

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

MAGISTRSKO DELO

**MEDNARODNI DENARNI SKLAD IN NJEGOVA VLOGA V
RAZREŠEVANJU MEDNARODNIH FINANČNIH KRIZ**

Ljubljana, junij 2006

DAMJAN STRUNA

IZJAVA

Študent DAMJAN STRUNA izjavljam, da sem avtor tega magistrskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. MOJMIRJA MRAKA, in skladno s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim objavo magistrskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 01.06.2006

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

1. UVOD	1
2. KLASIČNA TEORIJA NACIONALNEGA IN MEDNARODNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	3
2.1. KLASIČNA TEORIJA NACIONALNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	3
2.2. KLASIČNA TEORIJA MEDNARODNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	9
3. EVOLUCIJA MDS IN NJEGOVE FUNKCIJE ZAGOTAVLJANJA MEDNARODNE LIKVIDNOSTI	10
3.1. USTANOVITVENA KONFERENCA V BRETTON-WOODSU	10
3.1.1. PREDLOG VELIKE BRITANIJE (JOHN MAYNARD KEYNES).....	11
3.1.2. PREDLOG ZDA (HARRY WHITE).....	13
3.2. DELOVANJE MDS V OKVIRU BRETTON-WOODSKEGA SISTEMA (1945-1973)	15
3.3. DELOVANJE MDS PO RAZPADU BRETTON-WOODSKEGA SISTEMA (1973- 1995)....	20
4. MDS IN FINANČNE KRIZE 90. LET	25
4.1. PREGLED FINANČNEGA UDEJSTVOVANJA MDS PO POSAMEZNIH KRIZAH	25
4.2. KLJUČNI NAUKI FINANČNEGA UDEJSTVOVANJA MDS V KRIZAH 90. LET	34
5. VLOGA MDS V RAZREŠEVANJU PRIHODNIH MEDNARODNIH FINANČNIH KRIZ	38
5.1. PROBLEM MORALNEGA HAZARDA	40
5.1.1. »POSREDNI MORALNI HAZARD«.....	41
5.1.2. »NEPOSREDNI MORALNI HAZARD«.....	49
5.2. KOMPLEKSNOST PROBLEMATIKE VKLJUČEVANJA PRIVATNEGA SEKTORJA V RAZREŠEVANJE KRIZ.....	51
5.3. NEDOREČENOST PREDLOGA SDRM (SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING MECHANISM)	54
5.4. PREDLOG REFORME MDS	59
5.4.1. REFORMA SISTEMA KVOT MDS.....	59
5.4.2. REFORMA VOLILNEGA SISTEMA MDS.....	66
5.4.3. DODATNO POVEČANJE LIKVIDNOSTI MDS	71
5.4.4. IMPLEMENTACIJA MEHANIZMA »KONSTRUKTIVNEGA DEFAULTA«.....	75
5.4.5. POVEČANA TRANSPARENTNOST INFORMACIJ POSREDOVANIH MDS	84
6. SKLEP	85
SLOVARČEK KRATIC IN SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV	88
LITERATURA	89
VIRI	94

1. UVOD

Mednarodni denarni sklad (angl. *International Monetary Fund* – MDS) je danes daleč najbolj pomembna mednarodna finančna inštitucija in pomemben element mednarodnega denarnega sistema v celotnem obdobju po 2. svetovni vojni. Čeprav sta se njegova vloga in pomen v teh šestih desetletjih precej spremenila (še zlasti po prehodu na sistem fleksibilnih deviznih tečajev v 70. letih), je MDS vseskozi ostal pomemben akter na mednarodnem finančnem področju.

Po drugi strani, je MDS danes tudi ena najkontroverznejših inštitucij, glede katere se krešejo nasprotujoča si mnenja na kar nekaj področjih njenega delovanja, še posebej pa na področju njene posojilodajalne politike manj razvitim državam v času krize. Slednja se je namreč v zadnjih dveh desetletjih razširila na področja, za katera – po mnenju vedno večjega števila strokovnjakov in akademikov – osebje MDS preprosto ni usposobljeno.

MDS je bil prvotno ustanovljen kot del bretton-woodskega denarnega sistema leta 1944 z nalogo, da kontrolira stabilnost deviznih tečajev valut držav članic ter da tem državam zagotavlja sredstva, potrebna za financiranje primanjkljajev v tekočem računu njihovih plačilnih bilanc. Danes sistema fiksnih deviznih tečajev ni več, vzroki za izbruh (finančnih) kriz pa več ali manj ležijo v kapitalskem delu plačilne bilance. Zaradi tega današnji MDS ni skoraj v ničemer več podoben ideji MDS, ki je bila izoblikovana na zgodovinski konferenci v Bretton Woodsu. Drastične spremembe v mednarodnem finančnem sistemu, do katerih je prihajalo skozi desetletja, so MDS prisilile v počasno, a sigurno transformacijo v popolnoma novo entiteto, ki je v veliki meri postala zakon zase.

Brez »sodobnega« MDS si tako danes ni več mogoče zamišljati mednarodnega finančnega sistema. Že v obdobju dolžniških kriz v 80. letih je MDS prevzel vlogo, ki je bistveno presegala samo zagotavljanje sredstev za financiranje plačilnobilančnih primanjkljajev. Tako po izbruhu dolžniške krize leta 1982 banke niso bile pripravljene restrukturirati svojih kreditov do določene države dolžnice, če se le-ta pred tem ni dogovorila z MDS o sklenitvi programa za ekonomsko stabilizacijo.

Podobno je veljalo tudi za 90. leta, ko so se tako rekoč vse finančne krize v državah v razvoju in tranzicijskih državah začele reševati na podlagi aranžmaja, ki so ga države predhodno sklenile z MDS. Predhodni dogovor z MDS je tako v zadnjih dvajsetih letih postal nekakšna zelena luč za urejanje odnosov države dolžnice tudi z drugimi skupinami kreditorjev (Mrak, 2002, str. 418).

Devetdeseta leta so nasploh predstavljala vrhunec udejstvovanja oziroma vmešavanja »sodobnega« MDS v mednarodni finančni sistem, za kar je inštitucija požela plaz (zasluženih) kritik. Največ od teh je bilo namenjenih finančnim paketom, ki jih je MDS organiziral v »pomoč« državam v krizi, ki pa so – zaradi fundamentalnih napak v njihovi organizaciji, strukturi in izvedbi – v končni analizi naredili več škode kot koristi.

Posledično je danes vprašanje vloge MDS v mednarodnih finančnih krizah (ter specifično: ali naj bi bil MDS mednarodni posojilodajalec v skrajni sili (MPSS) ali ne) ključno vprašanje tako v zvezi s prihodnjim delovanjem MDS kot tudi mednarodnega finančnega sistema kot celote. Debata o tem je goreča, mnenja (kot vedno) močno različna, konkretnih odgovorov na postavljeno vprašanje pa malo. Če se namreč večina strinja, da je (nekakšna) reforma MDS potrebna, je stopnja intenzivnosti te reforme ter smer, v kateri naj bi ta reforma potekala, še vedno uganka.

Namena pričujočega magistrskega dela sta dva:

- a) najti konkreten odgovor na vprašanje, v katero smer naj bi se razvijala vloga MDS v mednarodnih finančnih krizah v prihodnje (to je, ali naj bo Sklad MPSS ali ne); ter
- b) na podlagi tega oblikovati ustrezno, koherentno reformo MDS, ki bi inštitucijo naredila bolj učinkovito, njeno delovanje pa uskladila z osnovnimi kompetencami osebja MDS.

Delovna hipoteza dela pravi, da: *»Statutarne omejitve in visoko pogojevani finančni aranžmaji, ki so mu na voljo, MDS ne omogočajo, da bi se lahko razvil v mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Zaradi tega (in drugih, zunanjih, razlogov) bi morala iti reforma MDS v smer omejevanja njegove posojilodajalne funkcije v okviru razreševanja prihodnjih mednarodnih finančnih kriz.«*

Da bi se lahko zadano hipotezo potrdilo oziroma ovrglo, bo v okviru pričujočega dela potrebno odgovoriti vsaj na naslednja vprašanja:

- Katere lastnosti mora imeti MPSS glede na teorijo MPSS?
- Kako je prišlo do nastanka MDS? Kako je (z vidika zagotavljanja mednarodne likvidnosti) deloval prvotni MDS v okviru bretton-woodskega sistema? Kaj se je zgodilo z MDS po razpadu bretton-woodskega sistema leta 1973?
- Kakšna je bila vloga MDS v razreševanju finančnih kriz 90. let? Katere so bile napake, ki jih je Sklad pri tem storil? Kaj bi se MDS lahko naučil iz teh napak?
- Ali obstajajo dodatni argumenti, zakaj MDS ne more oziroma ne sme postati MPSS? Ali moralni hazard res obstaja? Ali obstaja možnost konkretnega institucionalnega okvira, ki bi omogočal učinkovito delovanje MDS kot MPSS? Kako je z vključevanjem privatnega sektorja v razreševanje finančnih kriz?

Samo magistrsko delo je tako poleg uvoda sestavljeno še iz štirih dodatnih poglavij: v drugem poglavju najprej podrobneje predstavljam klasično teorijo na področju nacionalnega in mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, v tretjem poglavju pa evolucijo MDS in njegove funkcije zagotavljanja mednarodne likvidnosti. Četrto poglavje je posvečeno analizi udejetvovanja MDS v petih ključnih finančnih krizah 90. let minulega stoletja, njegovih napak pri preprečevanju/reševanju teh kriz ter naukov iz teh kriz. Najpomembnejše, peto poglavje pričujočega dela nato zajema ključne razloge zakaj MDS ne more postati MPSS ter moj predlog reforme MDS na področjih, ki neposredno zajemajo njegovo posojilodajalno funkcijo. Na koncu podajam še sklep ter navajam uporabljeno literaturo in vire.

2. KLASIČNA TEORIJA NACIONALNEGA IN MEDNARODNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI

2.1. KLASIČNA TEORIJA NACIONALNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI

Kot relativno nov ekonomski koncept, se funkcija posojilodajalca v skrajni sili (PSS) prvič pojavi šele na prehodu v 19. stoletje in še to večinoma implicitno. V delih Baringa (1797), Thorntona (1802) ter kasneje Bagehota (1873) in Hawtreya (1919 in 1928), je koncept PSS le malokrat omenjen, a vseeno zajet v samem bistvu njihovih teorij in ekonomskih misli.

Vse skupaj se je začelo – kot se tako rado začne – z vojno. Leta 1793 začeta vojna med Veliko Britanijo in Napoleonovo Francijo je trajala skoraj dvajset let, s seboj pa prinesla dve finančni krizi, ki sta kritično vplivali na razvoj ekonomske misli v zvezi z vlogo centralne banke v finančnem sistemu ter na razvoj koncepta PSS. Druga kriza, do katere je prišlo ob izkrcanju manjše francoske vojske v Walesu februarja 1797, je namreč privedla do več desetletne ukinitve konvertibilnosti bankovcev Banke Anglije za zlato¹, še istega leta pa je, kot odgovor na krizo, Francis Baring kot prvi Banko Anglije označil za rešitelja v skrajni sili (»*dernier resort*«) za druge britanske banke (Laidler, 2002, str. 2-4).

Od Smitha dalje so klasiki veliko pomembnost pripisovali ideji, da imajo banke funkcijo poslovnem omogočati, da je količina njihovega kapitala, ki ga morajo držati kot likvidnega, čim manjša. Kot kreditni derivat, je bankovec ne samo bolj likviden kot kredit, temveč tudi bolj zavarovan, saj je pokrit s strani sredstev delničarjev posamezne banke. Izdan s samo delnim kovinskim pokritjem (angl. *partial metallic backup*) in plačljiv na vpogled, bankovec omogoča kroženje dobrin. Z njim banke po eni strani ustvarjajo likvidnost, po drugi pa sebe izpostavijo likvidnostnemu tveganju. Njihova sredstva so manj likvidna kot njihove obveznosti, njihove rezerve pa pokrivajo samo del izdanih bankovcev in depozitov na vpogled.

Smith (1776) je pojasnil, da je delni (angl: *fractional*) sistem rezerv mogoč toliko časa, dokler ne pride do ti. korelacije dvigov (angl: *correlation of withdrawals*). Te namreč privedejo do likvidnostne krize. Kot odziv na ta tip kriz, je Thornton leta 1802 javnosti predstavil svoj koncept PSS, in sicer v zvezi s korelacijo dvigov »notranjega tipa«. Thornton je namreč razlikoval med dvema tipoma korelacije dvigov: zunanjim in notranjim. Medtem, ko v prvem primeru do korelacije dvigov pride, ker je mednarodna cena zlata višja od uradne cene zlata v bankah, v drugem množične zahteve po izplačilu zlata za predložene bankovce niso vezane na ceno zlata. In v tem primeru naj bi po Thorntonu PSS postal ne samo relevanten temveč tudi nujen (des Roches&Rosales, 2003, str. 4-5).

¹ Že prva kriza, do katere je prišlo ob izbruhu vojne leta 1793, je skorajda privedla do ukinitve zlate konvertibilnosti. Zamenljivost bankovcev Banke Anglije za zlato je bila ponovno vzpostavljena šele leta 1821.

Ključ do razvoja PSS naj bi po Thorntonu ležal v centralizaciji britanskega denarnega in bančnega sistema, z Banko Anglije kot središčem moči in nadzora². Ta centralizacija avtomatično postavlja PSS (v tem primeru Banko Anglije) na sam vrh hierarhije in razen nekaterih avtorjev v obdobju med 1830 in 1840, ki so se eksplicitno zavzemali za oslabitev Banke Anglije³, ta prevlada Banke Anglije kot centralne banke ni nikoli prišla pod vprašaj. Zlate rezerve so postale centralizirane, njeni bankovci pa uporabljeni za medbančna plačila. Kot posledica tega, je vsak deficit v plačilni bilanci in vsak problem v zakladnicah bank neposredno rezultiral v povečanem pritisku na Banko Anglije.

Istočasni dvigi v bankah so povzročili zmanjšanje rezerv pri Banki Anglije in povečano povpraševanje po njenih bankovcih. Pomoč Banke Anglije je bila tako zaprosena kot izhod v skrajni sili. V nasprotju z drugimi bankami, katerih cilj je postati bolj likvidne, mora Banka Anglije (po Thorntonu), ko so njene rezerve najnižje, povečati svojo izpostavljenost likvidnostnemu tveganju tako, da poveča svoje posojanje in izdajo svojih bankovcev, ki jih potrebujejo druge banke. Zaradi tega je nujno, da ima Banka Anglije več rezerv zlata in zamenljivih bankovcev kot jih potrebuje za ohranitev svoje lastne solventnosti, prav tako pa mora biti venomer pripravljena, da te obilne rezerve da na razpolago trgu v primeru kakršnihkoli nenadnih notranjih odlivov (angl. *internal drain*).

Da se zopet vzpostavi likvidnost bančnega sistema in da se odpravi strah pred nelikvidnostjo, mora Banka Anglije prevzeti vlogo posojilodajalca v skrajni sili. S tem naj bi se omejila panika komitentov, s tem pa posledično tudi dvigi. V časih krize bodo tako dobički Banke visoki, v obdobjih stabilnosti pa nizki (rezerve pa visoke). Ob tem tako Thornton kot kasneje Bagehot eksplicitno poudarjata, da je ta profitabilnost Banke le »nenamerna posledica intervencij, do katerih pride zaradi splošnega interesa« (des Roches&Rosales, 2003, str. 6).

Še en zaključek, s katerim se strinjajo praktično vsi klasični avtorji, je ta, da PSS posoja samo nelikvidnim, a *solventnim* bankam. PSS tako ni in ne sme biti ti. »vpijalec« izgub (angl. *absorber of losses*)⁴. Po Thorntonu, Bagehotu in drugih glavni problem ni izogniti se okuženju solventnih in likvidnih bank s tem, da se pomaga nesolventnim in nelikvidnim bankam, temveč izogniti se okuženju solventnih in likvidnih bank s tem, da se pomaga solventnim, a nelikvidnim bankam. Moralni hazard tako v klasični teoriji PSS ne obstaja, saj gre pomoč samo bankam, ki so solventne, medtem ko se nesolventnim bankam ne pomaga, ne glede na to, kako velike oziroma kako pomembne so.

Pogoj solventnosti bank, katerim se posoja, se neposredno navezuje na zahtevo PSS, da so vsa posojila, dana začasno nelikvidnim bankam, s strani le-teh ustrezno zavarovana (angl. *collateralized*) z različnim oblikami vrednostnih papirjev. Ker v obdobju likvidnostnih kriz tržna vrednost teh vrednostnih papirjev pade, Thornton, Bagehot in kasneje Hawtrey vztrajajo

² Centralizacija bančnega in denarnega sistema je bil eden od ključnih zaključkov, skupen večini glavnih klasičnih avtorjev s področja PSS, od Baringa preko Thorntona, Tooka, Fullartona, do Bagehota in Hawtreya.

