJA IN OSNOVNA INSTITUCIONALNA STRUKTURA ZA NJENO REŠEVANJE.....	49
3.1	KRIZA EVROOBMOČJA	49
3.1.1	Finančna kriza in kriza bančnega sistema	49
3.1.2	Vzdržnost dolga.....	50
3.1.3	Plačilnobilančna kriza evropskih držav.....	51
3.1.4	Bonitetne ocene in trendi.....	55
3.2	PRESTRUKTURIRANJE DOLGA DRŽAV EVROOBMOČJA	55
3.2.1	Grčija.....	57
3.2.2	Irska	59
3.2.3	Portugalska	60
4	IZZIVI PRESTRUKTURIRANJA DOLGOV EVROOBMOČJA.....	60
4.1	Zasebni upniki in bančni sektor.....	63
4.2	Obveznice	63
4.3	Notranji in zunanji dolg držav monetarne unije	64
4.4	Nacionalna fiskalna politika	65
4.5	Težave kolektivnega ukrepanja evroobmočja	66
4.5.1	Monetizacija javnega dolga in delovanje ECB na sekundarnih trgih	67
	SKLEP.....	69
	LITERATURA IN VIRI	71

KAZALO SLIK

<i>Slika 1: Prikaz gibanja javnega dolga Argentine v odstotku BDP med leti 1990 in 2009</i>	<i>38</i>
<i>Slika 2: Strukturira argentinskega dolga pred prestrukturiranjem (v %)</i>	<i>40</i>
<i>Slika 3: Struktura argentinskega dolga v odbodju od 1990 do 2001</i>	<i>40</i>
<i>Slika 4: Graf gibanja javnega dolga v % BDP za evroobmočje od leta 2008 do 2011</i>	<i>51</i>
<i>Slika 5: Graf gibanja deficita držav Evroobmočja od leta 2008 do 2011</i>	<i>52</i>

KAZALO TABEL

<i>Tabela 1: Kronološki pregled “posojilnih bumov” po Lindert & Morton (1989)</i>	<i>27</i>
<i>Tabela 2: Zunanji dolg Jugoslavije (v milijonih dolarjev)</i>	<i>31</i>
<i>Tabela 3: Prestrukturiranje jugoslovanskih dolgov (v milijonih USD)</i>	<i>33</i>
<i>Tabela 4: Struktura argentinskega javnega dolga leta 2004</i>	<i>41</i>

UVOD

Gospodarska kriza, ki smo ji priča danes, je zaznamovala ter opozorila na mnoge nepravilnosti bančnega in finančnega sektorja. Njene posledice čutijo vsi segmenti gospodarstva, kar občutijo tudi države same, ki se v tako imenovani krizi dolgov utapljajo v dolgovih in napakah preteklosti. Države so dolga leta trošile in se zadolževale, struktura dolgov pa se je, in se ponekod še vedno, zelo hitro poslabšuje. Tu bi lahko izpostavil samo nekaj evropskih držav kot so: Portugalska, Irska, Islandija, Grčija in Španija, ki so bile v mednarodnih krogih poimenovane kar z akronimom PIIGS. Znano je dejstvo, da imajo vse našete države – skupaj še z mnogimi drugimi (vključno s Slovenijo) hude plačilnobilančne težave in tudi težave z javnim oziroma zunanjim dolgom. Težave se bodo v primeru nepravilnega reševanja v prihodnosti le še stopnjevale. Eden od pomembnejših elementov reševanja dolžniške krize držav, zlasti tistih, ki niso le v likvidnostnih problemih, temveč se soočajo s problemom nesolventnosti, predstavlja prestrukturiranje njihovih dolgov.

Medtem ko se nesolventnost podjetja pravno obravnava s tako imenovanim stečajnim pravom, ki dokaj natančno ureja razmerja med dolžnikom in upniki, na državni ravni takšno pravo praktično ne obstaja. Če je država nesolventna, za upnike obstaja malo državnih oziroma meddržavnih pravil, ki bi urejala odnose med državo in njenimi upniki (Waibel, 2003, str. 6). V reševanje takšnih primerov se zato pogosto vključujejo mednarodne institucije, kot je Mednarodni denarni sklad (angl. *International Monetary Fund*, v nadaljevanju MDS), ki s svojimi izkušnjami, svetovanjem in denarno pomočjo pomagajo pri javnofinančnem stabiliziranju prezadolženih držav.

Zaradi skrb vzbujajočega slabšanja finančne pozicije držav evroobmočja¹ se vse pogosteje postavljajo vprašanja o stabilnosti in gibanju evro valute, suverenosti držav pri prodaji svojih obveznic, politični ter gospodarski neodvisnosti, zadolževanju teh držav v prihodnje, poziciji Evropske centralne banke (v nadaljevanju ECB) in njeni dolgoročni vzdržljivosti. Vse več je ugibanj o pričakovani rasti BDP in investicij, pojavljajo se celo ugibanja o izstopu določenih članic evroobmočja, poostritvi maastrichtskih oziroma konvergenčnih kriterijev in nadaljnjem gospodarskem razvoju Evrope. Mnenja strokovnjakov deli tudi vprašanje, ali se je državi smiselno zadolževati oziroma do kakšne mere je to še smiselno.

Namen magistrskega dela je predstaviti prestrukturiranje dolga kot enega od možnih ali celo potrebnih elementov za reševanje dolžniške krize v evroobmočju. Pri tem bom izhajal iz izkušenj prestrukturiranja dolgov, ki so se dogajala v zadnjih nekaj desetletjih, in sicer iz različnih konceptualnih rešitev, ki so bile predlagane na tem področju, iz specifičnosti, ki so pomembne za prestrukturiranje dolgov zlasti v Evropi, ter različnih skupin upnikov, ki jih morebitno prestrukturiranje lahko najbolj prizadane.

¹ Države Evroobmočja zajemajo 17 držav Evropske Unije, ki so že prevzele evro kot valuto. Te države so po abecednem redu: Avstrija, Belgija, Ciper, Estonija, Finska, Francija, Grčija, Irska, Italija, Luxemburg, Malta, Nemčija, Nizozemska, Portugalska, Slovaška, Slovenija in Španija.

Cilj magistrskega dela je predstaviti glavne značilnosti koncepta prestrukturiranja dolga suverenih držav, zgodovinski pregled tovrstnih procesov v zadnjih desetletjih in seveda možnosti za prestrukturiranje dolgov prezadolženih držav evroobmočja. Poznavalci so si enotni, da se mora postopek prestrukturiranja dolgov držav izboljšati, hkrati pa obstaja mnogo razhajanj pri osnovnih konceptih oziroma fundamentalnih problemih trenutnega sistema (Roubini & Setser, 2003, str. 3).

Magistrsko delo je sestavljeno iz štirih poglavitnih delov. V prvem delu sta predstavljeni definicija in terminologija, potrebna za nadaljnje razumevanje in predstavitev konceptualnega dela prestrukturiranja dolga suverenih držav. V tem delu bom predstavil nekaj teoretičnih izhodiščnih točk, ki so pomembne pri razumevanju problematike in vzdržnosti javnih financ oziroma vzdržnosti dolga. Predstavil bom modele in pristope prestrukturiranja dolga ter nekatere pomembnejše mednarodne institucije, ki imajo pri reševanju tovrstnih težav najpomembnejšo vlogo in predvsem veliko izkušenj. Osredotočil se bom na razloge za prestrukturiranje dolga, posledice neučinkovitosti in dolgoročne nevzdržnosti.

V drugem delu bom predstavil evolucijo prestrukturiranja dolga suverenih držav, kjer se bom osredotočil na zgodovinski pregled in dosedanje izkušnje nekaterih držav. Na primerih bivše Jugoslavije v 80-ih letih prejšnjega stoletja ter argentinske krize v začetku 21. stoletja bom predstavil problematiko in praktično zasnovo reševanja tovrstnih problemov do vseh skupin domačih in tujih upnikov, torej tako do bank (primer Jugoslavije) kot do investorjev v obveznice (primer Argentine).

V tretjem delu bom predstavil nekatere značilnosti krize, ki so zlasti pomembne za države evroobmočja. Pojasniti bom skušal način soočenja določenih držav članic s problemom, možnosti koordinacije držav ter predlagati rešitve ter mehanizme za prestrukturiranje dolgov držav članic evroobmočja. Predstavil bom, kako in v kakšno smer se gibljejo trenutna ukrepanja, vezana na prestrukturiranje državnih dolgov, in nekatere ključne izzive, ki so povezani s prestrukturiranjem dolgov držav v evroobmočju. Izpostaviti bom skušal težave kolektivnega ukrepanja, ki so za države evroobmočja lahko velikega pomena, del pozornosti pa namenil tudi fiskalni koordinaciji med državami članicami.

V zadnjem, četrtem delu svoje naloge bom izpostavil nekatere vidnejše težave evropskih dolgov. Gre predvsem za težave, s katerimi se soočajo upniki dolžniške dežele in investitorji v obveznice. Opisal bom težave notranjega in zunanjega dolga, različnih nacionalnih politik ter težave kolektivnega ukrepanja.

1 OKVIR ZA PRESTRUKTURIRANJE DRŽAVNEGA DOLGA

Pri hudi zadolženosti držav se navadno postavi vprašanje, na kakšen način, s kakšno pomočjo in s katerimi ukrepi se bo reševala dolžniška kriza, v kateri se je država znašla. Pomembno

vprašanje v tem kontekstu je, ali je država svoje obveznosti pravzaprav sploh pripravljena poravnati oziroma ali je sposobna poravnati svoje obveznosti. Na eni strani imamo tako pripravljenost plačati, ki odraža voljo države oziroma njene vlade, na drugi strani pa je na preizkušnji države oziroma njene vlade za poplačanje dolgov, na drugi strani pa dejansko sposobnost države za poravnanje dolgov, ki je odvisna od kondicije državnih financ.

1.1 NELIKVIDNOST IN NESOLVENTNOST DRŽAVE

Države s svojim ukrepanjem pri zagotavljanju plačilnobilančne stabilnosti in vzdržnosti preprečujejo možnost, da v neki točki ne bi mogle poravnati svojih obveznosti. Preprečevanje nelikvidnosti in nesolventnosti lahko država dosega na več načinov, vendar je potrebno razumeti pojme in posledice neuspešnega reševanja plačilnobilančnega primanjkljaja.

Kadar se države soočajo oziroma spopadajo s plačilnobilančnimi problemi, je na samem začetku pomembno odgovoriti na vprašanje, ali gre za likvidnostne probleme ali pa gre za probleme, povezane s solventnostjo. Če se predpostavlja, da gre za probleme povezane z likvidnostjo, so ukrepi ponavadi vezani na kratkoročni del bilance, medtem ko je nesolventnost države bistveno resnejši problem, ki kaže na dolgoročno nesposobnost poravnavanja in servisiranja dolgov. V primeru nelikvidnosti države bo morda dovolj učinkovit ukrep že pridobitev premostitvenega kredita ali finančna injekcija s strani MDS, druge institucije, države ali skupnosti držav, kot je na primer EU. Nesolventnost države se po drugi strani najpogosteje rešuje z dolgoročnimi in predvsem kredibilnimi programi reševanja, katerih skupen, končen cilj je povrniti zaupanje domače in tuje javnosti, še zlasti pa investitorjev iz mednarodnih kapitalskih trgov.

Nesolventnost se je v preteklosti običajno reševalo z delnim odpisom dolgov in s prestrukturiranjem dolga. Nesposobnost odplačevanja in servisiranja dolga pomeni dejansko nezmožnost in dolgoročno nevzdržnost državnih financ, zaradi česar so največkrat potrebni jasni in temeljiti ukrepi. Zanimiv primer tovrstnega ukrepanja na primer izhaja iz 80-ih let prejšnjega stoletja, ko so latinskoameriške države sprejele program razbremenitve dolžniškega bremena. Tako imenovani Bradyev program je predvideval delni odpis dolga v kombinaciji z refinanciranjem dolga. Upniki so tako svoje terjatve do držav s točno določenim diskontom zamenjali za nove dolžniške vrednostne papirje, ki so jim omogočali trgovanje in ki so bili zavarovani z jamstvi oziroma z drugimi oblikami zavarovanja.

Tudi prestrukturiranje grškega dolga danes predstavlja dober primer, v katerem je prvotno prišlo do obravnavanja situacije kot da gre za problem likvidnosti. Ta diagnoza se je relativno hitro spremenila v pravilno pojmovanje problema kot primer nesolventnosti. Takšno napačno opredeljevanje oziroma podcenjevanje problematike je glede na podatke iz preteklosti dokaj običajno. V primerjavi s preteklimi izkušnjami danes ugotavljamo, da se čas, potreben za postavitev pravilne diagnoze, postopno skrajšuje. Dolžniške dežele zato danes hitreje prihajajo do pravih zaključkov oziroma hitreje prilagodijo in sprejemajo ukrepe, ki so

prilagojeni novi, pravilni diagnozi dotične problematike. Pojavljajo se tudi različni modeli, ki skušajo pravilno napovedovati dolžniške težave. Eden takšnih modelov je EWS (angl. *Early-Warning System*), ki z uporabo binarne regresije z 62 % natančnostjo napoveduje dolžniške težave (IMF, 2006, str. 24). IMF takšnih napovedi zato še vedno smatra kot nezanesljive in jih obravnava zelo previdno.

1.2 IZBIRA MED BANKROTOM IN DOGOVOROM DOLŽNIŠKE DRŽAVE Z UPNIKI

Države se soočajo s krizami vseh oblik, kot so vojna, civilni nemiri, naravne nesreče, epidemije ipd. To se ponavadi odraža v finančni omejitvi, ki je posledica plačilne nesposobnosti in zaradi česar država ni več sposobna poplačati svojih obveznosti. Države lahko prav tako pridejo do točke, ko so plačilno nesposobne tudi brez posebnih kriz ali izrednih razmer. Lahko si naložijo pretirane dolgove, katerih servisiranje je za državo enostavno predrago (Dey, 2008, str. 4). Takšno obnašanje držav danes ponavadi vodi tudi v hitro slabšanje bonitetne ocene pri velikih bonitetnih hišah, kot so na primer Standard & Poor's, Moody's in Fitch². S slabo bonitetno oceno je nato nadaljnje odplačevanje in zadolževanje na kapitalskih trgih le še oslabiljeno in oteženo, servisiranje dolgov pa tudi bistveno dražje.

Eno vodilnih finančnih in analitičnih podjetij v svetu Moody's Investors Service (2000) pojmuje bankrot (angl. *sovereign default*) kot splet ene ali več izmed sledečih situacij:

- zamuda ali zakasnitev pri odplačevanju obresti in/ali glavnice, četudi je morebitno zakasnelo plačilo opravljeno znotraj tako imenovanega prehodnega obdobja;
- zamenjava v stiski (angl. *distressed exchange*), kjer izdajatelj obveznic vlagateljem ponudi nova zavarovanja ali paket vrednostnih papirjev, ki ustrezajo zmanjšani finančni obveznosti, kot so novi dolžniški instrumenti z manjšo kuponsko ali osnovno vrednostjo (angl. *par value*). Zamenjava je lahko izvedena tudi z namenom pomoči državi, za preprečitev »hujše« nezmožnosti plačevanja obveznosti.

V skrajnem primeru, ko država ni sposobna poravnati svojih obveznosti, pride do tako imenovane plačilne nezmožnosti države oziroma do bankrota države. Država, ki je v bankrotu, ne more odplačevati dolgov, izplačevati pokojnin in plač, poruši se kakovost javnih storitev oziroma aktivnosti, zaradi povečane brezposelnosti in znižane kupne moči pa se hitro povečuje tudi možnost za socialne nemire. Temu skrajnemu scenariju se nekatere države v Evropski uniji hitro približujejo oziroma se v najboljšem primeru od težav ne oddaljujejo. To ne velja samo za države, ki jih pogosto označujemo z akronimom PIIGS (Portugalska, Irska, Italija, Grčija in Španija), pač pa se po navajanjih medijev črnemu scenariju približujejo tudi druge velike evropske države, kot so na primer Velika Britanija, Belgija in celo Francija.

² Standard & Poor's, Moody's in Fitch so ameriške bonitetne hiše s sedežem v New Yorku.

Bankrot po pomenu vseeno ne moremo enačiti s propadom države, vendar obstaja več zgodovinskih primerov, ko si zgodovinarji o samem pomenu niso nujno enotni. Takšen nekoliko karikiran primer, ki nam je blizu, je gotovo propad Jugoslavije, za katero si nismo enotni, ali je bil propad posledica ali vzrok bankrota države. Situacija je toliko bolj zanimiva ob upoštevanju, da se je takratna Jugoslavija tudi že dlje časa skušala izogniti bankrotu in se je spopadala z visoko inflacijo.

Ko počí dolžniški balon in država ni več sposobna poravnati svojih obveznosti, bo država razglasila bankrot in poiskal se bo način za prestrukturiranja dolga. Posledice takšnega bankrota so vsebinsko bistveno drugačne kot tiste za fizične ali pravne osebe, saj se državi zaradi suverenosti ne more enostavno zapleniti premoženja in preko sodnih postopkov urediti poplačila dolgov ali izbrisati iz sodnega registra. Upniki ne morejo pričakovati poplačila z državnim premoženjem in/ali z zemljo, na kateri so še vedno podjetja, zgradbe in celo prebivalci. Ne gre za sodne ali pravne rešitve, temveč za ekonomske, socialne in celo politične rešitve, ki imajo bistveno širše posledice, ki se odražajo tako doma kot tudi v globalnem gospodarstvu. Če bi na primer Argentina, Brazilija in Mehika v 80-ih letih prejšnjega stoletja razglasile enoletni moratorij na svoj dolg, bi to samo za 9 največjih ameriških bank upnic pomenilo izgubo kar 28 % kapitalske osnove (Gibson, 1996, str. 289). To bi se v ZDA odrazilo zlasti v pomanjkanju posojil, ki jih banke dajejo privatnemu sektorju, kar bi lahko močno zavrlo gospodarsko aktivnost in njegovo rast. Posledice bi kot odmev gotovo čutile tudi druge države, ki so gospodarsko in politično povezane z ZDA.

Zaradi lastne suverenosti lahko le država sama določi, kaj bo storila z državno lastnino in komu jo bo kot tako tudi prodala, da bi odplačala vsaj del dolgov. Upniki v sodelovanju z Mednarodnim denarnim skladom (MDS) lahko na takšno odločitev vplivajo le tako, da oblikujejo sankcije na način, da sta morebitna prodaja in poplačilo dolga čim ugodnejša.

1.3 OPREDELITEV POJMA PRESTRUKTURIRANJA DOLGOV IN NJEGOVE OBLIKE

Prestrukturiranje dolga je izraz za sporazumno preureditev pogodbenih obveznosti iz naslova dolžniških obveznosti med dolžnikom ter njegovimi upniki. Kako in pod kakšnimi pogoji bo takšno prestrukturiranje izvedeno, je odvisno predvsem od finančno-ekonomskih možnosti dolžnika za normalno servisiranje dolgov. Pri meddržavnih povezavah imajo posebno pomemben vpliv na poravnavanje dolgov tudi politični odnosi med dolžniško deželo in njenimi upniki.

Glavne oblike prestrukturiranja dolga so reprogramiranje dolga, refinanciranje dolga in odpis dolžniških obveznosti.

Termin »prestrukturiranje« bom v svojem magistrskem delu uporabil kot splet vseh naštetih oblik restrukturiranja in zajema oziroma združuje različna ukrepanja s skupnim ciljem razreševanja dolžniških obveznosti. Prestrukturiranje je po tej definiciji celostna prenova dolžniških obveznosti, ki vključuje refinanciranje, reprogram, odpis dolgov in tudi druge podobne ukrepe, ki obstajajo izključno z namenom ureditve odnosov med dolžnikom in njegovimi upniki. Posamezne ukrepe zato natančneje predstavljam v nadaljevanju.

Prestrukturiranje lahko pomeni izključno delno (ali celotno) spremembo pogojev (restrukturiranje in/ali reprogram), pod katerimi naj bi se servisirali nastali dolgovi (Jovanović Musić, 2007, str. 21-23). Če bi se upniki strinjali z novimi ugodnejšimi pogoji, kot so bili tisti, sprejeti v izvirnih posojilnih pogodbah, potem je to nekaj, kar danes imenujemo »mehko prestrukturiranje«. Če pa prestrukturiranje vključuje tudi delne odpise plačil – lahko samo obresti, samo glavnico ali oboje, kot je to običajno, pa bi to imenovali »temeljitejšo prestrukturiranje«. Prestrukturiranje zato ponavadi zajema vse našteje elemente restrukturiranja dolžniških obveznosti, saj se spreminjajo ročnost, obrestne mere, v določenih primerih pa tudi vsaj delni odpis dolgov in priliv novih sredstev.

Specifike vsakega konkretnega paketa prestrukturiranja za neko dolžniško deželo so odvisne predvsem od njene ekonomske situacije in politične volje, da bo v prihodnje redno servisirala svoje dolžniške obveznosti. Vseeno pa prestrukturiranje kot konceptualna rešitev še ne pomeni nujno tudi odpisa dolga, kot je bil to primer v Bivši Jugoslaviji – SFRJ v 80-ih letih prejšnjega stoletja, v Argentini v začetku 21. stoletja oziroma v aktualnem primeru Grčije danes. V vseh teh primerih, skupaj še z mnogimi drugimi, gre za doseganje točke, ko restrukturiranje ali refinanciranje dolgoročno ne zagotavljata zadostnega učinka, na podlagi katerega bi lahko država normalno amortizirala svoje dolgove in oživela gospodarsko rast.

Ker je odpis dolgov za upnike pogosto skrajna možnost, se pri reševanju dolžniške dežele običajno zatekamo k preoblikovanju pogojev odplačevanja in včasih celo k dodatnemu zadolževanju. Restrukturiranje dolgov je skozi novejšo zgodovino ponavadi spremljala odobritev vsaj minimalnega obsega svežih oziroma novih posojil, ki so poznana tudi kot »neprostovoljno kreditiranje«. Ta obstajajo že iz časov reševanja dolžniških kriz v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Leta 1988 so na ta način banke morale nekdanji SFRJ (ko je država še zadnjič prestrukturirala svoje obveznosti do bank³) odobriti še za približno 800 milijonov dolarjev novih posojil, čeprav je bila država formalno že v bankrotu.

Prestrukturiranje zunanjih dolgov zajema tako reprogramiranje dolgov kot tudi refinanciranje dolgov. Ko govorimo o reprogramu, se najpogosteje nanašamo na časovno prerazporeditev dospetja obveznosti najetih kreditov, pri refinanciranju dolgov pa na spreminjanje dospelih ter bodočih obveznosti servisiranja dolgov v nove (običajno srednjeročne) kredite. Za obe vrsti

³ Prestrukturiranje v skupni višini več kot 4 milijarde dolarjev se je izvajalo v okviru tako imenovanega Londonskega kluba, ki ga nekoliko podrobneje predstavljam v nadaljevanju.

prestrukturiranja dolgov je osnovna značilnost kratkoročno olajšanje zunanje likvidnostnega položaja države s plačilnobilančnimi težavami (Mrak, 1987, str. 321).

Pri prestrukturiranju zunanjih dolgov gre za multilateralni pristop, saj je zunanji dolg posamezne države običajno nastal z zadolževanjem pri relativno velikem številu upnikov iz različnih skupin kreditorjev: vlade držav upnic direktno ali posredno preko izvoznih kreditnih agencij, komercialne banke in multilateralne finančne institucije. Zato so tudi zahteve za prestrukturiranje dolgov običajno naslovljene na vse tiste kreditorje, ki imajo pomembnejše terjatve do države dolžnice. Kreditorji so zainteresirani za multilateralni pristop, saj vsem vključenim upnikom zagotavlja relativno izenačeno obravnavo (Mrak, 2002, str. 589-590).

Zlasti do leta 1974 je bilo posebej značilno prestrukturiranje predvsem tako imenovanega »javnega dolga« (posebno kreditov), ki so jih odobrile oziroma so zanje dajale garancije vlade držav kreditoric ali njihove finančne institucije – ponavadi banke. V obdobju, ki je sledilo po prvem naftnem šoku, je prišlo do bistveno večjega obsega kreditiranja držav v razvoju s strani komercialnih bank, s čimer se je povečala tudi potreba po vključevanju teh bank v sam proces prestrukturiranja dolgov. V obdobju od leta 1975 do leta 1980 so tako bili poleg javnih dolgov prvič prestrukturirani tudi privatni dolгови (Jovanović Musić, 2007, str. 21-22).

Tako kot za zadolžena podjetja je za državo refinanciranje posojil možno in smotno le, če je država že poplačala vsaj del posojila. Posojilo bo dolžnik običajno refinanciral z najemom novih posojil, s katerimi se odplača staro posojilo. To ponavadi ni možno brez reprograma oziroma spremembe pogojev odplačila, morebitne vključitve moratorijev, spremembe ročnosti, obrestnih mer ipd. Krediti, ki se najamejo na ta način, so seveda povezani še vsaj s stroški, ki se nanašajo na predčasna vračila posojil in ki so vezani na najem novih posojil. Ta posojila tudi niso nujno najeta pri istem kreditorju. Refinanciranje torej pomeni, da upnik dolžniku odobri finančno posojilo v višini zapadle obveznosti iz starega posojila, ki se istočasno uporabi tudi za njeno odplačilo. To se ponavadi ne izvaja brez reprograma dolgov, ta pa vključuje vsaj delno spremembo pogojev najema in odplačila posojila. Običajno reprogram zajema podaljšanje dobe odplačevanja posojila, spremembo odplačilne dinamike posojila in znižanje anuitete odplačevanja glavnice.

Odpis dolga kot element prestrukturiranja dolga tako za kreditorje kot za dolžniško deželo predstavlja dvorezni meč, s katerim se bo del finančnega dolga izbrisal, hkrati pa potencialno tudi pomembno poslabšal odnos med obema strankama. Upniki, ki izgubijo vero v možnost »normalnega« poplačila svojih terjatev, bodo morali tako sprejeti izgubo, dolžniška dežela pa z odpisom sicer pridobi možnost novega začetka, ki pa ga bo v bodočnosti plačevala z oportunitetno izgubo oziroma pomanjkanjem zaupanja potencialnih vlagateljev, kar se bo poznalo na obrestni meri bodočih posojil. Odpis dolga lahko tudi pomembno zamaje mednarodne odnose, prav zaradi tega pa je odpis vedno tako ekonomsko kot tudi politično vprašanje. Takšne in podobne posledice so razlog, zakaj je odpis pogosto zadnji ukrep pred bankrotom.

1.4 ZNAČILNOSTI RAZLIČNIH OBLIK DOLGA IN NEFORMALNI MEDNARODNI OKVIRI ZA PRESTRUKTURIRANJE DRŽAVNIH DOLGOV

Izposojanje denarja v zgodovini človeštva poznamo že preko 9.000 let, ko je človek izumil štetje žetonov, da je lahko spremljal svoje prihodke in obveznosti. Z razvojem trgovine so se razvili tudi različni finančni instrumenti, ki so postajali vse bolj razširjeni in kompleksni. Danes izposojanje ni več omejeno samo na posameznike in podjetja, pač pa se na trgu zadolžujejo tudi različne juristike, kot so države. Do 20. stoletja je bilo zadolževanje držav pogosto omejeno na najnujnejše in ponavadi kratkoročne večje izdatke, kot so na primer izdatki ob naravnih nesrečah ali vojnah. Zadolževanje je postalo stalnica velike večine vlad, kjer so bila nova posojila porabljena za poplačilo starih obveznosti (Dey, 2008, str. 3).

Koordinacija različnih kreditorjev in kolektivno ukrepanje sta ključni problem rekonstrukcije državnega dolga. Ko so države začele izdajati obveznice in se namesto pri bankah pričele pretežno zadolževati na stroškovno ugodnih kapitalskih trgih, je zaradi konflikta interesov med državo in investitorji prestrukturiranje dolga postalo bistveno težje. Težava se je še zaostila s problemom kolektivnega ukrepanja pri medsebojnem dogovarjanju upnikov. Razvoj dogodkov v sestavi državnega mednarodnega zadolževanja v zadnjih dveh desetletjih je pripeljal do nastanka velike in raznolike skupnosti upnikov in večjo kompleksnost samih terjatev. Te spremembe so med drugim vodile tudi v večjo zapletenost organiziranosti upnikov (Batra, 2002, str. 1).

Prestrukturiranja zunanjih dolgov različnih držav se v praksi izvajajo izključno »od primera do primera« vendar med seboj pogosto ohranjajo številne podobnosti. Proces prestrukturiranja je skozi čas postajal tudi vse bolj enoten in celovit. Vsako prestrukturiranje ima tudi svoje posebnosti in specifičnosti, do katerih prihaja med pogajanjem dolžniške dežele z njenimi upniki. Institucionalni okvir, znotraj katerega se izvaja prestrukturiranje, je odvisen od vrste dolgov, ki so predmet prestrukturiranja. Prestrukturiranje »javnih dolgov« razumemo kot prestrukturiranje tistih kreditov, ki jih je dolžniška dežela dobila od vlad držav upnic in njihovih finančnih institucij oziroma za katere so le-te dale garancijo. Od sredine 50-ih let dalje se je postopoma začel razvijati institucionalni mehanizem, v katerem se je za vsako prestrukturiranje ustanovila neformalna skupina – tako imenovani »klub kreditorjev« oziroma držav upnic, ki so si nadele ime po kraju, v katerem so zasedale. Na ta način so ustanovili neformalne skupine, kot so: Pariški klub, Londonski klub in Haški klub. V teh klubih so zasedali predstavniki vlad dežel upnic, postopno pa je prav Pariški klub postal absolutno prevladujoč institucionalni okvir za prestrukturiranje »javnih dolgov« (Mrak, 1987, str. 202-204).

Različne oblike dolgov imajo zato različne posebnosti, ki jih rešujejo različne neformalne skupine upnikov, ki jih predstavljam v nadaljevanju.

1.4.1 »Javni« dolgovi in Pariški klub

Od vseh navedenih klubov je bil v zgodovini najbolj uporabljan in zato tudi znan Pariški klub, ki je neformalna skupina, sestavljena iz zahodnih kreditorskih vlad. Vedno ji je predsedoval višji funkcionar francoskega ministrstva za finance, njegove glavne značilnosti pogajanj o restrukturiranju »javnih dolgov« pa so:

- predmet pogajanj je izključno restrukturiranje »javnega dolga«;
- pri pogajanjih lahko sodelujejo tako predstavniki vlad držav upnic, predstavniki zadolžene države, katere dolg je predmet restrukturiranja, ter predstavniki mednarodnih organizacij, kot so na primer: Mednarodni denarni sklad, Svetovna banka in OECD, ki so ponavadi zastopale vlogo opazovalca, ki jo danes v okviru t.i. Krize Evroobmočja prevzemata EU in ECB;
- predpogoj za začetek pogajanj je, da zadolžena država z MDS sklene sporazum o izvajanju programa gospodarske stabilizacije. Tako se konkretizira način plačilnobilančnega prilagajanja in zunanjega financiranja kot osnovni način za odpravo ravnotežja v plačilni bilanci dolžniške države;
- pogajanja so zaključena ob podpisu splošnega sporazuma (angl. *agreed minutes*), v katerem so opredeljeni splošni principi restrukturiranja, ki naj bi se jih vlade upnikov podpisnic sporazuma držale pri podpisovanju bilateralnih sporazumov o restrukturiranju dolgov. Proces restrukturiranja dolgov se zaključi šele z bilateralnimi sporazumi, ki jih dolžniška država podpiše z vsakim kreditorjem in šele tedaj je jasno, kakšni so končni pogoji, pod katerimi je bilo restrukturiranje izvedeno (Mrak, 1987, str. 204-206).

Osnove prestrukturiranja »javnih« kreditov, kot jih je v okviru Pariškega kluba, v svoji knjigi predstavil Mojmir Mrak (1987, str. 204-206), zajemajo:

- V pogajanja so vključeni izključno krediti, ki jih je dolžniška dežela prejela od dežel upnic in njihovih finančnih institucij in za katere so le-te dale garancijo. V okviru Pariškega kluba se je običajno prestrukturiralo tako plačilo glavnice kot tudi obresti, vendar gre pri tem izključno za srednjeročne in dolgoročne kredite, ki dospevajo v točno določenem obdobju. Predmet prestrukturiranja so ponavadi tudi zaostanki v odplačilih, ne prestrukturira pa se kreditov z ročnostjo do enega leta, niti se v okviru Pariškega kluba ne prestrukturira obveznosti do multilateralnih finančnih institucij, zaradi česar krediti MDS, Svetovne banke in drugih mednarodnih finančnih institucij nikoli niso predmet prestrukturiranja.
- Na pogajanjih sodelujejo predstavniki vlad dežel glavnih kreditoric in predstavniki vlade dolžniške dežele. Število udeležencev variira v razponu od 5 do 20, najpogosteje pa je na pogajanjih udeleženo med 10 in 15 držav kreditoric. Poseben status opazovalcev na

takšnih pogajanjih imajo predstavniki MDS, Svetovne banke, regionalnih razvojnih bank, OECD-a ipd. Enak status imajo tudi predstavniki manjših upnikov⁴.

- Predpogoj za začetek pogajanj o prestrukturiranju »javnih« dolgov je, da dolžniška dežela z MDS sklene sporazum o izvajanju programa gospodarske stabilizacije. Ta sporazum predstavlja osnovo za plačilnobilančno prilagajanje in zunanje financiranje kot osnovni način za vzpostavitev novega ravnotežja v plačilni bilanci zadolžene dežele.
- Obdobje konsolidacije oziroma obdobje, v katerem dospevajo odplačila, ki so vključena v sporazum o prestrukturiranju, je bilo po dosedanjih izkušnjah pogosto omejeno na obdobje od enega do dveh let. Takšen kratkoročni pristop k prestrukturiranju »javnih dolgov« je tesno povezan s kratkoročnimi programi ekonomske stabilizacije, ki se izvajajo v sodelovanju z MDS. Dolžina konsolidacijskega obdobja se pogosto sklada z dolžino ekonomske stabilizacije. Splošni sporazumi o prestrukturiranju »javnih dolgov« (v obliki tako imenovanih Agreed Minutes) običajno vsebujejo tako imenovano »goodwill« klavzulo, v kateri se kreditorji obvezujejo, da bodo obravnavali zahtevo dežele dolžnice za prestrukturiranje odplačil z dospeljem v točno določenem obdobju v prihodnosti.
- Pogajanja se ponavadi zaključijo s podpisom splošnega sporazuma, v katerem so opredeljeni splošni principi prestrukturiranja, ki naj bi se jih vlade dežel upnic, ki so podpisale sporazum, držale pri podpisovanju bilateralnih sporazumov. V splošnem sporazumu o prestrukturiranju je vedno vključena tudi obveza dolžniške dežele, da izvaja ukrepe ekonomske politike, s katerimi naj bi se zagotovilo ponovno ravnotežje njenega plačilnobilančnega položaja oziroma ukrepe, ki jih je sklenila z MDS.