³ Med njimi so bili glavni Parnell (1829), Scrope (1832), Bailey (1840) in Gilbert (1854).

⁴ Prav zaradi tega klasiki, na primer, ne poznajo koncepta »too big to fail«, ene od najbolj spornih točk današnjih debat v zvezi z MDS in njegovo funkcijo MPSS.

na pravilu, da morajo biti vsi vrednostni papirji, ki jih PSS sprejme v svoj portfelj v zameno za posojilo v skrajni sili, sprejeti na podlagi njihovih vrednosti *pred nastopom krize*.

Glavni cilj intervencije PSS na trgu je narediti konec likvidnostni krizi, s ponovno vzpostavitev likvidnosti bank in likvidnosti njihovih sredstev pa se ponovno dvignejo tudi vrednosti delnic in drugih vrednostnih papirjev. Danes bi rekli, da PSS ne posoja bankam, temveč da posoja trgu (des Roches&Rosales, 2003, str. 7).

Po kakšnih obrestnih merah naj bi PSS posojal trgu? To vprašanje se je z desetletji in stoletji razvilo v celovito problematiko samo zase. Bagehot, na primer, je temu vprašanju posvetil celo poglavje v svojem ključnem delu *Lombard Street* (1873), ne da bi prišel do kakšnega konkretnega zaključka. Podobno se je godilo tudi drugim klasikom, od Thorntona v začetku 19. stoletja, do Hawtreya v 20. stoletju.

Thornton meni, da bi morala Banke Anglije kot PSS svojo diskontno obrestno mero, po kateri posoja drugim bankam, v kriznih razmerah povišati. Zelo se je zavzemal za ukinitve zakonov, ki so Banki Anglije v začetku 19. stoletja v veliki meri vezali roke, ko je šlo za oblikovanje primernih obrestnih mer za posojanje drugim bankam. Ti zakoni (angl. *usury laws*) so namreč Banki Anglije prepovedovali povišanje njene obrestne mere nad pet odstotnih točk, kar je bilo za Thorntona nesprejemljivo. Po njem se je v času likvidnostnih kriz jasno pokazala potreba, da Banka Anglije kot PSS svojo diskontno obrestno mero, po kateri je posojala drugim bankam, dvigne nad zakonsko predpisanih pet odstotnih točk. Samo ukinitve teh zakonov bi namreč lahko privedla do ustreznega zmanjšanja povpraševanja po likvidnosti kot posledica obrestne arbitraže, po drugi strani pa dovoljevala zadovoljitev zahtevanega povpraševanja po likvidnosti brez tveganj za banke.

Ob tem se Thornton poraja vprašanje, ali bi lahko ob ukinitvi omenjenih zakonov PSS sploh imel dovolj avtonomije, da določi svojo lastno diskontno stopnjo ali pa bi se moral podrediti konkurenci ter bil prisiljen svojo diskontno stopnjo prilagoditi tržni stopnji oziroma celo naravni (Wicksellovi) obrestni meri? Na to dilemo Thornton ni našel konkretnega odgovora, teoretiki s področja PSS pa so se sčasoma pričeli vedno bolj nagibati k temu, da PSS vendarle ima sposobnost določanja višine svoje lastne diskontne stopnje.

Kot že omenjeno, je Bagehot celotno peto poglavje svojega ključnega dela *Lombard Street* posvetil prav vprašanju obrestnih mer, ne da bi prišel do res konkretnih zaključkov. Vseeno lahko rečemo, da je njegova ugotovitev v zvezi s PSS in njegovo možnostjo določanja višine svoje diskontne stopnje ta, da PSS te možnosti nima, da je torej višina diskontne stopnje odvisna od konkurence, da pa PSS lahko in mora omejevati nihanja znotraj cikla⁵.

Hawtreya na PSS gleda malce drugače oziroma malce bolj moderno (kar ni presenetljivo, saj je Hawtreya svoja ključna dela spisal v prvi polovici 20. stoletja). Pri njem PSS postane stalno

⁵ Tu Bagehot sledi ti. Bančni šoli (angl.: *Banking School*), doktrini, ki je med drugim zagovarjala ciklično gibanje/nihanje ravni obrestnih mer. Karl Marx je kasneje oblikoval podobno ciklično analizo ravni obrestne mere.

prisotna funkcija in izgubi svoj izredni značaj. PSS namreč tu zagotavlja likvidnost bank, ki nadalje zagotavljajo likvidnost svojih komitentov. Kar je ključno, je strošek te likvidnosti; to je, kratkoročna obrestna mera. Ko so le-te povišane, trgovci zmanjšajo svoj dolg, število svojih delnic in število svojih industrijskih naročil. Kadar se, obratno, kratkoročne obrestne mere znižajo, trgovci povečajo število svojih delnic in celotno gospodarstvo prične kumulativni proces povečane aktivnosti, zaposlovanja, kreditiranja, itd.

Po Hawtreyu so tako povpraševanje kupcev po kreditu, povpraševanje agentov po denarju (valuti) ter povpraševanje bank po diskontih s strani PSS vsi odvisni od iste spremenljivke; to je, od kratkoročnih obrestnih mer. PSS določi raven obrestnih mer, kar določi povpraševanje gospodinjstev po denarju, kar določi raven ponudb denarja bank, kar končno določi povpraševanje teh bank po diskontu, ki ga zadovoljuje PSS. Posledično torej denarni trg in valutni trg uravnotežita drug drugega.

PSS tukaj torej določi neko raven kratkoročnih obrestnih mer (diskontne stopnje), nato pa poizkuša zadovoljiti povpraševanje po diskontu in denarju, ki izhajata iz te določitve. Prejšnje pravilo o povišanju obrestnih mer v primeru intervencije PSS tukaj ne velja več, saj je v tej teoriji valuta endogena: PSS obrestne mere preprosto fiksira (ali jih poviša ali pa zniža), nato pa zagotovi zadostno ponudbo likvidnosti pri tej ravni obrestnih mer (des Roches&Rosales, 2003, str. 8-11).

Ključne razlike v teorijah Thorntona in Bagehota

Kot vodilna klasična misleca na področju teorije PSS, sta Thornton in Bagehot problematiko pozicioniranja centralne banke v bančnem sistemu ter koncept PSS med prvimi postavila v ospredje in izoblikovala teorijo PSS, ki jo ekonomisti s tega področja še danes jemljejo za izhodišče (in to ne glede na to ali jo izpodbijajo ali pa zagovarjajo). A prav tako, kot danes prihaja do vedno večjih razhajanj med sodobnimi ekonomisti glede vloge centralne banke in PSS v mednarodnem okviru, so tudi med dvema začetnikoma teorije PSS obstajale fundamentalne razlike v pogledih na razvoj centralnega bančništva in na posojilodajanje v skrajni sili. Bolj kot se namreč poglobiš v njuni teoriji, bolj pride do izraza dejstvo, da gre, skupnim točkam navkljub, za dve individualni, med seboj tekmovalni doktrini (angl. *competing doctrines*).

V nasprotju z vojnimi časi, v katerih sta delovala Thornton in Baring, je v času delovanja Bagehota v zgodnjih 70. letih 19. stoletja v Veliki Britaniji vladal mir. Spremenilo pa se ni samo politično okolje, temveč – še pomembneje – tudi bančni sistem.

Leta 1797 depozitno bančništvo še ni bilo dobro razvito (Laidler, 2002, str. 5). Izven Londona so banke v glavnem le izdajale bankovce, bile zadolžene, da zamenjujejo svoje obveznosti na vpogled v zlate kovance, svoje rezerve pa so držale v Londonu. Po drugi strani, so bile transakcije med finančnimi inštitucijami znotraj Londona v glavnem poravnane v bankovcih Banke Anglije. Ključno je bilo torej zaupanje v zamenljivost bankovcev Banke Anglije v zlato ter v zamenljivost drugih denarnih sredstev v bankovce Banke Anglije.

V času Bagehota to zaupanje ni bilo več problem, saj so zamenljivost bankovcev Banke Anglije v zlato zagotavljale provizije ti. *Bank Charter Act* iz leta 1844. Kar je bil problem, je bilo vprašanje, ali je (sedaj ločeni) Bančni oddelek sposoben svoje depozite zamenjevati v bankovce Banke Anglije⁶. Če so bili namreč leta 1797 bankovci Banke Anglije ključna komponenta »močnega« (angl. *high powered*) denarja, so to vlogo do leta 1873 že prevzeli depoziti Banke Anglije. Poleg tega so bili leta 1833 ukinjeni zgoraj omenjeni »*usury laws*«, s čimer je Banka Anglije pridobila avtonomnost določanja višine svoje diskontne stopnje, slednja pa je postala ključni instrument centralne banke.

Prva opazna razlika v doktrinah Thorntona in Bagehota se pojavi že pri najbolj osnovnem vprašanju same narave centralnega bančništva (Laidler, 2002, str. 9). Če je namreč Thornton že od samega začetka zagovarjal tezo, da je obstoj in položaj centralne banke inherentno zaželen v bančnem sistemu, da gre torej pri nastanku »banke vseh bank« za naravno evolucijo bančništva, je Bagehot vztrajno ponavljal misel, da je Banka Anglije centralna banka postala po »zgodovinskem naključju«, kot nekakšna anomalija sistema, značilna samo za britanski bančni sistem.

Bagehotovo primerjavo med neoptimalnim britanskim sistemom (z Banko Anglije kot edinim središčem) ter alternativnim, optimalnim, naravnim sistemom bančništva z »mnogo rezervami« (angl. *many-reserve system of banking*), so kasneje kritiki centralnih bank pogosto izkoriščali kot argument proti slednjim. Pri tem so preprosto ignorirali dejstvo, da Bagehot, kljub drugačnim pogledom na »naravno« centralno bančništvo, sistema v Veliki Britaniji z eno samo dominantno centralno banko ni nikoli zavračal.

Še več. Menil je, da je nasprotovanje tako ustavni monarhiji (ki naj bi bila glavni vzrok za to, da je Banka Anglije postala centralna banka) kot tudi centralnemu bančništvu »otročje«, saj naj bi bil »kredit v poslovanju enak lojalnosti vladi«. Tudi če ti (po Bagehotu) takšna ureditev ni všeč oziroma je ne smatraš za »naravno«, jo je vseeno potrebno sprejeti kot dano in narediti iz nje kar največ.

Posledica takšnega fatalističnega pogleda na britanski bančni sistem je bila vseeno kritična, saj je Bagehotov pogled koncept centralnega bančništva, kot ga poznamo danes, omejil zgolj na eno samo državo: Veliko Britanijo. Samo zgodovina Velike Britanije naj bi bila tako unikatna, tako posebna in tako specifična, da je rezultirala v popolni anomaliji, v vlogi Banke Anglije kot banke vseh bank v britanskem bančnem sistemu. Drugim narodom je Bagehot ustavno monarhijo kot obliko vladanja odsvetoval ter jim implicitno svetoval prevzem alternativnega bančnega sistema, v katerem vsaka banka drži svoje lastne rezerve kot bolj zaželeno opcijo (Laidler, 2002, str. 10).

V nasprotju s konzervativnim, domišljijsko omejenim Bagehotom, je Thornton veljal za »kreativnega monetarnega teoretika najvišjega nivoja«, ki naj bi bil pred svojim časom. Tako ne čudi, da njegov pogled na naravo centralnega bančništva v bistvu napoveduje analize

⁶ Ta ti. Depozitni oddelek je bil namreč z omenjenim bančnim zakonom iz leta 1844 osvobojen kakršnihkoli

Edgewortha in Wicksella iz leta 1888 in 1898, ki so privedle do ti. modela »čistega kreditnega gospodarstva« (angl. *pure credit economy model*) in implicitnega zaključka, da sistem z »mnogimi rezervami« preprosto ni ravnotežni izid v bančništvu. Brez teh spoznanj, ki so prišla skoraj sto let kasneje, je Thornton instinktivno predvideval, da je ena sama centralna banka v središču bančnega sistema gospodarsko zaželen in »naraven« rezultat evolucije bančnih sistemov.

Druga ključna razlika v doktrinah Thorntona in Bagehota izhaja iz vprašanja, kaj PSS sploh posoja, svoj dolg ali tujo valuto (svoje rezerve).

V Thorntonovi analizi različne vrste dolga (izdane s strani trgovcev in bankirjev) niso enako kvalitetne, in sicer zaradi različnih tveganj, ki so povezana z njimi. Posledično različne vrste dolga ne krožijo z enako hitrostjo, njihovo posedovanje pa ne ponuja enake obrestne mere. Zmanjšanje zaupanja posojilodajalcev v likvidnost dolžnika tako privede do ti. »bega h kvaliteti« (angl. *flight to quality*), kar zmanjša likvidnost nižje rangiranega dolga. Kroženje visoko rangiranega dolga se zmanjša, panično pa se poveča menjava nižje rangiranega dolga v višje rangirani dolg (bankovci Banke Anglije in zlato), kar zviša obrestne mere.

Ko beg h kvaliteti doseže centralno banko (Banko Anglije), njena funkcija PSS dvigne zaupanje v nižje rangirani dolg s tem, da le-tega sprejme v svoj portfelj, v zameno pa izda svoj lastni dolg. Ker je solventnost centralne banke (PSS) neizpodbitna, se dolg Banke Anglije avtomatično povzpne na sam vrh hierarhije agregatnih monetarnih komponent. Tako Banka Anglije z izdajo svojega lastnega dolga obnovi idejo splošne solventnosti (des Roches&Rosales, 2003, str. 11-12).

Thornton se je tako v glavnem posvečal bančnim obveznostim ter minimiziranju nestabilnosti v ponudbi denarja na trgu in njeni hitrosti kroženja. Zagovarjal je tezo, da je monetarni agregat sestavljen iz različnih vrst dolga, katerim je dodan kovinski denar. V tem kontekstu ima PSS funkcijo zagotavljanja zamenljivosti različnih komponent monetarnega agregata ene v drugo. Bagehot se s to tezo o zamenljivosti komponent ne strinja in predvsem poudarja pomen zunanjih rezerv Banke Anglije v času kriz in panik.

Po Bagehotu centralizacija bančnega sistema, kot posledica zgodovinskega razvoja Velike Britanije, bankam omogoča, da držijo svoje kapitalske in kovinske rezerve na minimumu, saj se v času potrebe lahko vedno obrnejo na Banko Anglije. Zaradi tega naj bi bil celoten sistem pretirano krhek in ranljiv, še posebej z uvedbo reforme sistema 1844, s katero je Bančni oddelek Banke Anglije postal malodane navadna poslovna banka. Posledica tega je bila premajhna kapitalizacija Bančnega oddelka, zaradi česar je celotni bančni sistem (vključno z Bančnim oddelkom) deloval s premajhno in nezadostno zalogo valute (to je, zlata in bankovcev Banke Anglije)⁷.

pravnih omejitev, od njega pa so pričakovali, da bo deloval kot nekakšna velika poslovna banka.

⁷ Bagehot loči med zlatom/bankovci in drugimi komponentami monetarnega agregata. V nasprotju s Thorntonom, zanj prosta zamenljivost med različnimi komponentami ne obstaja.

Če bi tako prišlo do nenadnega zmanjšanja zaupanja v likvidnost sistema, bi celoten sistem tudi zares postal nelikviden. Posledično bi objava, da na primer Bančni oddelek zaradi premajhnih rezerv ni sposoben delovati kot PSS, sprožila alarm, ki bi hitro prerasel v čisto paniko in privedel do globoke krize sistema.

Bagehot rešitev za ta problem vidi preprosto v izboljšanju likvidnosti Bančnega oddelka (in s tem Banke Anglije), v povečanju rezerv preko dokapitalizacije. Tako v Bagehotovi doktrini obstaja jasna meja med valuto in kreditom, PSS pa ne izdaja valute oziroma posoja svojega lastnega dolga, saj je valuta tu eksogena (pri Thorntonu je, obratno, valuta endogena). PSS torej posoja tujo valuto, ki je ne kreira, svoje rezerve.

2.2. KLASIČNA TEORIJA MEDNARODNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI

Teorija MPSS je, v primerjavi s teorijo PSS na nacionalni ravni, precej novejšega izvora. Do prvih resnejših poizkusov oblikovanja koncepta MPSS je tako prišlo šele v 30. letih minulega stoletja, ko se je v novonastalih političnih in gospodarskih razmerah koncept nacionalnega PSS izkazal za nezadostnega in neuporabnega.

Če se je med leti 1821 in 1914 Veliki Britaniji uspelo izogniti začasni ustavitvi plačil, je v naslednjih šestnajstih letih sledila ponovna začasna ustavitev plačil (1914), obnova zlatega standarda (1925) ter njegova ponovna ukinitve leta 1931 kot posledica likvidnostne krize, ki se je prenašala iz države v državo in iz kontinenta na kontinent. Še posebej slednji dogodek je Hawtreya, začetnika teorije MPSS, spodbudil k postavitvi vprašanja o potrebi po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili v kontekstu novega, vedno bolj odprtega in vedno bolj povezanega svetovnega gospodarstva (des Roches&Rosales, 2003, str. 16)⁸.

Vsesplošna bančna kriza leta 1931 je bila posledica večih vzrokov: deflacionarnih politik, ki jih je vodila Anglija po letu 1924; svetovne gospodarske depresije kot posledice zloma na Wall Streetu leta 1929; pogajanj v zvezi z nemškimi reparacijami; ter negotovih obramb na novo vzpostavljenega zlatega standarda s strani različnih držav.

V svoji analizi tedanjih tveganj, do katerih je prihajalo zaradi internacionalizacije bančnih dejavnosti, je Hawtrej najprej izpostavil dejstvo, da so bile svetovne zaloge zlata v glavnem razdeljene med šest držav: Anglijo, Francijo, Belgijo, Švico, Nizozemsko ter ZDA. Kot drugo, so banke svoja sredstva držale v različnih državah, obenem pa upravljale s pomembnimi depoziti tujih bank. Kot tretje, Hawtrej ugotavlja, da so banke tečajnim tveganjem ostale izpostavljene tudi, če so njihova sredstva imela v zlatu indeksirane klavzule oziroma bila denominirana v tuji valuti. In končno, tudi ob zagotovilu države same je obstajalo tveganje, da solventne banke ne bi bile sposobne poravnati svojih obveznosti v tuji valuti.

⁸ Pred Hawtrejem je temo PSS v multinacionalnem kontekstu načel tudi Bagehot, a ker v njegovi teoriji PSS posoja samo eksogeno valuto in ne svojega lastnega dolga, tretman menjalne krize pri Bagehotu ostaja nespecifičen.

Tako se je zgodilo, da so, čeprav solventne, nemške in avstrijske banke nenadoma postale nelikvidne ob hkratnih dvigih depozitov s strani francoskih in belgijskih bank (zaradi političnih vzrokov) ter ameriških bank (zaradi likvidnostnih vzrokov). Ko so se tem dvigom tujih bank pridružili še nemški agenti, je prišlo do bančne krize, menjalne krize, ukinitve konvertibilnosti nemške marke ter končno do popolnega zloma deviznega tečaja.

Ni trajalo dolgo, da je kriza dosegla tudi Anglijo. Kot rezultat izgub svojih investicij v Nemčiji, so angleške banke same postale tarča dvigov depozitov s strani tujih bank, kar se, po Hawtrejevih besedah, »ni zgodilo še nikoli« (des Roches&Rosales, 2003, str. 17). Na podlagi vsega tega Hawtrej leta 1932 zaključi, da se je prvič v zgodovini »pojaviła potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili« (des Roches&Rosales, 2003, str. 18).

A vzpostavitev takšnega mehanizma je bila že od samega začetka podvržena nekaterim zelo specifičnim težavam. Prvič, v primeru multinacionalne krize nimamo opravka samo z likvidnostno krizo, temveč pride do (tesne) povezave med likvidnostno in menjalno (valutno) krizo. Kar stvari dodatno oteži, je dejstvo, da MPSS v nasprotju s PSS nastale krize ne more preprosto reševati z izdajo svojega lastnega dolga, saj ne obstaja neka mednarodna valuta, ki bi jo MPSS lahko izdajal kot svoj lastni dolg.

Po Hawtreyu so v multinacionalnem okviru res učinkovite samo bilateralne in multilateralne intervencije nacionalnih bank na valutnih trgih, kjer banke držav, katerih plačilna bilanca je v presežku, podpirajo države, katerih plačilna bilanca je v primanjkljaju. MPSS je v tem kontekstu lahko kvečjemu »centralizator« dela rezerv in/ali koordinator, ki usklajuje sodelovanje centralnih bank, bolj izposojevalec različnih valut (ki jih potem posoja naprej) oziroma »krizni administrator« kot pa pravi PSS.

Drugič, MPSS bi moral po Hawtreyu – po vzoru PSS na nacionalni ravni – posojati brez omejitev, saj če intervencija ni uspešna v zaustavitvi krize (MPSS posodi premalo oziroma ne more posoditi več), ta posojila ne bodo mogla biti poplačana. Tako je posojanje z omejitvami v bistvu kontra-produktivno, saj gre za metanje denarja stran brez kakršnegakoli pozitivnega učinka.

3. EVOLUCIJA MDS IN NJEGOVE FUNKCIJE ZAGOTAVLJANJA MEDNARODNE LIKVIDNOSTI

3.1. USTANOVITVENA KONFERENCA V BRETTON-WOODSU

Osnovni cilji ustanovitve MDS v okviru poveljnega svetovnega gospodarskega reda so bili trije: omogočiti ekspanzijo in uravnotežen razvoj mednarodne trgovine, pospeševati stabilnost deviznih tečajev ter zagotoviti potrebno mednarodno likvidnost. Še posebej slednji cilj je dodobra zaznamoval zgodovinsko konferenco v Bretton Woodsu, saj sta se v procesu njegovega oblikovanja »spoprijela« dva zelo različna si predloga.

Če sta v ožjem kontekstu predloga VB in ZDA (to je, predloga Keynesa in Whita) predstavljala dva različna pogleda na povojno finančno ureditev, je šlo v širšem kontekstu za merjenje moči velesile preteklosti (VB) z velesilo prihodnosti (ZDA) za prevlado v novem svetovnem gospodarskem redu in, posledično, novonastalem MDS.

Kot bomo videli, je končni rezultat – ki v resnici nikoli ni bil pod vprašajem – fundamentalno vplival na MDS, še posebej na njegovo likvidnost in na njegovo funkcijo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili ter s tem tudi na kočljivi položaj, v katerem se je MDS kot MPSS znašel danes.

3.1.1. PREDLOG VELIKE BRITANIJE (JOHN MAYNARD KEYNES)

John Maynard Keynes je svoj predlog za mednarodno valutno unijo kot del britanskega prispevka razpravi o povojni finančni ureditvi razvil že septembra 1941. Z manjšimi popravki je ta predlog aprila 1943 tudi uradno postal predlog britanske vlade, ko so se začeli formalni bilateralni pogovori (Meltzer, 1999)⁹.

Glavni cilj Keynesa je bil izogniti se vrnitvi v klasični sistem zlatega standarda, obenem pa ohraniti dovolj značilnosti tega sistema, da bi se lahko rešilo koordinacijski problem in naredilo aranžma sprejemljiv tako za države članice s PB presežki kot tudi za države članice s PB primanjkljaji (Meltzer, 1999). Za to sta bili – po Keynesu – potrebni neodvisna svetovna centralna banka ter neodvisna nova enota valute, omejena samo na kredite centralnih bank.

Keynesov predlog oziroma načrt monetarnega reda je imel tri ključne sestavine (angl. *essentials*):

- Posojilodajalca v skrajni sili, ki naj bi upravljal s količino svetovnega denarja glede na potrebo po povečanju oziroma zmanjšanju le-te in tako ščitil pred izbruhom kriz;
- Obračunsko enoto ter rezervno monetarno enoto za zaščito pred nacionalnimi in bančnimi krizami (ti. »bankor«); ter
- Simetrični sistem prilagajanja državam dolžnicam in državam upnicam v primeru bližajočih se kriz.

Ključna značilnost Keynesovega predloga je bila tako enaka obveza tako za države dolžnice kot za države upnice¹⁰. Keynesova klirinška unija je bila namreč zasnovana na njegovi teoriji likvidnostne preference. V globalnem menjalnem gospodarstvu je po Keynesu množična nezaposlenost posledica nagnjenosti nekaterih držav (v tistem času predvsem ZDA) h kopičenju njihovih presežkov. To povzroči deflacijo v državah s primanjkljajem in vodi v

⁹ Še prej (jeseni 1941) je bil Keynes poslan v Washington kot predstavnik Churchilla z nalogo, da se dogovori o pogojih ti. »lend-lease« pomoči, ki naj bi jo Velika Britanija dobila od ZDA. Kot pogoj za pridobitev 30 milijard dolarjev vredne pomoči, so bili Britanci dobesedno prisiljeni v sprejetje povojne ureditve kot so jo videle ZDA. To je kasneje pomembno vplivalo na končno podobo bretton-woodskega sistema (Grabbe, 1996).

¹⁰ Države dolžnice so bile tiste, katerih uvoz je presegal izvoz in ki so posledično trpele monetarne trgovinske izgube (trgovinski primanjkljaj). In obratno. Države upnice so bile tiste, katerih izvoz je presegal uvoz in ki so posledično končale s trgovinskim presežkom.

globalno kontrakcijo. Keynesov predlog je to skušal preprečiti, in sicer preko prisilnega prilagajanja držav s presežki¹¹.

V tej smeri je predlagal novo, nevtralno enoto mednarodne valute (bankor) in novo inštitucijo, ti. Mednarodno klirinško unijo (angl. *International Clearing Union* – ICU). Vsa mednarodna trgovina bi bila merjena v bankorjih¹². Izvoz bi bankorje kopičil, uvoz pa porabljal. Od držav se je po Keynesu pričakovalo, da ohranjajo izravnani račun pri ICU, kar bi nadalje nakazovalo na splošno izenačenost izvoza in uvoza (McConnachie, 2003).

Mednarodna klirinška unija bi po Keynesu kreirala svetovni kredit podobno kot to počnejo centralne banke na nacionalni ravni. Bila bi nekakšna svetovna centralna banka, ki bi izdajala svojo lastno valuto, posojala brezpogojno, obenem pa tudi skrbela za zagotavljanje avtomatičnega odpravljanja plačilnobilančnih neravnotežij (sprejemala bi namreč sredstva od držav s PB presežki in jih naprej posojala državam s PB primanjkljaji) (Mrak, 2002, str. 343).

Države dolžnice, ki bi uvozile več kot izvozile, bi morale za kazen plačati (majhne) obresti ICU, kar naj bi vodilo k spodbujanju njihovega izvoza, tako preko različnih domačih politik kot tudi preko marginalne devalvacije njihovih valut. Po drugi strani, bi bile države upnice prav tako kaznovane za svoje presežne račune pri ICU. Ti plačilnobilančni računi bi bili obdavčeni po stopnji 1% mesečno, za svoj neizkoriščen izvoz pa bi države upnice kot plačilo prejele čeke v bankorjih; to je, denar kreiran s strani globalne monetarne avtoritete. Ker bi bil bankor uporabljan samo za transakcije med centralnimi bankami, bi to države upnice spodbudilo, da najdejo načine, da presežne bankorje zapravijo v državah dolžnicah – ali pa da postopno svoj presežek izgubijo¹³.

Samo če morajo tudi države upnice plačevati obresti na svoje presežke, bo – po Keynesu – pravici zadoščeno. Brez tega bo namreč sistem kot celota neproduktiven, ker dejansko deluje v smer zaostrovanja kriz. Keynesov predlog je tako v resnici vseboval nekakšen sistem za »prizanašanje s krizami« (angl. *crisis-sparing-system*), kjer bi bilo PB prilagajanje razdeljeno, države s PB presežki pa bi bile primorane povečati domače investicije v podporo upravljanja s krizami v šibkejših državah po načelu »Vsi za enega, eden za vse«. Sistem bi bil resnično multilateralen. V njem nobena država ne bi dominirala, tako države upnice kot države dolžnice pa bi bile enako kaznovane (Hankel, 1998).

¹¹V nasprotju z Whitom in ameriško delegacijo, ki so jo bolj skrbeli inflacijski pritiski v povojnem gospodarstvu, je bil Keynes zelo občutljiv glede problema držav s PB primanjkljajem in prevelikim (deflacijskim) bremenom, ki so ga morale le-te nositi v obdobju med vojnami (še posebej Velika Britanija).

¹²Vrednost bankorja naj bi bila določena s tehtano vrednostjo košarice različnih nacionalnih valut. Vrednosti nacionalnih valut bi bile fiksne, vendar bi se jih dalo sporazumno spremeniti. Nadalje bi bili bankorji definirani v teži zlata, ki bi bila prilagojena tako, da ohranja svojo realno vrednost glede na kupno moč.

¹³Te »kazni« so bile namenjene bolj kot dobrodušni »feedback« mehanizem, z namenom zagotoviti uravnoteženo trgovino na dolgi rok, kot pa kakšen resnejši opomin oziroma kazen. Izdaje bankorjev bi, po drugi strani, omogočile ohranitev agregatnega globalnega povpraševanja in s tem polne globalne zaposlenosti v skladu s Keynesovim delom na tem področju v 30. letih minulega stoletja.

3.1.2. PREDLOG ZDA (HARRY WHITE)

Tako kot Keynes, je tudi White v osnovi verjel v potrebo po novi svetovni valuti. Če je Keynes imel svoj »bankor«, je Whitova ideja bazirala na ti. »unitas«. V nasprotju s Keynesom, pa so bile takšne napredne ideje na strani Američana zelo hitro pozabljene, prav tako pa so bila pozabljena prvotna navodila predsednika Roosevelta ameriški delegaciji, da naj podpre Keynesovo iniciativo v zvezi z ustanovitvijo »bankorja«.

Tako so malo pred začetkom konference v Bretton Woodsu Američani svoje stališče spremenili in odklonili podporo Keynesovemu predlogu. Glavni razlog za to naj bi bil strah pred novo svetovno valuto samo. Namreč, ameriška delegacija je menila, da ustanovitev slednje ne bi bila v najboljšem interesu ZDA, saj naj bi bila kontrola bankorja v rokah ICU kot nove svetovne centralne banke, vse skupaj pa nič manj kot premetena strategija oropati ZDA največje prednosti njenega vojnega triumfa: neomejene povojne dominanc (Sandbeck, 2003)¹⁴.

Namesto tega, je ameriška delegacija na čelu z Whitom vztrajala na sistemu, v katerem bi bil ameriški dolar fiksiran na zlato pri vrednosti 35 dolarjev za unčo (pri čemer bi to zamenjavo opravljale le centralne banke). Vse druge valute bi bile nato vezane na to dolar-zlato sidro. To bi po eni strani pomenilo odločen »NE« ustanovitvi nove svetovne valute (bankorja), po drugi pa bi dalo ZDA prevlado brez precedenta, ki je ni poznala niti Velika Britanija na vrhuncu svoje moči. Slednje se je tudi zgodilo, saj je na koncu ameriška pobuda zanesljivo prevladala. Bankor je ostal samo ideja, obračunska enota (angl. *unit of account*) MDS pa je postala zlata vrednost dolarja iz leta 1944. White je na tem insistiral, saj je verjel, da bo dolar še dolgo ostal pomembna svetovna valuta in standard vrednosti (Mikesell, 2001).

Tudi, ko je šlo za ustanovitev nove svetovne centralne banke in za Keynesovo idejo o simetričnem PB prilagajanju, so bili Američani odločno proti. Namesto Keynesove ICU se je Whitov načrt trdno oklepal ortodoksne doktrine, po kateri glavno breme PB prilagajanja nosi dolžnik in kjer je državam dolžnicam pri tem procesu prilagajanja ponujena le skromna pomoč. To je bilo logično s stališča ZDA, saj so bile takrat edina država, ki je beležila kontinuiran presežek v svoji plačilni bilanci, zaradi česar bi bile v Keynesovi klirinški uniji tudi edina »žrtev« velikih odtekanj sredstev ven iz države. Po mnenju ZDA bi Keynesova klirinška unija, v kateri bi države s PB primanjkljajem imele relativno lahek dostop do sredstev držav s PB presežki, povzročila odlaganje PB prilagajanja v teh državah.

Če predlog Harryja Whita ni bil niti približno tako drzen in inovativen kot Keynesov, je bil po drugi strani mnogo bolj prirojen željam ZDA, ki so imele v pogajanjih v Bretton Woodsu dominantno pogajalsko moč. Če se je Keynes zavzemal za sistem, ki bi deloval podobno pravilom delovanja zlatega standarda (s ključnimi odstopanji), je Whitov predlog v osnovi

¹⁴ Zgodovinsko gledano, je mednarodna monetarna reforma v smeri (nove) svetovne valute vedno blokirana s strani vodilne svetovne velesile. Tako je Velika Britanija v 19. stoletju zavrnila podobne načrte Francije in ZDA iz čistih lastnih interesov, saj bi bil s tem kompromitiran dominanten položaj angleškega funta. Podobno so nato ZDA v 20. stoletju kar trikrat (1933, 1944 in 1973) blokirale predloge za mednarodno monetarno reformo, ki bi omejila prevlado dolarja.

temeljlil na obnavljanju sistema zlatega deviznega standarda. Njegova temeljna značilnost je bila ustanovitev posebnega sklada, v katerega bi države usmerile svoje finančne prispevke in od katerega bi lahko najele kredite v obdobjih kratkoročnih plačilnobilančnih ravnotežij. To pa je nasprotovalo temeljni ideji Keynesovega predloga: mednarodni klirinški uniji.