1.4.2 »Privatni« dolgovi in Londonski klub

Londonski klub je neformalna skupina privatnih kreditorjev, ki ga sestavlja konzorcij več sto komercialnih bank članic IIF (mednarodna skupina finančnih institucij oziroma angl. *The Institute of International Finance, inc.*). Predmet njegovih restrukturiranj so zato bančna posojila, ki ob odobritvi niso bila zavarovana pri državnih agencijah za zavarovanje pred različnimi nekomercialnimi tveganji. Za razliko od Pariškega kluba, Londonski klub pri prestrukturiranju dolga do komercialnih bank ni podvržen nekim formalnim omejitvam kako in pod kakšnimi pogoji se bo pogajalo, dogovarjalo ali izvajajo prestrukturiranje. Londonski klub v prestrukturiranju običajno uporablja naslednje korake:

- Določitev moratorija na odplačila glavnice. Določi se začetek in obdobje v katerem zadolžena dežela ne bo odplačevala obrokov glavnice, kot so bile predvidene ob odobritvi dolgov. Ta korak običajno tudi že spremlja začetek pogajanj o reprogramiranju posojil.
- Priprave in restrukturiranje. Priprave so morda najpomembnejša faza procesa prestrukturiranja. Faza priprav zajema tako zbiranje kot obdelavo podatkov, njen cilj pa

⁴ To so ponavadi tisti upniki in tiste dežele, ki ne dosegajo določenega minimalnega nivoja (*the de minimis level*).

je odkriti težave in najti način kako učinkovito in hitro omiliti oziroma odpraviti njihove slabe posledice.

- Oblikuje se Svetovalni odbor bank (Angl. *Bank Advisory Committee* - BAC), ki vključuje okoli 10 ali 15 bank članic, ki so najbolj izpostavljene. Odbor običajno svoje operacije izvršuje preko pododborov (angl. *sub-committee*), ki jih oblikujejo skupine bank in pokrivajo določeno področje znotraj prestrukturiranja.
- Priprava informacijskega memoranduma. Ta dokument običajno pripravi dolžniška dežela sama in upniškim bankam omogoči celosten pregled situacije, v kateri se je dolжник znašel. Zbrane informacije omogočajo sprejemanje boljših in bolj racionalnih odločitev pri pripravi ponudbe/paketa za prestrukturiranja dolga. Memorandum naj bi okvirno vseboval podatke o ekonomski in finančni situaciji dolžnika, trendih in sprejetih ukrepih, zunanjedolžniškem in plačilnobilančnem stanju dežele, izrednih dolgovih in okoliščinah ter finančnih potrebah dolžniške dežele.
- Spoznavno srečanje. Gre za prvi uradni sestanek med BAC upniki in dolžniško deželo. Tu se uradno predstavi problematika zajeta v memorandumu in spoznanja opravljenih analiz o ekonomsko-finančnem stanju dolžnika. Banke se z dolžnikom dogovorijo o poglavitnih točkah reprograma, rokov in tarifah.
- Pogajanja o pogojih prestrukturiranja. V teh pogajanjih pravniki v sodelovanju z ekonomisti in finančnimi strokovnjaki pripravijo dogovor, ki je sprejemljiv tako za banke, kot za dolžniško deželo. Program postane zavezujoč po podpisu pogodb.

Mrak Mojmir v svoji knjigi (1987, str. 208-209) predstavlja tudi osnovne značilnosti prestrukturiranja »privatnih« dolgov, ki so v grobem naslednje:

- Predmet prestrukturiranja so ponavadi srednjeročni in dolgoročni komercialni krediti. Le v posameznih primerih so lahko prestrukturirani tudi kratkoročni krediti in zaostanki v odplačilu glavnice. Plačilo obresti ni nikoli predmet pogajanj o prestrukturiranju »privatnih« dolgov, odprava eventualnih zaostankov v odplačilih obresti pa je predpogoj za začetek pogajanj.
- V pogajanjih o prestrukturiranju »privatnih« dolgov ima MDS izredno pomembno vlogo, vendar ta vloga ni tako natančno opredeljena, kot je v primeru »javnih« dolgov. Vloga MDS v tem primeru je tudi izrazito manj formalna. Banke po pravilu od dolžniške dežele zahtevajo, da pred podpisom sporazuma o prestrukturiranju dolga sklene tako imenovani stand-by⁵ aranžma z MDS, s katerim se zagotovi izvajanje programa ekonomske stabilizacije.
- Proces pogajanj o prestrukturiranju »privatnih« dolgov je zaradi vključenosti velikega števila kreditorjev običajno zelo dolgotrajen predvsem. Zaradi razlik v pogledih posameznih bank na sam proces prestrukturiranja prihaja do težav pri doseganju medbančnega soglasja o obsegu prestrukturiranja dolgov in refinanciranju.

⁵ Stand-by aranžma državi zagotavlja črpanje nekega posojila pod točno določenimi pogoji. Pogosto gre pri teh pogojih za uresničevanje ukrepov, ki so določeni v programu ekonomske stabilizacije.

Pri procesu reprogramiranja ponavadi sodeluje več sto različnih udeležencev in vsak od njih ima svoje specifične interese. Jasno je, da zato prihaja do sporazumnega kompromisa, do katerega pogosto ni mogoče priti s konfrontacijo vsakega z vsakim. Prestrukturiranje tako postane dolg zapleten proces, ki je zato pogosto lahko tudi izredno drag. »Odstotek«, ki ga mora dolžniška država plačati kot nekakšno takso za reprogramiranje, znaša okoli 1 % vrednosti glavnice, o kateri se pogaja. Ta »odstotek« je lahko v posebnih primerih tudi zmanjšan (Stanovnik, 1985, str. 83).

Koraki na poti do podpisa vseh bilateralnih sporazumov in ostalih pogojev iz pogajanj pogosto niso enostavno uresničljivi. Ugotavljam namreč, da je doseganje soglasij in usklajevanje različnih interesov pogosto izredno težak in dolgoročen proces. To je še ena pomembna karakteristika prestrukturiranja državnih dolgov, ne glede na to ali gre za »javne« ali »privatne« dolgove. Lahko bi tudi rekli, da tovrstna dolgoročna pogajanja, prilagajanja in iskanja kompromisnih rešitev, primernih za vse udeležene strani, delujejo podobno kot Smithova nevidna roka, ki vodi v oblikovanje ravnotežja. Žal je tako, da dolgotrajna pogajanja v finančnem svetu pogosto pomenijo tudi dražitev končnih stroškov prestrukturiranja. Pri poplačevanju dolgov, izpolnjevanju programskih ciljev rehabilitacije in prestrukturiranju se namreč običajno zadostuje datumsko določenim rokom, ki so za državo eksterne narave, saj so jih postavili njeni upniki in potencialni investitorji. Neizpolnjevanje tako postavljenih zahtev z vidika države celo pomeni pošiljanje negativnega signala tako bonitetnim hišam, kot tudi upnikom in potencialnim investitorjem, kar v bodoče utegne dodatno oslabiti finančno kondicijo države.

1.5 VLOGA MEDNARODNEGA DENARNEGA SKLADA PRI PRESTRUKTURIRANJU DRŽAVNIH DOLGOV

Mednarodni denarni sklad igra in bo verjetno še dolgo igral pomembno vlogo pri reševanju finančnih in dolžniških kriz. Njegova dosedanja vloga je pogosto primerjana z vlogo »gasilca« kriz in se postopoma razvija v vlogo nekakšnega glavnega upravitelja teh kriz. MDS po eni strani preko pogojevanj omogoča dostop prizadete države do paketa tuje finančne pomoči oziroma do novih finančnih sredstev ali celo prestrukturiranja dolga. Po drugi strani MDS koordinira sodelovanje privatnega sektorja z vsemi mednarodnimi telesi, ki so zadolžena za kreiranje pravil in standardov na mnogih, pogosto zelo raznolikih področjih. Eventuelna reforma MDS mora zato v prihodnje odgovoriti na vprašanje, ali bo MDS razpolagal z bistveno več sredstvi in prevzel vlogo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili ali pa bo zaradi pomanjkanja lastnih finančnih sredstev tudi v prihodnje predvsem organizator paketov mednarodne pomoči (Mrak, 2004, str. 60).

1.5.1 Pomoč državam članicam

MDS odobrava posojila tistim državam članicam, ki se znajdejo v finančnih oziroma plačilnobilančnih težavah. Poglavitni cilj sklada je podpreti politiko pri izvajanju reform,

omogočiti učinkovito in strokovno tehnično pomoč pri sprejemanju ukrepov ali celo pri morebitnem prestrukturiranju dolgov in nasploh omogočiti hitrejši izhod iz krize oziroma okrevanje gospodarstva. Ena pglavitnih nalog MDS je pomagati državam pri reševanju in odpravljanju težav v plačilni bilanci, kjer lahko država članica pod določenimi pogoji tudi pridobi finančna sredstva. Sredstva so ponavadi različnih finančnih aranžmajev, ki jih delimo na finančne aranžmaje iz rednih virov sredstev in finančne aranžmaje iz izrednih virov sredstev.

Če se država članica odloči za črpanje iz finančnih aranžmajev, ki se financirajo iz rednih virov sredstev, bo država v primeru plačilnobilančnih težav s svojo valuto opravila nakup SDR ali druge valute v skladu. Po preteku dogovorjenega časa bo ta država izvedla nasprotno transakcijo, kjer bo z valuto, v kateri je opravila nakup, odkupila nazaj lastno valuto. V tem primeru država formalno ne postane dolžnik sklada, ampak celo nastopi v vlogi kreditodajalca. Če pa se finančni aranžma financira iz izrednih virov sredstev, sklad državi članici ponuja sredstva v obliki klasičnih kreditov, ki so za državo, ki sredstva potrebuje, bistveno ugodnejši od komercialnih kreditov. Države, ki imajo plačilnobilančne težave, imajo na izbiro tudi različne finančne tranše: zlata ali rezervna tranša, super rezervna tranša in kreditne tranše (Šumić, 2006, str. 17, 18).

Denarna sredstva kot edina oblika pomoči po izkušnjah MDS očitno nikakor ne zadoščajo, zato je ob tem pomembna tudi tehnična pomoč strokovnjakov, ki s svetovanjem in konzultacijami pomagajo državi v stiski (Celan, 2006, str. 6, 7). Tehnična pomoč se ne omejuje samo na vzpostavitev in sprejem učinkovitih reform, pač pa je pglavitni cilj pripraviti državo tudi na obdobje po krizi, ko bosta stabilno gospodarstvo in ugodna makroekonomska pozicija države pomembna za pridobivanje ponovnega zaupanja prebivalcev in tudi investorjev.

Pri tehnični pomoči gre za ekspertize in konzultacije, ki jih strokovnjaki v MDS nudijo zainteresiranim državam članicam na različnih makroekonomskih in finančnih področjih. Najpogosteje gre za pomoč na področjih vodenja in zasnove monetarne in fiskalne politike, zbiranje in analizo različnih vrst statističnih podatkov, izgradnjo in razvoj finančnih institucij, kot na primer posameznih oddelkov v centralni banki in/ali ministrstvu za finance (Šumić, 2006, str. 18).

Učinkovito upravljanje države je močno povezano s kadrovskimi in institucionalnimi kapacitetami nacionalne vlade, zato nasveti in »know-how« zagotavljajo vzdrževanje pogojev za stabilno gospodarsko rast. Pravočasno zagotavljanje učinkovite tehnične pomoči zato toliko bolj pripomore k podpori in prilagajanju potrebnim reformam. Poleg denarne pomoči MDS državam nudi tudi strokovno pomoč v obliki konzultacij iz različnih področij, kot na primer o centralnem bančništvu, politiki obrestnih mer, davčni politiki, administraciji in uradni statistiki. To državi omogoča, da uredi in okrepi kadrovske in institucionalne zmogljivosti, ki so pomembne zlasti za implementacijo učinkovitih makroekonomskih politik.

Pogoji za uspešno in učinkovito implementacijo tehnične pomoči so stabilno in povezano politično okolje, primerna kapaciteta državne administracije in sposobnost nacionalne vlade.

1.5.2 Stand-by aranžma in pogojevanje

Stand-by aranžma je nekakšna kreditna linija, ki državi članici zagotavlja, da bo lahko v določenem obdobju črpala posojila do določene vrednosti. Takšna kreditna linija je običajno pogojena z jasno določenimi kriteriji, ki so predhodno usklajeni v pogajanjih oziroma programu ekonomske stabilizacije (Poljko, 2007, str. 16). Takšen dogovor je običajno tudi pogoj ostalih upnikov, da se z določeno dolžniško deželo sploh pričnejo pogovori o prestrukturiranju ostalih dolžniških obveznosti, saj je to eno redkih zagotovil, ki jih upniki še lahko dobijo, da bo dolžniška dežela spoštovala dosežene dogovore.

Najpogostejši ukrepi ekonomske politike, ki se pojavljajo tudi kot osnovni pogoji za sklenitev stand-by aranžmaja, so sprememba deviznega tečaja, sprememba obrestnih mer in ukrepi na področju cenovne politike. Država, ki je z MDS sklenila stand-by aranžma, se mora tekom realizacije programa obvezno držati kvantitativno določenih kriterijev, saj je črpanje sredstev MDS običajno pogojeno z izpolnjevanjem teh kriterijev. Država uporabnica običajno lahko tako pridobljena sredstva črpa zgolj po fazah, saj si MDS ohranja pravico, da v primeru neizpolnjevanja programa taki državi prekine dostop do sredstev vse dokler se ne dogovorita za spremembo programa ekonomske stabilizacije (Mrak, 2002, str. 436, 438).

Aranžma se običajno vrača v 12 do 18 mesecih in je namenjen zlasti premagovanju kratkoročnih neravnovesij v plačilni bilanci. Odplačevanje se lahko podaljša (do 60 mesecev), če se v določenem obdobju ugotovi, da je država izpolnjevala svoje zaveze v programu ekonomske stabilizacije.

1.6 INSTITUCIONALNI IN PRAVNI VIDIK PRESTRUKTURIRANJA DOLGA

Po krizi v 80-ih letih prejšnjega stoletja so hitro rastoči finančni trgi v poznih 90-ih letih iskali dodatno spodbudo in način za ureditev pristopa do državnega prestrukturiranja dolga. Pomembno v zvezi s tem je prepričanje, da so dosedanja prizadevanja za reševanje tovrstnih kriz z uporabo politike prilagajanja in paketov mednarodne podpore v bistvu problem še poslabšala in povečala nevarnost moralnega hazarda. Obstaja torej poudarek na razvoju ustreznega mehanizma za krepitev svetovnega finančnega sistema, sposobnosti za spopadanje s krizo, ko se le-ta pojavi, in spodbujanju trajnih tokov na razvijajočih se trgih. S predvidljivimi in urejenimi suverenimi mehanizmi prestrukturiranja dolgov (angl. *Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM*, slovensko: Mehanizem prestrukturiranja državnega dolga) bi ustvarili okolje, v katerem bi vlagatelji lahko učinkoviteje razlikovali med dobrimi in slabimi tveganji. Istočasno bi nova tržna gospodarstva z močnejšo politiko na trgu lažje dostopala do zasebnega kapitala. V tem procesu bi svetovni finančni sistem postal stabilnejši

in bolj učinkovit, saj SDRM pomeni odmik od dolžniških težav, ki nastanejo z nezmožnostjo poplačila obveznosti oziroma bankrotom (angl. *default*) ali morda iz kakršnihkoli drugih razlogov zahtevajo finančno pomoč (angl. *bailout*) tudi s strani zasebnih upnikov (Batra, 2002, str. 1).

Poglavitni cilj vsakega prestrukturiranja je zato vzpostavitev učinkovitega mehanizma, ki bi bil hkrati sprejemljiv tako za dolžniško deželo, kot za njene upnike. Mehanizem mora določiti vsem jasne pogoje prestrukturiranja, predvideni časovni okvir, cilje in konkretne ukrepe, skupaj z žrtvami na strani dolžnika in na strani posameznih skupin upnikov. Sprejet program mora zato tudi jasno predvidevati vsa prihodnja plačila in izplačila, ukrepe ter eventualna tveganja. Takšen mehanizem, ki vsem udeležencem omogoča popolne informacije pa v realnosti nikoli ni povsem dosegljiv. Potrebni so kompromisi in sodelovanje, kar pa je običajno izredno zamudno. Vzpostaviti je zato potrebno zaupanje v sprejete ukrepe in pritegniti nove investitorje, saj se mora dolg prestrukturirati hitro in učinkovito. Ker bankrot in likvidacija za državo in njene kreditorje najpogosteje nista ugodni možnosti, bodo ponavadi oboji iskali srednjo možnost, v kateri država lahko preživi, upniki pa vsaj delno rešijo svoja sredstva (Dey, 2008, str. 4-5).

Strinjati se moramo tudi z ugotovitvijo Anne O. Krueger (2002, str. 10), ki pravi, da morajo biti zadoščeni nekateri pogoji, če želimo vzpostaviti potrebne spodbude za dolžnika in upnike, da se bodo le-ti lahko o prestrukturiranju nevzdržnega dolga dogovarjali hitro, urejeno in predvidljivo. Čeprav obstajajo nekakšna okvirna pravila in celo zakonodaja ter določeni modeli, ki zagotavljajo pomembna vprašanja povezana s kolektivnim ukrepanjem za upnike, je trenutno vsak posamezen sistem, ki je integriran v posamezni državi, poseben in omejen z unikatnimi karakteristikami. Ravno zaradi dejstva, da se vsaka dežela sooča s svojevrstnimi težavami v edinstvenem okolju, danes ni nekega splošnega pravila kaj in kako se rešuje likvidnostne oziroma solventne težave. Medtem ko je bil določen paket ukrepov učinkovit v eni deželi, pa to ne velja nujno tudi za drugo deželo in obratno.

1.6.1 Razvoj modela prestrukturiranja dolga

Prvi pravi predlog modernega prestrukturiranja dolga je pripravil Oechsli (1981). V svoji analogiji enajstega poglavja⁶ U.S Bankruptcy Reform Act iz leta 1978 je pripravil predvidevanja za prestrukturiranje in komunikacijske možnosti za vse vpletene stranke. Čeprav poglavje določa več postopkov oziroma strani pogajanj, je Oechsli izpostavil tri poglavitne, in sicer: kreditni odbor (angl. *creditor committee*), neodvisni ocenjevalec (angl. *independent examiner*) in nadzorniki (angl. *monitoring party*). Čeprav je MDS morda logična izbira nadzornika, je Oechsli predlagal alternativo v obliki upnikov, ki določajo obvezujoče

⁶ Gre za posebno obliko stečaja gospodarskih družb v ZDA – enajsto poglavje (angl. *Chapter 11*), ki gospodarski družbi omogoča reorganizacijo, vendar pod določenimi pogoji, saj mora vse eventuelne poteze prestrukturiranja in drugih načinov reševanja družbe odobriti pristojno sodišče. Poglavje 7 (angl. *Chapter 7*) po drugi strani govori o likvidnosti gospodarskih družb.

postopke za reševanje sporov iz svojih posojilnih pogodb. Poudarjal je tudi potrebo po vključitvi samega dolžnika v proces formuliranja prestrukturiranja dolga oziroma celotnega postopka. Poleg navedenega se je Oechslijev predlog nanašal tudi na sam formalni postopek, v katerem bi lahko tako dolžnik kot upniki samoiniciativno podali predlog za prestrukturiranje dolga. Gotovo enega najpomembnejših intelektualnih premikov na tem področju predstavlja formulacija problema kolektivnega ukrepanja. Leta 1984 je Jeffrey Sachs za Princeton naredil študijo (*Theoretical Issues in International Borrowing*) v okviru prestrukturiranja državnega dolga o paničnem obnašanju upnikov in problemih zastojkarstva (angl. *free rider problem*). Približno v istem času so se strokovnjaki različnih področij ukvarjali z vprašanjem stroškov bankrota države. Rezultati študij so bili pogosto zelo različni. Eaton in Gersovitz (1981) sta ugotovila, da so stroški izključno na strani ugleda države, medtem ko sta Cohen in Sachs (1982) s svojim modelom dokazala več različnih stroškov. Cohen je kasneje v svojem delu »A Global Chapter 11« (1989) predvideval tudi dobro strukturiran proces pogajanj med dolžnikom in upniki ter se zavzemal za ustanovitev Mednarodne agencije za prestrukturiranje državnih dolgov (angl. *International Debt Restructuring Agency* – IDRA). Ta agencija naj bi bila nekakšna hčerinska družba v sodelovanju Mednarodnega denarnega sklada in Svetovne banke, kar je Cohen podkrepil s takratno zakonodajo in veljavnim pravom. Šel je celo dlje in predlagal nekaj, kar je poimenoval »A Global Chapter 11«. Cohen je predlagal sprejetje mednarodnega oziroma svetovnega prava in določitev pravnih določil, ki bi veljala za države v dolžniških krizah in ki bi določala pogoje bankrota države. Z nastopom mehiške krize je Jeffrey Sachs mehanizem prestrukturiranja državnega dolga še dopolnil. Sachs predlaga, da se MDS preoblikuje v nekakšno svetovno sodišče za bankrotirane države. MDS bi se v svojih postopkih in dejanjih moral preoblikovati v mednarodno sodišče in vsaj delno opustiti vlogo posojilodajalca v stiski. Svojega predloga vseeno ni podprl s podrobnostmi o tem, kako točno bi se moral MDS reorganizirati. Novembra 2001 je pomočnica direktorja MDS, Anne Krueger, objavila svoj dokaj radikalen predlog za preprečitev nenadzorovanih bankrotov (angl. *chaotic defaults*). Države, ki se znajdejo v dolžniški krizi, naj bi po tem predlogu zamrzile vsa svoja plačila in najprej končala pogajanja s kreditorji. Pogajanja bi vodil neodvisni arbitražni tribunal, ki bi preprečil morebitne spore in nesporazume. MDS bi nato na podlagi določenih kriterijev odobril plačilni moratorij. Ta mehanizem bi na novo določil razmerja in pravice, kar bi morala podpreti večina upnikov (60-75%), nato bi sklep postal zavezujoč tudi za vse ostale upnike (Batra, 2002, str. 3-4; Waibel, 2003, str. 12, 25-29).

Prestrukturiranje državnih dolgov je skozi zgodovino postajalo vse širši pojem oziroma proces, ki zajema in združuje mnoge ukrepe, poznane tudi iz gospodarskega prava. Mnoge ideje izhajajo iz ameriškega prava družb in celo stečajnega prava, saj smo videli, kako pogosto so se ameriški ekonomisti obračali k tako imenovanemu Chapter 11. Mislim, da je zato pomembno poudariti, kako pomembno je za dolžnika in upnike urejati medsebojne odnose ter poznati interese posameznih skupin. Čeprav gre v osnovi za ekonomsko vprašanje vračila posojil, gre pri določanju odnosov in pogajanjih predvsem za psihološko igro, ki se bistveno ne razlikuje med posameznimi podjetji ali prestrukturiranjem dolgov države. Seveda gre pri prestrukturiranju državnih dolgov za neprimerljivo obsežnejši splet upnikov, sredstev

in instrumentov, ki imajo običajno tudi politično ozadje, reforme pa celo vplivajo na kvaliteto življenja v dolžniški deželi. To je tudi razlog, zakaj sta ureditev odnosov in sodelovanje države z upniki in njenimi notranjimi institucijami bistveno bolj komplicirana. Opazimo lahko, da dosednji razvoj prestrukturiranja državnih dolgov išče vzporednice s prestrukturiranjem dolgov podjetij, ki ob upoštevanju ostalih dejavnikov pogosto naleti na slepo ulico. Morda gre za premajhno razumevanje upnikov, trmasto vztrajanje državnih voditeljev ali pa nepoznavanje razmer samih državljanov dolžniške dežele. Iskanje ustreznega konsenza je v vseh preteklih primerih reševanja države enostavno najpomembnejši razlog za počasno odločanje med dodatnim svežnjem pomoči oziroma sprijaznitev z bankrotom.

1.6.2 Pravna podlaga in pristop prestrukturiranja dolga

Vzpostavitev nekega splošnega mehanizma za lažje odločanje v primerih kolektivnega ukrepanja bi prinesla mnogo ugodnosti. Vsako prestrukturiranje, vključno z vzpostavitvijo nekega dolgoročno vzdržnega sistema, mora biti v samem procesu pogajanj podprto z večino in mora biti zavezujoče za vse vpletene strani, pa naj gre za dolžnika ali njegove upnike. Kljub določenim izrazitim prednostim takšnega pristopa se vedno znova postavlja vprašanje, ali je ključne cilje mehanizma mogoče doseči tudi s postopnim sprejetjem pogodbenih določb, ki obravnavajo probleme kolektivnega ukrepanja.

Vključitev klavzule kolektivnega ukrepanja v vseh mednarodnih državnih obveznicah bi pomenilo pomembno nadgraditev mednarodne finančne strukture. Pretekli primeri tovrstnih klavzul kažejo, da za lažje in pravilno izvedeno prestrukturiranje državnih dolgov potrebujemo dve bistveni določbi. Prva določba naj bi omogočala kvalificirani večini lastnikov obveznic, da zavežejo vse strani k prestrukturiranju, druga določba pa naj bi imetnikom obveznic preprečila uveljavljanje njihovih zahtevkov do države in ji na ta način kupila dodaten čas za ureditev financ. Tudi v primeru, da bi se zakonsko in splošno sprejel enoten mehanizem SDRM, bi klavzula kolektivnega ukrepanja še vedno igrala pomembno vlogo. Tako bi na primer v primeru zakonsko sprejetega mehanizma ta mehanizem lahko uporabili le, če je državni dolg nevzdržen, klavzula kolektivnega ukrepanja pa bi nasprotno, omogočala lažje prestrukturiranje tudi kadar bi sami problemi izhajali že iz morebitne nelikvidnosti države. Izredno težko bi se tudi vzpostavil čisti pogodbeni okvir, v katerem bi se opirali na pogodbeno določila, ki bi delovala kot pravna podlaga za prestrukturiranje. To bi namreč omejevalo učinkovitost takšnega mehanizma. Pogodbeni pristop že po sami definiciji zahteva strinjanje dolžnika in njegovih upnikov pri vključitvi takšnih določb v vseh obveznicah oziroma tudi v drugih oblikah dolžniških instrumentov, ki jih je razvil trg. Nedavne izkušnje kažejo, da se države v finančnih težavah za dokazovanje svoje odločnosti pri preprečevanju prestrukturiranja dolga vseeno raje izogibajo takšnim določbam in jih zato enostavno ni. Ugotavlja se tudi, da se za vključitev teh določb ne zavzemajo niti upniki, čeprav bi morda lahko prav to v primeru prestrukturiranja pomenilo izrazito hitrejše in bolj organizirano ukrepanje (Krueger, 2002, str. 29-30).

Očitno je, da do nekega splošno sprejetega standardiziranega postopka pri reševanju tovrstnih državnih problemov s pravnega vidika ni mogoče priti. Čeprav so vprašanja pomembna in pogosto predstavljajo ključ do rešitve problema, je njihova diverzificiranost preveč odvisna od subjektivnih in nepredvidljivih okoliščin, ki onemogočajo vključitev vseh določil za urejanje odnosov med pogodbenimi strankami.

Anne O. Krueger (2002, str. 32) pravi, da bi morali nadaljevati s preučevanjem možnosti za razvoj takšne klavzule, ki bi odpravljala nepravilnosti, a poudarja, da bi tak pristop lahko odprl širok nabor vprašanj, ki so povezana s splošnimi težavami:

- Poslabšal bi se problem spodbude, saj je težko prepričati državo in kupce njenih obveznic, da bi se strinjali z vključitvijo klavzule kolektivnega ukrepanja k posamezni izdaji obveznic, kaj šele v celotni sklop vrednostnih papirjev in dolžniških instrumentov.
- Tudi v primeru, da se poenotijo vsa prestrukturiranja in vsako besedilo, kar bi bilo praktično skoraj nemogoče, ne bi bilo zagotovila, da ne bi prihajalo do razhajanj pri interpretaciji. To bi lahko bilo izvedljivo samo v primeru in pri predpostavki, da bi pred tem lahko poenotili tudi vso zakonodajo vseh držav.
- Obstaja velika verjetnost, da vzpostavitev učinkovitega procesa oziroma tovrstnega poenotenega Pogodbenega pristopa zaradi trenutno razširjenega pravnega okvirja, ki ureja plačilne nesposobnosti, fizično ne bi bila izvedljiva.

Različni sodobni ekonomisti kljub tem vprašanjem in težavam pri ureditvi vseh povezanih vprašanj ostajamo prepričani, da bi vključitev takšne oziroma podobne klavzule pomembno izboljšalo trenutni model prestrukturiranja dolgov. Uveljavitev nekakšne nove hierarhije⁷ bi predvidoma vodila v sistem ukrepanj namesto neskončno dolgih pogajanj in razpravljanj, katerim smo priča danes. Menim, da je ta obnašanja najenostavneje ločiti po sistemu, kot jih je obravnavala Batra Amita (2002, str. 10-12), ki je značilnosti, ki bi jih morali vključevati vsi učinkoviti modeli prestrukturiranja dolga (SDRM), ločila na:

- Večinsko prestrukturiranje, kjer gre za mehanizem, pri katerem potrebujemo podporo večine upnikov, dosežen sporazum pa je zavezujoč za vse upnike. Model obravnava problem kolektivnega delovanja, ki nastaja zaradi velike raznolikosti med posameznimi skupinami upnikov. Takšen način dela preprečuje zavlačevanje in dekonstruktivno obnašanje morebitne manjšine upnikov, ki bi nasprotovala predlaganim rešitvam. S tem se odpravi razdiralno vedenje zastojkarstva oziroma »free riding«. Izkušnje kažejo, da izogibanje plačilni nesposobnosti in v končnem smislu tudi bankrotu na ta način zmanjšuje motnje v gospodarstvu in celo ohranja vrednost sredstev tudi na sekundarnih trgih.

⁷ Tu se nanašam na dve omenjeni določbi, ki ju je predlagala Anne O. Krueger (2002, str. 29-30), s katerimi lahko kvalificirana večina upnikov prisili ostale udeležence k določenemu ravnanju oziroma skupnemu ukrepanju zoper svojega dolžnika.

- Mirovanje ukrepanja⁸ upnikov je značilno v obdobju med preložitvijo roka za poplačilo in pred sprejetjem sporazuma za prestrukturiranje dolga. Odpravlja morebitne spore, do katerih bi lahko prišlo zaradi pohlepnega obnašanja upnikov in ostalih udeležencev (angl. *grab race*).

V okviru splošne opredelitve obstaja več oblik »mirovanja«, ki se delijo predvsem glede na okoliščine, na katere se nanaša. Možnost »mirovanja« bi morala predvsem preprečiti morebitna podaljševanja in zavlačevanja pogajanj, lahko pa tudi izboljša usklajevanje upnikov in dolžnika. Upniki bodo prostovoljno in bistveno hitreje prišli do dogovora, če bo obstajala verjetna in kredibilna grožnja »mirovanja«. Model »mirovanja« upnikom zagotavlja določeno varnost v času, ko dolžnik preračunava svoje makroekonomske možnosti prilaganja, s katerimi bi se zagotovilo urejeno in transparentno poplačilo obveznosti. Da bi takšen model lahko uspel v praksi, je dolžnik svojim upnikom dolžan pravočasno razkriti vse potrebne informacije, ki jih morajo slednji vzeti v račun. Celoten postopek mora biti časovno omejen, to pa pogosto vzbuja dvome v uspešnost in zanesljivost. Obstaja možnost, da se zaradi modela »mirovanja« v procesu reševanja krize, vlagatelji prestrašijo in panično začnejo iskati svoj izhod iz nastale situacije, kar lahko v dolžniški deželi še dodatno poglobi krizo. Čeprav to morda lahko drži za kratkoročne vlagatelje, bo zelo verjetno kredibilno in dobro izkoriščeno »mirovanje« dejansko povečalo vrednost za dolgoročne vlagatelje. Morda močnejši argument proti »mirovanju« je trditev, da lahko model poveča stroške zadolževanja in zmanjša pretok kapitala. To bi v določenih okoliščinah lahko povečalo možnosti neplačila, vendar bi hkrati predvidljivejši okvir reševanja krize tudi povečal vrednost morebitnega povračila dolga.

Tovrstna razhajanja v času »mirovanja« je zato potrebno dopolniti z ukrepi za zaščito upnikov, ki bi morali po besedah Batra Amite (2002, str. 10-12) vključevati tudi dve zagotovili, in sicer:

- Dolžnik (država) ne sme poplačati svojih obveznosti do neprioritetnih kreditorjev.
- Zagotovilo dolžnika, da bo politika reševanja krize delovala na način za ohranjanje vrednosti sredstev.

Omogočiti je zato potrebno tako imenovano prednostno financiranje, s katerim se v obdobju »mirovanja« zagotavlja nova denarna sredstva (svež denar). Takšno financiranje lahko skupaj z ustreznimi politikami pomembno omeji stopnjo gospodarskih oziroma ekonomskih motenj. Istočasno bi takšen ukrep pomagal tudi pri ohranitvi sposobnosti ustvarjanja sredstev za servisiranje obveznosti. Prav v takem primeru je pogosto potreben tudi razmislek o možnosti zasebnega financiranja, v kolikor je dolžnik oziroma država sploh še sposobna privabiti investitorje. To je danes tudi eden pglavitnih razlogov trajanja in poglobljanja dolžniške krize. Nesposobnost zagotavljanja novih denarnih sredstev v EU v zadnjih letih je tudi razlog, da mora na sekundarni trg posegati celo ECB. Ta kljub nasprotovanju zlasti Nemčije z

⁸ Ukrepanje se nanaša na pravno aktivnost upnikov do zadolžene države.

odkupovanjem nekaterih državnih obveznic oziroma monetizacijo dolga skuša omiliti gospodarsko škodo, ki je delno tudi posledica previdnosti investorjev.

Javni in privatni sektor sta v zadnjih letih artikulirala več predlogov za učinkovito prestrukturiranje državnega dolga. Posebna pozornost se ponavadi usmerja v koordinacijo kreditorjev in možnost uporabe tako imenovanega pogodbenega pristopa (angl. *Contractual Approach*) pri takšnem usklajevanju. Drugo vprašanje je, ali je tako imenovani obvezujoč pristop (angl. *Statutory Approach*) v danih okoliščinah resnično nujen za uspešno kolektivno ukrepanje (Batra, 2002, str. 10).

Pri zagotavljanju pravne podlage za obravnavo domačega dolga v okviru SDRM imamo tako na izbiro dva zelo različna pristopa, ki ju podrobneje opisujem v nadaljevanju.