Če je bila tako Keynesova ICU efektivno centralni upravnik globalnega agregatnega povpraševanja, je bil Whitov MDS zasnovan kot skromni monetarni dodatek novi različici zlatega deviznega standarda. V skladu s tem je White zavrnil Keynesov koncept mednarodne klirinške unije in predlagal zgornjo mejo možnih finančnih transferov v države s primanjkljaji v plačilni bilanci; to je, (količinsko in časovno¹⁵) omejeno posojanje, ki naj bi bilo dodatno pogojevano. Keynes in drugi udeleženci srečanja v Bretton Woodsu so konceptu tako restriktivnega pogojevanja odločno nasprotovali in zagovarjali brezpogojno posojanje določene količine kreditov¹⁶. Vprašanje pogojevanja za vse kredite MDS je sprožilo resno debato tako v Bretton Woodsu kot tudi na otvoritvenem srečanju MDS leta 1946, s končno zmago Whitovega predloga (ZDA) (Mikesell, 2001).

Kljub Keynesovim naporom, je bil torej končni kompromisni sporazum glede prihodnjega zagotavljanja mednarodne likvidnosti precej bližji ameriškemu kot pa britanskemu predlogu. White in ZDA so prevladale na obeh ključnih področjih, Keynes in njegove ideje o bankorju in ICU pa so postali pozabljena preteklost. Drugega niti ni bilo za pričakovati, saj so že pred začetkom pogajanj ZDA večino asov držale v svojih rokah.

V primeru ne vključitve ključnih elementov ameriškega predloga v statut MDS, je tako White zagrozil, da ameriški kongres sporazuma ne bo ratificiral. To bi bila katastrofa za britansko vlado, ki je nujno potrebovala hitro ustanovitev MDS. Nujno je namreč potrebovala obsežno bilateralno posojilo s strani ZDA, tako za nadaljnje financiranje vojne kot tudi za povojno rekonstrukcijo svojega gospodarstva, do tega posojila pa je lahko prišlo samo *po* ratificiranju statuta MDS s strani obeh vlad.

Zaradi tako podrejenega položaja v pogajanjih, Velika Britanija ni imela druge izbire kot da se ukloni volji Whitove ameriške delegacije. Ostalim udeležencem srečanja (bili so v bistvu statisti, ki so od daleč opazovali neenakopravno bitko moči med ZDA in Veliko Britanijo) so ZDA in Velika Britanija dale na znanje, da bodo kakršnekoli večje spremembe nezaželeni in nesprejemljivi obem vladam. Čeprav so obstajale točke, ki večini udeležencev niso bile povšeči, temu implicitnemu ultimatu niso ugovarjali, saj nihče ni hotel ogroziti ustanovitve MDS, od katerega so si vsi obetali precejšnje ugodnosti.

¹⁵ V prvi različici svojega predloga, je White predvidel, da naj bi države prejemnice kreditov MDS bile sposobne svojo plačilno bilanco (preko restriktivne monetarne in fiskalne politike) uravnotežiti v dobrem letu ali dveh in nato kredite odplačale iz novonastalih presežkov. Kmalu se je pokazalo, da je uravnoteženje plačilne bilance pogosto zahtevalo strukturne spremembe, do katerih ni moglo priti v borem letu ali dveh. Zato je MDS pričel posojati bolj dolgoročno, krediti pa so bili pogojevani z vrsto strukturnih reform, kar je kasneje privedlo do podvojitve nekaterih funkcij MDS in Svetovne banke.

¹⁶ Tudi Keynesov predlog mednarodne klirinške unije je vseboval koncept pogojevanja za kredite nad določeno mejo, a v precej omejeni obliki (omejevanje bi prišlo v poštev samo za določena posojila).

3.2. DELOVANJE MDS V OKVIRU BRETTON-WOODSKEGA SISTEMA (1945-1973)

Ustanovitev MDS je bila tako dokončna potrditev zmage ZDA v pogajanjih v Bretton Woodsu. Namesto mednarodne klirinške unije se je oblikoval (inferioren) finančni sklad, ki je temeljil na sistemu kvot oziroma pravic črpanja vseh držav članic te novonastale inštitucije. Vsaki od držav članic je bila dodeljena kvota (glede na njeno gospodarsko moč), pri čemer je morala država 25% te vsote vplačati v zlatu oziroma dolarjih, preostalih 75% pa v svoji lastni nacionalni valuti. Na ta način se je v MDS zbral določen obseg sredstev¹⁷, iz katerega so nato države črpale kratkoročna (in kasneje srednjeročna) posojila, namenjena financiranju kratkoročnih PB primanjkljajev¹⁸.

Kvote so tako predstavljale največji vir denarja, ki je bil na voljo MDS. V primeru finančnih težav, je imela vsaka članica pravico v vsakem trenutku črpati 25% svoje kvote. Če ta vsota ni zadostovala, je država članica lahko naknadno zaprosila še za dodatna posojila v tuji valuti. Ta posojila niso bila primerljiva s posojili, ki jih izdajajo konvencionalne kreditne inštitucije, temveč je šlo bolj za priložnost kupovati tujo valuto z zlatom oziroma z nacionalno valuto članice.

Zagotavljanje likvidnosti v bretton-woodskem sistemu je bilo posledično daleč od Keynesovega predloga o visoki stopnji likvidnosti novega mednarodnega denarnega sistema. White in ZDA so dobili, kar so si tako močno želeli, četudi je to pomenilo kronično premajhen obseg mednarodne likvidnosti za normalno delovanje svetovnega gospodarstva. Čeprav so se kvote nekajkrat povečale, njihovo povečevanje ni sledilo povečevanju obsega svetovne trgovine in zviševanju svetovnih cen. Posledica tega je bila, da je imel relativni obseg mednarodne likvidnosti stalno padajoči trend.

Do prvih problemov v zagotavljanju likvidnosti je prišlo že na samem začetku delovanja MDS¹⁹. Kmalu se je namreč izkazalo, da relativno skromna sredstva MDS niti približno niso bila dovolj, da bi se lahko rešila novonastala kriza visokih PB primanjkljajev in uravnotežilo kronično pomanjkanje dolarjev, problem, ki je pestil celotno obdobje do konca 50. let.

Še več. Kot že omenjeno, so člani njegovega statuta Sklad eksplicitno omejevali na posojila v zvezi s primanjkljaji na tekočem računu PB, medtem ko je šlo pri »pomanjkanju dolarjev« v resnici za pomanjkanje kapitalnih dobrin. Povpraševanje po dolarjih je bilo namreč povpraševanje po uvozu investicijskega in drugega blaga, potrebnega tako za obnovo porušениh gospodarskih kapacitet (to je, evropske industrijske baze) kot tudi za zadovoljitev raznoraznih potreb prebivalstva.

¹⁷ Prvotni načrt obsega vseh kvot je znašal 8,8 milijarde dolarjev.

¹⁸ Poleg te omejene višine posojila v tuji valuti, je MDS od leta 1952 uporabo sredstev pričel pogojevati z izpolnjevanjem PB prilagajanja. Oboje, tako omejitve višine kreditov kot pogojevanje pri njihovem črpanju, je pomenilo pritisk na države s PB primanjkljajem, usmerjeno v njihovo čimprejšnje in odločno PB prilagajanje.

¹⁹ MDS je bil uradno ustanovljen 27. decembra 1945, ko je 29 držav udeleženk konference v Bretton Woodsu podpisalo njegove člene sporazuma, s svojimi finančnimi operacijami pa je pričel 1. marca 1947.

Iz teh razlogov se je MDS na koncu odločil za odložitev začetka svojega delovanja na tem področju in tako svoje prve kredite odobril šele leta 1956 (Mrak, 2002, str. 354). Tako so bila zgodnja leta delovanja MDS leta njegove skromne vloge v mednarodnem plačilnem sistemu, »luknjo« pa sta zapolnili dve začasni institucionalni rešitvi, ki sta krizo omilili in pomagali pri prehodu v bolj odprto mednarodno gospodarstvo (McAuley, 2004). Vlogo zagotavljanja likvidnosti v bretton-woodskemu sistemu je tako začasno prevzel Marshallov plan (preko redistribucije dela presežkov ZDA), na novo ustanovljena Evropska plačilna unija (EPU) pa je poskrbela za plačilna neravnotežja nekonvertibilnih evropskih valut (Meltzer, 1999)²⁰.

Marshallov plan (oziroma Evropski program okrevanja) je bil program ogromne finančne pomoči Zahodni Evropi (ne pa tudi Aziji oziroma Japonski), poizkus ameriške obnove le-te skozi dajanje nepovratne pomoči namesto posojil. Tako so ZDA v obdobju od 1948 do 1951 v Evropo poslale finančni paket v vrednosti več kot 13 milijard dolarjev sredstev (11.6 milijard od tega v obliki nepovratne moči, ostalo v obliki kreditov – Mrak, 2002, str. 352), ki je predstavljal ključni prispevek k obnovi Evrope in k razvoju celotnega povojnega svetovnega gospodarstva.²¹

S tem so ZDA od 1947 do 1958 namerno spodbujale odliv dolarjev preko Atlantika, leta 1950 pa začele obdobje lastnega PB primanjkljaja z namenom dovajanja likvidnosti svetovnemu gospodarstvu. Do leta 1952 je tako Evropa (večinoma zahvaljujoč Marshallovemu planu) dosegla 39-odstotno povečanje v industrijski proizvodnji in podvojila svoj izvoz. Krize pomanjkanja dolarjev je bilo konec (McAuley, 2004).

Evropska plačilna unija je bila, po drugi strani, ustanovljena s strani OEEC leta 1950, kot način čim bolj ekonomičnega upravljanja z redkimi mednarodnimi rezervami (to je, dolarji). Naloga EPU je bila redno beležiti vse trgovinske transakcije, ki so potekale med evropskimi državami. Konec vsakega meseca so bile nato izračunane vse bilateralne bilance, pri čemer so se saldi odpravljali tako, da je bilo 40% salda financiranega z zlatom oziroma USD, preostalih 60% pa s krediti, ki so jih zagotovile države s presežki v medsebojni menjavi (Mrak, 2002, str. 352-353). Čeprav je bila ustanovljena z zelo omejenim namenom, se je EPU izkazala za tako uspešno pri zmanjševanju količine plačilnih transakcij, da je pomembno doprinesla k liberalizaciji svetovne trgovine.

Pasivnost MDS v začetnem desetletju njegovega delovanja in izredno restriktiven pristop k PB financiranju, sta tako koncem 50. let dokončno pokopala vse upe, da bi lahko razvoj MDS kdaj šel v smer Keynesovih sanj o mednarodni centralni banki razvitega sveta. Še več. MDS

²⁰ Od leta 1950 dalje so se v okviru Evropske plačilne unije usklajevale tudi uvedene trgovinske in devizne omejitve, kar pomeni, da so jih sprejemali v soglasju z najpomembnejšimi trgovinskimi partnerji. Ker je bila osnovna usmeritev Evropske plačilne unije liberalizacija trgovine in ker so bile omejitve sprejete v okviru multilateralne organizacije, je to dajalo nekakšno zagotovilo, da gre za ukrepe, ki so zgolj začasni (Mrak, 2002, str. 353).

²¹ Bili pa so – poleg želje ZDA, da omogočijo nadaljevanje svoje gospodarske ekspanzije v svetu – tudi drugi vzroki za ta finančni paket. Eden od teh je bil prav gotovo hitro naraščajoči strah pred krepitvijo komunizma v svetu. Soočene z naraščajočo močjo in velikostjo Sovjetske Zveze kot vodilne sile komunističnega bloka, so ZDA prevzele vlogo vodilne sile kapitalističnega bloka in si zadale nalogo, da obnovijo Ameriki prijateljske zahodnoevropske režime ter razširijo prosto tržni kapitalizem kar se da daleč (Grabbe, 1996).

je v teh zgodnjih letih svojega obstoja izgubil precejšen del svojega »prestiza«, kar je pod vprašaj privedlo tako njegov status kot tudi njegov nadaljnji obstoj.

Kljub temu je MDS vztrajal dalje in v zgodnjih 60. letih presenetljivo postal bolj aktiven kot posledica izboljšanja delovanja celotnega bretton-woodskega sistema²². A to je bilo le zatišje pred viharjem. 60. leta so bila namreč desetletje, v katerem se je nezaustavljivi propad bretton-woodskega sistema v resnici pričel. Fundamentalni problem asimetričnosti sistema, v katerem so glavno breme nosile države s PB primanjkljaji, je namreč s transformacijo ZDA iz države upnice v državo dolžnico prerasel v paradoks²³ in s tem onemogočil zagotavljanje učinkovitega mehanizma za odpravljanje PB neravnotežij. Zaradi tega se je PB primanjkljaj ZDA še naprej nezadržno povečeval²⁴, medtem ko so nekatere druge države, kot na primer Nemčija in Japonska, še naprej pridno kopičile mednarodne denarne rezerve kot posledica kontinuiranih PB presežkov.

V pogojih, ko mednarodni denarni sistem ne zagotavlja učinkovitega mehanizma za odpravljanje PB primanjkljajev, bi moral mehanizem zagotavljanja mednarodne likvidnosti delovati toliko bolj učinkovito (Mrak, 2002, str. 358). Žal v bretton-woodskem sistemu tudi slednji ni deloval tako kot bi moral, glavni razlog za to pa je bil v ti. »Triffinovi dilemi«.

Bistvo »Triffinove dileme« je bilo naslednje: da so zagotavljale svetovno likvidnost, so morale ZDA imeti kontinuiran PB primanjkljaj. Da so, po drugi strani, ohranile svojo kredibilnost in posledično kredibilnost sistema, ZDA niso smele imeti kontinuiranega PB primanjkljaja. Iz te dileme je nadalje izhajalo naslednje vprašanje: za katero opcijo se bodo ZDA odločile? Za nadaljnji primanjkljaj v svoji plačilni bilanci ali za ohranitev kredibilnosti? Kot mnogo drugih dilem, tudi Triffinova dilema ni mogla imeti srečnega konca.

Na koncu so se ZDA odločile za nadaljnje povečanje svojega PB primanjkljaja, ki je v 60. letih povečalo količino ameriških dolarjev v rokah tujih centralnih bank na 40 milijard dolarjev leta 1970²⁵, obseg zlatih deviznih rezerv ZDA pa (istega leta) zmanjšalo na pičlih 11 milijard dolarjev²⁶. Dolarske terjatve tujih držav so tako leta 1970 za več kot dvakrat presegale zlate devizne rezerve ZDA, upoštevajoč terjatve drugih ekonomskih subjektov pa je bilo to razmerje še precej višje (Mrak, 2002, str. 359).

V luči teh fundamentalnih slabosti v obeh ključnih mehanizmih bretton-woodskega sistema, se je pričelo iskanje najrazličnejših ukrepov, ki naj bi povečali likvidnost svetovnega

²² Ukinitev EPU konec 50. let ter obnova konvertibilnosti evropskih valut sta omogočili, da je bretton-woodski sistem vsaj za kratko pričel delovati tako, kot so si to zamislili njegovi ustanovitelji skoraj petnajst let prej.

²³ Če je po eni strani sistem za nemoteno delovanje potreboval devalvacijo ameriškega dolarja, bi po drugi ta devalvacija – zaradi specifične pozicije ZDA v sistemu – pomenila spremembo vrednosti dolarja glede na zlato (to je, konec paritete 35 dolarjev za unčo), kar bi pod vprašaj postavilo obstoj celotnega bretton-woodskega sistema.

²⁴ Vzrok za to je bila predvsem ekspanzivna fiskalna politika ZDA, saj so tako vojna v Vietnamu, izdatki za socialo kot tudi vedno bolj zagrizena »vesoljska vojna« s Sovjetsko Zvezo močno povečali javne izdatke ZDA.

²⁵ Iz borih 13 milijard dolarjev leta 1949.

²⁶ Iz približno 25 milijard dolarjev leta 1949.

gospodarstva in rešili bretton-woodski sistem. V kontekstu pričujoče naloge so bili pomembni predvsem trije ukrepi²⁷ (Mrak, 2002, str. 362-364):

a) *Povečanje kvot držav članic MDS*

Zaradi stalnega nasprotovanja ZDA se kvote v obdobju do leta 1958 niso spreminjale, čeprav je bilo to v nasprotju z usmeritvijo bretton-woodskega sistema. Obseg mednarodnih denarnih rezerv bi se namreč moral povečevati skladno s povečevanjem obsega mednarodne trgovine. A čeprav se je mednarodna trgovina v obdobju 1944-1958 več kot podvojila, je prvo povečanje kvot leta 1959 znašalo komaj 50%. Kvote so bile zatem povečane še nekajkrat (nazadnje januarja 1998 za 45%), a to ni ustavilo padajočega trenda v odnosu med skupnim obsegom kvot in skupnim obsegom svetovne trgovine.

b) *Splošni sporazum izposojanja (angl. General Arrangement to Borrow – GAB):*

GAB je bil sklenjen leta 1962 s strani desetih industrijsko najbolj razvitih držav tistega časa²⁸ in Švice kot odgovor na premajhno povečanje kvot leta 1959. Z njim so se te države obvezale, da bodo MDS za potrebe financiranja držav s PB problemi posodile svoje valute v protivrednosti šestih milijard dolarjev. Ta sporazum je bil nato v naslednjih letih še večkrat obnovljen in razširjen.

c) *Oblikovanje SDR – Special Drawing Right*

Že v zgodnjih letih »gold pool«-a je prevladovalo mnenje, da je bilo v svetu premalo mednarodnih rezerv in da bi bilo potrebno ustvariti nove rezerve, ki bi tistim, ki te rezerve držijo, omogočilo prekinitev vezanosti ekskluzivno na dolar in zlato. V pogojih, kjer se svetovni obseg monetarnega zlata ni povečeval, se je namreč mednarodna likvidnost povečevala samo na račun povečevanja obsega dolarjev. Zaradi že predstavljene »Triffinove dileme« je tako v 60. letih postalo oblikovanje nove oblike mednarodne likvidnosti ključni element celotne reforme mednarodnega denarnega sistema.

Medtem, ko je Francija hotela radikalno zamenjati dolar kot mednarodno rezervno valuto, so se druge države usmerile v iskanje zamenjave za zlato. Odločitev je bila naslednja: skupina desetih držav OECD z največ volilnimi pravicami v MDS je sklenila oblikovati umetno rezervno valuto, s katero bi trgovale centralne banke v zvezi s poravnkami rezerv. Čeprav so jo – kot koncesija Franciji, ki ni hotela, da se imenuje za rezervno valuto – poimenovali »posebna pravica črpanja« (angl. *Special Drawing Right*), je šlo v bistvu za popolnoma novo rezervno valuto, obliko »papirnatega zlata«²⁹.

²⁷ Med dodatne ukrepe povečevanja likvidnosti je sodil tudi propadli sporazum »gold pool« iz leta 1962, ki je bil v bistvu poizkus nadzora oziroma stabilizacije cene zlata na odprtem trgu.

²⁸ To so bile ZDA, Velika Britanija, Nemčija, Japonska, Francija, Italija, Kanada, Nizozemska, Belgija in Švedska.

²⁹ Bilo je predvideno, da naj bi bile SDR enako dobre kot zlato.

Oblikovanje SDR je bila nedvomno najbolj pomembna reforma bretton-woodskega denarnega sistema v celotnem obdobju 1944-1973. Ideja zanje se je oblikovala že v poznih 50. letih³⁰, a so se mednarodna pogajanja zavlekla globoko v 60. leta, tako da je bil amandma k statutu MDS, ki je MDS pooblastil za izdajo SDR, sprejet šele 31. maja 1968. V nasprotju s kvotami, ki so podprte z zlatom in z deviznimi depoziti držav članic, so bile posebne pravice črpanja oblikovane in izdajane izključno na osnovi zaupanja držav članic v sklenjen dogovor oziroma na pripravljenosti članic, da izdane SDR sprejmejo in uporabijo kot rezervno valuto.

Ob formiranju so bile SDR opredeljene v zlatu, pri čemer je bila ena enota SDR enaka 1/35 unče zlata oziroma enemu dolarju, med države članice pa so bile razdeljene proporcionalno njihovem deležu v vsoti kvot vseh članic MDS. Dogovorjeno je bilo, da lahko država SDR črpa vedno, ko ima PB težave in/ali želi povečati svoje mednarodne rezerve, za črpanje pa se ji ni treba predhodno dogovoriti z MDS. Črpanje SDR tudi ni pogojevano z izpolnjevanjem kakršnegakoli programa ekonomske politike, načrtanih sredstev pa ni potrebno vračati³¹.

SDR so bile odobrene julija 1969, do prve alokacije SDR pa je prišlo januarja 1970. Na letnem zasedanju MDS v Rio de Janeiru leta 1967 je bilo dogovorjeno, da bo ta prva alokacija SDR izdana v skupni višini 9.5 milijarde dolarjev, izvedena pa v treh obrokih v letih 1970-1972. A čeprav se je verjelo (oziroma, bolje rečeno, upalo), da bodo SDR dolgoročno postale mogoče celo najpomembnejša komponenta celotne mednarodne likvidnosti, niso pomembneje vplivale na zmanjševanje ali celo odpravo slabosti počasi propadajočega bretton-woodskega sistema.

Ukrepi, ki so bili v 60. letih sprejeti, da bi rešili oba temeljna problema bretton-woodskega sistema (problem PB prilagajanja in problem pomanjkanja mednarodne likvidnosti), v svoji nameri niso bili uspešni. Primanjkljaj v plačilni bilanci ZDA je pospešeno in nezadržno naraščal³², reforme sprejete za povečanje mednarodne likvidnosti (predvsem oblikovanje SDR) pa niso bile dovolj obširne, dovolj celovito zastavljene in dovolj hitro izpeljane, da bi lahko bistveno vplivale na potek dogodkov, ki je vodil v dokončen propad bretton-woodskega sistema³³.

³⁰ V resnici SDR niso bile nič več kot različica Keynesove ideje o »bankorju«.

³¹ Kljub temu mora država, ki črpa SDR, vzdrževati določeno raven te oblike likvidnosti. Ta naj bi skozi petletno obdobje znašala povprečno najmanj 30% kumulativne alokacije SDR, ki jih je prejela država.

³² Pokritost dolarjev v obtoku z zlatom se je samo leta 1970 znižala iz 55% na 22%.

³³ Zadnji, panični poizkus ohranitve bretton-woodskega sistema je bila sklenitev ti. Smithsoniankega sporazuma (angl. *Smithsonian Agreement*) decembra 1971. Šlo je za prehod mednarodne denarne ureditve na sistem dolarskega standarda, v katerem so države svoje valute fiksirale na dolar brez podpore zlata oziroma drugega svetovnega denarja v ozadju.

Žal se je ta sistem izkazal za še bolj nestabilnega in polnega napak kot pred njim zlati devizni standard in pravkar razpadli bretton-woodski sistem. Po komaj 14 mesecih delovanja je bil tako »največji monetarni sporazum v zgodovini človeštva« (po besedah ameriškega predsednika Nixona) dokončno opuščen, vse pomembne svetovne valute pa so prešle na sistem fleksibilnih deviznih tečajev.

3.3. DELOVANJE MDS PO RAZPADU BRETTON-WOODSKEGA SISTEMA (1973-1995)

Če bi bil Mednarodni denarni sklad »normalna« inštitucija, bi s propadom brettton-woodskega sistema začetkom 1973 preprosto prenehal z delovanjem. Razloga za njegov obstoj (beri, brettton-woodskega denarnega sistema) ni bilo več, prav tako pa ni bilo več pogojev, pod katerimi so si njegovi ustanovitelji zamislili njegovo delovanje.

Kot že rečeno, je bil MDS ustanovljen za izpolnjevanje predvsem dveh ključnih nalog. Prva je bila zagotavljati stabilnost sistema fiksiranih deviznih tečajev, druga pa zagotavljati likvidnost razvitim državam članicam s kratkoročnimi primanjkljaji v tekočem računu njihove plačilne bilance. Zaradi sprostitve drsenja vseh najpomembnejših valut je tako prva kot tudi druga naloga Sklada povsem izgubila na pomenu. Ukinitev oziroma vsaj temeljita reorganizacija MDS sredi 1973 bi bila tako ne samo logična, temveč tudi najprimernejša rešitev.

Da do tega ni prišlo, je bila kriva temeljna značilnost MDS, ki je bila od samega začetka deležna najhujših kritik in je ključnega pomena tudi v kontekstu teme pričujoče naloge. Namreč, MDS je bil in je politična organizacija. Ustanovljen zaradi politične premoči ZDA na konferenci v Bretton Woodsu, se je v naslednjih desetletjih razvil v nekakšen podaljšek ameriške zunanje politike, v branitelja svetovne (pre)moči ameriškega dolarja. In če nekaj drži za politične organizacije (še posebej za tiste, podprte s strani najmočnejših svetovnih velesil), je to, da počasi, a neizbežno postanejo zakon zase. Tako kot NATO pakt ni prenehal z delovanjem ob koncu hladne vojne, tudi zlom brettton-woodskega sistema ni pomenil konca za MDS. Kot druge podobne politične organizacije, se je preprosto usmeril v iskanje novega »sovražnika« in misij, ki bi dale smisel njegovemu obstoju.

V tem kontekstu lahko mirno rečemo, da so 70. leta minulega stoletja za MDS predstavljala obdobje krize identitete. Ne samo, da je čez noč izgubil »uradni« razlog za svoj obstoj, temveč je skozi 70. leta postajalo vedno bolj jasno, da so razvite zahodne države za upravljanje svojih denarnih razmerij raje uporabljale alternativne, neformalne mehanizme (še posebej forum G7) (Croci, 1998).

Ko je H. Johannes Witteveen, profesor ekonomije in bivši nizozemski finančni minister, prevzel vodenje MDS septembra 1973, je bil le-ta na svoji najnižji točki. Čeprav se Witteveen s svojo strogo osebnostjo ni ne vem kako priljubil osebju MDS, je dosegel tisto, česar njegov predhodnik Pierre Schweitzer ni zmozel: ustvaril je namreč jasno vizijo MDS. Kot zagovornik povečanja virov sredstev Sklada in razširitve njegovih aktivnosti, se je Witteveen zavezal ideji MDS kot centralizirane globalne banke, ki bi med drugim nadzorovala tudi del aktivnosti nacionalnih centralnih bank. Spolzka pot, po kateri se je MDS napotil v naslednjih desetletjih, je bila načrtovana.

Eden od Witteveenovih ambicioznejših projektov je bila ustanovitev ti. »Witteveenskega aranžmaja« (angl. *Witteveen facility*), ki je zajemal 16 milijard dolarjev novih finančnih sredstev za nove, razširjene funkcije MDS. Poleg tega je bil leta 1974 uveden še en nov tip

aranžmaja (Extended Fund Facility – EFF), ki državam članicam zagotavlja finančno pomoč za daljše obdobje in v večjih zneskih kot običajni stand-by aranžma³⁴. Namenjen je predvsem državam, katerih primanjkljaji v plačilnih bilancah so posledica strukturnih problemov v njihovih gospodarstvih, njegova izraba pa je povezana s ti. »visoko stopnjo pogojevanja«³⁵ (Mrak, 2002, str. 429).

Čeprav je Witteveen veliko pripomogel k dvigu ugleda MDS v svetu, je nanj po drugi strani žal prenesel tudi svoj konzervativen pogled na reševanje ekonomskih problemov (predvsem uporabo restrikcij povpraševanja – namesto nadzorovanja cen – za kontrolo inflacije), ki je eden temeljnih problemov MDS še danes. Pa ne samo zaradi Witteveena. Tudi ekonomske politike njegovega naslednika Jacquesa de Larosiera³⁶ so bile podobno konzervativne (upočasnitev gospodarske rasti kot glavni ukrep v boju proti previsoki inflaciji), dokončno prevlado konzervativizma pa sta MDS vsilila ti. »thatcherizem« in »reaganomika«, ki sta za več kot desetletje zavladala koncem 70. in začetkom 80 let. (Gangale, 2003).

Pod vplivom slednjih dveh ideologij je MDS dokončno postal ultra-konzervativna organizacija, posojila za financiranje »keynesianskih« primanjkljajev in stimuliranje okrevanja gospodarstev pa so zamenjala posojila z vedno strožjimi zahtevami strukturnih sprememb. Če je bilo še v obdobju 70. let približno tri četrtine vseh sredstev MDS državam članicam odobrenih po ti. »nizki stopnji pogojevanja«, se je ta delež v 80. in 90. letih – z uvedbo novih, strožjih finančnih aranžmajev ter počasnosti povečevanja kvot – močno zmanjšal na manj kot eno četrtino vseh odobrenih sredstev. Danes so tako sredstva, odobrena po »visoki stopnji pogojevanja«, dominantna oblika sodelovanja med MDS in državami posojiljemalkami (Mrak, 2002, str. 436).

Kriza identitete in odmik aktivnosti MDS od njegovega, v Bretton Woodsu načrtanega poslanstva, sta bila v 70. letih posebej vidna v dveh dejavnostih MDS: recikliranju ti. »petrodolarjev« ter v razmahu posojanja državam v razvoju.

V času energetske krize v 70. letih, ko so se cene nafte zvišale tudi do štirikrat, je MDS pomagal reciklirati³⁷ viške tujih valut v državah izvoznicah nafte, in sicer preko začasnega, novo oblikovanega »Oil Facility« aranžmaja³⁸. Enostavno povedano, MDS si je pričel denar izposojati pri državah izvoznicah nafte (in drugih državah s trdno zunanjo pozicijo) in ga naprej posojal državam uvoznicam nafte z namenom financiranja njihovih (z nafto povezanih) primanjkljajev.

³⁴ Črpana sredstva EFF je potrebno vrniti v 4,5-10 letih. Sredstva, črpana v okviru stand-by aranžmaja je po drugi strani treba vrniti v 3-5 letih.

³⁵ To pomeni, da poteka v posameznih fazah, odvisna pa je od izpolnjevanja kriterijev v programu odprave PB primanjkljaja, sklenjenega z MDS.

³⁶ Witteveen je na vrhu MDS zamenjal 17. junija 1978.

³⁷ Šlo je za krožen proces pretoka dolarjev, ki so ga sestavljale tri faze: plasiranje depozitov držav OPEC (izvirajoč iz presežkov od prodaje nafte po močno zvišani ceni) v banke svetovnih finančnih centrov; odobravanje kreditov teh bank državam uvoznicam nafte, ki so potrebovale finančna sredstva za uvoz dražje nafte ter – tretji korak – sam nakup nafte z izposojenim denarjem držav OPEC (Mrak, 2002, str. 373).

Drugi, resnejši korak je bil razmah dajanja večinoma »visoko pogojevanih« posojil državam v razvoju in nerazvitim državam tretjega sveta. MDS je bil namreč prvotno zasnovan izključno za dajanje kratkoročnih in srednjeročnih posojil *razvitim* državam članicam in to samo za uravnoteževanje njihovih trenutnih PB neravnotežij v tekočem računu. S propadom bretton-woodskega sistema in sprostitev drsenja njihovih deviznih tečajev razvite države posojil MDS niso več potrebovale, saj so si denar raje izposojale pri privatnih bankah oziroma se javno zadolževale³⁹.

Od leta 1977 dalje je tako MDS izgubil še eno od svojih prvotnih funkcij in postal še bolj pogrešljiv. A Washington je imel zanj drugačne načrte. Če razvite države niso bile več zainteresirane za njegova posojila, se je bilo treba usmeriti k državam, ki so bile. Namesto izpolnjevanja svoje prvotne vloge stabilizacijskega sklada industrijskih držav Evrope in Japonske, se je MDS skoraj čez noč prelevil v ključni instrument nadzora gospodarskih politik nerazvitih držav. Preko dolžniških kriz začetkom 80. let je prevzel popolnoma novo vlogo »vodilne sile nečesa, kar so kasneje poimenovali *globalizacija*«⁴⁰ (Engdahl, 2003).

Vsemu temu navkljub, je bil za MDS najpomembnejši dogodek 70. let sprejetje drugega amandmaja njegovega statuta⁴¹, s katerim je Sklad izgubil pomemben del svojih pristojnosti, dobil pa novo, manj pomembno vlogo nadzornika delovanja sistema fleksibilnih deviznih tečajev in nacionalnih politik deviznega tečaja⁴².

Posledično je tako glavna funkcija MDS postalo posojanje denarja državam dolžnicam, da so le-te lahko odplačale naraščajoče obresti na svoj dolg MDS in komercialnim bankam. Začetkom leta 1982 je MDS močno razširil posojanje državam z velikimi kapitalskimi odlivi in s to politiko nadaljeval skozi celotno obdobje ti. latinskoameriške dolžniške krize. Višina posojil se je povečevala, čas odplačevanja podaljševal, MDS pa je s tem dokončno prekršil še zadnjo od prvotnih »zapovedi« v zvezi z njegovim delovanjem: da ne sme posojati državam s težavami v kapitalskem delu plačilne bilance. Posledica je bila permanentna zadolženost večine teh dolžniških držav pri MDS ter znižanje življenjskega standarda v teh državah (Meltzer, 1999).

MDS je bil sploh prva mednarodna finančna organizacija, ki se je aktivno vključila (oziroma vrinila) v proces restrukturiranja dolgov držav v dolžniški krizi. Kar naenkrat je prej relativno marginalna organizacija prevzela vlogo »arhitekta« za reševanje dolžniških kriz in to kljub

³⁸ »Oil Facility« aranžma je bil oblikovan leta 1974, v povezavi z izbruhom prve naftne krize. V veljavi je bil do leta 1976, namenjen pa je bil državam, katerih plačilne bilance so bile močno prizadete zaradi povečanja cen nafte.

³⁹ Kot zadnja je kredite MDS prejela Italija leta 1977.

⁴⁰ Povprečna poraba kreditov MDS je predvsem v obdobju 1982-1987 (kot posledica dolžniške krize) tako v Latinski Ameriki kot tudi državah »pod-saharske« (angl. *Sub-Saharan*) Afrike skokovito narasla. Do podobno dramatičnih skokov v uporabi MDS kreditov je prišlo desetletje kasneje tudi v Vzhodni Aziji in državah Pacifika, v povezavi z azijsko finančno krizo leta 1997.