1.6.3 Obvezujoč pristop

Če predpostavljamo, da pravni okvir zajema širok spekter dolga, to pomeni, da vanj lahko vključujemo tudi domači dolg. Iz tega sledi, da bi v primeru tako imenovanega »večinskega prestrukturiranja« ob upoštevanju vseh ostalih dejavnikov mehanizma tudi terjatve rezidentov (kreditorji lastne države) lahko postale predmet prestrukturiranja. To ne izključuje fleksibilnosti domačega dolga za posamezen predlog v prestrukturiranju, če le ima dovolj podpore ostalih upnikov. Alternativni pristop lahko iz obvezujočega pristopa tudi izključi domači dolg, ki bi se moral za potrebe lažjega prestrukturiranja obravnavati v okviru obstoječega prava. Ta pristop vseeno ne zmanjšuje potrebe po doseganju določene (sprejemljive) stopnje pravičnosti za domače investitorje.

Značilnosti pristopa predstavljajo okvir, znotraj katerega bi morale prestrukturiranje potekati pravilno, hitro in učinkovito. Pomembno je vedeti, da so težave kolektivnega ukrepanja pogosto povezane z visokimi stroški rekonstrukcije dolga, ki prizadane tako dolžnika kot tudi njegove upnike. Obvezujoč pristop dolžniku in upnikom v prvi vrsti omogoča hitro doseganje pravičnega sporazuma o prestrukturiranju, to pa državi omogoča tudi lažje okrevanje. Pristop lahko olajša postopek prestrukturiranja ali pa ga celo postavi pred možnostjo bankrota države. Tudi ta možnost v določenih pogojih posredno lahko ščiti vrednost sredstev, kar je tako v korist dolžnika kot tudi upnikov. Če so bili zastavljeni okvirji dovolj predvidljivi in zato realno zmanjšujejo tveganje, lahko namreč takšno ravnanje predstavlja dodatno spodbudo za doseganje dogovora še pred dejansko uporabo pristopa. Na primer, glasovanje lahko spodbuja investitorje pri samoorganizaciji kreditorjev, kar kasneje lahko postane temelj tudi za pogajanja z državo. Dodatno lahko s tem pristopom glasovalna večina upnikov, ki so za doseg dogovora, k dogovoru zaveže tiste upnike, ki so potencialni zavlačevalci⁹ procesa oziroma tiste, ki nočejo ali morda ne morejo sodelovati (angl. *holdouts*) pri doseganju dogovora (Krueger, 2002, str. 20).

⁹ Tudi tiste zavlačevalce, ki so zadostno fleksibilni in zavlačujejo iz lastnih interesov.

1.6.4 Pogodbeni pristop

Pogodbeni pristop izhaja iz ideje urejanja težav kolektivnega ukrepanja upnikov preko zasebnih dolžniških pogodb in ne preko formulacije nekih novih sporazumov. V tem pristopu bodo država in njeni upniki sestavili paket novih dopolnilnih klavzul za že obstoječe dolžniške pogodbe. Pristop je zato tržno usmerjen in decentraliziran, saj se dodatni pogoji določajo individualno, z vsakim upnikom posebej. Cilj pristopa je v povrnitvi zaupanja vlagateljev v državo in obnovitev možnosti države pri vstopanju na finančne trge. Nekatere pogodbene določbe povezujejo določene upnike, s čimer se zmanjšuje spodbuda in možnost majhnega števila »odpadniških« upnikov (angl. *dissident creditors*) za zavlačevanje in motenje pri doseganju kredibilnih programov prilagajanja, ki bi bili sprejemljivi za veliko večino zainteresiranih strani. Klavzule kolektivnega ukrepanja (CAC, angl. *Collective Action Clauses*) v dolžniških pogodbah zato obravnavajo težavo koordinacije upnikov na način, da se lastnikom obveznic ponudi ex post mehanizem koordinacije. Ključni namen CAC je po mnenju Batra Amite (2002, str. 14-16) povezati upnike s štirimi poglavitnimi mehanizmi oziroma klavzulami, in sicer: kolektivno zastopanje (angl. *Collective representation*), večinsko glasovanje (angl. *Majority voting*), delitvena klavzula (angl. *Sharing clauses*) in klavzula brez pospeška (angl. *Non acceleration*). Klavzula kolektivnega zastopanja je mehanizem usklajevanja tako samih pogajanj kot dejanskega ukrepanja med izdajateljem in investitorji v obveznice. Klavzula določa zastopnika investitorjev (na primer upravitelj – *trustee* ali fiskalni agent – *fiscal agent*) in mu omogoči sklic skupščine lastnikov obveznic. Izrecna določba zastopanja lastnikov obveznic je pogosto ključna za doseganje večine pri glasovanju. Večinsko glasovanje omogoča, da kvalificirana večina upnikov doseže sporazum glede sprememb bistvenih pogojev v dolžniški pogodbi. Sprejete spremembe so nato zavezujoče za vse lastnike obveznic. Pomembno je še, da imajo nekatere obveznice že vpeljano klavzulo za večinsko glasovanje, zaradi česar jo država izdajateljica lahko vključi v določbo. Delitvena klavzula zahteva tožnika, ki si z ostalimi upniki deli pravne postopke. To naj bi odvrnilo »odpadniške« upnike (angl. *maverick creditors*), da bi se zatekali k tožbam in oviranju tistih postopkov, ki dejansko vodijo v poravnavo in so koristni tako za državo kot tudi upnike.

V praksi lahko oba pristopa (tako pogodbeni, kot tudi obvezujoč pristop) nastopata samostojno, vendar ju najpogosteje uporabljamo v kombinaciji. Vsak pristop ima določene prednosti in slabosti, zato pri veliki diverzificiranosti upnikov tudi različno uspešno rešujeta individualne potrebe vsakega posebej. To je razlog, da je kombinacija obeh pristopov toliko bolj uspešna pri urejanju odnosov med dolžnikom in njegovimi številnimi upniki.

1.7 MEHANIZMI ZA PRESTRUKTURIRANJE DOLGA

Od 70-ih let prejšnjega stoletja do danes se je zadolženost velike večine držav po celem svetu močno povečala. Danes je jasno tudi, da je trenutno sprejeti okvir mehanizmov za reševanje

dežel s plačilnobilančnimi problemi neustrezen in neučinkovit. Stanje posameznih držav se je pomembno poslabšalo oziroma so se mnoge napake pokazale prav ob nastopu finančne in gospodarske krize. Keynesianska politika, ki je v obdobju pred drugo svetovno vojno uspešno reševala in opravljala nekatere nepravilnosti sistema danes jasno ne zadostuje in dejansko še povečuje zadolženost držav. Spremembe niso samo nujno potrebne za ureditev državnih financ, pač pa so nujne za ohranitev sistema in nadzor nad splošno situacijo, v kateri smo se znašli zaradi finančne, gospodarske, politične in dolžniške krize. V primeru, da Evropa ne najde ugodne in učinkovite rešitve, nam potencialno grozi celo propad tako imenovanega »evroeksperimenta« ter s tem izguba enotne valute – evra. Prav tako je za Evropo nujna dokapitalizacija bank, kar potrjujejo tudi številni stres testi. Iz teh razlogov se v Evropi že oblikujejo nova pričakovanja in tudi ukrepanja v smeri močnejšega povezovanja držav članic evroobmočja in širše. Države zaradi pritiskov domače javnosti in tudi tistih s strani finančnih trgov pospešujejo pogajanja in usklajevanja na vseh področjih povezovanja držav v tako imenovano fiskalno unijo. Samo prestrukturiranje dolga prezadolženih držav članic zato ne bo zadostovalo, nujna je natančna opredelitev procesa povezovanja držav.

Tako kot Anne Krueger se Dodd Randall (2002) strinja, da je okoli samega prestrukturiranja državnih dolgov veliko nasprotovanja in nesoglasij o tem, kako bi moral izgledati proces prestrukturiranja. Dodd ugotavlja, da bi vsak potencialno uspešen okvir moral vsebovati jasna pogajanja in uskladitev v eventuelnem sporazumu med dolžniškimi deželami in upniki. Takšen sporazum mora v prvi vrsti ščititi pravice kreditorjev in dolžnikov, pri čemer je izredno pomembno, da se med postopkom prestrukturiranja zaščiti dolžnika pred civilnimi tožbami, ki bi lahko ovirale pogajanja in dogovarjanja. Proces mora »goljufivim jastrebom¹⁰« tudi preprečiti kakršnokoli oviranje procesa prestrukturiranja in bogatenje na račun prestrukturiranja državnih dolgov. Čeprav je bilo podanih veliko različnih predlogov, lahko ob tem povzamemo tri osnovne pristope oziroma procese. Prvi izhaja iz predloga MDS (Krueger, 2002), ki poziva k ustanovitvi mednarodne institucije, ki bi v vlogi arbitra skozi serijo novih formaliziranih procesov delovala skupaj z mednarodnim stečajnim sodiščem (angl. *International Bankruptcy Court*). Drugi predlog prihaja s strani ameriškega finančnega ministrstva (*U.S. Treasury*), ki zagovarja uporabo tako imenovane klavzule kolektivnega ukrepanja (angl. *collective action clauses*), ki omogoča, da za sprejemanje pogojev prestrukturiranja zadošča že večina upnikov. Avtor tretjega predloga Kunibert Raffer (et all) iz Dunajske Univerze se opira na izkušnje ameriškega stečajnega prava (angl. *U.S. sovereign bankruptcy law*), poznan kot Poglavlje 9 (angl. *Chapter 9*). Pri tem predlogu gre za prepričanje, da lahko nekatere zakonitosti, obnašanja strank in ustaljene pravne prakse iz realnega sektorja v gospodarstvu uporabimo tudi na državnem in celo mednarodnem nivoju.

Dodd podobno kot Krueger zato zagovarja serijo zakonskih sprememb, kot tudi ustanovitev mednarodne institucije za razreševanje sporov DRF (angl. *Dispute Resolution Forum*), ki bi jo ustanovili s pomočjo MDS in bi delovala neodvisno ter reševala spore med zadolženo deželo

¹⁰ »Goljufivi jastrebi« (angl. *rogue vultures*) je Dodd v tem primeru poimenoval različne hedge sklade.

in njenimi upniki. Pravna podlaga za ustanovitev takšne institucije naj bi namreč že obstajala in bi bila lahko relativno enostavno tudi realizirana s spremembo oziroma dopolnitvijo statuta Mednarodnega denarnega sklada. Takšen sporazum ali sprememba statuta bi lahko zagotovila potreben enoten pravni okvir za vse članice. Dodd opozarja, da bi za zagon DRF in njeno ohranitev potrebovali štiri poglobitve principe: neodvisnost, strokovnost, raznolikost in nepristranskosti. Urediti bi bilo potrebno tudi postopek s petimi koraki (angl. *5-step procedure*), po katerih bi v prvem delu vsaka država članica MDS lahko predlagala kandidata za DRF. Iz seznama bi se nato izbralo 21 članov, ki bi dobili od 4- do 5-letne mandate, med seboj pa bi izbrali tudi enega, ki bi prevzel vlogo predsednika (angl. *Presiding Member*). Posamezniki v tej skupini bi postali stalni člani DRF, ki bi na prošnjo dolžniške dežele sprejela SDRM s postopki, predsednik pa bi nato tudi določil tri člane, ki bi delovali kot del sprejetega SDRM. Vloga DRF bi vključevala tako oceno situacije dolžniške dežele, kot tudi pripravo predloga za SDRM, ne bi pa imela vloge sodišča. DRF bi po tej definiciji namreč deloval izključno kot neodvisni arbiter. Za sprejetje predloga sporazuma bi bila nato potrebna večina med samimi upniki. Naslednja pomembna vloga predloga bi bila vzpostavitev nekakšnega registra državnih terjatev (angl. *permanent sovereign claims registry*), ki bi knjižil stanje dolga vseh držav, kar bi bilo lahko izredno uporabno tako za upnike kot tudi za dolžniško deželo (Dodd, 2002, str. 2-3).

1.8 POSTOPKI ZA POSPEŠITEV PROCESA PRESTRUKTURIRANJA

Obstaja nešteto razlogov za vzpostavitev takšnega sistema oziroma mehanizma, ki bo proces prestrukturiranja dolgov naredil hiter, učinkovit in bolj predvidljiv. Vse strani se morajo pri pogajanju zavedati, da pri pogajanjih igrajo del procesa, ki lahko pomembno vpliva na usodo njihovih terjatev in nenazadnje na usodo dolžniške dežele. Stroka si je zato enotna, da je potrebno izboljšati postopek prestrukturiranja državnih dolgov.

1.8.1 Različni vidiki

Roubini in Setser (2003, str. 3) opozarjata na tri poglobitve strani, ki so vključene v proces prestrukturiranja in nudijo pogled na prestrukturiranje s popolnoma različnih zornih kotov. Javni sektor po eni strani na prestrukturiranje gleda kot na neurejen in za državo drag proces. Privatni sektor po drugi strani na obstoječi sistem prestrukturiranja gleda kot na proces brez jasnih pravil, ki bi določala cilje in postopke obravnavanja različnih skupin upnikov, zato opozarja na tveganje, da se zunanji upniki v samem procesu lahko obravnavajo različno, kot se obravnavajo vse ostale skupine upnikov. Kreditorji neke države imajo po njihovem mnenju bistveno manj pravic in pravnih možnosti kot upniki kakšnega propadlega podjetja. Tretja skupina so zadolžene države, ki od finančnega sistema zahtevajo nekakšen globalni sistem za preprečevanje tržnih turbulenc oziroma zavarovanje pred večjimi tržnimi nihanji.

Verjetno ne obstaja enotna realna rešitev, ki bi pokrila celoten nabor težav, ki se pojavljajo ob prestrukturiranju državnih dolgov. Reševanje posameznih segmentov znotraj programa lahko

odpira celo popolnoma nova vprašanja, ki so z vidika usklajevanja še bistveno zahtevnejša in težje obvladljiva. Če dolžniku omogočimo preveliko protekcijo, lahko v primeru bankrota pride do še večjih težav pri doseganju sporazuma oziroma se iz preteklih napak določena preveč zaščitena stranka ne bo ničesar naučila in v prihodnje morda ne bo spremenila obnašanja pri sprejemanju tveganj (Roubini & Setser, 2003, str. 7).

Zaradi nuje po preoblikovanju sistema in pravne podlage za prestrukturiranje dolga države sta Roubini in Setser (2003, str. 13-15) predlagala spremembe na treh področjih, in sicer:

1. Pogodbe. Odločitev Mehike v 80-ih letih prejšnjega stoletja za sprejem klavzule kolektivnega ukrepanja pri izdaji novih obveznic je mnoge druge države spodbudila k vključevanju klavzul, ki pri sprejemanju odločitev zahtevajo glasovalno večino. Pomembno je, da je meja zahtevanega odstotka podpore smiselno določena, saj lahko sicer prihaja do preveč enostavne tožbe zoper države oziroma nasprotno, postane prestrukturiranje in doseganje soglasij praktično nemogoče. Danes se državni dolg pogosto regulira po uveljavljenem angleškem pravu, ki z določbami omogoča 75-odstotni večini, da lahko k upoštevanju sprejetih sprememb zaveže preostalih 25 odstotkov lastnikov obveznic (na primer Grčija marca 2012). V primeru, da se države oziroma izdajatelji obveznic ne nameravajo pridružiti tovrstni standardizaciji pogodb, Roubini in Setser (2003) predlagata uporabo pravne prisile oziroma predlagata, da se poišče predpise ali zakonodajo, ki bi zahtevala uporabo tovrstnih klavzul. Poudarjata, da za takšno standardizacijo ne potrebujemo nikakršne koordinacije držav iz skupine G-7 ali spremembe politike MDS.

2. Kodeks ravnanja (angl. *A code of conduct*). Razviti je potrebno kodeks, ki niti ni nujno zavezujoč in vzpostavlja pravila in procese za prestrukturiranje državnih dolgov. Takšen kodeks bi moral vsebovati vsaj štiri poglavitne elemente, in sicer: Nova načela razkritij (angl. *New disclosure principles*), Načrt prehoda iz plačilne nesposobnosti do uspešnega prestrukturiranja dolga (angl. *An outline for how to move from imminent default to a successful restructuring*), Enakost med upniki (angl. *Realistic expectations about inter-creditor equity*) in Klavzule v novo-izdanih obveznicah (angl. *Clauses in new bonds*). Zadolžena država mora zato vsem upnikom priskrbeti vse in celovite podatke o svojem dolgu in načrtu odplačevanja oziroma prestrukturiranja svojega dolga. To vključuje tako vpogled v knjige kot tudi obveščanje upnikov o morebitnih spremembah. Pri prestrukturiranju dolga je za državo potrebno, da jasno določi mejo med delom dolga, ki se ga prestrukturira v smislu zamenjave¹¹, delom, ki se prestrukturira preko ostalih procesov, ter delom dolga, ki ni predmet končnega prestrukturiranja (Argentina). Za tovrstno delitev je pomembna še jasna delitev med različnimi skupinami upnikov in njihovim prispevkom k oblikovanju vzdržnega srednjeročnega dolga. Zadolžena država mora pri oblikovanju prestrukturirane predloga sodelovati s predstavniki svojih upnikov. Upniki morajo biti v tem primeru dobro

¹¹ Zamenjava se nanaša na izdajo novih obveznic, ki nadomestijo stare. Nove obveznice imajo manjšo vrednost, nižji pričakovani donos ali daljšo ročnost. Omenjeno delitev dolgov na tri dele sem okvirno predstavil že pri opisu argentinskega prestrukturiranja dolga.

organizirani, da lahko državi nudijo učinkovito in konstruktivno oporo pri pogajanjih in iskanju kompromisov. Dolžniku sicer ni potrebno dosegati soglasij z vsemi skupinami upnikov, saj bi takšno pogajanje zelo verjetno povzročalo nepotrebne komplikacije in daljšanje postopka. Nezadovoljni upniki imajo pravico in dovolj pravnih možnosti nasprotovanja tudi kasneje, ko država že pripravlja predlog prestrukturiranja. Lažje je dosegati sporazum, če se tuji in domači upniki zavedajo, da bo prestrukturiranje med posameznimi skupinami potekalo pod različnimi pogoji. Zunanji upnikom takšna popolna enakost ponavadi niti ni v interesu, saj lahko prestrukturiranje domačega dela dolga sproži naval na banke, to pa bi posledično pomenilo dodatne zaplete in daljšo ročnost vračila dolga tudi za zunanje upnike. Istočasno domači upniki ne smejo pričakovati, da se bodo v celoti izognili prestrukturiranju, saj se običajno v praksi prestrukturira tako zunanje kot domače dolgove, vendar pod različnimi pogoji, z različnimi procesi in v različnem času. Pričakovati se mora, da bodo obveznice, ki izhajajo iz prestrukturiranja, vsebovale tudi klavzule, ki omogočajo spremembo finančnih pogojev za obveznice.

3. SDRM. Čeprav za oblikovanje zakonitega SDRM trenutno ne potrebujemo nekega političnega konsenza, je vseeno dobro, da se za določeno stopnjo usklajevanja dogovorijo vsaj države G-7 oziroma G-20. Tovrsten konsenz bi lahko določal pravni režim in cilje, h katerim bi morale gravitirati posamezne države. Na tem področju obstaja vrsta nerešenih vprašanj v smislu: ali glasovalna večina v času prestrukturiranja zadostuje za omejevanje manjšine, in ali obstaja potreba, da se privatnim investitorjem dodeli določena pravna prednost in s tem ali naj MDS ostane edini vir financiranja za dolžnika. Pojavlja se tudi vprašanje, kakšna naj bo prihodnja vloga MDS pri ugotavljanju smiselnosti postavitve določene države pod okrilje in zaščito mednarodnega stečajnega režima. To tudi pomeni korak nazaj iz trenutnega stanja, ko se hiti k doseganju dogovorov in se istočasno obračamo k ponovni definiciji bankrota, ter postopkov, ki so danes v uporabi pri prestrukturiranju državnih dolgov.

Eden večjih problemov prestrukturiranja evropskih dolgov je gotovo tudi problem kolektivnega ukrepanja. Ta problem je posebno zanimiv na primeru evroobmočja, zato ga nekoliko podrobneje predstavljam v nadaljevanju.

1.8.2 Problem oviralcev

Holdout problem oziroma problem oviralcev najlažje predstavimo kar s primerom, ki ga je podal Kentaro Tamura (2002, str. 14). Po njegovem država v prvem koraku zazna oziroma prizna svoj finančni problem. V naslednjem koraku pa se že pričnejo pogajanja med državo in upniki. Država najame bančne kredite, izda obveznice, rešuje nesoglasja, razprši in diverzificira vire ali celo ponudi zamenjavo obveznic za novo izdajo. Če se razmere za to dolžniško deželo še poslabšujejo, mora država v tretjem koraku izdati nove obveznice in morda tudi predstaviti program prestrukturiranja. Problem nastane, ko imajo stari imetniki obveznic v naslednjem koraku možnost zamenjave starih obveznic za nove. Pride do tako imenovanega problema oviralcev. Sebični upniki na tej točki v petem koraku ne želijo

zamenjave obveznic in prestrukturirati svojih terjatev, istočasno pa se pojavijo tudi »jastrebi« - skladi, ki na sekundarnih trgih kupujejo stare obveznice. Če država dolžnica v šestem koraku svojih obveznosti ne more poplačati, bodo sebični upniki stopnjevali pritisk in celo napovedali tožbe zoper dolžniško državo za polno poplačilo. Če upniki dobijo tožbo in mora država poplačati obveznosti, se pri tistih upnikih, ki so sprejeli prestrukturiranje, pojavi logično vprašanje smiselnosti njihovega sodelovanja do tistega trenutka.

Zaradi takšnih in podobnih tržnih nepravilnosti je pričakovati, da zaradi takšne slabe izkušnje, upniki, ki so sprejeli zamenjavo obveznic, prihodnjič morda ne bodo sprejeli programa prestrukturiranja. To pomeni, da bo v bodoče težje uskladiti sodelovanje upnikov, problem pa se lahko razširi tudi na druge države, ki bodo ponujale tovrstno prestrukturiranje svojih dolgov. Vsako prestrukturiranje spremlja problem neopredeljenih upnikov. To so tisti upniki, ki se nočejo, se niso uspeli ali pa se ne morejo vključiti v že organizirane skupine upnikov v okviru klubov ter drugih organizacij. To so potencialni zavlačevalci procesa prestrukturiranja, saj imajo načeloma enake pravne možnosti, kot vsa velika združenja, le njihova moč je običajno manjša. Vsako dodatno pogajanje in pravdanje za dolžniško deželo predstavlja dodaten problem oziroma stroške, zagotovo pa tudi podaljšuje proces prestrukturiranja.

1.8.3 Negativna obrestna mera

Države v stiski imajo v svojem naboru instrumentov še en prav poseben mehanizem za zniževanje dolgov, ki mu v svojem delu do sedaj še nisem posvetil veliko pozornosti. Gre namreč za negativno obrestno mero, ki jo poznamo že iz časov po drugi svetovni vojni. Takrat prezadolžene države, kot so bile ZDA, Japonska in večina evropskih držav, so ob pomoči centralnih bank postavile realno negativne obrestne mere, kar je pravzaprav pomenilo, da je visoka inflacija realno zniževala vrednost takratnih kreditov. Denar je izgubljal vrednost, zato je bilo vse lažje odplačati najete kredite, kot so bili predvideni v času odobritve. Podobno se v zadnjih letih dogaja tudi v Nemčiji, ki se že nekaj časa zadolžuje po izredno nizkih cenah – celo negativni obrestni meri, pri kateri investitorji ne pokrivajo vedno stroškov inflacije. Delno so za nizko zadolževanje Nemčije krivi prav njihov gospodarski sistem, visoka produktivnost, umetno vzdrževana realno nizka kupna moč in relativno visoka stopnja varčevanja ter posledično visoka bonitetna ocena, ki pri investitorjih vzbuja občutek zaupanja. Poleg negativne obrestne mere evropske države po vzoru ZDA uporabljajo tudi instrument posrednega vpliva na banke, zavarovalnice, pokojninske sklade in ostale finančne institucije, ki jih država lahko usmerja ali kako drugače stimulira za kupovanje državnih obveznic. Po tem principu angleške banke danes kupujejo angleške obveznice, španske banke španske obveznice, italijanske banke italijanske obveznice itd. Takšna pristranskost pa niti ne kaže, da bi lahko kaj kmalu izvodenela, saj dokler takšen sistem omogoča normalno delovanje vseh vpletenih morda niti ni potrebe po spremembi. Prav tako menim, da ni pričakovati hitrega dviga obrestnih mer, saj bodo države tudi v bodoče z regulacijo finančnega sektorja stimilirale vlaganja v obveznice in ostale dolžniške vrednostne papirje.

2 EVOLUCIJA PRESTRUKTURIRANJA DOLGA

Za lažjo preglednost in razumevanje okoliščin dolžniških kriz bom v nadaljevanju predstavil nekaj zgodovinskih primerov prestrukturiranja državnih dolgov. Praktično vsi problemi, s katerimi se soočamo v sodobnih primerih prestrukturiranja, so nekoč že obstajali, izkušnje reševanja takratnih problemov pa pogosto lahko preslikamo v današnji čas. Izkušnje preteklosti lahko zato danes tudi praktično uporabimo. Pri tem ne smemo pozabiti, da so nekatere v preteklosti učinkovite reforme delovale v razmerah, ki niso nujno enake današnjim. Okoliščine, s katerimi se soočajo evropske države danes namreč v veliki meri odražajo splošno paniko iz konca leta 2008, ko je nastopila finančna in gospodarska kriza. Utrpeli smo hudo recesijo, ki je ustavila gospodarsko rast in zamajala splošno zaupanje ljudi.

2.1 POSOJILNI BUMI

Presenetljiva ugotovitev pri povezovanju dosedanjih dolžniških kriz je v tem, da se pojavljajo v nekakšnih časovnih in včasih regionalnih skupinah. Te so usklajene z naglo rastjo mednarodnih tokov kapitala. Sturzenegger in Zettelmeyer (2006, str. 4-6) sta celo zapisala, da se plačilne nesposobnosti držav najpogosteje pojavijo v skupinah in ponavadi sledijo tako imenovanim »posojilnim bumom« (angl. *lending booms*). Od devetnajstega stoletja dalje tako ločimo osem velikih posojilnih bumov, ki so predstavljeni v spodnji tabeli (Tabela 1).

Tabela 1: Kronološki pregled "posojilnih bumov" po Lindert & Morton (1989)

	Obdobje	Države vpletene v t. i. »posojilnem bumu«
1	20-a leta 19. stoletja	Latinska Amerika in nekatere evropske države
2	30-a leta 19. stoletja	Združene države Amerike, Španija in Portugalska
3	60-a in 70-a leta 19. stoletja	Latinska Amerika, Združene države Amerike, evropske države, Turško cesarstvo in Egipt
4	Druga polovica 80-ih let 19. stoletja	Združene države Amerike, Avstralija, Latinska Amerika
5	Začetek 20. stoletja – obdobje pred prvo svetovno vojno	Kanada, Avstralija, Južna Afrika, Rusija, Turško cesarstvo, balkanske države in nekatere države Latinske Amerike
6	20-a leta 20. stoletja	Nemčija, Japonska, Avstralija, Kanada, Argentina, Brazilija in Kuba
7	70-a leta 20. stoletja	Latinska Amerika, Španija, Jugoslavija, Romunija, Poljska, Turčija, Egipt, Indonezija in nekatere afriške države
8	90-a leta 20. stoletja	Latinska Amerika, del Azije, bivše socialistične države v vzhodni Evropi

Vir: Prirejeno po F. Sturzenegger & J. Zettelmeyer, *Debt defaults and lessons from a decade of crises. Sovereign Defaults and Debt Restructurings: Historical Overview*, 2006, str. 4-10.

Glavni tokovi kapitala v 19. stoletju so prihajali iz Združenega Kraljestva in Francije, v začetku 20. stoletju pa iz Združenega Kraljestva, Francije, Nemčije, Nizozemske in Združenih držav Amerike. V medvojnem obdobju sta to vlogo prevzeli predvsem Združeno Kraljestvo in Združene države Amerike, v 70-ih letih pa se jima je pridružil še del zahodne Evrope. Japonska se je tej skupini pridružila šele v 90-ih letih.

Vzroki za tako imenovane »posojilne bume« so različni, pogosto pa so izvirali iz političnih sprememb, ki so botrovale povečanju povpraševanja po kapitalu in so odpirale nove možnosti investiranja. »Bum« v 20-ih letih 19. stoletja se je na primer sprožil s koncem napoleonskih vojn, v Latinski Ameriki pa so se pojavile številne nove države. »Bum« iz 20-ih let 20. stoletja je bil posledica končane prve svetovne vojne in financiranje nemškega povojnega dolga. Tokovi v afriške države v 60-ih in 70-ih letih so po drugi strani posledica dekolonizacije in osamosvojitve afriških dežel. Po padcu komunističnega režima v Evropi je v 90-ih letih sledil nov »bum«, ki je bil delno tudi odgovor na ekonomske reforme dolžniških dežel, ki so odprle vrata v novo obdobje gospodarske rasti. Pomembno vlogo so igrali tudi cikli gospodarske rasti in prihrankov, spremembe v finančnem sistemu ter likvidnost posojilodajalcev iz dežel upnic. Tudi posojilni bum iz 70-ih let¹² je posledica dogodkov iz 60-ih let, ko so ameriške banke zaradi mednarodnih trgov in drugih tujih alternativnih virov zadolževanja izgubile velik delež domačega trga, zlasti pri velikih gospodarskih družbah, ki jim je bil mednarodni kapitalski trg relativno zelo dostopen. Ta bum je bil dodatno spodbujen, ko je leta 1973-74 nastopil naftni šok, ki je v gospodarstvu dodobra premešal dobičke in investicije. Relativno ugodni monetarni pogoji v Evropi in ZDA so podobno prispevali v nekoliko novejšemu »bumu« v državah v razvoju, posebno sredi leta 2003 (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2006, str. 4-5; Borensztein & Panizza, 2008, str. 5-6, 41-47).

Glede na razmah monetarne odprtosti držav v EU, v ZDA in pomembnih vzhodnih državah se danes strokovna javnost sprašuje okoli možnosti odkupovanja obveznic s strani ECB, skupnih evroobveznic in celo o nameri Kitajske pri večjem vlaganju v evropske države. Pojavlja se vprašanje, ali ne bo morda prav to povod v naslednji veliki posojilni bum. Če ugotovitev, ki sta jo postavila Sturzenegger in Zettelmeyer (2006) drži, potem lahko pridemo celo do sklepa, da tako imenovanemu »Zahodnemu svetu« po gospodarski krizi, finančni krizi in politični krizi, v prihodnosti morda grozi tudi nov val velikih plačilnih nesposobnosti. Grčija in ostale države PIIGS so po teh pričakovanjih šele začetek, odločilni pa bodo ukrepi velikih držav Unije, posebno Nemčije. Povrniti bo potrebno zaupanje v sistem (posebno v bančni sistem) in vzpostaviti primeren, novodobni sistem za učinkovito javnofinančno porabo, plačilnobilančno disciplino ter nenazadnje poglobljeno fiskalno unijo. Eden pomembnejših ukrepov na tem področju predstavljata tako imenovana »bančna unija« in uveljavitev »Zlatega pravila«, ki je temelj pogodbe o fiskalnem paktu. Bančna unija bo zagotovila učinkovit nadzor nad bančnim sistemom in ga čez celotno EU povezovala v celovit sistem pravil in omejitev bančnega

¹² V tem obdobju je šlo predvsem za posojila državam v razvoju, dana s strani poslovnih bank.

poslovanja, zlato pravilo pa bo državam zagotovilo dolgoročno uravnoteženost državnih prihodkov in odhodkov. Takšni in podobni ukrepi imajo sicer zelo različno ročnost in niso nujno kratkoročno učinkoviti, zato bo njihove prave učinke zelo verjetno pokazal šele čas.

2.2 OBDOBJE DO ZAČETKA 80-IH LET 20. STOLETJA

Dolžniške krize in druge oblike neplačevanja obveznosti držav so tako stare, kot je staro zadolževanje samo. Prvi zabeleženi primeri nesolventnosti izhajajo namreč že iz četrtega stoletja pred našim štetjem, ko deset od trinajstih »Atičnih občin« v okolici Aten ni bilo sposobno poravnati svojih obveznosti do Delosa¹³. Takšne fiskalne krize so se v preteklosti ponavadi reševale z inflacijo oziroma z devalvacijo lastne valute. Prestrukturiranje dolga v obliki, kot ga poznamo danes, se je prijelo šele v moderni dobi, ko se je v sredini šestnajstega stoletja pričela dolžniška kriza velikih evropskih držav, kot so: Francija, Španija in Portugalska. V sedemnajstem stoletju so sledile tudi druge velike države, med njimi Prusija leta 1683. Francija in Španija sta do osemnajstega stoletja ostali vodilni državi v kategoriji nesolventnosti, prestrukturiranje dolga pa je postalo del sprememb predvidevanja odplačevanja dolgov šele v devetnajstem stoletju. To je bila posledica povečanih mednarodnih denarnih tokov, povečanega števila držav in nazadnje tudi razvoja sodobnih finančnih trgov. Če se omejimo na obdobje od leta 1820 dalje, je bilo do danes zabeleženih več sto primerov plačilno nesposobnih držav in njihovega reševanja. V tem času so dolgovi pogosto nastajali in se povečevali zaradi velikih ter obsežnih vojn, revolucij in drugih meddržavnih konfliktov. Države pogosto niso želele ali pa enostavno niso zmogle poplačati svojih dolgov. Tako so Turčija, Bolgarija in Avstro-Ogrska z začetkom prve svetovne vojne zavrnilo poplačilo dolgov vsem »sovražnim« državam upnicam. Podobno so v drugi svetovni vojni to storile tudi Italija, Turčija in Japonska. Zgodovina se je ponovila po revolucionarnem gibanju v Mehiki (1914), po komunističnem prevzemu oblasti v Rusiji (1917), pa tudi na Kitajskem (1949), Čehoslovaški (1952) in Kubi (1960). Nekatere države, kot sta Avstrija (1802, 1868) in Rusija (1839), so postale nezmožne za poplačilo po tem, ko so izgubile vojno, Španija in Kitajska pa sta doživeli državljansko vojno leta 1931 oziroma 1921. Čeprav morda izgleda, da so vojne, revolucije ali podobni šoki glavni vzrok za nastanek dolžniških kriz, v resnici to drži samo delno, saj je bila vojna ponavadi posledica in ne vzrok za nesolventnost in politično nestabilnost v prej omenjenih državah (Sturzenegger & Zettelmeyer, 2006, str. 3-4).