⁴¹ Z ratifikacijo tega amandmaja leta 1978 je sistem fleksibilnih deviznih tečajev, ki je bil neformalno v uporabi že vse od leta 1971 oziroma 1973, tudi formalno začel veljati.

⁴² Gospodarsko vodilne države sveta so o deviznih tečajih raje razpravljale v okviru manjših, manj formalnih skupin kot so bile G-5 ter kasneje G-7 in danes G-8.

dejstvu, da je bil MDS v 80. letih med relativno manj pomembnimi upniki zadolženih držav v razvoju⁴³.

Precedent je bil postavljen z določitvijo sporazuma med MDS in državo dolžnico o izvajanju programa ekonomske stabilizacije kot *predpogoja* za začetek pogajanj o restrukturiranju dolga. Ta precedent se je kasneje, v malce drugačni preobleki, naprej udejanjal v obdobju finančnih kriz 90. let in je danes eden ključnih argumentov proti vlogi MDS kot posojilodajalca v skrajni sili.

V samem procesu restrukturiranja dolgov je MDS od samega začetka igral zelo specifično vlogo. Po eni strani je prek sklenjenega stand-by aranžmaja z državo dolžnico upnikom dajal določeno stopnjo jamstva, da bodo države dolžnice izvajale ukrepe PB prilagajanja in bile na ta način kmalu spet sposobne normalnega servisiranja svojih obveznosti do tujine. Po drugi strani, je od upnikov zahteval izpolnjevanje določenih pogojev. Zahteval je namreč, da državi odobrijo dodatna finančna sredstva, saj brez teh izvedba programa ekonomske stabilizacije ne bi bila uresničljiva (Mrak, 2002, str. 445).

Vloga MDS v obvladovanju dolžniške krize 80. let se dejansko kaže v obeh komponentah stand-by aranžmajev, ki so jih države s PB problemi sklenile s Skladom in katerega sestavni del je bil program ekonomske stabilizacije. Ti dve komponenti sta bili PB prilagajanje in dodatno zunanje financiranje, ki je bilo nujno za uspešno izvedbo PB prilagajanja. MDS namreč ni imel pomembne vloge samo pri definiranju ekonomske politike na področju PB prilagajanja, temveč je bila njegova vloga izjemno pomembna tudi pri drugi komponenti teh programov. Tu je šlo bolj za vlogo MDS kot katalizatorja, kot pa za samo finančno podporo MDS programu ekonomske stabilizacije države dolžnice. MDS je imel namreč močan vpliv na definiranje tako celotnega obsega sredstev, ki naj bi bil državi potreben za realizacijo programa ekonomske stabilizacije, kot tudi potrebne strukture teh sredstev (Mrak, 2002, str. 593).

MDS pa ni igral ključne vloge samo v prvih letih reševanja dolžniške krize, temveč je konec 80. let pomembno sodeloval tudi v realizaciji ti. »Bradyjevega programa«, ki se je zavzemal za dokončno zmanjševanje zunanjega dolga držav v razvoju in obveznosti, ki sledijo iz njihovega servisiranja. V okviru tega programa so mednarodne finančne inštitucije, še posebej MDS in Svetovna banka, sprejele posebne programe, na osnovi katerih so lahko dolžniškim državam odobravale kredite, ki so bili v celoti ali delno uporabljeni za zmanjševanje obsega zadolženosti. Tako sta samo MDS in Svetovna banka v obdobju 1989-1992 državam članicam odobrili za dobrih 25 milijard dolarjev kreditov, ki so bili uporabljeni v te namene (Mrak, 2002, str. 601)⁴⁴.

⁴³ Dolgovi teh držav v razvoju do MDS so takrat znašali manj kot 5% njihove celotne zunanje zadolženosti, medtem ko je velika večina dolgov odpadla na kreditorje iz vrst komercialnih bank.

⁴⁴ Z realizacijo restrukturiranja, temelječega na Bradyjevemu programu, je bil do konca leta 1992 tako rekoč v celoti rešen problem zunanje zadolženosti srednje razvitih držav v razvoju. Leta 1996 sta nato MDS in Svetovna banka pripravila še celovit koncept reševanja problemov zadolženosti najmanj razvitih držav v razvoju, poimenovan »Iniciativa za pomoč zelo zadolženim revnim državam« (angl. *HIPC Initiative*).

S koncem dolžniške krize 80. let za MDS ni bilo več poti nazaj. S tem, ko se je aktivno vključil v reševanje problemov na kapitalskem delu plačilne bilance, je dokončno prekinil vse vezi s prvotnim bretton-woodskim načrtom delovanja MDS in ubral svojo pot, ki mu je v naslednjem desetletju in pol prinesla precej več kritik kot pohval.

Ene od prvih, so bile kritike njegovega vmešavanja v proces vključevanja držav v tranziciji v svetovno gospodarstvo. Po padcu berlinskega zidu, se je namreč v MDS vključila celotna skupina nekdanjih držav Vzhodnega bloka, večina katerih pred tem ni bila članica nobene od pomembnejših mednarodnih finančnih institucij. Po desetletjih zaprtosti v okviru socializma in komunizma, so bila gospodarstva teh držav nekonkurenčna in neprilagojena odprtim kapitalističnim trgov ter potrebna temeljitih gospodarskih reform. To je izkoristil MDS in (v sodelovanju z drugimi mednarodnimi finančnimi institucijami, zlasti Svetovno banko in EBRD) sebi zagotovil ključno vlogo tako pri zasnovi makroekonomskih politik teh tranzicijskih držav kot tudi pri zagotavljanju finančnih sredstev za financiranje njihovih PB primanjkljajev (Mrak, 2002, str. 446)⁴⁵.

Še posebej sporno je bilo vmešavanje MDS v oblikovanje makroekonomskih politik teh držav. Voden s strani Williamsonovega »washingtonskega konsenza«⁴⁶ iz leta 1990, je Sklad te tranzicijske države dobesedno prisilil v veliko prehitro odpiranje njihovih gospodarstev ter liberalizacijo njihovih trgov, obrestnih mer in kapitalskih tokov.

Če so razvite države z mnogo daljšo zgodovino ter z mnogo boljšim geografskim in političnim izhodiščem za podobno tranzicijo potrebovale desetletja, so bile tranzicijske države s strani MDS slednjo primorane izpeljati v manj kot desetih letih. Pri tem so bile – zaradi pretirano hitre implementacije ekonomskih politik ter nekompetentnosti in pomanjkanja posebnih strokovnih znanj osebja MDS (in Svetovne banke) – storjene usodne napake, ki so onemogočile doseganje optimalnih rezultatov, večino tranzicijskih držav pa pustile ranljive zunanjim šokom (še posebej nenadnim odlivom kapitala), ki so v 90. letih povzročili vrsto katastrofalnih finančnih kriz.

⁴⁵ V ta namen je MDS leta 1993 oblikoval nov, poseben finančni aranžma, poimenovan *Systemic Transformation Facility* (STF), saj tranzicijske države v tistem času še niso bile pripravljene na oblikovanje in izvajanje »normalnih« aranžmajev, ki jih je MDS praktical v odnosih z drugimi državami članicami (Mrak, 2002, str. 428).

⁴⁶ Gre za sklop ekonomskih politik, na katerih sta konec 80. in začetkom 90. let MDS in Svetovna banka bazirali programe, namenjene državam članicam iz Latinske Amerike in kasneje državam v tranziciji. Osnovni elementi tega konsenza so bili (Mrak, 2002, str. 447):

- a) finančna disciplina
- b) preusmeritev javnih izdatkov na področjih kot so zdravstvo, izobraževanje in infrastruktura
- c) davčna reforma, usmerjena v zniževanje davčnih stopenj in razširitev davčnega zajemanja
- d) liberalizacija obrestnih mer
- e) konkurenčni devizni tečaji
- f) liberalizacija trgovine
- g) liberalizacija kapitalskih tokov
- h) privatizacija
- i) deregulacija ter
- j) zagotovitev lastniških pravic.

4. MDS IN FINANČNE KRIZE 90. LET

Finančne krize, ki so si z metronomsko natančnostjo sledile v drugi polovici 90. let, so v mnogočem predstavljale dokončno preobrazbo MDS v popolnoma novo entiteto, za katero večina starih pravil ni veljala več. To je bilo obdobje, v katerem se je MDS na področju financiranja kriz ustoličil kot glavni in najkontroverznejši mednarodni posojilodajalec v skrajni sili in v katerem se je prvič pojavila vroča, vsesplošna polemika o tem, ali je MDS sploh primeren za opravljanje te funkcije.

Pričujoče poglavje je sestavljeno iz dveh delov. V prvem najprej podajam kratek pregled finančnega udejstvovanja MDS v petih najpomembnejših finančnih krizah 90. let minulega stoletja, v drugem delu pa nato predstavljam ključne nauke teh kriz za MDS kot MPSS.

4.1. PREGLED FINANČNEGA UDEJSTVOVANJA MDS PO POSAMEZNIH KRIZAH

a) MEHIŠKA KRIZA (1995)

Gledano nazaj, je bil primer reševanja mehiške finančne krize edina res prava zgodba o uspehu, vsaj kar zadeva primernost in uspešnost financiranja obravnavanih finančnih kriz. Kot marginalno talentirani glasbenik, ki mu v karieri uspe napisati eno samo uspešnico, tudi MDS mehiškega uspeha v naslednjih štirih poizkusih ni uspel več ponoviti. Verjetno zato, ker sploh ni bil avtor edinega res pozitivnega dosežka, ki ga je v finančnih krizah 90. let zabeležil kot MPSS.

Ko je koncem leta 1994 postalo jasno, da Mehika ne bo sposobna servisirati svojega naraščajočega dolga brez izdatne finančne pomoči iz tujine⁴⁷, so iniciativo prevzele ZDA in že 12. januarja 1995 objavile prvi finančni paket Mehiki. Ko je bil ta s strani ameriškega kongresa zavrnjen in se je kriza v Mehiki dodatno poglobila, je ameriški predsednik Clinton 31. januarja posegel po drastični metodi, ki je bila do tedaj brez precedenta. Prvič se je namreč zgodilo, da so ZDA sredstva za financiranje kriz drugih držav, črpale neposredno iz svojega Exchange Stabilization Fund (vse skupaj 20 milijard USD). Skupaj s sredstvi MDS (18 milijard USD), BIS (Bank for International Settlements – 10 milijard USD), posojili komercialnih bank ter latinskoameriških in kanadskih kreditnih linij so ZDA tako oblikovale finančni paket v vrednosti skoraj 49 milijard dolarjev za namen stabilizacije mehiškega pesa.

Sam paket je bil zasnovan podobno, kot če bi ZDA z Mehiko sklenile običajni posel, in sicer z naslednjimi pogoji (Springer&Molina, 1995):

- da Mehika plača obresti ipd. na srednjeročne »swape«;
- da je izplačilo sredstev odvisno od doslednega izvajanja monetarnih ciljev, ki jih je za Mehiko oblikoval MDS; ter

⁴⁷ Tedenska amortizacija plačil na kratkoročne VP, imenovane »tesobonos«, bi na primer samo v prvem četrtletju 1995 znašala približno 10 milijard dolarjev, skoraj dvakrat toliko, kolikor so znašale celotne mehiške zunanje rezerve konec leta 1994.

- da so mehiški izvozniki nafte svoje prihodke naložili v Federal Reserve Bank v New Yorku kot zavarovanje (angl. *collateral*) za dana finančna sredstva.

Kljub temu so bili ti pogoji milejši in fleksibilnejši (z daljšimi roki zapadlosti) kot pogoji originalnega paketa, ki ga je Clinton predlagal začetkom januarja. S tem so Mehiki omogočili nekaj manevrskega prostora, potrebnega za ponovno povečanje njenih mednarodnih rezerv, za implementacijo strukturnega programa prilagajanja ter za oblikovanje primerne podpore programa za domači bančni sistem.

Tu je treba poudariti, da je hitrost, s katero je Mehika dobila to ogromno finančno podporo, v veliki meri izvirala iz razlik v finančnih paketih iz leta 1982 (dolžniška kriza) in 1995 (finančna kriza). V obeh primerih so bile ZDA tista država, ki je Mehiki na pomoč priskočila prva, a na dva zelo drugačna načina.

Prva in najpomembnejša razlika leži v namenu obeh paketov. Medtem, ko je bil paket iz leta 1995 namenjen dokončni rešitvi mehiške likvidnostne krize, je bil paket iz leta 1982 nasprotno zasnovan le z namenom prehodnega financiranja; to je, da Mehiki omogoči dovolj časa, da konča pogajanja s svojimi upniki in MDS. Ta razlika je razvidna tako iz relativne velikosti obeh paketov kot tudi iz časovne strukture posojil. Gledano v stalnih dolarjih, je bila finančna pomoč iz leta 1995 (skoraj 49 milijard dolarjev) za sedemkrat večja od tiste iz leta 1982 (okrog 7.2 milijarde dolarjev, prevedeno v dolarje iz leta 1995), prispevek ZDA samih (20 milijard dolarjev) pa več kot trikrat večji od tistega iz leta 1982 (5.7 milijarde dolarjev v dolarjih iz leta 1995). Po drugi strani, so morala biti posojila ZDA iz leta 1982 odplačana v enem samem letu, medtem ko je bilo možno večino posojil ZDA v okviru finančnega paketa iz leta 1995 odplačati med junijem 1997 in junijem 2000. Srednjeročnost večine ameriških posojil je tako druga ključna razlika med dvema finančnima paketoma pomoči (Lustig, 1997).

Učinkovitost finančnega paketa iz leta 1995 se je hitro pokazala v sposobnosti Mehike, da se zopet vključi v mednarodne trge kapitala. Tako si je mehiška razvojna banka že aprila 1995 na mednarodnem trgu lahko izposodila nova sredstva, v obdobju od srede leta 1995 do začetka 1996 pa se je Mehika kot država zadolžila še za dodatnih 8 milijard dolarjev in to po vedno bolj ugodnih pogojih in rokih zapadlosti.

Do konca januarja 1997 je bila že sposobna odplačati vsa ameriška posojila (vseh 13.5 milijard dolarjev), dosti prej kot so to pričakovali tudi največji optimisti. Vrednost pesa se je po 1995 več ali manj stabilizirala, že v letu 1996 pa je Mehika zopet zabeležila normalno stopnjo gospodarske rasti (4.5 odstotka). Obnovljeno zaupanje tujih kreditorjev in investorjev je Mehiki omogočilo hitro stabilizacijo deviznega tečaja in postopno zniževanje obrestnih mer.

Hitra in obsežna finančna pomoč je prav tako v kali zatrla bojazen širitve krize v druge regije in države. V nasprotju z izkušnjami iz leta 1982, ko je bilo kar precej držav v razvoju ujetih v leta stagnacije, je tokrat posledice devalvacije pesa naknadno občutila le ena država: Argentina (Lustig, 1997).

b) AZIJSKA KRIZA (1997)

Reševanje azijske krize je potekalo precej drugače kot v primeru mehiške krize nekaj let prej, tako kar zadeva organizatorja finančnega paketa, hitrost reševalne akcije, obseg organiziranega paketa kot tudi pogojev, pod katerimi so bila finančna sredstva dana.

Kot prvo, azijska finančna kriza je prva kriza, v kateri je MDS igral glavno vlogo organizatorja posojila. Razlika je bila takoj vidna v sami hitrosti reševanja krize, ki je v primeru Azije potekalo precej počasneje, večinoma na račun MDS samega. Namesto, da bi se na nastalo krizo odzval hitro (kot so to diktirali nauki mehiške krize), je MDS proces zavlačeval z obtoževanjem »skorumpiranih« azijskih oblasti in korupcije na relaciji privatnih in javnih sektorjev. Posledično se je azijska kriza nezaustavljivo poglobljala, končni stroški krize pa so bili, zaradi omahovanja in relativno omejene finančne pomoči, dosti večji kot bi bili, če bi se ukrepalo takoj in odločno. Ali kot je zapisal Walter Bello: »Namesto učinkovitega vodstva je regija dobila MDS« (Bello, 1998)⁴⁸.

Če je finančni paket Mehiki obsegal približno 50 milijard dolarjev, je celotni finančni paket za Tajsko, Indonezijo in Korejo znašal nekaj manj kot 120 milijard dolarjev. To se sliši veliko, a je treba opozoriti, da so skoraj polovico teh sredstev (54.7 milijard dolarjev) predstavljali bilateralni viri, črpanje katerih je bilo možno samo ob izpolnitvi zelo specifičnih pogojev (sredstva MDS so za primerjavo znašala dobrih 36 milijard dolarjev: 4 mrd USD za Tajsko, 11.2 mrd USD za Indonezijo ter 21.1 mrd USD za Korejo). Medtem, ko je bila finančna pomoč Mehiki hitra, obsežna in – kar je najpomembneje – nizko pogojevana, je bilo finančno reševanje azijske krize ravno nasprotno: počasno, relativno omejeno in večinoma visoko pogojevano, kar je še dodatno upočasnilo »gašenje« krize.

Vse to je seveda močno povečalo gospodarske stroške, ki so jih utrpele države v azijski regiji med samo krizo in takoj po njej. Ker je bil obseg sredstev iz javnih virov, vsebovanih v finančnem paketu, premajhen in ni uspel nadomestiti/zaustaviti odtoka privatnega kapitala, so bile azijske države beg kapitala prisiljene financirati z drastičnim PB prilagajanjem (glej Tabela 1, na str. 28).

⁴⁸ Po drugi strani je prizadeto azijsko regijo razočarala tudi Japonska, ki je pod pritiskom MDS opustila načrt za ustanovitev 100 milijard dolarjev vrednega Azijskega denarnega sklada (angl. *Asian Monetary Fund* – AMF)⁴⁸, ki naj bi azijske valute branil pred paniko investitorjev in nadaljnjimi špekulativnimi napadi.

TABELA 1: Spremembe v tekočem delu PB azijskih držav (% v BDP)

DRŽAVA	Primanjkljaj v tekočem delu PB		Sprememba (1998-1997)
	1997	1998	
Tajska	-2.0	12.8	14.8
Indonezija	-1.8	4.0	5.8
Koreja	-1.7	12.5	14.2
Filipini	-5.3	2.0	7.3
Malezija	-5.1	12.9	18.0

Vir: Mrak, 2002, str. 620.

To drastično PB prilagajanje je bilo moč doseči samo z drastičnim zmanjšanjem povpraševanja, ki je močno zmanjšal obseg proizvodnje in vsaj podvojil stopnjo nezaposlenosti v posameznih državah azijske regije. Samo leta 1998 se je, na primer, BDP Koreje zmanjšal za 6.7%, Malezije za 7.5%, Tajske za 10.4%, Indonezije pa kar za 13.2% v primerjavi s prejšnjim letom. Kar se povečanja nezaposlenosti tiče, je ilustrativen primer Koreje, kjer se je v enem samem letu (iz 1997 na 1998) stopnja nezaposlenosti povečala iz manj kot 3% na približno 7% (Mrak, 2002, str. 620-621).

c) RUSKA KRIZA (1998)

Če je bila finančna pomoč Aziji opazno manjša in manj učinkovita kot v primeru Mehike, se je ta negativni trend v primeru Rusije še zaostрил.

Gospodarska situacija v Rusiji se je nezaustavljivo pričela slabšati začetkom leta 1998, ko je kombinacija notranjih⁴⁹ in zunanjih faktorjev⁵⁰ privedla do močnega pritiska na devizni tečaj rublja. Ko sredi leta 1998 Rusija ni bila več sposobna zagotoviti tedenskega refinanciranja GKO⁵¹ v višini 1 milijarde dolarjev, je postalo jasno, da se država približuje krizni situaciji.

Da bi branila stabilnost rublja, je bila prisiljena dvigniti obrestne mere na nevzdržne ravni (nad 100%). Devizne rezerve, s katerimi je Rusija financirala zapadle GKO, so se hitro zmanjševale, popolnoma porušeno zaupanje tujcev v državo pa je povzročilo paničen beg kapitala iz Rusije in s tem kaos na vseh delih domačega finančnega trga.

Pri tem je zanimivo, da je MDS na razvoj krize v Rusiji ponovno reagiral s precejšnjim zamikom in to kljub temu, da je bila Rusija (podobno kot kasneje Argentina) večino 90. let ena od tistih »srečnic«, ki jim je MDS vedno rade volje priskočil na pomoč⁵². Ko je MDS

⁴⁹ Kontinuirani neuspehi ruskih gospodarskih politik; periodična destabilizacijska politična negotovost...

⁵⁰ Okužba iz Azije, ki je privedla do upada že tako precej šibkega zaupanja investitorjev v Rusijo; precejšen padec cen nafte in zemeljskega plina, ene od ključnih izvoznih dobrin Rusije...

⁵¹ V rubljih denominirani kratkoročni zapisi.

⁵² Vpliv MDS v Rusiji se je pričel z letom 1992, ko je Rusija postala članica MDS. Od takrat naprej se je MDS v rusko politiko in gospodarstvo vmešaval na različne načine, najbolj intenzivno pa preko različnih posojil in stand-by aranžmajev. Na ta način je Rusiji lahko vsilil svoje ukrepe in reforme v smeri čim večjega privabljanja tujega kapitala preko velikih razlik v obrestnih merah (kot posledica restriktivne monetarne politike in režima fiksnega deviznega tečaja), mnogo prehitre liberalizacije kapitalskega dela plačilne bilance ter radikalne deregulacije finančnega sektorja.

končno le reagiral, je to storil bolj iz bojazni pred devalvacijo rublja, ki bi lahko privedla do zloma ruskih bank in posledičnih milijardnih dolarških izgub predvsem ameriških bank in finančnih inštitucij, kot pa zaradi resnih skrbi za Rusijo samo (Beams, 1998)⁵³. Rusija je bila preprosto »too-big-to-fail«; to je, »prevelika, da bi lahko propadla« (oziroma, kot so rekli nekateri, »preveč nuklearna, da bi lahko propadla«). V nasprotju z Mehiko in Azijo, je šlo v primeru Rusije za »sistemski problem«.

V svetu bančništva in financ so »sistemski problemi« tisti, ki (negativno) učinkujejo ne samo na neposredno vpletene inštitucije, temveč ogrožajo stabilnost celotnega (svetovnega) finančnega mehanizma. Povedano drugače: če MDS ne bi posredoval, bi bile ruske oblasti prisiljene rubelj devalvirati, kar bi močno povečalo dolgove ruskih bank in privedlo do morebitnega »defaulta« na obveznosti teh bank. To bi nadalje rezultiralo v milijardnih izgubah za tuje investitorje, v mednarodni finančni verižni reakciji, ki bi vodila v »sistemsko« krizo (Beams, 1998). Zaradi tega je bil MDS trdno odločen zagotoviti njen »bail-out«, četudi sam ni imel dovolj sredstev, da bi pokril stroške ruskega »bail-outa«⁵⁴.

Sporazum, ki je bil objavljen 13. julija 1998, je predvideval finančno pomoč Rusiji v obsegu 22.6 milijarde dolarjev v razdobju dveh let (1998 in 1999). Od tega naj bi MDS sam prispeval polovico (11.2 milijarde dolarjev), ostalo pa Svetovna banka in EBRD (3 milijarde dolarjev) ter posamezne države (v obliki bilateralnih posojil). V zameno za to pomoč se je Rusija obvezala, da bo svoj proračunski primanjkljaj prepolovila (iz takratnih 5.6% BDP na 2.8% BDP) in sicer preko bistvenih sprememb na področju davčne politike, restrukturiranja dela GKO ter obsežne strukturne reforme.

Če te številke primarjamo s številkami v Mehiki in Aziji je jasno, da se je pritok finančnih sredstev s strani MDS pričel sušiti, dejansko pridobivanje sredstev samih pa je postalo vedno bolj pogojevano. V luči likvidnostnih problemov, s katerimi se je v tistem času soočal MDS, to niti ni bilo tako presenetljivo. Če je likvidnostni kvocient MDS⁵⁵ še konec leta 1994 znašal več kot 150%, se je konec leta 1998 znižal na rekordno nizkih 30%. MDS zaradi sekvence finančnih kriz, ki so si sedaj sledile v frekvenci približno ena finančna kriza na leto, preprosto ni imel več finančnih sredstev za zapravljati, zaradi česar se je obseg finančnih paketov in udeleževanja MDS v teh paketih stalno zmanjševal. Poleg tega je že tako precejšen padec v danih sredstev MDS (iz 18 milijard USD za krizo v Mehiki na 11 milijard USD za krizo v Rusiji) dodatno poslabšalo dejstvo, da je bilo še precej manj denarja od obljubljenih 11 milijard dolarjev na voljo takoj; to je, v prvi tranši.

⁵³ Samo nemške, francoske in ameriške banke so v tistem času v Rusiji imele za več kot 72 milijard dolarjev zapadlih posojil, kar je znašalo več kot 50% celotnega ruskega dolga v ti. »trdi valuti« (Osman, 1998).

⁵⁴ Septembra 1997 so članice MDS obljubile povišanje sredstev Sklada za 45% na približno 290 milijard dolarjev, vendar je po pravilih MDS to mogoče šele potem, ko ZDA odobrijo svoj delež (to je, 18 milijard dolarjev). Ker je ameriški kongres okleval (zlasti republikanci so bili odločno proti povišanju sredstev MDS), do povišanja sredstev ni moglo priti. Da bi lahko odobril posojilo Rusiji, je bil MDS tako prisiljen črpati ti. »sredstva v skrajni sili« (angl. *emergency funds*) v okviru GAB (General Agreement on Borrowing).

⁵⁵ Likvidnostni kvocient je indikator, s katerim se najbolj pogosto prikazuje likvidnostna situacija MDS. Gre za razmerje med celotnimi neangažiranimi »uporabljivimi sredstvi« (SDR plus »uporabljive valute«) in celotnimi likvidnimi obveznostmi MDS (gre za vsoto »reserve tranche positions«) (Mrak, 2002, str. 427).

Tako je Rusija v okviru prve tranše črpala samo MDS sredstva v višini 4.5 milijarde dolarjev. Ostalo bi po dogovoru dobila kasneje, ko bi sprejela s strani MDS zahtevane ukrepe. V okviru programa ekonomske stabilizacije, ki ga je Rusija sklenila s Skladom, je slednji namreč zahteval, da vlada sprejme določene restriktivne ukrepe, predvsem na področju davčne zakonodaje in javne porabe. Ko ruski parlament teh reform ni podprl, je prišlo do zaustavitve finančne podpore iz tujine. Rusija je bila tako naenkrat prepuščena sama sebi v boju proti nastali bančni, valutni in dolžniški krizi, MDS pa je prekršil kardinalno nepisano pravilo MPSS: finančno pomoč je odrekel državi ravno v trenutku, ko jo je ta najbolj krvavo potrebovala. Posledica je bil obnovljen pritisk na odtok kapitala iz države, ki ga je še pospešila nesposobnost nekaterih ruskih bank v zvezi s servisiranjem svojih obveznosti do tujine. Namesto, da bi nastalo krizo olajšal oziroma rešil, jo je MDS kot MPSS še poslabšal, zgodba ruske finančne krize pa se je končala v ruskem »defaultu« na obveznosti iz tujine⁵⁶.

Do ponovne vzpostavitve stikov z MDS je prišlo šele v prvi polovici leta 1999, ko je bila Rusija zaradi močno zaostrenih razmer v državi prisiljena iskati načine za normalizacijo odnosov s tujimi upniki. Julija istega leta je z MDS sklenila nov stand-by aranžma (kot predpogoj za začetek pogajanj o restrukturiranju dolga tako do Pariškega kot tudi do Londonskega kluba), osnovni elementi tega aranžmaja pa so bili precej podobni tistim iz propadlega aranžmaja iz leta 1998⁵⁷.

d) BRAZILSKA KRIZA (1998)

Kriza, ki je v Braziliji izbruhnila v drugi polovici leta 1998, je bila v mnogočem kopija azijske in ruske krize ter dokaz, da se MDS ni veliko naučil iz napak, storjenih v Aziji in Rusiji. Druga značilnost te krize je bila, da je prekinila trend padajočih obsegov finančnih paketov MDS. A samo začasno.

Brazilija se je z bacilom ruske krize »okužila« v drugi polovici leta 1998⁵⁸, kar je povzročilo odliv kapitala iz države v višini 31 milijard dolarjev v pičlih dveh mesecih (avgust in september 1998). Na te ogromne odlive kapitala so se oblasti še enkrat več odzvale z drastičnim povišanjem obrestnih mer in z najavo fiskalnega prilagajanja, a je kmalu postalo jasno, da krize ne bo mogoče rešiti brez resnega programa ekonomske stabilizacije, ki bo podprt s paketom mednarodne finančne pomoči (Mrak, 2002, str. 624-625).

Glavna zanimivost brazilske krize – v kontekstu MDS kot MPSS – je bila vsekakor uvedba ti. »novega mehanizma«, po katerem je lahko MDS državam v težavah pošiljal milijardna posojila še *pred nastopom krize*. Ta mehanizem je predstavljal precejšen odstop od dotedanje

⁵⁶ Paket sprejetih ukrepov ruske vlade je vseboval 3-mesečni moratorij na servisiranje obveznosti privatnega sektorja do tujine ter obvezno restrukturiranje domačih dolžniških instrumentov GKO in OFZ (v rubljah denominirane dolgoročne obveznice).

⁵⁷ Zahtevana je bila izvedba fiskalne reforme, restrukturiranje finančnega sektorja ter intenziviranje strukturnih reform v drugih sektorjih gospodarstva.

⁵⁸ Glavna krivca za to sta bila razočaranje kreditorjev/investitorjev zaradi odložitve izvajanja najavljenega fiskalnega paketa ter nadaljevanje povečevanja dvojnega primanjkljaja.

politike MDS, saj je po novem že možnost izbruha krize zadostovala za pridobitev sredstev MDS (Schaefer&Sweeney, 1999).

Ta sprememba v časovnem zaporedju posojil MDS pa je bilo tudi vse, kar se je izcimilo iz vseh praznih govorov, obljub in upanja, da bodo svetovne velesile nekako uspele uvesti red v vedno večji finančni kaos, ki se je širil po svetu. Reševalni paketi so ostali isti, čeprav se je vsebina le-teh pokazala prej za strup kot za zdravilo tako v primeru azijske, kot tudi v primeru ruske finančne krize. Kljub »novemu mehanizmu« (in relativno obsežnejšemu finančnemu paketu) so bili tako v primeru Brazilije rezultati te »nove« sheme skoraj identični tistim v okviru stare sheme; to je, porazni (Khor, 1999).

Finančni paket, ki ga je MDS novembra 1998 organiziral za pomoč Braziliji, je bil tako v primerjavi s krizama v Aziji in Rusiji sicer obsežen (41.5 milijard dolarjev; od tega je MDS sam prispeval 18 milijard dolarjev), a je obenem vseboval vse stare, kontroverzne politike zagotavljanja prostih tokov kapitala, branjenja fiksirane domače valute, visokih obrestnih mer in močno restriktivne fiskalne politike. Po besedah tajnika ameriške Zakladnice Roberta Rubina, je bil paket namenjen »varovanju pred okužbo finančnega trga«. Investitorjem naj bi namreč potrdil, da ima Brazilija več kot dovolj sredstev, da lahko svojo domačo valuto pred špekulativnimi napadi brani tudi v nedogled, če bi bilo treba.

V zameno se je Brazilija obvezala, da bo udeležila triletni program restriktivne fiskalne politike v vrednosti 84 milijard dolarjev⁵⁹, ki je vseboval povišanje davkov, drastično zmanjšanje državnih izdatkov ter obvezo branjenja stabilnosti reala. Kombinacija vsega tega je »uspela« povzročiti recesijo, brez da bi državo obranila pred masovnimi odlivi kapitala in obsežne devalvacije reala. Po prejetju dela finančnega paketa v višini več kot 9 milijard dolarjev⁶⁰, je namreč Brazilija 13. januarja 1999 objavila razširitev pasu gibanja vrednosti reala, 15. januarja pa branjenje le-tega dokončno opustila in prešla na režim fleksibilnega deviznega tečaja. Do konca januarja je real tako izgubil 40% vrednosti glede na ameriški dolar, iz države pa je odteklo več kot 8 milijard dolarjev investitorskega kapitala (Schaefer&Sweeney, 1999).

V novonastalih okoliščinah sta Brazilija in MDS začela pogajanja o spremembi aranžmaja iz novembra 1998, ki naj bi odražal novo realno stanje v državi. Pogajanja so bila zaključena marca 1999 s sklenitvijo novega sporazuma, ki je Braziliji omogočil črpanje druge tranše sredstev od celotnega finančnega paketa, ki ji je bil odobren že leto poprej (Mrak, 2002, str. 625).

Reševanje brazilske krize je bilo tako po obsegu finančnega paketa in finančnem udejstvovanju MDS znotraj le-tega precej podobno reševanju mehiške krize⁶¹, po rigidnih

⁵⁹ Da bi dosegla ta ambiciozni cilj, bi morala država v obdobju 1999-2001 dosegati presežek v primarnem delu proračuna javnega sektorja v povprečni višini 2.8% BDP (Mrak, 2002, str. 625).

⁶⁰ Po mnenju Schaefer in Sweeneya je to začetno posojilo povzročilo odložitev nujnih reform in pripomoglo k izbruhu krize v Braziliji.

⁶¹ Tokrat z MDS in ne ZDA kot glavnim organizatorjem celotnega paketa mednarodne finančne pomoči.

pogojih pridobivanja teh sredstev pa bližje reševanju azijske in ruske krize. Finančne pomoči je bilo na papirju veliko, realno gledano pa precej malo; vsekakor precej manj, kot jo je Brazilija potrebovala za uspešno razrešitev krize, v kateri se je znašla.

e) ARGENTINSKA KRIZA (2001)

Če je bila kriza v Braziliji nekakšno zatišje pred viharjem, je bila kriza, ki je Argentino zajela leta 2001 »vihar stoletja«, kulminacija celotnega kriznega dogajanja 90. let. V svojem bistvu je v praksi predstavila vse ključne napake aktivnosti MDS v državah v razvoju, njeno reševanje pa ostaja eden najbolj prepričljivih argumentov *proti* nadaljnji vlogi MDS kot mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili.