Po drugi svetovni vojni je sprva šlo predvsem za osamljene primere prestrukturiranja dolgov, zato so ga izvajali na improviziran način, povečini bilateralno med glavnimi zainteresiranimi stranmi. V obdobju od 1956 do 1975 je bilo na ta način prestrukturiranih 31 primerov, v katerih je sodelovalo po 10 vlad. Ker so taki primeri postajali vse pogostejši, se je s prakso izoblikoval Pariški klub. V 70-ih letih se je položaj bistveno spremenil, saj so se prestrukturirali vedno višji zneski, milijoni so postali milijarde dolarjev. Povečalo se je tudi število držav v stiski. Pred tem je šlo za eno ali morda dve državi hkrati in izjemoma več

¹³ Delos je otok v antični Grčiji, kjer je bil v tistem času postavljen Tempelj oziroma zakladnica Atiško-delske zveze mestnih držav.

bank, kasneje pa je bilo nekaj sto privatnih bank in več vlad hkrati. Struktura razmeroma primitivnega Pariškega kluba kmalu ni več zadostovala potrebam, saj so se tudi le-te precej spremenile. Vse pomembneje je postalo prestrukturirati privatni komercialni dolg, ki se je akumuliral iz posojil med seboj raznolikih kvalit (Stanovnik, 1985, str. 77-78).

2.3 JUGOSLAVIJA KOT PRIMER DOLŽNIŠKE KRIZE V 80-IH LETIH 20. STOLETJA

Dolžniška kriza iz 80-ih let je imela svoje neposredne korenine že v sedemdesetih letih. Takrat je namreč več držav v razvoju prišlo do situacije, ko niso bile več sposobne poravnati svojih obveznosti do tujine. To sicer ni povzročilo izbruha svetovne dolžniške krize, saj je šlo za manjše zneske, ki so jih kreditorji brez večjih problemov prestrukturirali. Medsebojni odnosi med kreditorji in dolžniki so bili v tem času izrazito ekonomski. Čeprav je bila politična komponenta vedno prisotna, je bila relativno manj pomembna. Banke so svoje bančne kredite plasirale v skladu s svojim poslovnim interesom in ne na preudarkih zunanje politike. To obdobje se je končalo z izbruhom mehiške krize, ki je povzročila celovito prekinitev dotoka kakršnihkoli novih bančnih kreditov v večino dežel v razvoju, saj se je zmanjšalo zaupanje bank v kreditno sposobnost teh dežel (Mrak, 1987, str. 118).

Zaradi gospodarske depresije so v začetku 80-ih let začele padati cene surovin, povečala se je brezposelnost v razvitih državah in povečevale so se ovire za industrijski izvoz iz držav v razvoju. Zmanjšala se je stopnja gospodarske rasti v razvitih državah, zato je padlo tudi celotno uvozno povpraševanje. Protiinflacijska politika je v tistem času zviševala obrestne mere, kar je upočasnilo gospodarsko rast teh držav. To je izrazito zmanjšalo njihovo kreditno sposobnost. Te države so zato težko pridobivale sredstva celo za poplačilo obresti. Sredi leta 1982 je Svetovna banka sporočila, da se na vrednost kar dveh tretjin posojil komercialnih bank (v vrednosti preko 200 milijard dolarjev) anuitete niso izplačevale več redno. Mehika, ki je v tistem času že dolgovala več kot 80 milijard dolarjev, je obvestila banke in države, da ne more več redno izpolnjevati svojih finančnih obveznosti in šele takrat je dolžniška kriza postala prvorazreden svetovni politični problem (Stanovnik, 1985, str. 49-50).

Dolžniška kriza iz začetka 80-ih let ni prizadela samo revnih držav oziroma držav v razvoju, saj so se s krizo spopadale tudi razvite države. Združene države Amerike so spolitizirale način reševanja dolžniške krize z namenom reševanja lastnih interesov. Pripravljenost ZDA in drugih industrijsko razvitih držav je izhajala skoraj izključno iz strahu pred morebitnim zlomom takrat obstoječega mednarodnega finančnega sistema, v katerem so industrijsko razvite države imele izrazito privilegiran položaj (Mrak, 1987, str. 118).

Čeprav je bilo v istem obdobju veliko dežel, ki so bile iz različnih razlogov prisiljene k prestrukturiranju dolgov, bom v nadaljevanju podrobneje predstavil jugoslovanski primer. Ta je za potrebe moje naloge zanimiv iz več razlogov, predvsem pa dobro uprizarja prestrukturiranje dolgov do privatnih upnikov – bank. Ta primer je za Slovenijo še toliko bolj

zanimiv, saj je bila Slovenija v tem času ena izmed šestih socialističnih federativnih republik, težave pa so postopoma pripomogle celo h koncu SFRJ in osamosvojitvi Slovenije.

2.3.1 Nastanek jugoslovanskega dolga in zlom

Jugoslavija, ki si je v 80-ih letih prejšnjega stoletja delila usodo z državami v razvoju, je v povojnem obdobju korenito spremenila svojo gospodarsko strukturo. Industrijska proizvodnja se je povečala iz 19 % na 40 %, delež kmetijstva pa se je skrčil iz 43 % na 18 %. Jugoslavija se je uvrstila med deset NIC (angl. *newly industrialized country* oziroma slovensko: na novo industrializirane države), ki so utirale pot novi vlogi držav v razvoju mednarodne delitve dela. Skozi ta proces je Jugoslavija močno povečala tudi svojo zunanjo zadolženost, zaradi česar se je znašla med najbolj zadolženimi državami v razvoju. Jugoslovanski dolg je v začetku 80-ih dosegel okoli tisoč dolarjev na prebivalca (Stanovnik, 1985, str. 107).

Zadolževanje Jugoslavije se je podobno kot v drugih državah v razvoju začelo že v 70-ih letih prejšnjega stoletja. Od takrat se je jugoslovanska zunanja bilanca odpirala in tudi vse bolj pritiskala na povečanje zadolževanja. Leta 1973 je tako višina zadolženosti dosegla 4,6 milijarde dolarjev, dolg pa se je še povečeval. Do leta 1975 se je dolg povečal za milijardo dolarjev letno in celo za poldrugo milijardo letno v letih 1976 in 1977. Leta 1978 se je povečal dvakratno in sicer za 2,3 milijarde dolarjev. Rast dolga se je v naslednjih letih še stopnjevala. Dolg je leta 1981 dosegel akumulativno višino 21 milijard dolarjev (Tabela 2).

Tabela 2: Zunanji dolg Jugoslavije (v milijonih dolarjev)

Leto	Skupno akumulirani dolg			Skupno letno odplačilo		
	Skupaj	Konvertibila	Kliring	Skupaj	Glavnice	Obresti
1970	2.350	2.135	215	619	478	141
1971	3.177	2.877	300	752	594	158
1972	3.933	3.602	331	990	818	172
1973	4.663	4.266	397	1.187	965	222
1974	5.356	4.769	587	1.363	1.078	285
1975	6.584	5.894	690	1.438	1.010	337
1976	7.932	6.998	934	1.519	1.150	369
1977	9.540	8.413	1.127	1.768	1.387	381
1978	11.633	10.472	1.361	1.935	1.444	491
1979	14.952	13.462	1.490	2.582	1.761	821
1980	19.035	17.542	1.493	3.359	2.076	1.281
1981	20.990	19.507	1.483	4.400	2.300	2.100
1982	20.340			4.300	2.250	2.050
1983	20.580			4.600	2.610	1.790

Vir: Prirejeno po J. Stanovnik, *Svet v dolgovih in mednarodni monetarni sklad*, 1985, str. 112.

Primanjkljaj v trgovinski bilanci se je leta 1979 istočasno povečal na kar 7 milijard dolarjev. Zanimivo dejstvo je, da se je višina akumuliranega dolga Jugoslavije samo med leti 1977 in 1980 podvojila. Zadolženost se je pretežno povečala na konvertibilnem področju, saj je leta 1980 na klirinško področje odpadlo le okoli 1,5 milijarde dolarjev celotne zadolženosti (Stanovnik, 1985, str. 111).

Dolžniški problem se je še povečeval, ko se je v letih 1978 in 1979 Jugoslaviji znižala bonitetna ocena, zaradi česar so se zaostрили kreditni pogoji za gospodarske subjekte. Zlasti v letu 1980, ko se je odstotek kratkoročnih posojil povečal iz 9 % leta 1978 na 28 % nove zadolžitve, se je povprečna obrestna mera zvišala iz 7,5 % na 15 %, istočasno pa se je skrajšal tudi povprečni odplačilni rok iz 15 na 9 let (Stanovnik, 1985, str. 116).

Zmanjševanje primanjkljaja tekočega dela plačilne bilance in njegovo spreminjanje v presežek je zahtevalo prilagajanje domače porabe. Šlo je predvsem za njeno zmanjševanje in preusmerjanje proizvodnje v izvoz. Ukrepi za omejevanje domače potrošnje so vključevali delno prilagajanje nominalnih obrestnih mer za vloge in posojila in to kljub dejstvu, da so obrestne mere skorajda ves čas ostale realno negativne, da so se omejevala posojila bank, ki so se usklajevala z inflacijo, kljub vzdrževanju uravnoveženega proračuna javnega sektorja z realnim zmanjševanjem proračunske porabe ter kljub obvladovanju rasti osebnih prejemkov (Prinčič & Borak, 2006, str. 437-438).

V obdobju 1976-1981 so bile devizne rezerve v glavnem nespremenjene na ravni 2,6 milijarde dolarjev, zadolževanje pa je bilo namenjeno (skoraj izključno) financiranju primanjkljaja tekočega dela plačilne bilance. Od leta 1977 je finančna zadolženost¹⁴ znašala 35 % celotne zadolženosti in je do leta 1982 zrasla na 45 %, medtem ko je delež blagovnih posojil padel iz 63 % leta 1977 na 45 % leta 1982. Ta gibanja so jasno kazala, da so nova finančna posojila nadomeščala prejšnja, namenjena investicijam za odplačevanje starih posojil in financiranje plačilnobilančnega primanjkljaja (Prinčič & Borak, 2006, str. 450).

2.3.2 Ukrepanje

Obseg neporavnanih obveznosti jugoslovanskih bank je leta 1982 že znašal 625 milijonov dolarjev, obseg zadržanih nalogov za plačevanje tekočega uvoza pa je takrat tudi že znašal 261 milijonov dolarjev. Zaradi hude zadolženosti Jugoslavije in poslabšane ročne strukture dolga ter zvišanja obrestnih mer so se anuitete močno povečale, tako da je leta 1982 anuiteta za odplačilo srednjeročnih in dolgoročnih posojil znašala že 4,7 milijarde dolarjev. Delež obresti v anuiteti se je v letu 1982 povzpел na kar 42 %, skladno s tem pa se je zniževal delež anuitete, ki je predstavljal odplačilo glavnice dolgov. Obvladovanje zunanje likvidnosti Jugoslavije v 80-ih letih je zato zahtevalo refinanciranje in prestrukturiranje dolgov, najemanje posojil z garancijo države ali Narodne banke Jugoslavije. Srednjeročno

¹⁴ Predvsem zaradi zadolževanja Narodne banke Jugoslavije, ki je bilo namenjeno pokrivanju primanjkljaja.

financiranje so takrat zagotavljale mednarodne finančne institucije, predvsem Svetovna banka in Evropska investicijska banka (Prinčič & Borak, 2006, str. 450-451).

Jugoslovanski dolgovi so se prestrukturirali nekako v štirih glavnih sporazumih (Tabela 3).

Tabela 3: Prestrukturiranje jugoslovanskih dolgov (v milijonih USD)

Datum sklenitve sporazuma	Konsolidacijsko obdobje		Prestrukturirani znesek dolga	Druga pomoč		Odplačilni pogoji konsolidiranega dolga		
	Začetek	Trajanje v mesecih		Nova dolgor. posoj.	Nova kratkor. Posoj.	Zapadlost (leta/meseci)	Mirovanje (leta/meseci)	Obrestna marža nad LIBOR
oktober 1983	1.1.1983	12	1.300	600	800	6/0	3/0	1 7/8
maj 1984	1.1.1984	24	1.330			7/0	4/0	1 5/8
december 1985	1.1.1985	48	4.004			10/6	4/0	1 1/4
september 1988	1.1.1988	24	7.000		300	18/6	6/0	13/16

Vir: Prirejeno po J. Prinčič & N. Borak, *Iz reformo v reformo: Slovensko gospodarstvo 1970-1991*, 2006, str. 451.

Jugoslavija je v odnosih z MDS preizkusila nizko pogojevani stand-by aranžma iz leta 1979, triletni visoko pogojevani stand-by aranžma v letih 1983-1985, režim okrepljenega spremljanja v letih 1986 in 1987 ter stand-by aranžma 1988. Pogajanja z MDS so bila zelo zahtevna in so se nanašala na občutljiva vprašanja suverene gospodarske politike države, njenega nadzora nad gospodarsko politiko in njene najpomembnejše inštrumente, kot so ponudba denarja in posojil, obrestne mere, devizni tečaj, cene ipd. (Prinčič & Borak, 2006, str. 465).

Odnos tujih upnikov do Jugoslavije je z dolžniško krizo v začetku 80-ih let postajal vse bolj odvisen od odnosov Jugoslavije z MDS, zlasti od režimov gospodarske politike, ki je bila določena v tako imenovanih enoletnih oziroma triletnih stand-by aranžmajih in v režimu okrepljenega spremljanja. Aranžmaji so se usmerjali zlasti k povečanju izvoza, aktivni tečajni politiki, restriktivni denarni politiki ipd., ki pa niso vedno dosegli željenih rezultatov. Jugoslavija je v celotnem povojnem obdobju od MDS prejela tudi številne, celo več stot milijonov dolarjev vredne tranše in različne pomoči ter koristila posebne pravice črpanja iz tako imenovane rezervne tranše (SDR). To vseeno ni bilo dovolj in program kljub vsej pomoči ni prinesel željenih rezultatov. Kasnejši program se je zato usmeril na investicije in porabo, ukrepi pa so se nanašali zlasti na višanje obrestnih mer, znižanje vrednosti dinarja, omejevanje osebnih dohodkov, javne porabe, spremembo relativnih cen, omejevanje kreditov

bank, podjetjem in zmanjševanje medsebojnega kreditiranja podjetij z menicami brez kritja ali s preprostim medsebojnim neplačevanjem. Leta 1983 je bilo zabeleženo najvišje stanje dolga do tujine, a je Jugoslavija uspela refinancirati 1,280 milijarde dolarjev obveznosti iz srednjeročnih in dolgoročnih posojil. V pogajanjih so sodelovali MDS, Svetovna banka, petnajst držav upnic in preko 600 tujih poslovnih bank, ki jih je zastopal Mednarodni koordinacijski komite. Skupno s krediti za refinanciranje so najeli še 4,245 milijarde dolarjev posojil različne ročnosti. Drugi finančni krediti so znašali dodatnih 1,744 milijarde dolarjev, skupaj pa je bilo vseh finančnih kreditov za 3,024 milijarde dolarjev (kar je predstavljalo kar 71 % vseh posojil v operaciji). Narodna banka Jugoslavije je najela kredite zunaj refinanciranja, tuje poslovne banke pa so refinancirale 980 milijonov dolarjev od 1,280 milijarde dolarjev zapadlih obveznosti in odložile njihovo odplačilo za šest let z obdobjem mirovanja treh let. Odobrile so tudi novo kratkoročno posojilo v znesku 600 milijard dolarjev. Istočasno so tuje vlade refinancirale še 300 milijonov dolarjev. Tudi MDS je odobril 615 milijonov dolarjev, Svetovna banka pa 200 milijonov dolarjev. Poslovne banke so temu dodale še dodatnih 600 milijonov dolarjev, tuje vlade pa 271 milijonov dolarjev posojil. Zaradi vpletenosti ameriških bank in podjetij so ZDA v skupini imenovani »Prijatelji Jugoslavije« igrale zelo pomembno vlogo. Prav tako je Jugoslavija sprejela še en poseben pogoj za privatne negarantirane dolgove. Država je namreč garantirala 5,5 milijarde dolarjev javnega garantiranega dolga in 10,9 milijarde dolarjev privatnega negarantiranega dolga. Na ta način je Narodna banka Jugoslavije postala neposredni dolžnik pri finančnih kreditih, pri posojilih za refinanciranje pa je postala neposredni dolžnik oziroma garant poslovnim bankam (Prinčič & Borak, 2006, str. 452-456).

Jugoslavija si je v takšnem mednarodnem sodelovanju prizadevala tudi refinancirati plačila tujim upnikom, med katerimi so bile poslovne banke in države upnice. Najeta so bila nova finančna posojila, ki so skupaj s posojili za refinanciranje znašala okoli 70 % vseh posojil v takratnem svežnju, kar kaže na to, da so se posojila najela za ohranjanje zunanje likvidnosti Jugoslavije. Istega leta (1984) so izbruhnili prvi negativni odzivi domače javnosti na politiko MDS, kar je bila posledica odločitve sklada, da ustvari črpanje posojil zaradi neuspešnega izpolnjevanja meril sproščanja cen. Kljub težavam se je delež anuitet¹⁵ srednjeročnih in dolgoročnih posojil v skupnem tekočem deviznem pritoku zmanjšal. Čeprav je bil program samo delno uspešen, je Zvezni izvršni svet oktobra 1984 pripravil nov dokument¹⁶, ki bi reševal dolgoročno likvidnost države. V tem dokumentu, ki je bil hkrati tudi jugoslovanska platforma za pogajanja s tujimi upniki, so bili opredeljeni cilji za znižanje konvertibilnega dolga, znižanje stopnje zadolženosti in povečanja deviznih rezerv. Hitro se je pokazalo, da so bili zastavljeni cilji in njihove predpostavke preveč optimistično zastavljeni, saj je bila rast družbenega proizvoda nižja od načrtovane, primanjkljaj trgovinske menjave je bil večji, izvoz je bil nižji in uvoz večji od načrtovanega. Dolg se je sicer nekoliko znižal (za 95 milijonov¹⁷ dolarjev), stopnja zadolženosti pa je ostajala visoka (44-odstotna). Tudi devizne rezerve so se

¹⁵ Odplačila glavnice in obresti.

¹⁶ Dokument se je imenoval: »Temelji politike normalizacije zunanje likvidnosti 1985-1990«.

¹⁷ Načrtovan je bil prihranek v višini 700 milijonov dolarjev.

povečale, vendar dvakrat manj, kot je bilo načrtovano. Vseeno so bila bolj uspešna pogajanja s tujimi upniki, ki so kljub težavam in nezadovoljstvu ZDA sklenili sporazum o štiriletnem reprogramiranju (2+2 leti). Jugoslaviji je uspelo še refinancirati 90 % glavnice dolgov, ki je zapadla med januarjem 1985 in majem 1986, kar je bilo pogojevano s stand-by aranžmajem. Kljub ugodnim zunanjim pogojem (znižale so se cene nafte in drugih surovin, obrestne mere in vrednost dolarja) se je primanjkljaj trgovinske bilance s konvertibilnim področjem ponovno povečal iz 1,7 milijarde dolarjev leta 1985 na 2,5 milijarde dolarjev leta 1986 (Prinčič & Borak, 2006, str. 458-461).

V letih 1986 in 1987 je prišlo do obrata v kapitalskem delu plačilne bilance Jugoslavije. Zmanjšal se je čisti odliv denarja zaradi odplačevanja srednjeročnih in dolgoročnih posojil, istočasno pa je Jugoslavija uspešno ohranjala zunanjo likvidnost s povečanim kratkoročnim zadolževanjem ter z zniževanjem deviznih rezerv. Ko so se te rezerve v prvi polovici leta 1987 zmanjšale še za nadaljnjih 872 milijonov dolarjev, je Jugoslavija junija zahtevala trimesečni moratorij oziroma trimesečno odložitev plačil obveznosti. Stališče je izhajalo iz ocene, da gre le za kratkoročne težave, ki so celo sezonskega značaja, kar pa tujine ni prepričalo. MDS je ocenil, da Jugoslavija potrebuje dodatnih 1,3 milijarde dolarjev, tuji upniki pa so sklenili nadaljevati program 2+2 in potrdili refinanciranje 84 % glavnice, ki je zapadla med majem 1987 in marcem 1988. Tri mesece kasneje Jugoslavija ni več mogla plačati zapadlih obveznosti, zato je prekinila plačila glavnice dolga tujim bankam in nadaljevala s poravnavanjem obveznosti vladam držav upnic. Jugoslavija je potrebovala nov program (Prinčič & Borak, 2006, str. 462).

Nov program je zahteval reprogramiranje celotne glavnice, ki je bila refinancirana med leti 1983 in 1988, ter refinanciranje obveznosti glavnice, ki so zapadle med leti 1988 in 1990. Nova strategija ni merila na zmanjševanje absolutne zadolženosti (za razliko od prejšnjih), ampak na znižanje relativne zadolženosti z ohranjanjem obsega obstoječega dolga ter z usmerjanjem učinkov znižanja obremenjenosti v večja vlaganja v gospodarski razvoj. Sklenjen je bil nov stand-by aranžma z MDS, ki je vseboval omejitve za proračunsko porabo, plače in posojila. Predvideval je tudi znižanje inflacije pod 100 %, zahteval oblikovanje obrestnih mer, višjih od inflacije, vodenje aktivne tečajne politike, liberalizacijo cen uvoza in devizne ureditve. Jugoslavija je dobila novih 1,4 milijarde dolarjev srednjeročnih posojil, od katerih je 260 milijonov prispeval MDS, 150 milijonov Svetovna banka, 500 milijonov vlade v okviru Pariškega kluba in 500 milijonov poslovne banke. Sporazum s Pariškim klubom je reprogramiral 946 milijonov dolarjev obveznosti, države upnice pa so reprogramirale 100 % obveznosti (tako glavnice kot tudi obresti), ki so zapadle v naslednjem letu. Reprogram so sklenili za dobo 10 let z dobo mirovanja 6 let. V tem času je bil sklenjen tudi sporazum s poslovnimi bankami (New Financial Agreement), ki je reprogramiral skoraj vse obveznosti do poslovnih bank za dobo 18 let in dobo mirovanja 6 let, dodelila pa so se tudi nova posojila. Pogoji paketa so zajemali izpolnjevanje iz stand-by aranžmaja, ohranjanje prostega trga tujega denarja in predpisane ravni deviznih rezerv. Prav tako je zvezni izvršni svet v programu

predvideval zamenjavo dolga za obveznice v tuji valuti, plačljive v dinarjih ob dospetju ter odkupovanje dolgov od tujine¹⁸ (Prinčič & Borak, 2006, str. 463-464).

Jože Prinčič in Neven Borak (2006, str. 466-467) odnose Jugoslavije s tedanjo mednarodno finančno skupnostjo strnjujeta v naslednjih značilnostih:

- Vlogo garanta za velikanski segment dolga mora prevzeti država;
- upniki skozi prisotnost mednarodnih uradnih institucij (posebno MDS) pridobijo vpliv na ekonomsko politične dogodke v državi;
- v pogodbenih razmerjih se uporabljajo klavzule, ki jih pravna praksa sicer pozna, vendar zaradi specifičnih razmer posamezne dolžniške dežele pridobijo poseben značaj;
- oblikujejo se finančni paketi pomoči (konkretno za Jugoslavijo je bil najbolj celovit program sestavljen leta 1983), ki obsegajo tako svež denar za lažje reševanje likvidnostnih težav, kakor tudi posojila za spodbujanje izvoza in odlog odplačila tekoče zapadle glavnice v kasnejše obdobje. Gre za njihovo prestrukturiranje, reprogramiranje ali refinanciranje oziroma kombinacija vseh naštetih komponent.

Jugoslavija je z ekonomskega stališča sicer relativno uspešno prestala vsa pogajanja, sprejela več ukrepov in stand-by aranžmajev, s katerimi je svoje obveznosti do neke mere ustrezno zmanjšala. Vseeno je v končnem smislu – delno tudi zaradi razlik med posameznimi republikami, neenakosti in celo nepoštene razdelitve bremen – politično razpadla. Primer Jugoslavije tako ostaja primer prestrukturiranja državnih dolgov do bank z določenimi specifikami, v nadaljevanju pa bi rad predstavil tudi primer prestrukturiranja dolgov, v katerem so prvič v zgodovini izrazito pomembno vlogo igrali tudi investitorji v državne obveznice. Ta primer je za sodobno prestrukturiranje vse pomembnejši, posebno ob upoštevanju možnosti izdaje evropske evroobveznice. Evropa danes namreč vse pogosteje govori in pripravlja temelje za povezovanje članic v fiskalno unijo, v kateri bi obstajala tesnejša povezava med monetarno in fiskalno politiko. Z razvojem tehnologije se vse lažje trguje z vrednostnimi papirji, boljša je tudi informiranost investorjev, s tem pa se je povečala sama likvidnost državnih obveznic. Argentinski primer, ki ga zato predstavljam v nadaljevanju, je za nadaljnji razvoj prestrukturiranja oziroma njegove evolucije velikega pomena.

2.4 ARGENTINA KOT PRIMER DOLŽNIŠKE KRIZE V 90-IH LETIH 20. STOLETJA

Od konca druge svetovne vojne dalje je Argentina gospodarsko izjemno nazadovala. Omeniti velja področje Pamp, ki je bilo še v 19. in v začetku 20. stoletja eno najhitreje rastočih in najbogatejših gospodarstev sveta (Beattie, 2009). Zasluge za tako konstantno in hitro rast gredo zlasti pritoku angleškega kapitala v kmetijstvo in industrijo. Temu toku so sledile tudi

¹⁸ Cena jugoslovanskih dolgov je takrat na sekundarnih trgih znašala le 47 % nominalne vrednosti.

množične imigracije iz Evrope. Argentina je bila zaradi visoke in konstante gospodarske rasti ob začetku 1. svetovne vojne zato šteta med deset najbogatejših držav sveta. Njen BDP na prebivalca je v tem času presegal celo francoskega in nemškega. Po uvedbi vojaške diktature generala Juana Dominga Perona (leta 1946) in zaradi zmanjšane povpraševanja po kmetijskih izdelkih, pa so se začele vrstiti težave. Država je izvajala izredno neučinkovito ekonomsko politiko, v kateri se je zatekala k protekcionizmu, korupciji in celo prekomernemu tiskanju denarja. To je sprožilo nazadovanje države, ki je leta 1983, ko se je ponovno uvedla demokracija, zaradi dolgega obdobja slabega vodenja znašla v recesiji. Javni dolg je bliskovito naraščal, nastopila pa je tudi hiperinflacija. Bankrot nekaterih največjih bank je kasneje dokončno uničil zaupanje v domačo valuto (peso) in v vlado. Argentinci so prihranke začeli hraniti v ameriških dolarjih, višji sloji pa so kapital raje preselili v tujino. Stanje v Argentini je bilo konec 80-ih let precej podobno situaciji v času razpada SFRJ. Nancy Birdsall (2002) je ključne napake Argentine strnila v petih točkah, in sicer: menjalni tečaj, povprečno fiskalno upravljanje, slaba politika, slabo starševstvo¹⁹ in smola.

2.4.1 Nastanek argentinskega dolga in zlom

Leta 1990 je inflacija v Argentini znašala okoli 200 % mesečno in preko 5.000 % letno. Trg in bančni sistem je prenehal delovati, množične demonstracije in ulični nemiri pa so bili razlog za odstop takratnega predsednika države Raula Alfonsina, ki ga je nasledil Carlos Menem. Menem je s svojim finančnim ministrom Domingom Cavallo zasnoval izredno radikalen in predvsem ambiciozen program gospodarske obnove države. Program je temeljil na ideji popolne privatizacije in liberalizacije gospodarstva (angl. *free-market policies*) ter na uvedbi valutnega odbora²⁰ (angl. *currency board*). Cilj programa je bil ponovno vzpostaviti zaupanje tujih vlagateljev in odprtjem trga za tuji kapital, povečane investicije pa naj bi vodile v povečano učinkovitost oziroma višjo gospodarsko rast. Glavni problem je pri tem ostajala inflacija, kar je gospodarski program reševal z uvedbo valutnega odbora, ki je sprejel sistem fiksnega deviznega tečaja. Peso so vezali direktno na ameriški dolar v razmerju 1:1 (1 peso = 1 USD). Sistem valutnega odbora centralni banki onemogoča opravljanje običajne monetarne politike, politike deviznega tečaja in hkrati preprečuje posojanje denarja vladi ali poslovnim bankam, zato je njena vloga omejena na menjavo med valutama in na vzdrževanje rezerv. Centralna banka za svoje rezerve v tuji valuti dobiva določene obresti, ki po pokritju vseh stroškov (ki nastanejo ob menjavi in izdaji denarja) predstavlja dobiček, ki se preliva v državni proračun. Mnoge je vseeno skrbelo, kaj bi se lahko zgodilo v primeru povečanja argentinskega primanjkljaja v tekočem računu (angl. *current account*) in povečanem zunanjem dolgu, če bi na primer investitorje zgrabila panika in bi vsi hkrati želeli menjati valuto iz pesov v ameriške dolarje. Če se zaradi ekonomske oslabitve plače ne bi zadostno zmanjšale, bi primanjkljaj v tekočem računu ostajal v slabem stanju. Investitorji na ta način ne bi dobili spodbude za dolgoročno zaupanje v fiksni devizni tečaj. Cavallo je zato upal, da do

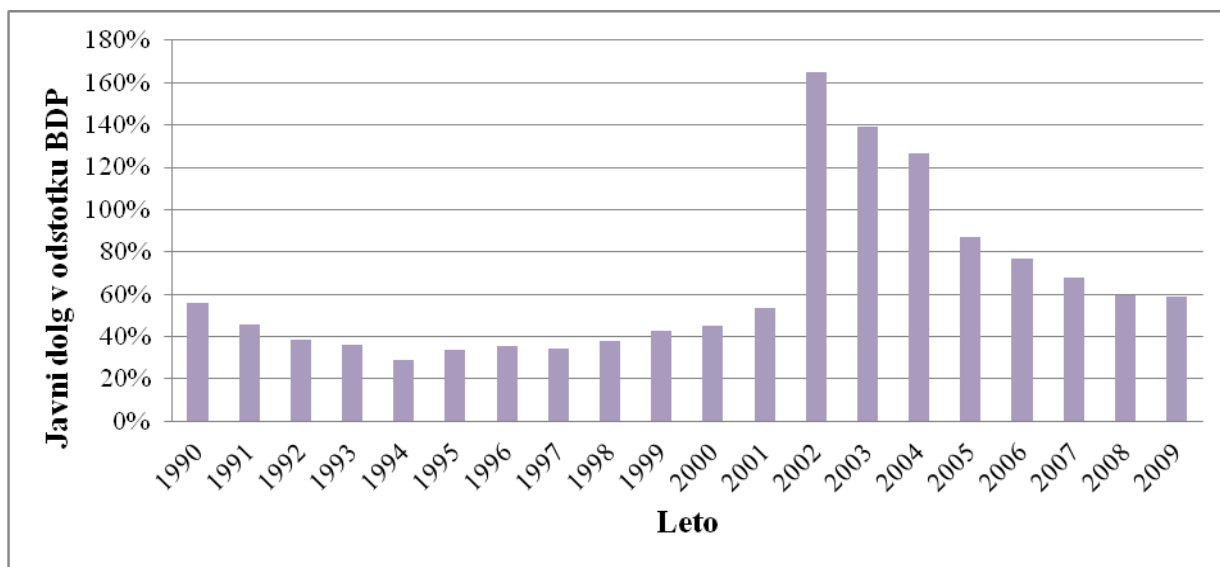
¹⁹ Kritika se nanaša na MDS, SB in IDB (angl. *Inter-American Development Bank*).

²⁰ Valutni odbor je ureditev s fiksnim deviznim tečajem, vezanim na svetovno valuto oziroma zlato ali več valut, država pa se praktično odpove lastni monetarni politiki.

tega ne bi prišlo. Povečana produktivnost in povečana mednarodna konkurenčnost kot posledica sprejetih ukrepov je bila zadostna spodbuda za sprejem tveganja. S povrnitvijo zaupanja v domačo valuto bi monetarna politika lahko spet postala učinkovita, idealno pa bi se prehod iz fiksnega deviznega tečaja v tekoči devizni tečaj zgodil, ko bi bil peso podcenjen. Takrat bi peso realno zrasel in to bi dodatno povečalo stabilnost cen (Feldstein, 2002).

Cavallov gospodarski program iz leta 1991 je pokazal pozitivne učinke na gospodarstvo in inflacija se je znatno znižala. Privatizacija in stabilno okolje za investicije sta spodbudila investitorje, kar je povzročilo hitro rast produktivnosti. Čeprav se je gospodarska rast bistveno izboljšala, pa je Argentina zaradi popolnega odprtja trgov postala izrazito bolj občutljiva na zunanje vplive, saj se je odpovedala lastni monetarni politiki in politiki deviznega tečaja. Visok javni dolg Argentine je bil nominiran v dolarjih in ker je bil peso vezan na ameriški dolar, je ameriški FED oziroma Alan Greenspan²¹ posredno določal obrestno mero za Argentino. Februarja 1994 je FED začel postopoma poviševati kratkoročne obrestne mere (*US short-term interest rates*), ki so se v letu dni povišale iz 3,25 % na 6 %. Zaradi tega se je Argentinini cena posojil praktično podvojila, posojilodajalci pa so zahtevali vse višjo premijo na argentinske obveznice v primerjavi z ameriškimi, kar je tudi bil razlog za povečanje proračunskega primanjkljaja. MDS in druge mednarodne agencije, ki so podpirale uvedbo fiksnega deviznega tečaja, so svoj delež posojil od decembra 1995 do septembra 2001 več kot podvojile iz 15 milijard USD na 33 milijard USD. MDS je vztrajal, da je za ponovno vzpostavitev zaupanja potrebno več fiskalnega zategovanja pasu. Danes vemo, da Argentina v tistem času ni imela realnih možnosti zmanjševanja izdatkov, niti povečanja davkov in da je bila plačilna nesposobnost neizbežna (Weisbrot & Baker, 2002, str. 6).

Slika 1: Prikaz gibanja javnega dolga Argentine v odstotku BDP med leti 1990 in 2009



Vir: Prirejeno po *International Monetary Fund, IMF Data Mapper*, 2012.

²¹ Alan Greenspan je bil v obdobju od leta 1987 do 2006 predsednik ameriškega FEDa.

Leta 1995 je morala Mehika devalvirati tečaj svoje valute, kar je povzročilo strah med tujimi investitorji po vsem svetu. To se je kot zmanjšanje investicij poznalo tudi v Argentini. V samo nekaj tednih se je primarni denar v argentinskem bančnem sistemu zmanjšal za skoraj 20 %, kar je povzročilo recesijo in upad BDP za 4 %. Še večji udarec je prišel s koncem leta 1997, ko se je zvrstilo več izjemno neugodnih zunanjih šokov. Prvi šok predstavlja umik investicij, ko so se zaradi azijske in ruske finančne krize, tuji investitorji začeli umikati iz vseh tako imenovanih tveganih držav. Drugi šok je bil padec svetovne cene za argentinske izvozne produkte (zlasti kmetijske). Močno se je povečal tudi tečaj dolarja, kar je posledično pomenilo apreciacijo pesa. Četrty šok je bila Brazilija, ki je kot največja argentinska zunanjetrgovinska partnerica v tistem času devalvirala svojo valuto za kar 40 %.

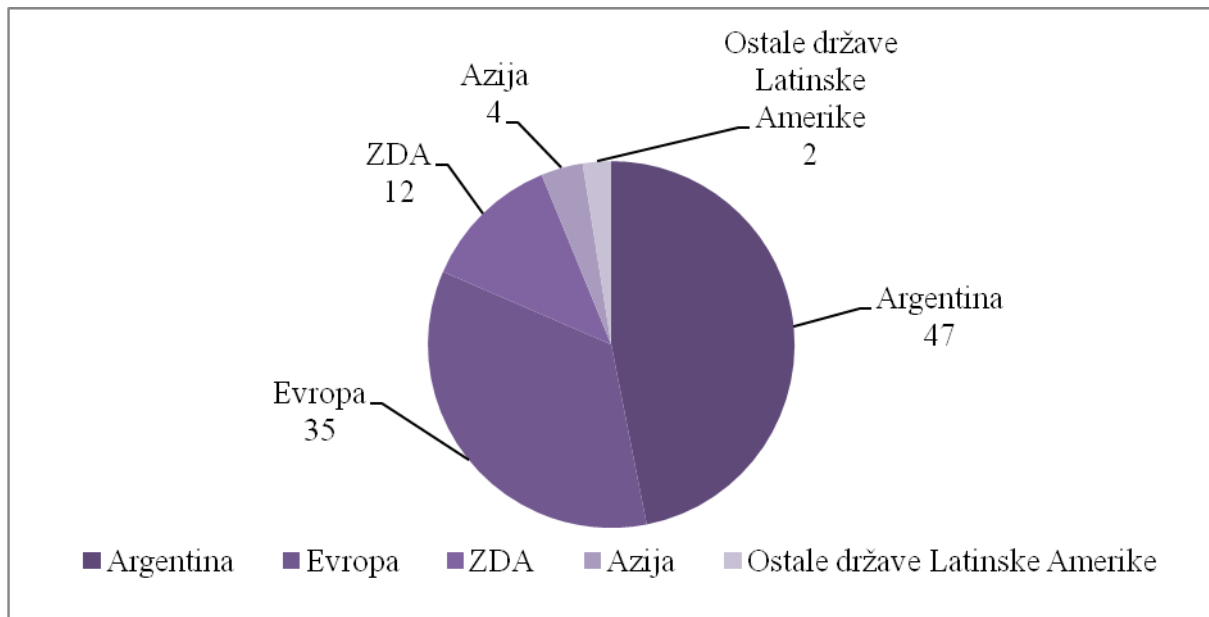
2.4.2 Ukrepanje

Ko je Argentina razglasila moratorij na odplačevanje 155 milijard USD velikega državnega dolga leta 2001, je bil to do takrat največji bankrot države v zgodovini. Omejili so dvig denarja v bankah na 1.000 UDS mesečno in peso je močno devalviralo. BDP na prebivalca je strmoglavil na skoraj polovico in bil manjši celo od brazilskega. Uveljavitev tako imenovanega valutnega odbora je takrat preprečila hiperinflacijo in s tem tudi množični bankrot argentinskih podjetij. Vedelo se je, da bo morebitno prestrukturiranje (ne glede na način in izvedbo) udarilo tudi investitorje v obveznice. To bi poleg neposrednih učinkov imelo posledice tudi na ostale kreditorje ter na dolgoročno stabilnost argentinskih financ. Voditelji so se zavedali, da bodo vsi sprejeti ukrepi imeli vpliv še za prihodnja posojila tudi drugim državam ter na morebitna prestrukturiranja, kar posebej velja za ostale države v razvoju. Prestrukturiranje dolga v takšnem obsegu predstavlja prelomnico v razvoju mehanizma za prestrukturiranje dolgov in novo poglavje pri sprejemanju odločitev s strani MDS ter drugih udeleženih skupin upnikov. Cavallo je s svojim programom predvideval privatizacijo, za katero je Argentina izdajala tudi obveznice. Med takšnimi primeri sta bila med drugimi tudi državna telekomunikacijska družba Entel in letalski prevoznik Aerolineas Argentinas. Pri teh prodajah je državni dolg prešel iz rok nekaj deset bank v roke več stotisočev ali milijonov upnikov po celem svetu. To sicer samo po sebi niti ni izrazito slabo, pomemben pa je podatek, da se je argentinski dolg še vedno hitro povečeval.

Države s celega sveta so investirale v Argentinske obveznice. Argentinci²² so bili najbolj izpostavljeni, saj so bili lastniki skoraj 47 % celotnega dolga (obresti so izvzete), ki je bil predmet prestrukturiranja. Drugi najbolj izpostavljeni so bili evropski zasebni imetniki obveznic, zlasti iz Italije, Švice in Nemčije so držali približno 35 % dolga. Ameriške zavarovalnice in finančne institucije so držale 12 %. Imetniki preostalih 6 % so prihajali iz Azije in Latinske Amerike. Obveznice so se izdajale v sedmih tujih valutah, predvsem v ameriških dolarjih, jenih, evrih, lirah in nemških markah (Hornbeck, 2004, str. 3-4).

²² Gre predvsem za argentinske pokojninske sklade in banke.

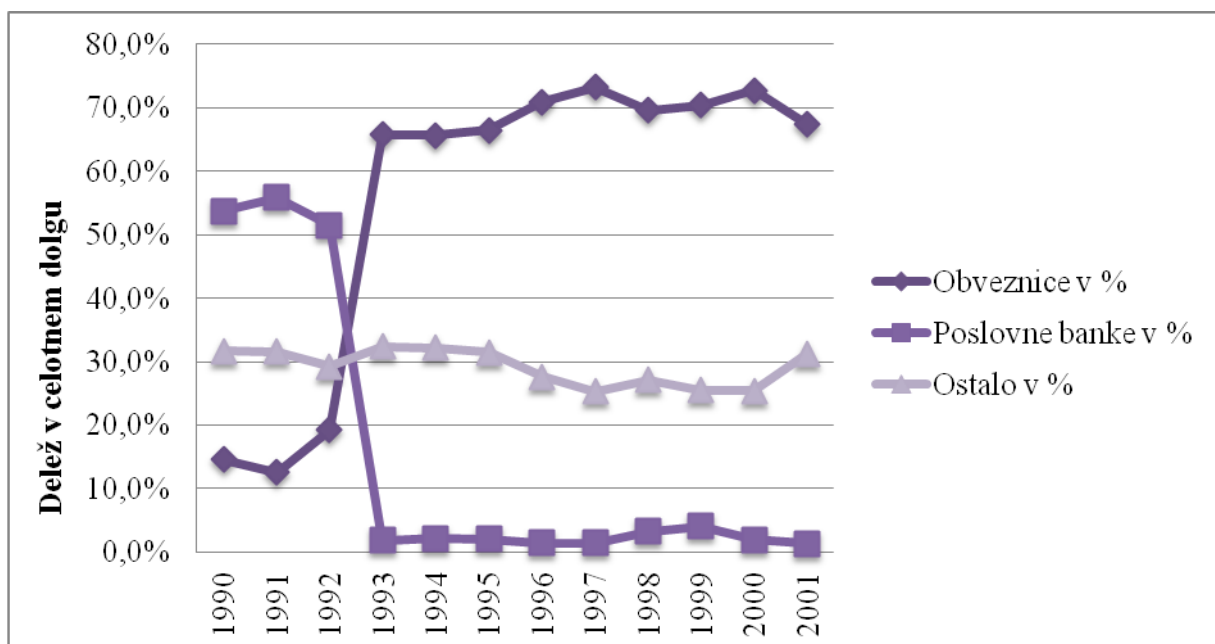
Slika 2: Strukturira argentinskega dolga pred prestrukturiranjem (v %)



Vir: Prirejeno po J. F. Hornbeck, *Argentina's Sovereign Debt Restructuring*, 2004, str. 3-4.

Slika 3 prikazuje spremembo v strukturi argentinskega dolga, saj so v začetku 90-ih let prejšnjega stoletja veliko večino dolga držale banke, ki so leta 1990 držale 53,7 % vsega argentinskega dolga. Do leta 1993 je ta deleža račun obveznic padel na vsega 1,9 %.

Slika 3: Struktura argentinskega dolga v obdobju od 1990 do 2001



Vir: Prirejeno po A. Cibils, *A New World of Citizen Action, Analysis, and Policy Options*, 2010.

Argentina je tako pri samoreševanju naredila kar nekaj napak. Kriza je bila posledica ekonomskega nazadovanja, ki jo je zaradi ekonomske politike še dodatno okrepila valutna kriza. To je posledica slabe ekonomske politike in ne posledica tujih investorjev ali celo slabih bank, kot to danes velja za gospodarsko, politično in finančno krizo v Evropi. Argentina je beležila stagflacijo (hiperinflacijo in stagnacijo hkrati) in kljub reformam ni uspela zajezi državne potrošnje, zaradi česar se je njen dolg hitro povečeval. Za ureditev finančnega položaja je zato enako pomembno urediti prihodkovno stran kot omejiti odhodkovno, kar kažejo tudi trenutno aktualne reforme širom Evrope, ko se podaljšuje delovna doba, dvigajo davščine, spodbuja privatizacija in izvajajo različni ukrepi za oživljanje gospodarske aktivnosti.

Decembra 2001 po štirih letih neprestanih recesij, šokih za argentinsko gospodarstvo in socialnih nemirih je argentinska vlada razpadla in vsa plačila so se zaustavila. Čeprav je Argentina v preteklosti tudi že zamujala s plačili, pa je bilo tokrat drugače. Argentinski javni dolg se je povečal iz približno 60 % na več kot 160 % BDP (Slika 1), zato je leta 2002 sledil bankrot in devalvacija valute. Argentina se je morala soočiti s prestrukturiranjem svojega preko 100 milijard dolarjev vrednega zapadlega dolga v lasti domačih in tujih upnikov.

Tabela 4: Struktura argentinskega javnega dolga leta 2004

Dolžniška kategorija	Znesek (v mrd. USD)	Delež (v %)
Nezapadli dolg (angl. <i>Performing Debt</i>):	84,7	43,3
Mednarodne Finančne Institucije (MDS, WB)	32,7	
BODEN ²³	26,8	
Jamstva za posojila	12,9	
Obveznice Provinc	10,0	
Ostalo	2,3	
Zapadli dolg, ki se ne prestrukturira (angl. <i>Non-Performing Debt Not to Be Restructured</i>):	6,7	3,4
Bilateralni dolg (vključno s Pariškim klubom)	4,8	
Komercialni del – zlasti do bank (Commercial)	1,4	
Zapadle obresti (PDI, angl. <i>Past Due Interest</i>)	0,5	
Zapadli dolg, ki se prestrukturira (angl. <i>Non-Performing Debt to Be Restructured</i>):	104,1	53,3
Glavnice	81,2	
Zapadle obresti (PDI) (Junij 2004)	22,9	
Skupaj javni dolg	195,5	100,0

Vir: J. F. Hornbeck, *Argentina's Sovereign Debt Restructuring*, 2004, str. 2.

²³ BODEN so obveznice, ki so bile izdane kot nadomestilo prestrukturiranim bančnim kreditom.

Zaradi obsega argentinskega dolga in predhodnih ukrepov je bil za prestrukturiranje primeren samo še tretji zapadli del dolga, ki je predstavljal 53,3 % celotnega dolga (Tabela 4). Pri pogajanjih je zato kmalu postalo jasno, da brez ogromnega odpisa dolgov ne bo mogoče izpolniti ciljev stabilizacije dolga.

Argentinski prestrukturirani dolg lahko razdelimo v tri skupine. Prvo skupino (nezapadli dolg oziroma »Performing debt«) predstavlja dolg, ki je servisiran oziroma ni zastajal z odplačili. Druga skupina (angl. *Non-performing Debt Not to Be Restructured* oziroma Zapadli dolg, ki se ni prestrukturiral) je bil sestavljena iz dolga, ki se ni prestrukturiral, čeprav se ni niti redno servisiral. Tretjo skupino (angl. *Non-performing Debt to Be Restructured* oziroma zapadli dolg, ki se je prestrukturiral) pa so predstavljale zapadle obveznosti, ki so neposredno vezane na prestrukturiranje. Tretja skupina se je delila na zapadle obresti (PDI obveznice) in na tiste obresti, ki so se redno akumulirale, vendar še niso bile poravnane. Nezapadli dolg oziroma »performing debt« je vključeval tudi ves dolg do mednarodnih finančnih institucij (IFI), BODEN obveznice oziroma obveznice, izdane za nadomestilo prestrukturiranih obveznosti do bank, različna državna jamstva, ki so jih dodelili v izogib plačilne nezmožnosti v letu 2001 in dolg različnih argentinskih provinc, ki ga je po krizi prevzela država. Z izjemo obveznosti do mednarodnih organizacij se je večina tega dolga delno zmanjšala že pred prestrukturiranjem. To pomeni, da je bil del dolga do ostalih upnikov (tistih, ki niso finančne institucije) že odpisan, ko so se leta 2001 in 2002 delno prestrukturirale nekatere obveznice. Argentinska vlada je dosegla tudi sporazum o zaščiti vseh aktivno udeleženih upnikov pri pomoči reševanja argentinskih finančnih težav. Šlo je zlasti za zaščito finančnih institucij, ki so še naprej posojale denar in tistih, ki so prostovoljno prispevali in odpisali del argentinskega dolga (angl. *voluntary restructuring and pesification*²⁴). Pri prestrukturiranju argentinskega dolga so »non-performing« dolgovi, ki niso bili namenjeni prestrukturiranju, znašali 6,7 mrd USD, zapadli dolg oziroma »non-performing debt«, ki pa se je prestrukturiral, pa je znašal 104 mrd USD (Hornbeck, 2004, str. 2-3).

2.4.2.1 Argentinski predlog v Dubaju in končni »Buenos Aires« predlog

Argentina je septembra 2003 na letni skupščini MDS v Dubaju predstavila svojo strategijo razreševanja zunanega dolga. Program je obsegal 75 % odpis za takratnih 94,3 milijarde USD privatnega dolga, od česar je bilo skoraj 70 milijard USD v obliki obveznic, 13 milijard je izviralo iz garantiranih kreditov v tuji valuti, preostanek pa so zaostale glavnice raznih dolgov in obresti. Šlo je za 152 vrst obveznic v 6 valutah. Za primerjavo naj omenim, da so države, kot so: Rusija, Ekvador, Ukrajina in tudi Pakistan v času prestrukturiranja njihovega dolga v dvajsetem stoletju imele le med 4 in do največ 8 vrst obveznic (Sjekoča, 2003b).

²⁴ Izraz pesifikacija je avtor uporabil za pretvorbo dolgov iz tujih valut v peso. S tem je Argentina obšla problem razvrednotenja domače valute napram tujim in se izognila deviznim tveganjem.

Ker Argentina od leta 2001 naprej ni plačevala obresti, naj bi odpis dosegel celo 80 %. Prvi obrok po tem programu bi Argentina plačala v gotovini, s čimer bi pridobila kreditorje, preostale obroke pa bi plačala z novimi obveznicami. Te obveznice so se za večjo diverzifikacijo in zaradi različnih potreb posameznih skupin upnikov delile na tri tipe. Prve obveznice, ki bi nadomestile stare, bi vsebovale odpis glavnice, vendar so na kratek rok obljubljale višje obrestne mere. Drugi tip obveznic je predvideval prestrukturiranje na dolgi rok oziroma na 30 let. Te so obljubljale nižje obrestne mere. Tretji tip naj bi bil zlasti odvisen od stopnje razvoja argentinskega gospodarstva (kapitalizacija z odpisom ter z dvema obrestnima merama, fiksno in variabilno). Argentinska vlada je na ta način želela vsem, ki bi sprejeli ponudbo, del dolga takoj izplačati v gotovini. Tisti, ki na to ne bi pristali, naj bi za povrnitev svojega kapitala čakali bistveno dlje časa, saj je imel drugi tip obveznic z isto ročnostjo nižje obrestne mere (Sjekoča, 2003b).

Marko Sjekoča (2003b) je takratne kreditorje razdelil na več skupin. Prvo skupino so predstavljali individualni imetniki obveznic, ki so želeli nadaljevati s pogajanjem in tako s svojega stališča izboljšati argentinsko ponudbo. Drugi so bili tako imenovani »mrhovinarski skladi«, ki običajno izhajajo iz maksimalističnih pogajalskih stališč (Takratni minister Roberto Lavagna je največ problemov predvideval z njihove strani, saj vedno pritiskajo, da bi zaslužili več.). Tretja skupina je poskušala preko multilateralnih organizmov doseči, da bi Argentina izplačala dolg brez odpisa. Četrta skupina se je profilirala zadnja. Vanjo spadajo predvsem institucionalni vlagatelji in velike banke, ki so v bodočih poslih in v sodelovanju v procesu prestrukturiranja našli možnosti novih zaslužkov. Ta skupina je bila takrat tudi največja podpornica argentinskega predloga.

Pogosto velik problem pri pogajanjih predstavljajo tisti, ki ne popuščajo oziroma se niso pripravljeni pogajati. Danes vidimo, da to v argentinskem primeru nikoli ni bilo preveč zaskrbljujoče, saj je bil dolg do njih precej manjši v primerjavi z dolgom do bank in skladov, ki pa so imeli interes in so se bili pripravljeni pogajati. Italijanski upniki so v tistem času celo sprožili sodni postopek proti argentinski državi, bankam in celo lastni državi. Tožbo so podprli z mnenjem, da so banke vedele, v kakšnem stanju je argentinsko gospodarstvo, pa so vseeno kupovale njihove obveznice, ki so jih nato po višjih cenah prodajale investitorjem. S tožbo so dosegli, da je sodišče zamrznilo izplačilo novega italijanskega kredita Argentini. V ozadju vsega se je v tistem času odvijal tudi boj bank za provizije pri prestrukturiranju v višini več 100 milijonov dolarjev. Ker je v argentinskem primeru šlo za več prestrukturiranj, se je v zvezi s Cavallovim prestrukturiranjem leta 2001 zgodilo celo, da so tudi same provizije padle v default. Takrat je dogovorjena višina provizije znašala 0,55 % in je bila predvidena v treh kvotah, banke pa so v tem primeru uspele dobiti le prvo (Sjekoča, 2003b).

Argentina se je z imetniki obveznic ponovno začela resno pogajati šele aprila 2004, vendar so upniki ta proces izpodbijali. Argentina je zato prekinila serijo pogajanj in junija 2004 predstavila svojo končno enostransko ponudbo, ki so jo upniki hitro zavrnili. Tako imenovana »Buenos Aires« ponudba se je razlikovala predvsem po tem, da je priznavala zapadle obresti

do konca junija 2004 (ob podpori vsaj 70 % imetnikov obveznic). V primeru, da predlog ne bi dobil 70 % podpore, bi se ponudba nadaljevala, vendar bi bile priznane le zapadle obresti do 31. decembra 2003. Mnoge značilnosti dubajskega predloga so vseeno ostale nespremenjene, med njimi tudi odpis 75 % dolga (Hornbeck, 2004, str. 9-10).

2.4.2.2 Program MDS in ameriška politika

Obstaja mnogo pomembnih vprašanj, vezanih neposredno na odločanje MDS. Eden takih je gotovo vprašanje pomoči Argentini oziroma problemov, ki bi nastali, če bi MDS posojal preveč ali predolgo časa. Težko se določa definicija insolventnosti, vendar je jasno, da bi zgodnejša pomoč Argentini lahko izredno koristila. Globje kot je država zabredla s svojimi dolgovi in bolj kot je MDS pomagala z novimi finančnimi sredstvi, hitreje se je država dušila v dolgovih. Drugi strošek se skriva v podatku, da več sredstev, kot jih je MDS namenil za pomoč pri odplačevanju starih dolgov, manj sredstev je državi ostalo za pomoč pri obnovi, do katere je prišlo v obdobju po krizi. MDS so v tem obdobju očitali tudi neuspešno prepričevanje Argentine k iskanju soglasja upnikov. Te in mnoge druge kritike, zlasti na račun MDS in Argentine, so predstavljale zanimiv problem tudi za ZDA. Ameriški odgovor na stanje je bil skozi celotno obdobje pogajanj omejen na dejanja MDS, vendar je Busheva administracija poslala jasno sporočilo, da ZDA v bodoče ne bo reševala velikih plačilnih nespodobnosti držav, kot je to na primer storila v času predsedovanja Billa Clintona, ko je zelo aktivno pomagala pri prestrukturiranju Mehških dolgov leta 1995. Zaradi močne vloge Amerike pri sprejemanju odločitev v MDS se je kritika na takratno delo MDS močno nanašala tudi na ameriško zunanjo politiko (Hornbeck, 2004, str. 14, 15).

2.5 IZKUŠNJE PRESTRUKTURIRANJA DOLGOV

Problem visoke zadolženosti gotovo kaže jasne znake neučinkovite porabe državnih sredstev in pretirano potrošnjo države, njenih subjektov in tudi gospodinjstev. Tovrstni problemi, ki so dolgoročne narave, so zato toliko nevarnejši, kot so primeri, v katerih se je država prisiljena pretirano zadolževati oziroma ko je zadolževanje posledica naravnih nesreč, vojn ali splošne gospodarske recesije. Ne glede na razlog pretiranega zadolževanja je izvor vedno v pretiranem zadolževanju in previsoki, pogosto nenadzorovani porabi države. Če država oceni, da sama ni več sposobna poravnati svojih dolgov, bo zato na neki točki zbrala svoje upnike, s katerimi se bo skušala dogovoriti za prestrukturiranje in morda delni odpis svojih dolgov. Na predstavljenih primerih Jugoslavije in Argentine sem zato želel poudariti, kako dolgotrajen, zamuden, težak in kompliciran je ponavadi postopek pogajanj in reševanja državnih financ. Usklajevanje stotine različnih upnikov, njihovih interesov in pravic je tako s pravnega kot tudi izvršilnega stališča izredno zahteven proces. Prav tako je izredno težko določiti sprejemljive in pravične pogoje reševanja nastale situacije, kar je posebno problematično v primerih, ko gre istočasno tudi za delni odpis dolgov. V iskanju ustreznih mehanizmov in rešitev je pomembno poudariti, da samo prestrukturiranje dolga s seboj vedno prinaša svoje edinstvene specifičnosti, ki se morda nanašajo izključno na določeno državo ali regijo. Diverzificiranost

vsakega problema zase toliko bolj omejuje iskanje neke skupne rešitve, ki bi bila enotna za vse države, zaradi česar udeleženci pogosto toliko težje najdejo skupni jezik in končni kompromis, ki bi bil sprejemljiv za vse strani.

Prestrukturiranje zadolženi državi nudi čas, sredstva, pomoč in nadzor nad odplačilom in uravnoteženjem svojih financ. Pogosto so prav tuji upniki tisti, ki zadolženo državo prisilijo v sprejetje ukrepov, ki jih domača politika v prejšnjem okolju morda nikoli niti ne bi mogla uvesti brez dodatnega pritiska. Prestrukturiranje je pogosto tudi dobro zagotovilo, da se bo dolg hitreje zmanjšal, kar dolžniški deželi lahko prihrani ogromno sredstev, časa in ohrani zdravi del gospodarstva in njegovo aktivnost. Takšen ukrep lahko posredno tudi močno pripomore k ohranitvi vsaj nekaj mednarodne konkurenčnosti, ki bo že tako skoraj zagotovo plačala visoko ceno prestrukturiranja dolgov in padec zaupanja v plačilno sposobnost države. Preprečitev bankrota države je hkrati tudi rešitev vsaj dela terjatev upnikov.

Čeprav prestrukturiranje pogosto spremlja tudi delni odpis dolga, ki je pogosto najvišja žrtev upnikov, je tudi v njihovem osebnem interesu, da iz slabe naložbe rešijo vsaj del svojih terjatev. Eventuelni nadzorovan bankrot je zato tudi toliko ljubša alternativa vseh strank v postopku, saj pogosto obstaja velika vrzel med verjetnostjo poplačil upnikom v enem in drugem scenariju. Morda najpomembnejša prednost prestrukturiranja dolga leži v tem, da se dolžniška država tekom celotnega postopka reorganizira, vzpostavi dolgoročno stabilno finančno politiko ter svojemu gospodarstvu postavi nove temelje za preživetje. Upniki bodo napredek in delo dolžniške dežele skušali tudi objektivno ocenjevati in nadzorovati. V primeru, da bo država uspešno odpravila nepravilnosti, odplačala dolg, ponovno vzpostavila gospodarsko rast in dolgoročno vzdržljivost financ, bodo tudi ti upniki dobili ustrezne donose na svoje naložbe ob relativno nadzorovanem tveganju. Žal se pri vsaki igri na srečo najdejo tudi špekulanti in jastrebi, ki pri sledenju dobičkom preračunljivo tvegajo in nastopajo celo proti svojim možnostim. Takšna dejanja so v nasprotju z načeli solidarnosti, so neetična in višajo tveganja vsem ostalim udeležencem. Takšne sistemske nepravilnosti rešujejo nekateri modeli in klavzule, ki pa ponavadi niso splošne rešitve in se razlikujejo od primera do primera.

Dolga leta sta prestrukturiranje dolgov držav v krizah vodila Pariški in Londonski klub, vendar se je njuna vloga s pojavom relativno dostopnega kapitalskega trga v zadnjih letih bistveno zmanjšala. Zaradi vseobsegajočega širjenja kroga udeležencev v prestrukturiranju državnih dolgov številni ekonomisti že opozarjajo na nujnost kreiranja nekakšnega »kodeksa ravnanja«, ki bi omejeval problem »sramotnega dolga«. Čeprav obstajajo nekakšne mehkejšje oblike oziroma neobvezujoče usmeritve pri zadolževanju države, je nujno potrebno zastaviti jasne in močne omejitve zadolževanja²⁵ – tudi s pravno podlago na mednarodnem nivoju. Takšni pravni standardi se bodo sčasoma verjetno tudi razvili, lahko bi celo rekli dokaj

²⁵ Na tem področju je Evropa 27. oktobra 2011 naredila velik korak naprej, ko so se države evroobmočja na vrhu v Bruslju poleg ostalih ukrepov zavezale, da, če je le možno, v zakonodajo na ustavni ravni do konca leta 2012 vnesejo določila o izravnnavnanem proračunu.

samostojno z evolucijo in razpletom dogodkov, težko pa je pričakovati, da bo tovrstni predlog v praksi deloval tudi za privatne investitorje, ki delujejo na kapitalskih trgih.

Pri iskanju učinkovitega mehanizma za prestrukturiranje dolgov smo spoznali tudi klavzule kolektivnega ukrepanja, ki so prav tako pogosto jedro diskusije o prednostih in slabostih. Njihova glavna prednost je gotovo omejevanje moči manjšin in preprečevanje izkoriščevalskih zaslužkarjev. Problem teh klavzul na drugi strani izhaja iz dejstva, da se trenutno ta postopek uporablja izključno v okviru ene izdaje obveznic. V primeru, ko gre za dve ali več izdaj, je izredno težko doseči pošteno delitev stroškov med posameznimi skupinami upnikov (angl. *intercreditor equity*), kar predstavlja enega ključnih ciljev defolta oziroma stečajnega postopka. Te neučinkovitosti ne moremo spregledati, saj je ta tako imenovana »poštena delitev«²⁶ bistveni element pravičnosti. Klavzule kolektivnega ukrepanja ne rešujejo problema prestrukturiranja tudi zaradi omejenosti metode na lastnike obveznic in ostalih vrednostnih papirjev. Tradicionalni posojilodajalci države so zato v teh primerih zapostavljeni oziroma celo izključeni iz učinkov takšnega ukrepanja, ki ima nanje skoraj ničel vpliv. Če upoštevamo te prednosti in slabosti ukrepanja, ugotovimo, da je morda boljše kar lahko naredimo iskanje rešitev oziroma posnemanje ukrepanja iz realnega/privatnega gospodarstva. Tam se v stečajnem pravu uporablja celoten in polnopravni postopek, ki okvirno in v vseh poglavitnih točkah velja za vse primere nesolventnosti in stečajev enako. Velika prednost takšnega pristopa je v velikem potencialu ter možnosti zagotavljanja transparentnega postopka, ki ima istočasno tudi to pomembno lastnost, da je izredno predvidljiv, kar lahko preko obvezne vključitve kreditorjev (vsaj večine) vodi celo k nekakšni splošni rešitvi za različne primere²⁶. Čeprav se v osnovi ideja zdi privlačna, je maloverjetna, saj na točki, kjer se nahajamo in glede na politiko, ki jo vodimo, praktično nimamo osnovnih temeljev za vzpostavitev polnopravnih postopkov za primere nesolventnih in zadolženih držav (Paulus, 2011, str. 317-319).

Leipold Alessandro je za the Lisbon Council e-brief (2011, str. 3) predstavil 5 glavnih lekcij preteklih prestrukturiranj državnih dolgov, v katerih je pojasnil nekatere pomembnejše dejavnike oziroma ukrepe:

1) **Preprečiti je potrebno škodljive posledice prepočasnega ukrepanja.** Potreba po prestrukturiranju oziroma počasno ukrepanje je lahko izredno drago, saj v sebi nosi izgube v realnem gospodarstvu in posledice neuspešne finančne pomoči, ki se jo podari deželi v stiski. Za pravočasno odkrivanje nepravilnosti je potrebno narediti jasno in realistično oceno vzdržnosti, ki lahko opozori na morebitno potrebo po prestrukturiranju dolgov. Po ugotovljenih nepravilnostih je nujno, da se ukrepa hitro in vehementno.

2) **Potrebna je reforma bančnega sektorja.** Čeprav danes enačimo evropsko dolžniško krizo s krizo evropskega bančnega sektorja, moramo to mišljenje spremeniti oziroma pretrgati

²⁶ To ne pomeni, da se ne oziramo za individualnimi specifikami posameznega primera. Zasnova mora vedno upoštevati in uravnavati koristi posameznih strank v postopku, saj posnemanje rešitev samo po sebi ne zadostuje.

vez med njima. To zahteva poostrežev kriterijev na tako imenovanih »stres testih« bank, poostrežev strogosti in njihove kredibilnosti zlasti v sodelovanju z Banko za mednarodne poravnave, MDS in Evropsko unijo. Testi občutljivosti v »stres testih« morajo vsebovati tudi najstrožje in neverjetne scenarije plačilnih nezmožnosti. Evropska unija si mora prizadevati za hitrejšo dokapitalizacijo bank, počistiti slabe naložbe iz bilanc in zapreti tiste subjekte, ki zahtevam ne morejo slediti. Takšna regulacija bank se mora zgoditi čim prej, istočasno pa je potrebno vzpostaviti tudi Evropsko-bančni mehanizem oziroma vsesplošni sistem pravil in zakonov.

3) **Odmik politike.** Čeprav bo politika vedno prisotna, je trenutni sistem (ki je predviden tudi za evropski mehanizem stabilnosti) takšen, da zagotavlja centralno vlogo skoraj izključno kreditorskim deželam v EU. Sprejemanje odločitev in upravljanje mehanizma je potrebno oblikovati tako, da se vpliv posameznih držav zmanjša in se olajša konstruktivna komunikacija s trgi, saj bi to pomagalo oblikovati pričakovanja, ki so potrebna za spodbujanje reševanja krize.

4) **Pohiteti je potrebno s predkupno ponudbo zamenjave obveznic.** Tradicionalna ponudba zamenjave obveznic še pred nastopom plačilne nesposobnosti države se je v zadnjih nekaj desetletjih (zlasti na primerih prestrukturiranja dolgov držav v razvoju) pogosto izkazala kot učinkovit instrument reševanja dolgov. Takšno prostovoljno prestrukturiranje s stališča dolžnika ni nujno pretirano »mehko«, vendar je z razumno ceno in ustreznimi spodbudami mogoče hitro skleniti dogovore z dokajšno omejitvijo problema zastojkarstva.

5) **Naj se od klavzul kolektivnega ukrepanja ne pričakuje preveč.** Pogodbene določbe, kot so kolektivno ukrepanje in klavzule združevanja, nedvomno pomagajo pri usklajevanju, vendar niso ključne za uspešno prestrukturiranje. Žal tovrstne klavzule ne rešujejo trenutnih problemov dolžniške dežele in njenih upnikov, ki so povezani z že obstoječim obsegom dolgov.

Ne glede na privlačnost ideje o prestrukturiranju dolgov držav evroobmočja moramo biti pri napovedovanju in pregledu izkušenj iz preteklih prestrukturiranj izredno previdni. Velika večina vseh prestrukturiranj v zadnjih nekaj desetletjih se je zgodila zgolj v državah tretjega sveta oziroma državah v razvoju. Razviti svet, še posebno pa Evropa, zato nima veliko izkušenj na področju sodobnega prestrukturiranja. Glede na zadnja dogajanja v Evropi, posebno glede reševanja bank, se moramo strinjati oziroma je težko ugovarjati nujnosti dokapitalizacije bank. Prav tako je trenutno pomembna ugotovitev, da klavzule kolektivnega ukrepanja ne rešujejo današnjih težav, lahko pa težavo omejijo v prihodnosti. Bistvo zato ostaja, da mora vsako ukrepanje biti izvedeno kar najhitreje in s soglasjem vseh ali vsaj pomembne večine vseh udeležencev, sprejeti ukrepi pa morajo biti ekonomsko naravnani in politično neodvisni.

Zsolt Darvas je v svojem delu (2011, str. 7-8) zajel nekaj ključnih izhodišč oziroma skupnih točk s preteklimi prestrukturiranjem, ki jih povzema po vzoru MDS. Posebej se osredotočajo na različne kanale, preko katerih lahko prestrukturiranje in tudi defolt vpliva na gospodarstvo:

- Neposreden negativen finančen vpliv na gospodinjstva in nefinančne družbe, ki lahko pomembno skrči porabo/potrošnjo in investicije;
- nezaupanje lahko še dodatno pospeši padanje obsega proizvodnje;
- prestrukturiranje javnega dolga lahko vodi v razpad menjalnega tečaja, kar vpliva tudi na vse, ki si denar izposojajo v tuji valuti (angl. *FX borrowers*);
- države, ki so se v preteklosti spopadale z dolžniško krizo, so se pogosto istočasno soočale tudi z bančnimi in valutnimi krizami. Učinki vsake krize so pogosto prehajali tudi iz ene na drugo;
- bančni sistem ima ključno vlogo reševanja države, kar vključuje različne kanale, preko katerih lahko banke vplivajo in obrnejo tok ekonomske aktivnosti.

Banke lahko eventuelno vplivajo v primeru motenj pritoka kapitala na tekočem računu in lahko prisilijo državo k takojšnjemu prilagajanju plačilne bilance²⁷, kar je običajno zelo drago in ima velike posledice na gospodarstvo, vendar je vpliv na nefinančne družbe lahko različen. Visoko zadolžena podjetja na primer lahko zaradi strukture njihovih bilanc utrpijo velike izgube, kar posebno velja v primerih, ko gre za zadolženost v tujih valutah. Banke lahko vplivajo tudi na prestrukturiranje državnih dolgov, kar lahko spodkoplje zaupanje v veljavnost drugih ekonomskih pogodb, pomembno pa je upoštevati tudi možnost, da ima prestrukturiranje lahko posledice tudi na druge povezane države.

Posebno bančni sektor je v preteklih prestrukturiranjih igral pomembno vlogo pri obuditvi gospodarske aktivnosti, saj ima moč prenosa monetarnih politik na realni sektor v gospodarstvu. Prav šibak bančni sektor v mnogih državah evroobmočja onemogoča in zaradi kreditnih krčev celo ruši sposobnost prenosa izredno ekspanzivne monetarne politike ECB. Obnova gospodarske vzdržnosti tudi ni mogoča brez udeležbe bank pri pokrivanju izgub. Potrebno je urediti sistem kriznega upravljanja in postopkov upravljanja bank, s katerimi se bodo pokrile izgube in preprečilo ponavljanje že storjenih napak (Micossi, 2011). Čeprav EURIBOR stalno dosega nova zgodovinska dna, gospodarstva mnogih držav še vedno ne beležijo rasti. Mnoge banke so zaradi različnih odpisov in splošne gospodarske situacije kapitalsko podhranjene, to pa tudi kliče po dokapitalizaciji bank in novi regulaciji, ki bi morala tesneje povezovati in nadzorovati vsaj sistemsko najpomembnejše banke v EU.

²⁷ Tovrstno prilagajanje se pogosto nanaša kar na prestrukturiranje dolga.

3 KRIZA EVROOBMOČJA IN OSNOVNA INSTITUCIONALNA STRUKTURA ZA NJENO REŠEVANJE

Evropa se od konca leta 2008 sooča z dolžniško krizo, ki se je od leta 2010 le še poglobila in ogroža finančno varnost vseh, ki smo kakorkoli vezani na evropsko ekonomsko klimo. Države v skupini PIIGS in tudi države izven evroobmočja, kot je na primer Islandija, se soočajo s kolapsom finančnega sektorja, stagnacijo oziroma prepočasno gospodarsko rastjo in politično nestabilnostjo. Čeprav so se dolgovi začeli problematično kopičiti najprej le v nekaterih državah evroobmočja, je zadolženost Evrope postala vsesplošni problem, ki ni več omejen samo na določene regije. Zavedamo se, da je usoda svetovnega gospodarstva zelo močno odvisna od uspešnosti regulacije in ukrepanja v zahodnem svetu. Danes ZDA pogosto pozivajo Evropo k reševanju problematike in čeprav je to pogosto le eden izmed načinov preusmerjanja pozornosti domače javnosti, ne moremo spregledati dejstva, da je Evropa danes bolj kot kadarkoli integrirana v svetovno gospodarstvo. To je tudi razlog, da so mnoge države (vključno z ZDA in Kitajsko) močno odvisne od politične in gospodarske kondicije Evrope. Morebitni spori in neenotnost Evrope pri reševanju krize imajo zato močan vpliv na svetovno stabilnost. Nepravilno ukrepanje lahko zato ogrozi sam obstoj evra kot svetovne valute, gotovo pa zmanjšuje mednarodno konkurenčnost vsake izmed povezanih držav. To dodatno pošilja popolnoma napačen signal vsem potencialnim investitorjem, kar neposredno ogroža gospodarsko rast in ohranitev prosperitete.

3.1 KRIZA EVROOBMOČJA

Trenutna gospodarska kriza je prešla že marsikatero fazo in prizadela številne gospodarske panoge ter sektorje. To je razlog, da je pri analizi dosedanjega ukrepanja držav pomembno razumevanje nekaterih okoliščin, katerim smo danes najbolj izpostavljeni. V nadaljevanju zato v kratkih poglavjih okvirno predstavljam prehod krize iz nepremičninskega balona v ZDA do politične, plačilnobilančne, finančne ter bančne krize v Evropi. Če potegnemo vzporednice z dogajanjem danes, vse pogosteje ugotavljamo, da so vzrok počasnega okrevanja gospodarstva in poglobljanja recesije prav nepravilnosti v bančnem sektorju, zato bo vsako morebitno prestrukturiranje dolgov zahtevalo tudi ukrepanje na tem področju in zelo verjetno celo vzpostavljanje nekega učinkovitega mednarodnega nadzora.

3.1.1 Finančna kriza in kriza bančnega sistema

Ko je v Združenih državah Amerike počil nepremičninski balon (2006-2007), je kmalu sledil tudi pok finančnega balona. Hipotekarni posojilojemalci so kmalu ugotovili, da so njihove obveznosti višje od njihovih dohodkov oziroma od tržne vrednosti njihove nepremičnine. Hipotekarne obveznice kmalu niso bile več servisirane in kriza je postala finančna. Senčno

bančništvo se je sesulo, zaupanje v sistem pa usahnilo. Vrednost različnih CDO²⁸ ter ostalih hipotekarnih instrumentov in vrednostnih papirjev se je drastično zmanjšala. Banke in druge finančne institucije so naletale na hude likvidnostne težave, katerim so sledili odpisi slabih naložb, zato banke niso bile več pripravljene posojati denarja med seboj, obrestne mere so se povečale. Ameriška vlada je kljub tradicionalni ameriški gospodarski politiki in prepričanju takrat z več milijard dolarjev vrednimi finančnimi injekcijami želela povrniti zaupanje v finančni sistem, vseeno pa je pustila propasti eno največjih bank – Lehman Brothers.

Propad Lehman Brothers je jasen indikator obsežnosti finančne krize, v kateri se je znašel svet po letu 2008. Finančna in bančna kriza se je kmalu odrazila tudi v zmanjšanju posojil realnemu sektorju, ki je zaradi višje cene denarja in težjega dostopanja do virov sredstev bistveno zavrla gospodarsko rast, kar je imelo neposredne učinke tudi na državne finance oziroma državne prihodke. To je tudi razlog, zakaj se mora v trenutni situaciji, ko se svet sooča tako s finančno, gospodarsko, politično in tudi dolžniško krizo, posebno pozornost nameniti prav preučevanju državnih dolgov. Ekonomija v tem smislu naredi zaključen krog, saj šele splet naštetih situacij tvori celovito podobo o stanju in nam razkriva razsežnost problematike, s katero se sooča ves svet. Politika je zato prisiljena sprejemati ukrepe, ki niso nujno priljubljene, so pa nujni in potrebni. Evropske države zato pospešujejo pogajanja tudi o fiskalni uniji ter možnih regulativah, ki bi nacionalne vlade zavezale k uresničevanju prepotrebnih ukrepov. Fiskalna unija je svoj višek do sedaj dosegla s tako imenovanim zlatim fiskalnim pravilom o uravnoveženih javnih financah.

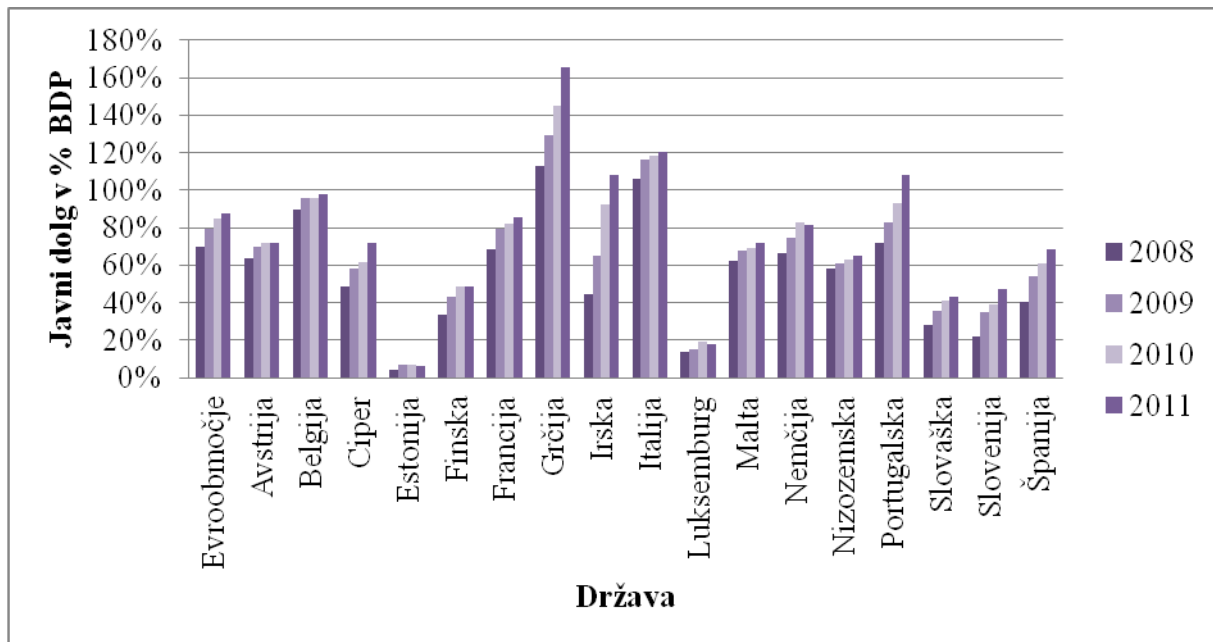
3.1.2 Vzdržnost dolga

Problem vzdržnosti dolga zaradi momentalnih gospodarskih razmer v Evropi dobiva vse večje razsežnosti. Razlogov za takšno stanje je več, med pomembnejšimi pa so tudi demografske spremembe. Dolg je smatran kot vzdržen dokler velja, da država redno odplačuje svoje obveznosti in je tudi v bodoče sposobna svojo zadolženost obdržati v teh razumnih okvirjih.

Trendi nakazujejo, da se raven dolga (izražen v odstotkih BDP) večine držav članic evroobmočja hitro in vztrajno povečuje. Od začetka finančne krize, ki se je nadaljevala in razvila v gospodarsko krizo in celo v dolžniško krizo, so države evroobmočja konstantno in hitro povečevale svojo zadolženost. Gospodarska kriza je negativno vplivala na raven zaposlenosti, vzdržnost javnih financ pa sta dodatno oslabila tudi šibka gospodarska aktivnost in počasno okrevanje gospodarstva. Posledica neuspešne tako imenovane keynesianske politike, ko so države želele z intervencijo v gospodarstvo omiliti posledice krize, se odraža v izrednem poslabšanju stanja v nacionalnih financah. Evroobmočje je torej postopoma v povprečju povečalo svojo zadolženost iz 70,1 % BDP leta 2008 na 79,3 % leta 2009, na 85,1 % BDP leta 2010 in celo na 87,4 % BDP leta 2011 (Slika 4).

²⁸ CDO je kratica za tako imenovane »*collateralized debt obligations*«, ki so poleg različnih CBO obveznic oziroma »*collateralised bond obligations*«, ABS »*Asset-backed securities*« idr., predstavljale nekatere izmed različnih vrst hipotekarnih vrednostnih papirjev, ki so jih pred krizo pogosto uporabljali v senčnem bančništvu.

Slika 4: Graf gibanja javnega dolga v % BDP za evroobmočje od leta 2008 do 2011



Vir: Prirejeno po Eurostat, *General government gross debt - annual data*, 2011.

Posebno pozornost iz Slike 4 ponovno privabi Grčija, saj je njena zadolženost leta 2011 kljub številnim sprejetim ukrepom že dosegla 165,3 % BDP. Grški dolg naj bi se sicer do leta 2020 zaradi sprejetih ukrepov predvidoma zmanjšal na ciljnih 127 % BDP²⁹.

Vsesplošna rast zadolženosti držav postavlja tudi vprašanja o smiselnosti Maastritskih (konvergenčnih) meril, še posebno o vzdržnosti javnih financ, ki pravi, da javni dolg ne sme presegati 60 % BDP, razen če se razmerje zadostno zmanjšuje in z zadovoljivo hitrostjo dosega referenčno vrednost. Čeprav razprava odpira mnogo vprašanj, ponuja le malo odgovorov, ki zagotavljajo, da trenutni Maastritski kriteriji ostajajo nespremenjeni, obvezno pa se bosta morala izboljšati nacionalni nadzor in usklajenost nacionalnih fiskalnih politik.

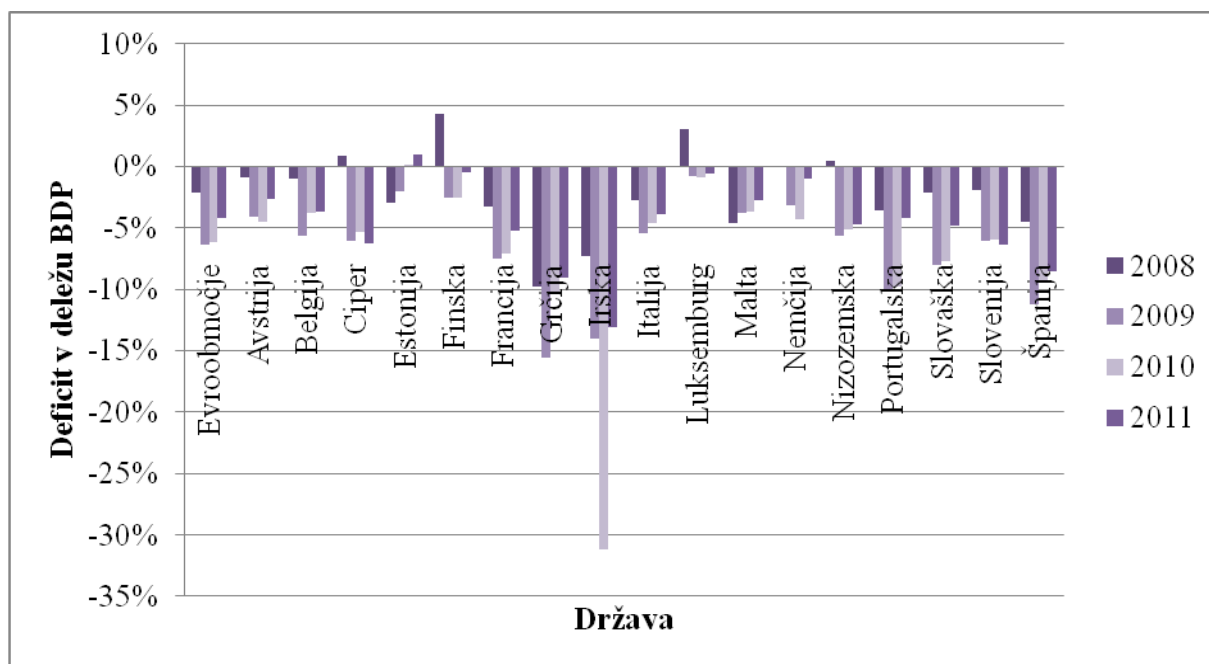
3.1.3 Plačilnobilančna kriza evropskih držav

Plačilnobilančna kriza evropskih držav, strukturne in tržne nepravilnosti so vse prej kot novo nastali problem. Drži, da se pomanjkljivosti zaradi aktualnih razmer v evropskem oziroma svetovnem gospodarstvu posledično odražajo globlje, kot bi se lahko v razmerah pred nastankom krize, vendar problematika izvira še iz časov pred pojavom gospodarske krize. Prav zato je za države evroobmočja ta vidik krize toliko bolj pomemben in za njeno reševanje toliko bolj potreben. Redko katere države so se na prve znake tržnih in strukturnih

²⁹ Ocena Evropske centralne banke temelji na predpostavki, da Grčija ostane del Evropske monetarne unije (EMU) in da so sprejeti ukrepi učinkoviti. Prav tako takratna analiza še ni predvidevala delnega (50-odstotni) odpisa grškega dolga, do katerega je prišlo marca leta 2012.

nepravilnosti odzvale pravočasno. Znan primer je zato Švedska, ki je v 90-ih letih prejšnjega stoletja izpeljala celovito reformo fiskalne politike, monetarne politike, pokojninske reforme, reforme v šolskem sistemu, nekatere davčne reforme in reforme trga dela. Takšno zgodnje ukrepanje se danes odraža v konkurenčnosti gospodarstva in prilagodljivosti, saj je kriza Švedsko relativno malo prizadela, napovedi za njeno gospodarsko rast pa so bistveno ugodnejše od marsikaterih druge države EU. Problematika prezadolženosti je zlasti pomembna za države evroobmočja predvsem zaradi skupne monetarne politike, ki tem državam onemogoča sicer učinkovit sistem odpravljanja proračunskega primanjkljaja, ki preko inflacije prevlači breme prezadolženosti države na uporabnike njene valute. Skupnost držav ima zaradi te omejenosti zato edinstven problem, katerega po prepričanju mnogih ekonomistov lahko uredimo skoraj izključno s še strožjo in ožjo uskladitvijo fiskalne politike med vsemi državami članicami. ECB se morda prav zato vse pogosteje v mnogih pogledih obnaša podobno kot ameriški FED³⁰, EU pa se po svoji ureditvi vse bolj približuje ZDA.

Slika 5: Graf gibanja deficita držav Evroobmočja od leta 2008 do 2011



Vir: Prirejeno po Eurostat (2012). *Provision of deficit and debt data for 2011*. 2012.

Iz zgornje slike (Slika 5) lahko razberemo, da so leta 2008 nekatere evropske države (Ciper, Finska, Luksemburg in Nizozemska) izkazovale neto presežek sektorja države, ki se je leta 2009 v skoraj vseh državah evroobmočja prevesil v primanjkljaj. Istega leta je primanjkljaj sektorja država v večini držav dosegel celo najnižjo vrednost v zadnjih desetletjih. Trend se je za večino držav že naslednje leto 2010 obrnil na bolje, vendar pa so skoraj vse opazovane države (razen Estonije) v tem obdobju še vedno imele primanjkljaj.

³⁰ Gre za odkupovanje državnih obveznic na sekundarnih trgih in tiskanje svežega denarja, čeprav je osnovni cilj ECB uravnavanje inflacije in dobrobit skupnosti držav in ne reševanje posameznih članic, ki so v stiski.

Največji deficit so v letu 2010 izkazovale države: Irska (-31,3% BDP), Grčija (-10,6% BDP), Velika Britanija (-10,3% BDP), Portugalska (-9,8% BDP) in Španija (-9,3% BDP), najnižje primanjkljaje pa so imele države: Luksemburg (-1,1% BDP), Finska (-2,5% BDP) in Danska (-2,6% BDP). V letu 2010 sta edino Estonija in Švedska³¹ izkazovali majhen presežek (obe okoli 0,2% BDP).

Države EU lahko razdelimo tudi po skupinah glede na uravnoteženost njihovih plačilnih bilanc ter zadolženost v razmerju do BDP. Takšna primerjava je posebej zanimiva, ko evropske države ločimo po regijah. S primerjavo podatkov posameznih skupin držav lahko hitro najdemo povezavo z namigovanji o tako imenovani »Evropi dveh hitrosti«. Na eni strani imamo relativno stabilne skandinavske države, ki imajo skupaj z državami centralne Evrope dokaj uravnoteženo plačilno bilanco in nizko zadolženost, drugo skupino pa predstavljajo pretežno sredozemske države. Te so za razliko od prve skupine držav izrazito nagnjene k državnemu industrijski politiki in protekcionizmu. Skupina teh držav vključuje tudi Irsko, Veliko Britanijo in Belgijo, ki so z neurejenimi plačilnimi bilancami in prezadolženostjo v preteklosti tudi že pretresale finančne trge in vzbujale pesimizem in nezaupanje v institucionalno ter fiskalno učinkovitost EU.

Vedno znova ugotavljamo, da težave, s katerimi se sooča EU, izvirajo iz gospodarskih, strukturnih, institucionalnih, fiskalnih in tržnih nepravilnosti. Slaba koordinacija držav znotraj Skupnosti omogoča, da fiskalni ukrepi ene države potencialno škodijo drugim državam članicam, prav tako pa trenutni sistem ni sposoben odpravljati različnih tržnih anomalij in nespoštovanja dogovorov, niti kršenja osnovnih Maastrichtskih konvergenčnih kriterijev, zaradi česar bo morala Evropa, vzpostaviti nov – učinkovitejši nadzor.

Evropa bi v svoji želji po izboljšanju svoje gospodarske situacije in uravnoteženju plačilne bilance morala izboljšati mednarodno konkurenčnost svojega kolektivnega gospodarstva in izpeljati nujno potrebne strukturne reforme trga dela. Problem rigidnosti trga dela v EU izhaja že iz 90-ih let prejšnjega stoletja, ko so svetovne trge preplavili ceneni kitajski proizvodi, kar je pomembno zmanjšalo izvozno konkurenčnost praktično vseh evropskih držav. Tej spremembi je kmalu sledila tudi deprecijacija evropskih valut, kar je začasno sicer izboljšalo stanja plačilnih bilanc evropskih držav, politično kompleksne strukturne probleme pa potisnilo v ozadje, kjer se je na njih enostavno pozabilo. Strukturni problem je zopet privrel na površje, ko se je zaradi ponovne apreciacije evra v zadnjih letih zmanjšalo tudi povpraševanje po evropskem izvozu s strani Kitajske in držav Bližnjega vzhoda. Razlika je zlasti v tem, da se države EU danes spopadajo z globoko gospodarsko krizo in počasno gospodarsko rastjo, ki je ponekod celo negativna. Strukturne reforme so v takšnih pogojih

³¹ Švedska sicer ni članica Evroobmočja, vendar jo omenjam, ker gre po podatkih Eurostata za edino državo EU, ki poleg že omenjene Estonije v letu 2010 izkazuje presežek. V letu 2010 je kar 21 držav članic EU izboljšalo svoje bilance kot delež v BDP glede na leto 2009, medtem ko je pet članic svoje bilance poslabšalo, ena članica EU pa ni imela sprememb.

veliko težje izvedljive, kot bi lahko bile v času gospodarske konjunktura ali pred leti, ko bi bil problem manjši oziroma bi bili eventuelne posledice obvladljivejše. Evropska gospodarstva v času globalne gospodarske krize (podobno kot Japonska) nosijo breme slabih in počasnih odločitev iz preteklosti, ki na globalni ravni kot splet vsega naštetega povzročajo poglobljanje plačilnobilančnih neravnovesij. V veliki meri je za takšno stanje kriv tudi mednarodni denarni sistem, ki državam omogoča prelaganje realizacije nepriljubljenih vendar nujno potrebnih strukturnih reform (Potočnik, 2010, str. 13; Bernake, 2005; Cooper, 2006; Dunaway, 2009; Orsmond & Cassidy, 2009).

Zaradi intenzivnega prenašanja posledic gospodarske krize na vsa evropska gospodarstva se problemi finančnega sektorja v industrijsko razvitih državah odražajo v zviševanju stroškov kapitala. Za države in njihove subjekte to pomeni vse težje dostopanje do svežih virov kapitala ter vse manjše zanimanje investorjev za kupovanje njihovih vrednostnih papirjev. Mnoge države v razvoju so v zadnjem obdobju zabeležile neto odlive portfeljskih investicij in dobičkov iz naslova direktnih tujih investicij, nekatere pa tudi delno repatriacijo kapitala. Veliki padci borznih indeksov, ki so zlasti značilni za razviti del sveta, se zato tudi vse bolj prelivajo v države v razvoju. Države se soočajo z močnim znižanjem gospodarske rasti v njihovih največjih gospodarskih partnerjih ter z naraščanjem inflacije, nekatere pa tudi z naraščajočimi plačilnobilančnimi primanjkljaji. Finančna kriza je dokaj neenakomerno prizadela posamezne regije držav, zaradi česar so uspele nekatere azijske države močno povečati svoje devizne rezerve. Te države so zato relativno dobro pripravljene na zaostrene pogoje gospodarjenja, vendar so bile v letošnjem letu prizadete zlasti z inflacijo, negativnimi pogoji menjave ter z gospodarsko stagnacijo v državah njihovega izvoza. Podatki kažejo, da so države centralne in jugovzhodne Evrope s poglobljanjem krize primerjalno bolj prizadete kot države iz drugih regij. Osnovni razlog za tolikšno razliko tiči v strukturi njihovih bančnih in finančnih sistemov ter nekaterih specifikah v njihovem poslovanju. Za večino držav v regiji je na primer značilen visok delež tujih bank v bančni strukturi, kar v bistvu pomeni, da je tudi financiranje teh sistemov iz tujine potekalo predvsem s strani matičnih bank s sedeži pretežno v zahodnoevropskih državah. Države srednje in vzhodne Evrope so v letih pred izbruhom finančne krize beležile tudi izredno močno kreditno ekspanzijo³². Čeprav so se v prvem letu po izbruhu finančne krize države v srednji in jugovzhodni Evropi dokaj uspešno zoperstavljale problemom finančne krize, so se hitro začeli pojavljati prvi znaki zaostrovanja razmer v bančnem sektorju. Zaradi zmanjšanja likvidnosti na medbančnem trgu je bil bankam materam otežen dostop do sredstev iz tega vira. Istočasno se je zaradi tveganosti povečala tudi cena denarja, kar je avtomatično pomenilo podražitev virov tudi za filiale teh bank. Znižale so se stopnje rasti kreditiranja in kreditni pogoji so se pričeli vehementno zaostrovati. V mnogih državah je prišlo do začetka padanja cen nepremičnin, to pa je samo še povečalo ranljivost bančnega sektorja. Nekatere države so se zaradi svoje visoke odvisnosti od medbančnega trga

³² Tako za kredite podjetniškemu sektorju kot tudi za kredite gospodinjstvom. Razlogi za to izvirajo tako s strani ponudbe kot s strani povpraševanja. Na strani ponudbe bančnih kreditov imamo v zadnjih letih rekordno nizke cene denarja, ki so ga banke matere lahko nudile svojim filialam v regiji, na strani povpraševanja pa je visoko rast kreditov omogočil relativno nizek nivo zadolženosti prebivalstva v regiji.

kmalu znašle v položaju, ko jim je bil prekinjen dostop do sredstev. Danes imajo mnoge države velike probleme z zagotavljanjem sredstev na medbančnem trgu, banke matere pa še toliko bolj natančno tehtajo, kako razporediti omejen obseg razpoložljivih finančnih sredstev med svoje filiale v tujini. Naslednji veliki problem reševanja evroobmočja predstavlja reševanje bančnih sistemov bogatejših držav članic. Revnejšim državam je zaradi reševanja krize in solidarnostnih paketov pomoči pričelo zmanjkovati manevrskega prostora za reševanje težav v domačem okviru. Te države so zato prisiljene iskati pomoč tudi izven svojih meja, kar je pogosto pogojeno z ekonomsko politiko. Pri preučevanju vpliva finančne krize je zato pomembno razumeti, da je za določene regije potrebno upoštevati zelo heterogene oziroma različne eksterne okoliščine. Analize jasno kažejo, da so v povprečju bolj prizadete zlasti tiste države, ki imajo velike primanjkljaje v tekočem računu plačilne bilance ter se hkrati soočajo z velikimi potrebami po novih dolžniških virih iz tujine. Dodaten problem predstavlja tudi visoka zadolženost, posebno v tujih valutah oziroma tistih, ki niso domače valute bank mater. Dostop do mednarodne likvidnosti za države s temi značilnostmi je še bolj omejen po finančnem zlomu Islandije, saj je ta primer okrepil nezaupanje mednarodnih finančnih krogov v države z močno zadolženimi bankami (Mrak, 2008).

3.1.4 Bonitetne ocene in trendi

Obeti za prihodnost držav in njihovega gospodarstva se posebno kažejo na sekundarnih finančnih trgih, ki določajo po kakšni ceni se določena država v danem trenutku lahko zadolžuje. Zaupanje v večino evropskih držav je od leta 2008 izredno hitro padalo, za nameček pa se večina držav evroobmočja sooča še z negativnim trendom, ki odvrča potencialne investitorje. Največje bonitetne hiše: Standard & Poor's, Fitch in Moody's ocenjujejo finančna tveganja za več kot sto držav, poleg aktualne bonitetne ocene posamezne države pa pripravijo poročila tudi o trendih in pričakovanjih, ki so v zadnjem obdobju pretežno negativna. Napovedi kažejo, v katero smer bonitetne hiše pričakujejo, da se bo v bližnji prihodnosti spreminjala bonitetna ocena. V skupini držav z negativnim trendom so v zadnjem obdobju države PIIGS, med »manj« problematičnimi pa tudi Slovenija.

Bonitetna ocena in napovedi bonitetnih hiš v prestrukturiranju igrajo posebno vlogo, v kateri na podlagi podatkov, programa finančnih pomoči, sprejetih ukrepov in reform ocenjujejo napredek pri reševanju finančne stiske dolžniške države. Ta ocena običajno vpliva na zaupanje potencialnih investitorjev, zato lahko bonitetne hiše posredno vplivajo celo na uspešnost prestrukturiranja ali pa vsaj pomagajo politikom pri sprejemanju težkih odločitev glede nepopularnih a potrebnih reform in omogočijo hitrejše sklepanje soglasij.

3.2 PRESTRUKTURIRANJE DOLGA DRŽAV EVROOBMOČJA

Evropska Komisija je v skladu s sklepi Sveta o vzpostavitvi različnih instrumentov Evropske unije v zvezi z dajanjem posojil tako kot vsako leto tudi leta 2011 obvestila Evropski parlament in Svet o svojem delu oziroma uporabi instrumentov za pomoč državam. To

poročilo vključuje plačilnobilančno pomoč državam članicam zunaj evroobmočja³³, makrofinančno pomoč Evropske unije tretjim državam, dejavnosti Euratoma, finančne ukrepe zaradi krize državnega dolga v evroobmočju ter povzetek dejavnosti Evropske investicijske banke (EIB) v zvezi z dajanjem in najemanjem posojil v letu 2010.

Plačilnobilančna pomoč je v obliki srednjeročnih posojil, ki jih zagotavlja Unija, sredstva pa se običajno zagotavljajo skupaj s finančnimi sredstvi iz Mednarodnega denarnega sklada in drugih večstranskih posojilodajalcev, kot so: Evropska investicijska banka, Evropska banka za obnovo in razvoj (EBRD) ali Svetovna banka, lahko pa gre za dvostransko pomoč držav članic. Potencialne upravičenke so lahko le države članice izven evroobmočja, ki imajo resne plačilnobilančne težave. Pomoč je makroekonomska, če ni povezana z namensko uporabo sredstev tako kot projektna pomoč. Vsaka pomoč se izplača le, če so izpolnjeni pogoji gospodarske politike, pri čemer je poglavitni cilj ublažitev splošnih zunanjih finančnih omejitev držav članic prejemnic in ponovna vzpostavitev plačilnobilančnega ravnovesja. Te politične pogoje sprejmeta Komisija po posvetovanju z Ekonomsko-finančnim odborom in država članica v tako imenovanem memorandumu o soglasju, ki se podpiše pred izvajanjem sporazumov o posojilih. Pomoč je namenjena izključno izvajanju prilagoditvenih ukrepov za odpravo teh težav. Preverjanje izvajanja ukrepov je ključni pogoj, ki mora biti izpolnjen za izplačilo morebitnih nadaljnjih obrokov posojil. Skupnost je kmalu po vzpostavitvi instrumenta leta 1975³⁴ sprejela več ukrepov, katerih cilj je bil podpreti plačilno bilanco držav članic, ki so posebej finančno ogrožene ali imajo finančne težave. Ti ukrepi so bili nato izvajani naslednjih dvajset let in so bili sestavljeni iz posojil, financiranih iz najemanja posojil Skupnosti. Zaradi resnosti mednarodne finančne krize (2007/2008) je bilo treba tovrstno plačilnobilančno pomoč ponovno uporabiti. Zaradi večjega števila upravičenih držav članic po širitvi in poslabšanja splošnih gospodarskih razmer v več državah članicah, se je povečala zgornja meja, ki določa pravico prejemanja posojil. Zgornja meja se je tako že decembra 2008 povečala iz 12 milijard EUR na 25 milijard EUR. Maja 2009 se je zgornja meja ponovno povečala na 50 milijard EUR. Samo Madžarski, Latviji in Romuniji je bilo skupaj od te zgornje meje dne 31. decembra 2010 odobrena pomoč v višini 14,6 milijarde EUR (Evropska Komisija, 2011, str. 2-3).

Poleg omenjene plačilnobilančne krize, s katero se soočajo nacionalne vlade, so se zaradi svetovne finančne krize in upočasnjene gospodarske rasti pomembno poslabšali pogoji najemanja posojil za večino držav članic evroobmočja. Za odpravo težav finančne krize so vlade in nacionalne centralne banke teh držav članic sprejele izjemne fiskalne in monetarne ukrepe. Evropski Svet in države članice evroobmočja so se zato maja 2010 odločili za sveženj

³³ Z Uredbo Sveta (EU) št. 407/2010 z dne, 11. maja 2010, je bil za podporo državam članicam evroobmočja vzpostavljen podoben mehanizem, tj. Evropski mehanizem za finančno stabilizacijo (EFSM), ki se v celoti financira iz proračuna EU (Evropska Komisija, 2011, str. 2).

³⁴ Uredba Sveta (EGS) št. 397/75 z dne, 17. februarja 1975, o vzpostavitvi novega mehanizma – Mehanizem posojil Skupnosti. Namen mehanizma je bil zagotovitev pomoči nekaterim državam Evropske Skupnosti pri odpravi nevzdržne neuravnoteženosti tekočih računov zaradi 1. naftnega šoka (Evropska Komisija, 2011, str. 3).

ukrepov za ohranitev finančne stabilnosti na evroobmočju in v celotni Evropi. Prav tako danes govorimo o možnosti fiskalne ureditve Unije, kar bo še dodatno povežalo države članice, njihovo odgovornost in predvsem bistveno spremenilo prihodnost vseh udeležencev. Posebno pomembna pa je tudi transformacija dolga zadolženih evropskih držav. Mnoge med njimi, ki so prejemale pomoč s strani centralne banke in širše skupnosti ali celo s strani MDS imajo danes nekaj let po začetku krize bistveno drugačno novo strukturo dolga. Privatni dolgovi so se hitro preoblikovali v javni dolg, visoka izpostavljenost do teh virov pa tudi že kaže možnost nastanka novih težav in ukrepov, ki bodo verjetno še sledili v prihodnosti.

3.2.1 Grčija

Dne, 23. aprila 2010, je grška vlada zaprosila EU in MDS za posojilo v višini 45 mrd EUR za namen pokritja nekaterih finančnih obveznosti v letu 2010. Kmalu nato je Standard & Poor's prerazvrstil grške dolgove oziroma njihovo boniteto v BB+ z nevarnostjo defolta. Na prerazvrstitev so se kapitalski trgi hitro odzvali, padla pa je tudi vrednost valute evro. Grška vlada je zato dne 1. maja 2010 naznanila vrsto varčevalnih ukrepov, ki so bili pogoj za odobritev 110 mrd EUR posojil s strani EU, ECB in MDS³⁵. Že takrat je bilo jasno, da ukrepi niso zadostni in da bo Grčija potrebovala še veliko več pomoči in časa za ureditev državnih financ. Trojka je zato oktobra 2011 Grčiji ponudila drugi sveženj pomoči v višini 130 milijard EUR, ki jih je morala Grčija upravičiti s serijo novih strožjih varčevalnih ukrepov ter prestrukturiranjem dolgov.

Ministri držav članic evroobmočja so se 2. maja 2010 soglasno dogovorili, da Grčiji zagotovijo pomoč za stabilnost v obliki dvostranskih posojil drugih držav članic evroobmočja, ki jih bo zbrala Komisija. Pomoč je bila zagotovljena v okviru triletnega skupnega programa v sodelovanju z MDS. Program je vključeval finančni sveženj v znesku 110 milijard EUR, ki naj bi prispeval k izpolnjevanju finančnih potreb Grčije in je povezan s strogimi pogoji politike³⁶, o katerih sta se z grškimi organi dogovorila Evropska komisija in MDS v tesni povezavi z Evropsko centralno banko.

Države članice evroobmočja so po tem načrtu prispevale 80 milijard EUR, poleg tega pa se je MDS z grškimi organi dogovoril še, da bo ta program podprt s tako imenovanim stand-by aranžmajem v znesku približno 30 milijard EUR. Pomembno je še dodati, da Evropska Komisija pri konkretnem posojilu Grčiji ni nastopila v vlogi posojilodajalca, niti v vlogi posojilojemalca. Je le pooblaščen za izvajanje nalog v zvezi z usklajevanjem in upravljanjem združenih dvostranskih posojil, kar je bilo natančno določeno v sporazumu med upnicami, ki

³⁵ EU, ECB in MDS sestavljajo tako imenovano »trojko« (angl. *troika*).

³⁶ Glavni pogoji politike so določeni v Sklepu Sveta z dne, 10. maja 2010, ki je bil naslovljen neposredno na Grčijo oziroma za okrepitev in poglobitev fiskalnega nadzora. Hkrati gre za poziv Grčiji naj sprejme ukrepe za zmanjšanje primanjkljaja, ki so potrebni za odpravo čezmernega primanjkljaja (2010/320/EU). Pogoji so dodatno opredeljeni v memorandumu o soglasju, sklenjenem med grškimi organi in Komisijo v imenu držav članic evroobmočja (Evropska Komisija, 2011, str. 6).

so ga 8. maja 2010 sklenile države članice evroobmočja, ki dejansko zagotovijo predmetno pomoč (Evropska Komisija, 2011, str. 6).

Čeprav s težavo, so Grki z varčevalnimi ukrepi uspeli znižati primarni primanjkljaj pred plačili obresti iz 24,7 mrd (10,6% BDP) leta 2009 na 5,2 mrd EUR (2,4% BDP) leta 2011. Stranski učinek tega hitrega ukrepanja je bila dodatna dušitev grškega gospodarstva, ki se je začela že oktobra 2008, vrhunec pa je dosegla v letih 2010 in 2011. Grški BDP se je na primer v letu 2011 zmanjšal za 6,9 %, samo industrijske panoge so tega leta končale 28,4 % nižje kot leta 2005. Število gospodarskih družb, ki so šle v stečaj, je bilo za 27 % višje kot leta 2010, zaradi česar se je močno povečala tudi brezposelnost. Nekateri ekonomisti zagovarjajo možnost izstopa Grčije iz EU oziroma vsaj iz EMU, s čimer bi se ji odprla pot do monetizacije javnega dolga. Nasprotniki te misli opozarjajo, da bi grška dramma morala močno devalvirati, v primerjavi z evrom celo preko 60 % (Landon, 2011). Mnoge finančne institucije so na tej točki opozarjale na možnost hiperinflacije, množičnih nemirov, stavk in celo državljanske vojne v Grčiji. Vse naštetu je bil zato tudi razlog, da je trojka februarja 2012 pristala na drugi sveženj pomoči v višini 130 milijard EUR, vendar pod novimi pogoji znižanja državnih izdatkov in uspešnega prestrukturiranja grškega dolga do privatnih upnikov, ki so z 85,8 % večino 9. marca potrdili 53,5 % odpis dolga oziroma zamenjavo starih obveznic z novimi, z daljšo ročnostjo in nižjimi obrestnimi merami. Nekoliko drugačen sporazum je Grčija dosegla pri obveznicah, ki jih je izdala oziroma je zanje jamčila država, vendar so bile izdane po tujem pravu. Pri teh so Atene uspele v zamenjavo prepričati upnike, ki so imeli skupno za okoli 20 milijard EUR obveznic oziroma 69,8 % skupne nominalne vrednosti vseh omenjenih obveznic. Skupno sta ta dva dogovora predstavljala kar 95,7 % oziroma 197 milijard EUR od vsega 206 milijard EUR grškega dolga do privatnih upnikov. Preostalih 4,3 % upnikov je grško finančno ministrstvo pozvalo k prostovoljni zamenjavi obveznic do 23. Marca (Finfacts Team, Markets: Germany says Greek debt restructuring presents "historic opportunity for the country"; China's annual inflation rate fell to 3.2% in February, 2012). Bonitetna hiša Fitch je zaradi sprejetih ukrepov in prestrukturiranja dolga Grčiji znižala bonitetno oceno iz C na RD (angl. *Restricted default*) oziroma razglasitev tako imenovane »omejene nesposobnosti odplačevanja dolga«. V primeru grškega odpisa 53,5 % dolga do privatnega sektorja gre za največji odpis in največje prestrukturiranje državnih dolgov v zgodovini. Grški dolg se je samo v marcu 2012 tako zmanjšal iz okoli 350 milijard EUR na okoli 240 milijard EUR, kar predstavlja nekoliko bolj razumnih 117 % grškega BDP in celo manj od pričakovanj, ki so se pred ukrepi gibala okoli 120,5 % BDP.

Zaradi množice neuspešnih pogajanj in usklajevanj Grčije z EU in MDS v preteklosti so se v javnosti večkrat odprla vprašanja povezana z Grčijo, ki namigujejo, da bankrot Grčije ostaja realna možnost, pomembno pa je tudi, ali bo v tem primeru šlo za nadzorovan ali nenadzorovan bankrot. Uspešna podpora delnega odpisa grškega dolga marca 2012 je takrat vsaj za nekaj časa ustavila tovrstne špekulacije in ugibanja, ostaja pa vprašanje, ali si Grčija še zasluži mesto v monetarni uniji. Več milijard EUR vredne pomoči, ki so grški dolg dolgo zmotno reševale kot likvidnostni problem namesto problem solventnosti, so tako v črnem

scenariju za vedno izgubljene. Grčija je bila zato v želji po ureditvi finančne situacije tudi prisiljena prestrukturirati svoj dolg. Tega se je lotila nadzorovano z novo izdajo obveznic, ki so nadomestile stare, vendar v zmanjšani vrednosti. Delni odpis dolga v tem primeru je bil zato nujen, problem nezaupanja, ki ga je ustvarila Grčija pa se prenaša tudi na ostale države³⁷, ki svoj del dolga nosijo zlasti preko bank in ECB. Posledično se hitro povečuje brezposelnost, čemur bi lahko sledili tudi množični propadi podjetij, ki ne bi več mogli dostopati do mednarodnih trgov kapitala, istočasno bi več milijard EUR vreden odpis lahko sprožil plačilno bilančne probleme tudi v ostalih državah, ki so tako ali drugače vezane na Grčijo. Kitajska se iz tega razloga že nekaj časa aktivno pogaja z Italijo, Španijo ter mnogimi drugimi evropskimi državami o delnem odkupu dolgov. Kitajska ima namreč okoli preko 3.200 milijard zunanjih rezerv, ki so nastale predvsem v mednarodni trgovini z državami EU in ZDA, dobro pa se zavedajo posledic dolžniške krize v Evropi in Ameriki in razumejo tveganja povezana z zmanjšano kupno močjo v zahodnem svetu. Tako so z delnim odkupom Ameriškega dolga v preteklosti že pokazali svojo pripravljenost reševati nekatere finančne stiske svojih poslovnih partneric. Kako bodo izkoristili svojo primerjalno prednost je morda danes težko napovedovati, bo pa odločilno, koliko zaupanja lahko povrne Evropa s hitrim in učinkovitim ukrepanjem.

3.2.2 Irska

Irska, za razliko od mnogih drugih držav evroobmočja, pred izbruhom krize 2008 ni izkazovala pretiranega zadolževanja. Njen zlom je sledil posledicam krize v bančnem sektorju, kjer je bila država preko poroštev močno izpostavljena do šestih največjih bank, ki so bile udeležene pri financiranju nepremičninskega balona. Irska je zato leta 2009 po vzoru skandinavskih držav³⁸ ustanovila svojo različico slabe banke - National Asset Management Agency (NAMA).

Zaradi hitrega poslabševanja gospodarske kondicije Irske se je močno povečala brezposelnost, plačilnobilančni presežek pa se je kmalu spremenil v ogromen primanjkljaj, vzporedno z zaostrovanjem krize pa je padala tudi bonitetna ocena države. Obrestne mere in pričakovan donos na državne obveznice se je povečeval, zato je bila država kmalu prisiljena zaprositi za pomoč EU in MDS. Irska je z dogovori pridobila več milijard evrov vredna posojila, od katerih je bil določen del rezerviran izključno za pomoč finančnemu sektorju, ki je v preteklih letih opravil milijardne izbrise svojih naložb. Skupaj s pridobljenimi sredstvi, je bila dogovorjena tudi zaveza, da bo Irska do leta 2015 proračunski primanjkljaj zmanjšala pod 3 %. Ker je bilo sčasoma jasno, da so bili prvotno načrtani cilji preveč optimistično zastavljeni, sta EU in MDS sredi leta 2011 Irski znižali obrestne mere na posojila za dobri 2 odstotni točki, podaljšala pa se je tudi ročnost posojil.

³⁷ Grčija je marca 2012 z novo izdajo delnic odpisala 53,5 % dolga, kar je za upnike nominalno predstavljalo okoli 107 milijard EUR neposredne izgube.

³⁸ Po vzoru Švedske Securum (1992 - 1997) ter Finske Omaisuuudenhoitoyhtiö Arsenal (1993 – 2003).

Vsi ukrepi skupaj z ekonomskimi reformami in zunanjo finančno pomočjo so po mnenju trojke močno pripomogli k vztrajnemu izboljšanju kondicije irskega gospodarstva. Kapitalska ustreznost bank je danes bistveno bolj primerna, javnofinančni primanjkljaj počasi, a vztrajno pada in uresničujejo se reforme, ki bi irskemu gospodarstvu lahko dvignile konkurenčnost. Uspešna ukrepanja in izvajanje reform so nagradili tudi investitorji na sekundarnih trgih, kjer je zahtevani donos na 10-letne Irske obveznice padel iz rekordnih 12% (julij 2011). Pričakuje se celo, da bo pričakovan donos do leta 2015 padel vse do 4%. Pozitivni so tudi obeti za rast izvoza in posledično rast BDP (Mason, 2011).

3.2.3 Portugalska

Ko je leta 2008 v Evropi izbruhnila kriza, je bila Portugalska med prvimi državami, ki je podlegla njenim negativnim učinkom. To se je najbolj izrazito pokazalo, ko so bonitetne hiše pohitele z občutnim zniževanjem njene bonitetne ocene, kar so investitorji na sekundarnih trgih kaznovali in zahtevali vse višji donos na njihove obveznice.

Kljub dejstvu, da je bilo portugalsko gospodarstvo zelo dovzetno za večino negativnih posledic krize, je država šele z začetkom leta 2011 zaprosila za finančno pomoč EU in MDS. Odobren jim je bil paket v vrednosti 78 milijard EUR z namenom stabiliziranja javnih financ, ki jih je v zadnjih desetletjih zaznamovala predvsem pretirana in neučinkovita državna potrošnja. Ker je bila finančna pomoč pogojena z nekaterimi odločnimi ukrepi, je država zamrznila zaposlovanja v javni upravi in začela zmanjševati število delovnih mest, zaradi česar je brezposelnost poskočila na 17,6 % (povprečna brezposelnost držav evroobmočja je 11,9 %, podatek za januar 2013, Eurostat), med mlajšimi od 25 let pa celo preseгла 37,5 %.

Portugalski reprogram in splet reform, kot jih je zahtevala trojka, vključuje zlasti vrnitev države na finančne trge, okrepitev konkurence v neproizvodnih panogah, obnova trga dela, reforma izobraževalnega sistema, poenostavitev davčnih in administrativnih postopkov ter pokojninska reforma, katero je portugalska udejanjala še pred prihodom trojke. Kljub reformam in sprejetim varčevalnim ukrepom se portugalski dolg danes še naprej naglo povečuje. Vseeno trojka njen napredek ocenjuje kot pozitiven, njeno gospodarsko situacijo pa kot razmeroma vzdržno. Enako pozitivna je tudi ocena Eurostata, ki napoveduje vrnitev gospodarske rasti Portugalske v letu 2014.

4 IZZIVI PRESTRUKTURIRANJA DOLGOV EVROOBMOČJA

Wilston Churchill je nekoč dejal, da je potrebno, ko se znajdeš v jami, prenehati kopati. Prvi in hkrati tudi najbolj očiten problem Evropske unije je v tem, da se države dolgo niso zavedale kako globoko so zabredle oziroma so do tega spoznanja prihajale bistveno prepozno. EU danes pogosto izpostavlja reformo mednarodnega denarnega sistema, si prizadeva za krepitev regulacije finančnega sistema, istočasno pa skuša omejiti volatilnost cen življenjskih

potrebščin in surovin. Prav tako naveza med Nemčijo in Francijo spodbuja in poziva k uvedbi globalnega davka na finančne transakcije.

Evropa ima danes že precej izdelane načrte in program ukrepanja zoper krizo, s katero se sooča. Kljub vsem predlogom in sprejetim ukrepom pa je opaziti skeptičnost tako na strani nekaterih držav članic Unije, kot tudi na strani tretjih držav. Strogost in povečan nadzor sama po sebi enostavno ne rešujeta evropske dolžniške krize, delno tudi zato, ker se Evropa istočasno sooča tudi s samimi posledicami gospodarske krize. Splet nesrečne trenutne gospodarske situacije praktično onemogoča normalno funkcioniranje gospodarstva, zato tudi fiskalni in monetarni učinki znotraj monetarne unije niso tako učinkoviti, kot bi morda lahko bili v drugih okoliščinah.

John Ryan (2011) trenutno krizo evroobmočja označuje kot bitko za odločitev končne odgovornosti za vse milijarde evrov dejanskih, potencialnih in oportunitetnih izgub evropskega finančnega sektorja. Ker izdaja evroobveznic in tudi preusmeritev Evropske centralne banke v posojilodajalca v sili nista enostavno usresničljivi možnosti in sta do sedaj naleteli na velike kritike, so se v EU, ECB in MDS odločili za vsako ceno braniti banke, ki so odkupovale državne obveznice. To pomeni tudi prevajanje obveznosti na davkoplačevalce, četudi to pomeni ogrožanje solventnosti posameznih držav. Zaradi vse manjše stopnje tolerance volilcev in izgube zaupanja v nacionalne vlade se tudi politiki vedejo bolj strahopetno, zaradi česar podeljujejo velike periferne vsote posojil državam, kot so Grčija, Irska in Portugalska, da bi le-te lahko vrnille svoje dolgove nemškim, francoskim in britanskim bankam. Ekonomsko najučinkovitejša rešitev bi v tem primeru verjetno bila prestrukturiranje perifernega dolga in dokapitalizacija nemških, francoskih in britanskih bank. Posledice takšnega ukrepanja bi se najverjetneje čutile predvsem v politiki, to pa je tudi razlog za dolgoletno pasivnost odgovornih. Zavračanje soočenja Grčije in njenih upnikov s posledicami morebitnega defolta zato vleče evroobmočje proti novi, morda celo hujši krizi.

Mnogo predlogov reševanja držav pred bankrotom je operativno neprimernih, zato bi lahko v primeru takšnega nepravilnega ukrepanja problem razširili tudi v druge države, na primer v Italijo. To bi v končnem smislu pomenilo padec bonitetnih ocen celo za Nemčijo, medtem ko je takšno znižanje že doletelo mnogo evropskih držav oziroma je znižanje bonitetnih ocen nekaterih držav še pričakovan dogodek. Težava držav evroobmočja ni samo brezsravno zadolževanje perifernih držav, ampak pred tem tudi neodgovorno posojanje. Vprašanje zato je, kaj lahko EU, ECB in MDS naredijo s strogimi ukrepi. Dejstvo je, da strogost v izključno problematičnih državah, kot so Grčija, Irska in Portugalska sama po sebi ne more in tudi ne bo rešila evroobmočja. Evroobmočje potrebuje dobro in učinkovito prestrukturiranje dolgov, ki bo v okviru pravnih omejitev sprejemljiv za vse države. Prestrukturiranje dolga bi moral perifernim državam omogočati zmanjševanje dolga, hkrati pa preprečiti nadaljnjo širitev v druge države. Takšno rešitev potrebujemo takoj, sicer bo sledilo nekaj bistveno hujšega od prestrukturiranja, to je krčenje evroobmočja oziroma odslovitev problematičnih držav, morda pa celo padec skupne valute – evra. To bi posledično vodilo v povečanje špekulativnega

obnašanja na finančnih trgih, saj bi se odprlo vprašanje o tem, kdaj in katera država še sledi. Države evroobmočja potrebujejo hiter načrt prestrukturiranja dolga in ga kar najhitreje realizirati. Predvideva se, da bi za periferne države bilo potrebno odpisati dobršen del dolga, da bi v razmeroma doglednem času imele možnost rešitve svoje solventnosti. Strošek prestrukturiranja in izgub bi morali nositi vsi posojilodajalci in ostali upniki. Podaljšati se mora ročnost in prestrukturirati način vračila posojil in ostalih obveznosti, priti mora do prestrukturiranja pogojev posameznih obveznosti države oziroma povedano drugače – če želijo države evroobmočja urediti in si dolgoročno zagotoviti normalno servisiranje dolgov, se morajo pričeti pogajanja o novih pogojih odplačevanja ter novih pogojih zadolževanja.

Vsak posamezen sistem, integriran v vsaki posamezni državi članici je poseben in kot je bilo že ugotovljeno, omejen z unikatnimi karakteristikami. Takšna raznolikost zato ni samo problem pri pripravi enotnega načrta reševanja in prestrukturiranja dolžniških obveznosti, pač pa tudi s stališča Evropske unije predstavlja problem vodenja enovite ekonomske politike in skupne strategije razvoja. Problem zato mnogi ekonomisti vidimo v tem, da lahko v Evropski skupnosti držav kmalu pričakujemo razkol med državami z urejenimi financami in državami, ki so prisiljene zategovati pas in slediti strogim varčevalnim ukrepom.

Dolgovi, ki so nastali zaradi nemških, britanskih in francoskih bank, ki so se z vlaganji v periferne države obnašale zelo tvegano in špekulativno, se lahko po mnenju Ryana (2011) lahko odplačajo le na štiri načine oziroma s strani štirih virov. Lahko jih odplača: a) ECB, b) banke upnice, c) državljani perifernih držav, kjer so locirane banke upnice ali d) državljani držav matičnih bank upnic. Evropa je v nekem smislu prvi dve možnosti že zavrnila, zato očitno obstajata le še dve realni možnosti. Državljani perifernih ekonomij so v nekem smislu danes že prisiljeni odplačati dolgove matičnih bank s sedežem v drugih državah. To je tudi razlog za jezo grških državljanov, vse pogostejše proteste v evropskih mestih in splošno nezadovoljstvo s politiko EU. Če bi na primer EU zahtevala poplačilo obveznosti nemških bank iz žepa nemških državljanov, bi se potem verjetno tudi oni spraševali po prednostih, ki jih prinaša EU in evro. Očitno je torej, da tako tretja kot četrta opcija za davkoplačevalce EU enostavno nista ugodni in sta zato z njihovega stališča sprejemljivi samo še prva in druga opcija. Optimalna možnost za celotno evroobmočje bi verjetno bila, da se prestrukturirajo dolgovi do držav, kot so: Irska, Grčija in Portugalska in da pride vsaj do delnega odpisa privatnega dela dolgov. Istočasno bi »zdrave« države, kot je na primer Nemčija, sprejele ukrepe, s katerimi bi se podprlo banke in sicer v smislu, da se v Evropi prepreči eventuelno novo bančno krizo. Nacionalne vlade bi pomagale bankam pridobiti svež kapital oziroma jim z garancijami omogočiti lažji odpis slabih naložb. Poseben problem bi v tem scenariju predstavljala ECB, ki je tudi močno izpostavljena do perifernih držav, zato bi se tudi sama nekako morala dokapitalizirati. ECB je tako kot EFSF³⁹ izrednega pomena pri kupovanju časa evroobmočju, vendar jima očitno primanjkuje finančne moči za pravi občutek varnosti. Evro

³⁹ Evropski mehanizem za finančno stabilizacijo (EFSM) je bil vzpostavljen 11. maja 2010 in se v celoti financira iz proračuna EU. V okviru mehanizma je državam članicam lahko na voljo finančna pomoč, ki se zagotavlja v obliki posojila ali kreditne linije.

torej zaradi pomanjkanja odločnega ukrepanja še zdaleč ni na varnem, obstaja pa tudi resna nevarnost hitrega poslabšanja finančnih pogojev oziroma možnosti, ki jih ima evroobmočje in s tem celotna EU. To lahko povzroči tako imenovani učinek domin (angl. *domino effect*) na države, kot je na primer Irska, kar hitro poslabšuje njene nadaljnje možnosti ukrepanja. Prizadeti bi na ta način lahko bili tudi Španija in Italija, širjenje problema na te državi pa bi gotovo ogrozilo tudi močnejša gospodarstva Nemčije, Francije, Združenega kraljestva in Nizozemske (Ryan, 2011).

4.1 Zasebni upniki in bančni sektor

Najpomembnejši predstavniki zasebnih upnikov so običajno banke in drugi predstavniki⁴⁰ bančnega ter finančnega sektorja. Tudi ko govorimo o konkretnih primerih, kot je Grčija in njenih pogajanjih s privatnimi upniki, bodo mediji najverjetneje pisali o pomembnih in odmevnih bankah in njenih predstavnikih.

Eventuelni delni odpis dolga držav evroobmočja bi tako najverjetneje najmočnejše prizadel prav bančni sektor. Konkretno v grškem primeru, ko je šlo za odpis v višini preko 50-odstotkov dolga in prestrukturi večjega dela dolgov, bi nadaljnje zavlačevanje le še dodatno hromilo razpoložljive možnosti, zaupanje vlagateljev v to državo in njeno prizadevnost za rešitev situacije. To je za Grčijo danes toliko bolj pomembno, saj ji je 20. marca 2012 zapadlo okoli 14,5 milijard EUR dolgov, od odpisa pa je bila takrat odvisna tudi pomoč s strani trojke.

Na mednarodni ravni so trenutno izredno aktualni tudi pogovori o tako imenovanem davku na finančne transakcije. Takšen davek bi po mnenju zagovornikov v določenih aspektih, družbi vsaj delno povrnil, kar je bilo zaradi bančnega sektorja že izgubljeno. Skeptiki po drugi strani opozarjajo na problematiko takšnega davka, ki bi lahko povzročil selitev finančnega sektorja v tretje države, v kolikor davek ne bi bil sprejet na globalni ravni.

4.2 Obveznice

Nevarnost, da se grška kriza razširi tudi na ostale države članice evroobmočja, straši potencialne investitorje in pretresa kapitalske trge. Posebna nevarnost tako preti državam, kot so Irska, Španija in Italija. Ti primeri so toliko bolj zanimivi ob upoštevanju dejstva, da je večina dolga teh držav prav do tujih upnikov (Italija je tu izvzeta). To pomeni, da potencialno poplačilo takšnim upnikom predstavlja transakcijo v tujino oziroma, da denar namenjen poplačilu upnikov, zapusti državne meje, država pa zato tudi ne more pobrati eventuelnega davka na kapitalske prihodke, ki jih imajo upniki v primeru obresti. To je tudi eden izmed razlogov, zakaj je prestrukturiranje dolga lahko za dolžniško deželo tudi koristno. Trgi so osredotočeni na javne finance držav PIIGS skupine, ki so s svojo razsipnostjo omajale

⁴⁰ Zasebne upnike v grškem primeru tako na primer zastopa združenje IIF, ki ga vodi Josef Ackermann (predsednik uprave Deutsche Bank)

mednarodni ugled Evropske skupnosti. Vsa krivda vseeno ne izvira samo iz njihovih napak, breme pa se vsekakor razprostira čez vse države članice. Ob tem bi opozoril na ključno razliko med nekaterimi majhnimi razlikami v nacionalnih dolgovih in dolgovih do tujine.

Dolg, ki ga držijo rezidenti dolžniške dežele, ima ponavadi manj škodljive posledice, saj je denar vrnjen domačemu gospodarstvu. Nasprotje temu je zunanji dolg namenjen financiranju neproizvodnih oziroma neproduktivnih izdatkov (angl. *non-productive expenditure*), saj vse obresti namenjene poplačilu takšnih dolgov le siromašijo državo.

Čeprav ima Italija tako kot Grčija absolutno previsoko stopnjo zadolženosti, je njeno neto stanje mednarodnih investicij bistveno nižje od tistih, ki jih beležijo ostale države skupine PIIGS. To pomeni, da Italija kot država plačuje svoje obresti Italijanom, ki na ta dobiček plačajo davek nazaj Italiji, zaradi česar je pozicija in plačilna dinamika Italije boljša od ostalih držav PIIGS. Davek na kapitalske dobičke je običajno plačan v državi rezidenta, zato upniške dežele, kot sta na primer Nemčija in Francija oziroma njihove vlade, služijo s prihodki iz naslova obresti. Morebitna odstopanja v tej smeri lahko kreditno pozicijo teh držav pomembno izboljša napram ostalim državam. Zunanja zadolženost je izrednega pomena za razumevanje aktualne finančne krize držav (Cabral, 2010).

Portugalska, Irska in Španija so postale evropski problem oziroma problem celotne monetarne unije prav zaradi podobne zunanje dolžniško plačilne dinamike, kot jo ima Grčija. Italija, ki ima v tem pogledu kar nekaj prednosti, je vseeno močno vezana na te ostale države, to pa povečuje možnost tako imenovanega učinka domin. Zanimivi pokazatelji so tudi tisti neposredno vezani na ceno zadolževanja določene države. Cena, ki se določa na kapitalstskih trgih ob vsaki posamezni izdaji obveznic posebej, ponavadi odraža zaupanje investorjev v kreditno sposobnost države. Tako za državo kot za investitorje je takšna cena izrednega pomena, saj na eni strani določa ceno denarja za opazovano državo, hkrati pa investitorjem signalizira stopnjo generalnega zaupanja v to državo.

4.3 Notranji in zunanji dolg držav monetarne unije

Če želimo razumeti povezavo med tema dvema vrstama dolga, moramo najprej pogledati, zakaj so dolgovi najbolj razvitih držav zunaj evroobmočja običajno smatrani kot manj ali celo netvegani (angl. *risk-free*). Dežele, ki imajo lastno valuto in izdajajo obveznice v lastni valuti praktično nikoli ne potrebujejo odpisa dolga oziroma ne padejo v defolt. V skrajnem primeru bodo take države natiskale svež denar, s katerim bodo poravnale zapadle obveznosti. S takim ravnanjem bodo sicer povzročile višjo inflacijo in celo delno osiromašile lastno prebivalstvo, vendar pa bo država s svežim denarjem sposobna poravnati svoje dolgove. Strah pred takšnim ravnanjem sicer povzroča višje obrestne mere, vendar bo premija, dodana k ceni obveznic, zgolj inflacijska in ne premija za defolt oziroma tveganje za plačilno nesposobnost, kar je s stališča upnikov pomembno ugodnejše. Stvari se zapletejo, ko prihaja do velikih bruto navzkrižnih in tujih transakcij v državi.

Visoka stopnja zadolženosti do tujine je eden poglavitnih razlogov za številne probleme držav evroobmočja. Možno je tudi, da je velik del javnega dolga v resnici v lasti tujih rezidentov (tistih, ki želijo diverzificirati svoj portfelj), čeprav država sama niti ne izkazuje neto dolga do tujine. V tem primeru imajo domači rezidenti enako veliko terjatev do tujine, država pa lahko svoje obveznosti poravnava tudi z višanjem obveznosti in davščin za tiste domače rezidente s terjatvami do tujine. Na koncu lahko država svoje domače rezidente celo prisili, da odprodajo terjatve do tujine in raje kupijo domače državne obveznice.

To stališče se je posebno pomembno pokazalo na primeru Argentine, kjer država ni imela izrazito visokega neto dolga do tujine. Privatni sektor je imel velike terjatve do tujine, medtem ko je vlada imela približno enako visoke obveznosti do tujine. Argentina na primer je bankrotirala praktično brez neto zunanjskega dolga, saj so bogati Argentinci vlagali sredstva izven države v tujino izven dosega države, revnejši pa so zaradi slabih razmer zavračali plačilo nekaterih davščin, s katerimi bi takratna vlada poplačala obveznosti do tujih vlagateljev. Država lahko takšne investicije obdavči, kadar imamo v vlogi lastnikov tujega dolga pokojninske sklade oziroma druge podobne institucije in ne gospodinjstev. Obstajajo določene omejitve, v okviru katerih mora biti tovrsten davek utemeljen, dejstvo pa ostaja, da ima vlada države z neto pozitivnim zunanjim dolgom bistveno več sredstev za servisiranje javnega dolga kot država z neto negativnim zunanjim dolgom. Prilagajanje države na domači dolg je enostavnejše tudi zaradi tega, ker denar ostaja v državi. Višje obresti za servisiranje dolga v takem primeru ne pomenijo nujno tudi spreminjanje ali omejevanje možnosti potrošnje države, pač pa višje davke za nekatere in višje dobičke za druge. V primeru, da je državni javni dolg pretežno do tujine, bodo višje obresti pomenile hitrejši odtok denarja iz države, to pa ponavadi kliče po uravnavanju trgovinske bilance države (Gros, 2011).

4.4 Nacionalna fiskalna politika

Problem nacionalnih fiskalnih politik znotraj celotnega evropskega gospodarstva je relativna neusklajenost ukrepanja. Ta nausklajenost v času krize prihaja toliko bolj do izraza, saj se vsaka sistemska pomanjkljivost v takšnih okoliščinah le še potencira, njene posledice pa dosegajo širše rezsežnosti, ki jih pred nastankom krize nismo opazili ali pa smo jih enostavno podcenjevali. Mnogi ukrepi posameznih nacionalnih vlad pogosto ovirajo posamezne druge ukrepe tudi drugih držav znotraj EU oziroma EMU. Znano je, da je za učinkovito in nadzorovano delovanje Skupnosti nujno potrebna meddržavna regulacija tudi na področju fiskalnega ukrepanja. Problem neusklajenosti se kaže tudi v konkretnem primeru sodelovanja Slovaške pri solidarnostnem programu za pomoč Grčiji. Čeprav gre pri reševanju Grčije za nekakšno gradnjo požarnega zidu, namenjenega tudi reševanju solventnih in momentalno neproblematičnih držav članic, so slovaški voditelji dolgo odlašali s sprejetjem podpore evropskega programa EFSF, katerega je moralo podpreti vseh 17 držav evroobmočja. Istočasno so problematične tudi ostale države skupine PIIGS, ki v očeh ekonomistov kljub nekaterim sprejetim ukrepom še vedno ne delujejo dovolj prepričljivo in odločno.

4.5 Težave kolektivnega ukrepanja evroobmočja

Splošno nezadovoljstvo javnosti v državah znotraj evroobmočja zadnjih nekaj let vztrajno silijo nacionalne vlade k zbiranju politične volje za izvajanje ukrepov v izogib morebitnih bankrotov držav v bodoče. K temu je še dodatno pripomogla grožnja po morebitnem propadu evro-eksperimenta. Problem enotnega ukrepanja lahko nazorno predstavimo s primerom odpisa dolgov, če se kreditorji ne morejo dogovoriti ali koordinirati pravične razdelitve odpisa. V tem primeru namreč obstaja velika možnost, da se bodo posamezni kreditorji posluževali različnih načinov izmikavanja in iskanju načinov izkoriščanja ostalih, ki bi sodelovali (Wright, 2011, str. 12).

Eden zanimivejših predlogov ureditve zadolženosti oziroma za preprečitev bodočih bankrotov držav članic evroobmočja je bil predstavljen 28. novembra 2010, ko je bilo predlagano, da vse obveznice, ki jih izdajo države članice, po letu 2013 že vključujejo klavzulo kolektivnega ukrepanja (CAC). Klavzula je bila tudi že večkrat označena kot ena izmed možnosti ureditve socialno-ekonomske in politične situacije na mednarodni ravni (Dania & García-Fronti, 2007, str. 6). Grčija je zato dne, 26. avgusta 2011, javnosti sporočila, da namerava ponuditi zamenjavo za vse že dospele obveznice, in poudarila, da bo nova obveznica tudi že vsebovala sklop novo zasnovane kolektivne klavzule ukrepanja. Za politike evroobmočja pa najbolj pereče vprašanje ostaja ravno odločitev, katera od različnih oblik klavzul kolektivnega ukrepanja naj se za vse države članice izbere, saj bi se le-te, kot rečeno, morale po njih ravnati najkasneje do leta 2013. Zanimivi so tudi trendi prestrukturiranja dolgov v okviru gospodarskih družb v primerjavi s trendi v prestrukturiranju državnih dolgov. Medtem ko je bilo stečajno pravo⁴¹ še pred nekaj desetletji zasnovano izrazito v prid dolžnika, se je v zadnjih desetletjih preoblikovalo v prid predvsem upnikov oziroma kreditorjev. Čeprav na področju prestrukturiranja državnih dolgov na mednarodnem področju ni nekega poenotenega pravnega okvirja, se nasprotno od trenda opaženega v privatnem sektorju na nivoju gospodarskih družb opaža jasen trend ščitenja interesov dolžniške dežele. Razlog za takšen razvoj pristranskosti tiči preprosto v tem, da upniki nimajo sredstev ali instrumentov, s katerimi bi lahko zadolžene dežele prisiliti k spoštovanju svojih obveznosti. Edini način, da države izpolnijo svoje finančne obveznosti, je v poenostavitvi postopka prestrukturiranja z zmanjšanjem ovir pri sami izvedbi. Te ovire najpogosteje izhajajo prav iz »Holdup« problema, to pa se ponavadi rešuje z združitvijo interesnih strank in poenotenjem sistema za vse udeležence (Bradley & Gulati, 24. oktober, 2011, str. 3, 68).

Voditelji držav članic evro skupine, zlasti Nemčije in Francije, že nekaj časa načrtujejo in iščejo nove ukrepe, s katerimi bi lahko zaobšli probleme slabe koordinacije in še slabšega nadzora. Morebitni ukrepi so zlasti aktualni, ker se države do sedaj niso mogle vedno sporazumeti pri sprejemanju mehanizma pomoči, niti si niso enotne pri odločitvah, povezanih z ustanovitvijo fiskalne unije, v katero se mora Skupnost po mnenju nemške kanclerke

⁴¹ Avtor se je nanašal zlasti na ameriško stečajno pravo (Bankruptcy Code) in tako imenovani Chapter 11.

preoblikovati. Ideja naj bi tudi bila, da bi Evropska centralna banka posodila denar za mehanizem ESFS, s katerim bi pomagali državam v težavah. S tem bi se sicer lahko izognili glasovanju v nacionalnih parlamentih, hkrati pa bi takšen ukrep po mnenju nekaterih evroskeptikov (na primer nekdanji angleški finančni minister Lamont Norman) tudi ogrozil demokratično odločanje. ECB je do sedaj že izdajala in kupovala več sto milijard evrov državnih obveznic, s čimer je nekoliko pomagala Grčiji, Portugalski, Irski, Španiji in celo Italiji, vendar, če bi te obveznice dali oceniti na trg, bi imela banka z njimi resnično ogromne izgube. Poleg tega je ECB že večkrat posojala denar različnim evropskim bankam, saj same izgubljajo vire in ne morejo pridobiti potrebnih sredstev. Ena najpomembnejših in najobčutnejših pridobitev, na katero so se ob sprejetju pozitivno odzvali tudi vsi finančni trgi, je bil dogovor kar 25 članic EU (razen VB in Češke) o sprejemu tako imenovanega fiskalnega pakta za krepitev proračunske discipline. Dogovor bo poleg ostalih sprememb od držav članic zahteval uravnotežene proračune, kar posledično pomeni, da bo moral biti letni strukturni primanjkljaj strožje in bolj nadzorovan.

Za evroobmočje je poleg problema kolektivnega ukrepanja izrednega pomena, da države prvenstveno odpravijo zlasti čezmerni primanjkljaj in pripravijo agendo za proračunsko načrtovanje za obdobje nekaj let, v kateri bodo natančno predvideni strukturni in finančni ukrepi za odpravo primanjkljaja vsake države članice. Pri tem bi rad poudaril pomembnost ekonomskih in monetarnih politik, katere bi ob tesnejšem fiskalnem sodelovanju držav morale biti usklajene in načrtovane z jasnimi cilji. To se v nekem smislu danes že dogaja s pripravo in podporo zlatemu fiskalnemu pravilu. Potrebno je postaviti realne cilje in zagotoviti njihovo uresničitev, saj bo šele takšno ravnanje evroobmočju na dolgi rok povrnilo izgubljeno kredibilnost, čemur bo sledilo zaupanje ljudi in naklonjenost investorjev. Med ukrepi je za večino držav zato potrebno predvideti tudi konkretne ukrepe za pospešitev gospodarske rasti, zmanjšanja brezposelnosti in dokapitalizacijo ali sanacijo finančnih institucij. Slabi obeti na področju bančništva namreč slabijo tudi napovedi o gospodarski aktivnosti sicer uspešnih evropskih držav, kot je na primer Nemčija, istočasno pa šibek bančni sistem lahko zavira investicije ali celo restriktivno deluje na praktično vse ostale gospodarske dejavnosti.

4.5.1 Monetizacija javnega dolga in delovanje ECB na sekundarnih trgih

Po udaru finančne krize leta 2008 so centralne banke po celem svetu začele iskati rešitve in ukrepe, ki bi zajezili škodo in povrnilo zaupanje v finančni sistem. Mnoge med njimi so se zatekle k finančni in likvidnostni pomoči »zamrznjenemu« bančnemu sektorju. Evropska centralna banka je 14. maja 2010 pričela s programom odkupovanja obveznic – tako imenovani: *Securities Market Programme* (SMP), ki ji omogoča začasno trgovanje z evro-državnimi obveznicami.

Za to potezo se je ECB odločila zaradi izrednih okoliščin na finančnih trgih, katere zaznamujejo različne napetosti določenih tržnih segmentov. Ti ovirajo transmisijski mehanizem denarne politike in s tem učinkovito izvajanje politike, ki je usmerjena k

srednjeročni stabilnosti cen. To odpira vprašanje, če je takšen program sploh v skladu s Pogodbo o Evropski uniji, ki s strani ECB ali nacionalnih centralnih bank zavrača kakršnokoli možnost odkupovanja državnih obveznic. Henrik Jensen (4. marec 2011) ugotavlja, da ECB ne želi, da bi SMP javnost prepoznala kot monetizacijo javnega dolga določenih držav, zaradi česar tudi poudarja, da program ne bo povzročil likvidnostnih težav ali za sabo pustil drugih pomembnejših posledic. Čeprav SMP po samem obsegu morda res ni smatran kot obsežen program, je ob primerjavi s sredstvi v bilanci stanja ECB opaziti precejšnje povečanje deleža, ki predstavlja prav državne obveznice. Vsota državnih obveznic se je samo od aprila do decembra 2010 povečala za približno 82 milijard EUR, struktura bilanc pa tudi postaja vse bolj tvegana. Očitno je, da početja ECB ne moremo več označevati samo s pojmom monetarna politika, pač pa se vse več ukvarja tudi z neposredno kreditno politiko (Jensen, 2011).

Problem, na katerega opozarja dr. Henrik Jensen, se nanaša zlasti na nevtralnost ECB, ki se je zavezala, da se ne bo vmešavala v nacionalno politiko držav članic evroobmočja. Kakršnakoli izpostavljenost ECB do posamezne države bi lahko ogrozila njen osnovni cilj, ki je ohranjati stabilnost cen, zato je bilo vsako poseganje ECB na sekundarne trge pred krizo smatrano kot nemogoče oziroma nesprejemljivo.

ECB spremlja tudi nakupe dolžniških instrumentov, katerih izdajatelj je domači javni sektor ali javni sektorji drugih držav članic EU in ki jih na sekundarnem trgu opravijo centralne banke EU. V skladu z Uredbo Sveta (ES) št. 3603/93 se z nakupi dolžniških instrumentov javnega sektorja na sekundarnem trgu ne sme zaobiti cilja člena 101 Pogodbe, ki prepoveduje kupovanje z namenom posrednega financiranja javnega sektorja (Scheller, 2006, str. 72).

101. člen Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti pravi: "Prepovedane so prekoračitve pozitivnega stanja na računu ali druge oblike kreditov pri ECB ali pri centralnih bankah držav članic (v nadaljnjem besedilu „nacionalne centralne banke“) v korist institucij ali organov Skupnosti, institucionalnih enot centralne, regionalne ali lokalne ravni države ter drugih oseb javnega prava ali v korist javnih podjetij držav članic. Prav tako je prepovedano, da bi ECB ali nacionalne centralne banke neposredno od njih kupovale dolžniške instrumente."

Za potrebe odpravljanja posledic krize in prestrukturiranja evropskih dolgov je izrednega pomena prav sodelovanje fiskalne politike in nacionalnih vlad v sodelovanju s predstavniki monetarne politike, kot so ECB in nacionalne centralne banke. Prepričan sem, da se lahko preko sodelovanja obeh strani bistveno hitreje izvijemo iz aktualne gospodarske, plačilnobilančne in tudi politične krize, saj bi bilo v mnogih pogledih morebitno vztrajanje na starih tirnicah lahko pogubno za države evroskupine, ki bi bile obsojene na reševanje posledic izključno z rigidnimi fiskalnimi politikami. Za preživetje je še vedno bistvena prav prilagodljivost, zato je preoblikovanje sistema (četudi samo začasno) v smer, ki omogoča sodelovanje in pomoč s strani ECB, pri reševanju težav povsem sprejemljivo. Kako bo takšna sprememba vplivala na delovanje ECB po končani krizi in ali se bo njena vloga še bolj

približala tisti, kot jo ima FED v ZDA, pa bo pokazal čas. Morda je prav to začetek Združenih držav Evrope, vendar je to v končnem smislu bolj politično kot ekonomsko vprašanje.

SKLEP

Evroobmočje se je znašlo na enem najpomembnejših razpotjih svojega časa. Odločitev o ukrepanju, reševanju in spreminjanju obstoječega sistema bo zato zaznamovala prihodnji razvoj celotne monetarne in Evropske unije. Gospodarska, finančna, politična in plačilnobilančna kriza so dodobra načele zaupanje ljudi v njeno sposobnost obstoja v obliki, kot smo jo poznali do trenutka krize. Predvsem države iz skupine PIIGS, od katerih še posebno izstopa Grčija, nujno potrebujejo rešitev, ki bi lahko hitro odpravila posledice pretirane zadolženosti. Luč na koncu tunela je nujno potrebna zaradi vzbujanja zaupanja domače javnosti v reforme in zaradi tujih investitorjev, ki ob aktivni gospodarski politiki s povečanjem investicij neposredno vplivajo na pritok novih virov kapitala in odprtje ter reševanje delovnih mest v posameznih državah.

V svojem magistrskem delu sem predstavil prestrukturiranje državnih dolgov kot eno izmed možnih rešitev prezadolženih držav. Gre namreč za preizkušen in relativno hiter instrument zmanjšanja zadolženosti, ki dolžniški deželi omogoča povrnitev zaupanja in ponovno rast gospodarstva. Kako bo proces prestrukturiranja izveden v praksi ne moremo posplošiti na vsak primer, saj gre za sodelovanje različnih skupin upnikov, potencialnih investitorjev, organizacij in držav, okoliščine pa se običajno tudi pomembno razlikujejo od primera do primera. Individualne karakteristike in okoliščine neke države v določenem času se običajno razlikujejo, zato tudi ukrepi in reforme v različnem času in okoliščinah niso nujno enako učinkovite.

Prestrukturiranje dolgov zadolženi državi nudi čas, sredstva, pomoč in nadzor nad odplačilom in uravnoteženjem svojih financ. Pogosto so prav tuji upniki tisti, ki zadolženo državo prisilijo v ukrepanje, ki jih domača politika v preteklosti morda nikoli niti ne bi mogla uvesti brez zunanega pritiska. Prestrukturiranje je pogosto tudi dobro zagotovilo, da se bo dolg hitreje zmanjšal, kar dolžniški deželi lahko prihrani ogromno sredstev in časa ter ohrani zdravi del gospodarstva in njegovo aktivnost. Takšno ukrepanje lahko posredno tudi močno pripomore k rešitvi mednarodne konkurenčnosti, ki bo že tako skoraj zagotovo plačala visoko ceno prestrukturiranja dolgov in padec zaupanja v plačilno sposobnost države. Preprečitev bankrota države je hkrati tudi rešitev vsaj dela terjatev upnikov. Čeprav prestrukturiranje pogosto spremlja delni odpis dolga, ki je pogosto najvišja žrtev upnikov, je v njihovem osebнем interesu, da iz slabe naložbe rešijo vsaj del svojih terjatev. Nadzorovani bankrot je zato običajno ljubša izbira vseh strank v postopku, saj pogosto obstaja velika vrzel med verjetnostjo poplačil upnikom v enem in drugem scenariju. Morda najpomembnejša prednost prestrukturiranja dolga leži v tem, da se dolžniška država tekom celotnega postopka reorganizira, vzpostavi dolgoročno stabilno finančno politiko ter svojemu gospodarstvu postavi nove temelje za preživetje.

Države evroobmočja morajo zato v naslednjih letih prvenstveno odpraviti čezmerni primanjkljaj in pripraviti agendo za proračunsko načrtovanje za obdobje vsaj nekaj let, v kateri se bo natančno predvidelo strukturno in finančno ukrepanje za odpravo primanjkljaja. Zagotoviti je potrebno doseganje vmesnih ciljev primanjkljaja in dosledno obveščanje javnosti o načrtih ter realizaciji ukrepov, s čimer se vzpostavlja zaupanje potencialnih investorjev. Med ukrepi je potrebno predvideti zlasti ukrepe za pospešitev gospodarske rasti, zaposlovanja in dokapitalizacijo ali sanacijo finančnih institucij.

Pokazal sem, da težave, s katerimi se sooča EU, izvirajo iz gospodarskih, strukturnih, institucionalnih, fiskalnih in tržnih nepravilnosti. Slaba koordinacija držav znotraj evroobmočja omogoča prelivanje fiskalnih ukrepov med državami. Dodatno sem pokazal, da trenutni sistem ni sposoben odpravljati različnih tržnih anomalij in nespoštovanja dogovorov, niti ko gre za kršenje osnovnih Maastrichtskih konvergenčnih kriterijev. Evropa mora zato, če želi obstati, vzpostaviti nov in predvsem učinkovitejši nadzor izpolnjevanja njenih zavez in dodati nove, ki bodo preko kolektivnega ukrepanja v bodoče še tesneje povezovale njene članice. Takšna ukrepanja so na primer uveljavitev »zlatega fiskalnega pravila«, ustanovitev EFSF in eventuelna izdaja evroobveznic ter uveljavitev davka na finančne transakcije. Enako pomembni ukrepi prihajajo tudi s strani ECB, med katerimi moramo posebej poudariti monetizacijo javnega dolga nekaterih držav.

Čeprav je takšno ukrepanje v nekaterih pogledih sporno, kot je na primer sodelovanje centralne banke na sekundarnih trgih, je po drugi strani morda nujno potrebno. Ukrepanje s strani nosilcev monetarne politike omogoča evroobmočju izredno hitro ukrepanje in celo nudi neposredno pomoč nekaterim najpomembnejšim evropskim državam, kot sta Italija in Španija. Nekoliko drugačno situacijo ima v tem primeru Grčija. Čeprav je marca 2012 odpisala 53,5 % svojega dolga, je njena finančna situacija še vedno nevzdržna. Pomoč tako imenovane »trojke« ji omogoča postopno prestrukturiranje in reformiranje celotnega sistema. Preko odpisov dolga, refinanciranja dolgov, prestrukturiranja obstoječih posojil, aktualnih reform gospodarstva in spremembe nekaterih ključnih elementov zaposlovanja ter upokojevanja se Grčiji morda odpira možnost za prebroditev težav.

Čeprav je John Ryan (2011) trenutno krizo evroobmočja označil kot bitko za odločitev končne odgovornosti za vse milijarde evrov dejanskih, potencialnih in oportunitetnih izgub evropskega finančnega sektorja, mislim, da iskanje krivca niti ni tako pomembno. Ključno mora biti iskanje pravega načina popravila škode in preprečitev podobnih napak v bodoče. Način prestrukturiranja državnih dolgov se jasno spreminja in tudi za evroobmočje se zdi primer grškega SDRM, ki preko pogojevanja odobrava nove tranše za poplačilo zapadlih dolgov, pravi sistem dolgoročneje ureditve državnih financ.

LITERATURA IN VIRI

1. Batra, A. (2002). *Sovereign Debt Restructuring*. Occasional policy paper (str. 1-16). New Delhi: India Habitat Centre, Lodi Road.
2. Beattie, A. (2009, 23. maj). Argentina: The superpower that never was. *Financial times*. Najdeno 21. septembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/778193e4-44d8-11de-82d6-00144feabdc0.html#axzz2QzJXDWr2>
3. Bernake, B. S. (2005). *The Global Saving Glut And The US Current account Deficit*. Richmond: Virginia Association of Economics.
4. Birdsall, N. (2002). What went wrong in Argentina?. Najdeno 10. avgusta 2011 na spletnem naslovu http://www.cgdev.org/doc/commentary/focalpoint_argcrisis.pdf
5. Borensztein, E., & Panizza, U. (2008). *The Costs of Sovereign Default*. (str. 5-6, 41-47). IMF Working Paper. Washington, D.C.: IMF.
6. Bradley, M., & Gulati, M. (2011, 24. oktober). Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis. First Draft. *Social Science Research Network*. Najdeno 10. marca 2013, na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1948534
7. Cabral, R. (2010, 8. maj). The PIGS' external debt problem. *VOX*. Najdeno 12. decembra 2011, na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5008>
8. Celan, J. (2006). *Mednarodni denarni sklad in oblike pomoči njenim članicam* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko – poslovna fakulteta Maribor.
9. Cibils, A. (SOZ). (2010, 13. julij). A New World of Citizen Action, Analysis, and Policy Options. *Greek Left Review*. Najdeno 25. avgusta 2012 na spletnem naslovu <http://greekleftreview.wordpress.com/2010/07/13/a-new-world-of-citizen-action-analysis-and-policy-options/>
10. Cooper, R. N. (2006). *Understanding Global Imbalances*. Boston: Federal Reserve bank of Boston.
11. Dania, T., & García-Fronti J. (2007). Good Faith in Sovereign Debt Restructuring The Evolution of an Open Norm in Localised Contexts?. WEF Working Paper Series. World Economy & Finance Research Program. *Social Science Research Network*. Najdeno 10. marca 2013, na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1026248
12. Darvas Z. (2011). *Debt restructuring in the euro area: a necessary but manageable evil?*. Bruselj: Evropski parlament.
13. Dey, J. (2008). *Sovereign Debt Reconstructing. Search for an Optimum Voting Treshold*. Warwick: University of Warwick.
14. Dodd, R. (2002). Sovereign Debt Restructuring. Derivative Study Center. *The Financier*, 9(1-4), str. 1-5.
15. Dunaway, S. (2009). *Global Imbalances and the Financial Crisis*. New York: Council on Foreign Relations.

16. Evropska Komisija (2011). *Poročilo Komisije Evropskemu parlamentu in Svetu o dejavnostih Evropske unije v zvezi z najemanjem in dajanjem posojil v letu 2010*. Bruselj: Evropska Komisija.
17. Eurostat. (2012). Provision of deficit and debt data for 2011. Najdeno 31. maja 2012 na spletnem naslovu <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=STAT/12/62&>
18. Eurostat. (b.l.). General government gross debt - annual data. Najdeno 27. julija 2011 na spletnem naslovu <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=teina225&tableSelection=1>
19. Eurostat. (b.l.). Structure of government debt. Najdeno 11. januarja 2012 na spletnem naslovu http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Structure_of_government_debt
20. Finfacts Team. (2012, 9. marec). *Markets: Germany says Greek debt restructuring presents "historic opportunity for the country"; China's annual inflation rate fell to 3.2% in February*. Finfacts. Najdeno 11. marca 2012 na spletnem naslovu http://www.finfacts.ie/irishfinancenews/article_1024051.shtml
21. Friedman, I. S. (1983). *The World Debt Dilemma: Managing Country Risk*. Washington: Council for International Banking Studies.
22. Gros, D. (2011, 24. maj). External versus domestic debt in the euro crisis. VOX. Najdeno 12. decembra 2011, na spletnem naslovu <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6550>
23. Hornbeck, J. F. (2004). Argentina's Sovereign Debt Restructuring. *CRS Report for Congress*. Congressional Research Service. The Library of Congress. Najdeno 12. maja 2012, na spletnem naslovu <http://www.policyarchive.org/handle/10207/bitstreams/2252.pdf>
24. International Monetary Fund. (1999). The IMF's Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF): Is It Working?. Najdeno 28. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/esaf/exr/index.htm>
25. International Monetary Fund. (2006). Cross-Country Experience with Restructuring of Sovereign Debt and Restoring Debt Sustainability. Prepared by the Policy Development and Review Department In consultation with other departments. Najdeno 5. junija 2011 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/082906.pdf>
26. International Monetary Fund. (b.l.). IMF Data Mapper. Najdeno 13. aprila 2012 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>
27. Jensen, H. (2011). ECB, SMP, ETC. Who pays for what?. *hjeconomics: The Blog*. Najdeno 7. avgusta 2011 na spletnem naslovu: <http://blog.hjeconomics.dk/2011/03/04/ecb-smp-etc-who-pays-for-what/>
28. Jovanović Musić, E. (2007). *Učinkovitost odpisa dolgov v pospeševanju razvoja (primer Afrike)* (diplomska naloga). Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.

29. Keenan, S. C. et. al. (2000). *Moody's Approach to Evaluating Distressed Exchanges*. Najdeno 12. julija 2011 na spletnem naslovu http://www.moodyskmv.com/research/files/wp/distressed_exch.pdf
30. Kentaro, T. (2002). *The problem of sovereign debt restructuring: How can we deal with Holdout problem legally?*. Harvard Law School. International Finance Seminar. Najdeno 27. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/sp45.pdf>
31. Krueger, A. O. (2002). *A New Approach To Sovereign Debt Restructuring*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
32. Landon, T. Jr. (2011, 12. december). *Pondering a Dire Day: Leaving the Euro*. *The New York Times*. Najdeno 15. Decembra 2011 na spletnem naslovu: http://www.nytimes.com/2011/12/13/business/global/a-greek-what-if-draws-concern-dropping-the-euro.html?_r=2&hp
33. Leipold, A. (2011, 3. maj). *Thinking the Unthinkable: Lessons from Past Sovereign Debt Restructurings*. *The Lisbon Council e-brief*, 11, str. 1-12.
34. Lindert, H. P., & Morton, J. P. (1989). *How Sovereign Debt Has Worked*. Najdeno 27. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/chapters/c8987.pdf>
35. Mason, D. (2011, 2. september). *Ireland set for strong recovery after bail-out*. *Public service Europe*. Najdeno 20. februarja 2013 na spletnem naslovu <http://www.publicserviceeurope.com/article/790/ireland-set-for-strong-recovery-after-bail-out>
36. Micossi, S. et al. (2011, 15. marec). *On the tasks of the European Stability Mechanism*. *VOX*. Najdeno 15. Decembra 2011 na spletnem naslovu: <http://www.voxeu.org/article/tasks-european-stability-mechanism>
37. Mrak, M. (1987). *Svetovni Jug v pasti dolgov: Medsebojno finančno sodelovanje dežel v razvoju v osemdesetih letih* (1. natis). Ljubljana: Delavska enotnost.
38. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta. GV Založba.
39. Mrak, M., & Rojec, M., & Silva-Jáuregui, C. (2004). *Slovenia: From Yugoslavia to the European Union*. Washington D.C.: World Bank.
40. Mrak, M. (2004). *Vloga denarnega sklada pri reševanju finančnih kriz*. *Naše gospodarstvo*, 5 (6), 57-62.
41. Mrak, M. (2008). *Vpliv zaostrovanja finančne krize na države centralne in jugovzhodne Evrope*. NLB Skupina. Najdeno 10. Avgusta 2011 na spletnem naslovu <http://www.nlb.si/kazipot43-vpliv-zaostrovanja-financne-krize>
42. Orsmond, D., & Cassidy, J. (2009). *Patterns and Trends in Global Saving and Investment Ratios*. Sydney: Reserve Bank of Australia.
43. Paulus, C. G. (2011). *A Standing Arbitral Tribunal as a Procedural Solution for Sovereign Debt Restructurings; Sovereign Debt and the Financial Crisis: Will This Time Be Different?*. (str. 317-327). Washington, D.C.: The World Bank.
44. Poljko, G. (2007). *Vloga IMF pri reševanju finančnih kriz v zadnjih dveh desetletjih* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor.

45. Potočnik, Č. (2010). *Poglobljanje globalnih plačilnobilančnih neravnotežij: resen ali samo navidezen problem* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
46. Prinčič, J., & Borak, N. (2006). *Iz reformo v reformo: Slovensko gospodarstvo 1970-1991*. Ljubljana: Fakulteta za družbene vede.
47. Roubini, N., & Setser, B. W. (2003, 9. marec). Improving the Sovereign Debt Restructuring Process. Problems in Restructuring, Proposed Solutions, and a Roadmap for Reform. *Cauncil on Foreign Relations*. Najdeno 20. decembra 2012 na spletnem naslovu <http://www.cfr.org/economics/improving-sovereign-debt-restructuring-process-problems-restructuring-proposed-solutions-roadmap-reform/p5706>
48. Ryan, J. (2011). Debt restructuring 'feasible and necessary'. PS Public service Europe. Najdeno 20. decembra 2011, na spletnem naslovu <http://www.publicserviceeurope.com/article/1282/debt-restructuring-feasible-and-necessary>
49. Scheller, H. K. (2006). Evropska centralna banka: Zgodovina vloge in naloge. Najdeno 2. julija 2011 na spletnem naslovu <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006sl.pdf>
50. Sjekoča, M. (1997). Argentinske stranpoti. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.markosj.net/Argentina.htm>
51. Sjekoča, M. (2002a). Kako svet in Argentinci vidijo gospodarsko krizo I. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.markosj.net/argkriza1.htm>
52. Sjekoča, M. (2002b). Recept za gospodarsko krizo. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.markosj.net/recept_za_krizo.htm
53. Sjekoča, M. (2003a). Pričenja razreševanje argentinskega zunanjskega dolga. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.markosj.net/argdolg1.htm>
54. Sjekoča, M. (2003b). Pričenja razreševanje argentinskega zunanjskega dolga 2. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.markosj.net/argdolg2.htm>
55. Sjekoča, M. (2003c). Kako svet in Argentinci vidijo gospodarsko krizo II. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.markosj.net/argkriza2.htm>
56. Sjekoča, M. (2003d). Kako svet in Argentinci vidijo gospodarsko krizo III. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.markosj.net/argkriza3.htm>
57. Sjekoča, M. (2003e). Špekulacije v argentinskem finančnem sistemu. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.markosj.net/spekulacije.htm>
58. Sjekoča, M. (2004). Priložnosti slovenskega gospodarstva v Latinski Ameriki. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu <http://www.markosj.net/priloznosti.htm>
59. Sjekoča, M. (2005a). O posledicah prestrukturiranja argentinskega zunanjskega dolga. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.markosj.net/prestrukturiranje_dolga2.htm
60. Sjekoča, M. (2005b). Prestrukturiranje argentinskega zunanjskega dolga bodo plačali vsi. Najdeno 15. februarja 2011 na spletnem naslovu http://www.markosj.net/prestrukturiranje_dolga1.htm
61. Stanovnik, J. (1985). *Svet v dolgovi in mednarodni monetarni sklad*. Ljubljana: Državna založba Slovenije.

62. Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2006). Debt defaults and lessons from a decade of crises. Sovereign Defaults and Debt Restructurings: Historical Overview. Najdeno 10. maja 2011 na spletnem naslovu <http://mitpress.mit.edu/books/chapters/0262195534chapm1.pdf>
63. Šumić, O. (2006). *Vloga Mednarodnega denarnega sklada v času krize* (diplomsko delo). Maribor: Ekonomsko-poslovna fakulteta.
64. Weisbrot, M., & Baker, D. (2002). What happened to Argentina?. Najdeno 10. avgusta 2011 na spletnem naslovu: http://www.cepr.net/documents/publications/argentina_2002_01_31.pdf
65. Waibel, W. M. (2003). Sovereign Debt Restructuring. (Disertantenseminar aus Völkerrecht). Najdeno 5. junija 2011 na spletnem naslovu http://spl.univie.ac.at/fileadmin/user_upload/int_beziehungen/Internetpubl/waibel.pdf
66. Wright, L. J. M. (2011). The Theory of Sovereign Debt and Default. Najdeno 5. junija 2011 na spletnem naslovu http://www.econ.ucla.edu/mlwright/research/workingpapers/Globalization_Handbook_Chapter.pdf

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Slovar.....	1
Priloga 2: Uporabljene kratice in akronimi	2
Priloga 3: Argentinski dolg od 1990 do 2001 (podatki k sliki 3).....	3
Priloga 4: Javni dolg izražen v % BDP od 2008 do 2011 (podatki k sliki 4)	4
Priloga 5: Deficit izražen v % za države Evroobmočja, od 2008 do 2011 (podatki k sliki 5)...	5

Priloga 1: Slovar

sovereign default – bankrot države
bail out – finančna pomoč, ki jo zahteva plačilno nesposobna država
balanced-budget-rule – pravila izravnane proračuna
treasury – državna zakladnica
seignorage – seniorat
par value – osnovna vrednost
contractual Approach – pogodbeni pristop
statutory Approach – obvezujoč pristop
collective representation – klavzula Kolektivnega zastopanja
majority voting – klavzula Večinskega glasovanja
Sharing clauses – Delitvena klavzula
non acceleration – klavzula Brez pospeška
default – defolt oziroma plačilna nezmožnost, bankrot
holdup problem – problem priklenitve
FX borrowers – tisti, ki si denar izposojajo v tujini
a code of conduct – Kodeks ravnanja
new disclosure principles – Nova načela razkritij
an outline for how to move from imminent default to a successful restructuring – Načrt prehoda iz plačilne nesposobnosti do uspešnega prestrukturiranja dolga
realistic expectations about inter-creditor equity – Realna pričakovanja enakosti med upniki
clauses in new bonds – Klavzule v novih obveznicah
coercive pre-emptive – prisilno prednostno
risk-free – netvegano
lending boom – posojilni bum
a permanent sovereign claims registry – register državnih terjatev

Priloga 2: Uporabljene kratice in akronimi

BDP – Bruto domači proizvod

CAC – Klavzula kolektivnega ukrepanja (angl. *Collective Action Clauses*)

CDO – Zadolžnice, zavarovane z dolgom (angl. *Collateralized Debt Obligations*)

DRF – Mednarodna institucija za razreševanje sporov (angl. *Dispute Resolution Forum*)

EBRD – Evropska banka za obnovo in razvoj (angl. *European Bank for Reconstruction and Development*)

ECB – Evropska centralna banka

EFSM – Evropski mehanizem za finančno stabilizacijo

EFSF – Evropski instrument za finančno stabilnost

EIB – Evropska investicijska banka

EMU – Evropska monetarna unija

EU – Evropska Unija

EWS – Sistem opozarjanja na dolžniške težave (angl. *Early-Warning System*)

FED – *Federal reserves* (ameriške zvezne rezerve)

IDRA – Mednarodna agencija za prestrukturiranje državnih dolgov (angl. *International Debt Restructuring Agency*)

MDS – Mednarodni denarni sklad (angl. IMF – *International Monetary Found*)

NIC – na novo industrializirane države (angl. *newly industrialized country*)

NAMA – National Asset Management Agency PDEU – Pogodba o delovanju Evropske unije

PIIGS – Portugal, Irland, Italy, Greece, Spain

SB – Svetovna banka (angl. WB – *World Bank*)

SDR – Posebne pravice črpanja (angl. *Special Drawing Rights*)

SDRM – Suvereni mehanizmi prestrukturiranja dolgov

SMP – Program odkupovanja obveznic (angl. *Securities Market Programme*)

ZDA – Združene države Amerike

Priloga 3: Argentinski dolg od 1990 do 2001 (podatki k sliki 3)

Argentinski dolg od 1990 do 2001 (v milijardah USD)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Obveznice	8,406	7,378	11,292	41,926	47,421	58,341	68,841	74,054	78,212	85,804	93,079	97,315
Obveznice v %	14,60	12,50	19,20	65,80	65,70	66,50	70,90	73,20	69,60	70,40	72,70	67,40
IFI	8,222	7,962	7,104	10,501	11,894	15,384	16,367	16,790	19,122	20,311	21,764	32,362
IFI v %	14,30	13,50	12,10	16,50	16,50	17,50	16,90	16,60	17,00	16,70	17,00	22,40
Bilateralen dolg	8,159	8,816	9,001	9,559	10,731	11,614	10,162	8,104	7,455	5,918	4,561	4,477
Bilat. dolg v %	14,20	15,00	15,30	15,00	14,90	13,20	10,50	8,00	6,60	4,90	3,60	3,10
Poslovne banke	30,944	32,874	30,265	1,180	1,567	1,816	1,452	1,423	3,646	5,029	2,461	2,015
Posl. banke v %	53,70	55,90	51,50	1,90	2,20	2,10	1,50	1,40	3,20	4,10	1,90	1,40
Ostali upniki	1,851	1,811	1,083	0,580	0,587	0,617	0,283	0,731	3,923	4,815	6,153	8,283
Ostalo v %	3,20	3,10	1,80	0,90	0,80	0,70	0,30	0,70	3,50	4,00	4,80	5,70
SKUPAJ	57,582	58,841	58,745	63,745	72,200	87,772	97,105	101,101	112,358	121,877	128,018	144,453

Priloga 4: Javni dolg izražen v % BDP od 2008 do 2011 (podatki k sliki 4)

Javni dolg izražen v % BDP od 2008 do 2011

država	2008	2009	2010	2011
Evroobmočje	70,1	79,3	85,1	87,4
Avstrija	63,8	69,5	71,9	72,2
Belgija	89,3	95,8	96,0	98,0
Ciper	48,9	58,5	61,5	71,6
Estonija	4,5	7,2	6,7	6,0
Finska	33,9	43,5	48,4	48,6
Francija	68,2	79,2	82,3	85,8
Grčija	113,0	129,4	145,0	165,3
Irska	44,2	65,1	92,5	108,2
Italija	105,7	116,0	118,6	120,1
Luksemburg	13,7	14,8	19,1	18,2
Malta	62,3	68,1	69,4	72,0
Nemčija	66,7	74,4	83,0	81,2
Nizozemska	58,5	60,8	62,9	65,2
Portugalska	71,6	83,1	93,3	107,8
Slovaška	27,9	35,6	41,1	43,3
Slovenija	21,9	35,3	38,8	47,6
Španija	40,2	53,9	61,2	68,5

Priloga 5: Deficit izražen v % za države Evroobmočja, od 2008 do 2011 (podatki k sliki 5)

Deficit izražen v % za države Evroobmočja od 2008 do 2011

država	2008	2009	2010	2011
Evroobmočje	-2,1	-6,4	-6,2	-4,2
Avstrija	-0,9	-4,1	-4,5	-2,6
Belgija	-1,0	-5,6	-3,8	-3,7
Ciper	0,9	-6,1	-5,3	-6,3
Estonija	-2,9	-2,0	0,2	1,0
Finska	4,3	-2,5	-2,5	-0,5
Francija	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2
Grčija	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1
Irska	-7,3	-14,0	-31,2	-13,1
Italija	-2,7	-5,4	-4,6	-3,9
Luksemburg	3,0	-0,8	-0,9	-0,6
Malta	-4,6	-3,8	-3,7	-2,7
Nemčija	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0
Nizozemska	0,5	-5,6	-5,1	-4,7
Portugalska	-3,6	-10,2	-9,8	-4,2
Slovaška	-2,1	-8,0	-7,7	-4,8
Slovenija	-1,9	-6,1	-6,0	-6,4
Španija	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5