Da bi se preprečil »default«, je bil koncem leta 1999 v Argentini odobren ti. »zakon o fiskalni odgovornosti« (angl. *Fiscal Responsibility Law*), ki naj bi vzpostavil padajoči trend v javnem primanjkljaju in slednjega v nekaj letih privedel na ničlo. Ko to ni dalo pravega rezultata, je bila sredi leta 2001 odobrena ti. politika »ničnega primanjkljaja« (angl. »zero deficit« policy), s katero naj bi se javni računi nemudoma uravnotežili. Paket je vključeval neverjetno 13-odstotno znižanje tako javnih plač kot tudi pokojninskih ugodnosti, kar je seveda dodatno povečalo nezadovoljstvo, ki so ga ljudje čutili do koalicije. V gospodarstvu, ki je bilo že tako v globoki depresiji in ujetu v past zadolženosti, so omenjeni restriksijski ukrepi samo potrdili »deflacijski scenarij« in pesimistična pričakovanja.

Šele konec leta 2000 so argentinska vlada in mednarodne finančne institucije te fiskalne ukrepe podprle s prvo pomembnejšo iniciativo na finančnem področju. Šlo je za najavo pomembnega in (relativno na druge krize) precej obsežnega finančnega paketa lokalne in zunanje pomoči. Celoten paket (poimenovan »blindaje« oziroma »finančni ščit«) je bil vreden približno 40 milijard dolarjev, organiziral pa ga je MDS, ki je celotno operacijo začel s 13.7 milijarde dolarjev vrednim podaljšanjem stand-by kredita iz marca 2000. V paketu so dodatno sodelovali še Svetovna banka, IADB (Inter-American Development Bank), španska vlada ter skupina domačih bank in privatnih pokojninskih skladov. Žal vse skupaj ni imelo posebnega učinka. Komaj dva meseca kasneje je – zaradi izbruha nove krize v Turčiji – »country-risk« premija za Argentino namreč ponovno pričela naraščati.

Ko je bila junija 2001 Argentina prisiljena v ti. »megaswap« privatnega dolga (»megacanje«)⁶², da bi se izognila »defaultu«, se je MDS odločil reagirati z odobritvijo dodatnega kredita argentinski vladi v višini 8 milijard dolarjev. Pet milijard tega kredita naj bi bilo slednji na voljo takoj septembra 2001, ostale tri milijarde pa po potrebi kasneje. Namen kredita je bilo povečati rezerve Argentine ter ojačati konvertibilnost, a se je kasneje izkazalo, da je šlo več ali manj le za stran vržen denar. Trgi se na to posojilo namreč niso odzvali pozitivno, Argentina pa se je pomaknila še korak bližje (neizogibnemu) »defaultu«.

⁶² Celotna transakcija je znašala približno 30 milijard dolarjev v državnih obveznicah, uspela malce podaljšati trajanje teh dolžniških papirjev (z blagoslovom MDS), a je na koncu vse skupaj samo še poslabšala. Novoizdane obveznice so namreč imele dolarske obrestne mere v višini 15%, kar je breme plačevanja obresti samo še povečalo, obenem pa se je s tem »swapom« povečal tudi nominalni dolg (za skoraj 2 milijardi dolarjev).

Do slednjega je prišlo 24. decembra 2001, ko tudi drugi poizkus »prostovoljnega swapa« (tokrat javnega dolga Argentine) ni uspel obroditi sadov⁶³. Šlo je za »default« na del javnega dolga (ki je do takrat narasel na 144.5 milijarde dolarjev), zajemal pa je suspendiranje plačil na državne obveznice v vrednosti 61.8 milijard dolarjev ter na ostale raznovrstne obveznosti v vrednosti 8 milijard dolarjev⁶⁴.

Čeprav ta ukrep ni zajemal dolga mednarodnim finančnim institucijam (MDS, Svetovni banki, itd.), je MDS posojanje Argentini (začasno) suspendiral že nekaj tednov prej, 5. decembra 2001. Podobno kot v Rusiji, je MDS s svojimi posojili neizogibni »default« odlagal kolikor se je dalo, situacijo močno poslabšal, nato pa se v najbolj kritičnem trenutku iz države umaknil in jo pustil, da sama najde pot iz skorajda nerešljive zagate. Slednja je bila v primeru Argentine še hujša in precej bolj zapletena kot pred tem v Rusiji, zato je umik MDS kot MPSS in trenutek tega umika (ravno ko je bila Argentina najbolj potrebna konstruktivne pomoči) še toliko bolj vreden obžalovanja in kritik.

Tako je bila v obdobju 2002-2004 Argentina neto plačnica v višini več kot 4.6 milijarde dolarjev⁶⁵, MDS pa se je iz posojilodajalca v skrajni sili prelevil v – po besedah argentinskega ministra za gospodarstvo – »priviligiranega pobiralca plačil dolga« (Damill et al., 2005, str. 20). Še ne dolgo tega »zlati otrok« MDS, se je Argentina sedaj morala sama spopasti z reševanjem problema restrukturiranja dolga, še posebej potem, ko se je njena vlada po objavljenem »defaultu« odločila implementirati ukrepe, katerim je MDS močno nasprotoval⁶⁶.

Ko omenjeni problem restrukturiranja dolga dve leti kasneje še vedno ni bil niti blizu razrešitve, se je MDS ponovno odločil vmešati z novim, triletnim stand-by aranžmajem Argentini v vrednosti 12.8 milijard dolarjev. Takoj zatem je septembra 2003 argentinska vlada javno objavila prvi predlog (ti. »dubajski predlog«) za najkompleksnejši »swap« v zgodovini mednarodnih financ⁶⁷. Temu je sledil drugi, »Buenos Aires predlog« junija 2004⁶⁸, ki je bil precej bližje poziciji argentinskih upnikov, a vseeno ni preprečil ponovnega (začasnega) suspenza stand-by aranžmaja z MDS iz septembra 2003. Napetost med MDS in argentinsko vlado je bila prevelika (predvsem zaradi nerešene renegociacije dolga) in MDS se je finančno zopet umaknil iz Argentine, tokrat zares.

Tako je Argentina največji »swap« v zgodovini januarja 2005 organizirala in izvedla sama. Prepuščena sama sebi, je do svojih upnikov zavzela brezkompromisno stališče »vzemi ali

⁶³ Šlo je za restrukturiranje 90 milijard dolarjev javnega dolga, v okviru katerega so domači imetniki državnih obveznic (večinoma banke in privatni pokojninski skladi) privolili v zamenjavo obveznic za z davčnimi prihodki zagotovljena posojila z nižjimi donosi v isti vrednosti.

⁶⁴ Vse skupaj je Argentina suspendirala plačila na 152 različnih obveznic, ki so bile denominirane v šestih različnih valutah in upravljane s strani osmih različnih jurisdikcij.

⁶⁵ Za primerjavo je v obdobju 1994-2001 Argentina s strani multilateralnih organizacij prejela neto več kot 23 milijard dolarjev (40% od tega v letu 2001).

⁶⁶ Sporni so bili predvsem trije ukrepi: opustitev sistema konvertibilnosti (to je, vezave pesa na dolar v razmerju 1:1), vzpostavitev menjalnih kontrol (podobno kot Malezija v času azijske krize) ter obdavčitev izvoza.

⁶⁷ V okviru tega predloga bi argentinska vlada priznala »defaultiran« dolg v višini 87 milijard dolarjev, na njega pa izvedla »rez« (angl. *haircut*) v višini kar 75%.

pusti«, njena vlada pa je dodatni pritisk na upnike izvedla z izjavo, da bo zadovoljna tudi s 50% deležem sprejetja »swapa«. Blef je učinkoval in upniki, že tako naveličani razvlečenega procesa restrukturiranja in v upanju, da bodo dobili nazaj vsaj del svojega vložka, so v večini sprejeli predlagani »swap«⁶⁹. Vlada je bila z rezultatom več kot zadovoljna, operacija pa je pomenila zmanjšanje javnega dolga za približno 67.3 milijarde dolarjev ter padec razmerja med javnim dolgom in BDP iz 113% na 72%. Poleg tega se je močno zmanjšala izpostavljenost javnih financ tečajnemu tveganju, saj je bilo približno 44% novih obveznic denominiranih v domači valuti (Damill et al., 2005, str. 30).

»Rez« vrednosti obstoječega dolga v Argentini je na splošno predstavljal nov standard v restrukturiranju dolga. Če so v drugih primerih restrukturiranja dolga upniki morali sprejeti ali zmanjšanje nominalne vrednosti dolga ali znižanje plačil obresti ali podaljšanje zapadlosti vrednostnih papirjev, je Argentina uspela uveljaviti vse tri. Tako je »swap« dosegel, da je breme plačevanja obresti postalo precej manjše kot, na primer, v Braziliji (2-5% kupon v prvih 10 letih po »swapu« v primerjavi z 10% kuponom v Braziliji), roki zapadlosti pa so po novem postali nenormalno dolgi⁷⁰. Poleg tega je – na podlagi uspešnega »swapa« – Standard&Poor's obljubil, da bo bonitetno oceno Argentine ponovno dvignil na B-, februarja 2005 pa so bila končno obnovljena tudi pogajanja z MDS (A victory by default?, 2005).

Ne glede na to, kaj bodo ta pogajanja prinesla v prihodnje, je uspeh »swapa« dokončno potrdil popolno neučinkovitost intervencije MDS kot MPSS v Argentini. Kot prvo, na videz veliki obseg financiranja argentinske krize s strani MDS je bil zgolj iluzija. Od skoraj 22 milijard dolarjev, kolikor jih je MDS Argentini obljubil v letu 2001 (13,7 mrd USD začetkom 2001 + 8 mrd USD septembra 2001), jih je Argentina dejansko prejela precej manj in še to po visoko pogojevanih delih. Kot drugo, je »on-off« pristop k financiranju argentinske krize prejeta sredstva dodatno razvrednotil, saj ponavadi niso bila na voljo takrat, ko jih je Argentina najbolj potrebovala.

Zaradi tega lahko rečemo, da je kljub vzornim številkam na papirju, efektivno financiranje kriz s strani MDS v primeru Argentine doseglo najnižjo točko. Sredstva, ki jih je MDS dal na voljo Argentini so bila veliko premajhna, veliko preveč raztresena in v veliki večini brez kakršnegakoli učinka. Posledica je bil argentinski »default« in ogromni gospodarski stroški. Trend upadajoče učinkovitosti MDS kot MPSS je v zadnji od finančnih kriz 90. let minulega stoletja, dobil svoj negativni epilog.

4.2. KLJUČNI NAUKI FINANČNEGA UDEJSTVOVANJA MDS V KRIZAH 90. LET

Naukov finančnih kriz 90. let, ki bi se navezovali na funkcijo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili MDS, je precej. Kljub temu nekateri še posebej izstopajo:

⁶⁸ Za podrobnejšo predstavitev tega predloga glej Damill et al., 2005, str. 29.

⁶⁹ Maja 2005 je argentinska vlada na primer objavila, da je bil delež sprejetja »swapa« več kot 76-odstoten.

⁷⁰ Čeprav še nobena latinskoameriška država ni nikoli polno odplačala 30-letno obveznico, je Argentina na primer v okviru »swapa« ponudila tudi 42-letno obveznico.

1. Da bi se dosegla optimalna učinkovitost, mora biti finančna pomoč s strani MPSS dovolj velika in dana z namenom, da se kriza reši takoj. Finančni paket Mehiki leta 1995 je bil tako edini namenjen takojšnji zaustavitvi krize in bil temu primerno obsežen. Rezultat je bil hiter in relativno netežaven izhod iz finančne krize ter hitro gospodarsko okrevanje.

Problem je, ker je šlo v primeru Mehike 1995 za poseben primer in poseben finančni paket, katerega možnost ponovitve v prihodnosti je precej majhna. Namreč, sploh prvič v zgodovini se je zgodilo, da so ZDA v paketu za reševanje posamezne manj razvite države sodelovale s finančnimi sredstvi neposredno iz svojega proračuna⁷¹, MDS pa je bil pri tem prej ko ne le statist. Njegovih 18 milijard dolarjev je res predstavljalo osnovno jedro finančnega paketa danega Mehiki, vendar so bile glavna sila za organizacijo tega paketa ZDA in ne MDS. ZDA so paket organizirale hitro in v velikosti, ki je zadostovala za skoraj takojšnjo zaustavitev krize, MDS in druge finančne inštitucije pa niso imele dosti večje vloge od opazovalcev procesa in delnih financiranj mehiške krize⁷².

Kljub temu je bil znesek 18 milijard dolarjev, ki jih je MDS namenil za reševanje mehiške krize, precedenčnega pomena v kontekstu finančnih kriz, ki so sledile mehiški. Če je bila do tedaj ustaljena praksa, da so lahko države iz MDS črpale sredstva v maksimalni višini trikratnika svoje kvote (in samo del te vsote v prvi tranši z »nizko stopnjo pogojevanja«), je MDS pod pritiskom ZDA Mehiki odobril sredstva v sedemkratni višini njene kvote, večji del katerih je država lahko črpala že v prvi tranši, neposredno po podpisu pogodbe (Mrak, 2002, str. 614).

2. Ni pomemben samo zadosten obseg posredovanih sredstev, temveč predvsem pogoji, pod katerimi so ta sredstva dana. Še tako velik obseg sredstev namreč ne bo imel praktično nobenega učinka, če ne bo posredovan hitro in s čim nižjo stopnjo pogojevanja. Čim nižja je ta stopnja pogojevanja, prej bodo države ponujena sredstva v resnici prejele in bolj učinkovito bo razreševanje krizne situacije. To se več kot nazorno kaže tudi v trendu upadanja učinkovitosti finančnega posredovanja MDS v finančnih krizah 90. let (glej Tabelo 2, na str. 36):

⁷¹ Mehika je strateško pomembna za ZDA, saj ni le pomemben trgovinski in investicijski partner, temveč z njimi deli tudi več kot 5.000 kilometrov skupne meje, nenazadnje pa je tudi članica NAFTA in OECD.

⁷² Primer mehiške krize tako v veliki meri daje za prav tistim, ki zagovarjajo idejo o ameriški centralni banki kot MPSS. Namreč, najmočnejša država na svetu, katere valuta se globalno uporablja kot mednarodna rezervna valuta, bi morala hkrati igrati tudi vlogo svetovne centralne banke, skupaj s funkcijo posojilodajalca v skrajni sili.

TABELA 2: Trend upadanja učinkovitosti finančnega posredovanja MDS v finančnih krizah 90. let

	Obseg celotnega finančnega paketa (v mrd USD)	Obseg sredstev MDS v finančnem paketu (v mrd USD)	Stopnja pogojevanja sredstev MDS	Razrešitev krize
MEHIKA	49	18	Nizka	Hitra, učinkovita
AZIJA (Tajska, Indonezija, Koreja)	120	36	Večinoma visoka	Počasna, delno učinkovita
RUSIJA	22,6	11,2	Visoka	Počasna, neučinkovita (»default«)
BRAZILIJA	41,5	18	Visoka	Počasna, malo učinkovita
ARGENTINA	40	13,7 ⁷³	Visoka	Počasna, neučinkovita (»default«)

Vir: Mrak, 2002

Kot vidimo v zgornji tabeli, ponujena finančna sredstva MDS z vsako novo krizo mogoče res niso postajala vedno manj obsežna v absolutnem znesku, so se pa zato močno zmanjševala v relativnem znesku, v glavnem na račun vedno večje stopnje pogojevanja s strani MDS⁷⁴. Rezultat tega so bili prepočasna pomoč kriznim državam ter vedno manj učinkovita posredovanja MDS, ki so močno zvišala stroške finančnih kriz po letu 1995 (vključno z dvema »defaultoma« v Rusiji in Argentini).

Če se torej že posoja, se mora finančno pomoč ponuditi hitro, v količinah, ki bo preprečila potrebo po drastičnem PB prilagajanju, ter po nizkih stopnjah pogojevanja (oziroma sploh brez pogojevanja). Če je finančna pomoč prepozna, premajhna in težko dosegljiva zaradi prevelikega pogojevanja dostopa do ponujenih finančnih virov, bodo stroški krize dosti večji, kot bi bili sicer. Prisilno in dramatično zmanjševanje povpraševanja namreč (izredno) negativno vpliva tako na gospodarsko rast v prizadeti državi/regiji kot tudi na stopnjo brezposelnosti v njej.

3. Univerzalen »one-size-fits-all« pristop k reševanju krize, ki ga je MDS uporabljal v primeru finančnih kriz v 90. letih, ni primeren za vse države. To je tudi najstrožja (in najbolj soglasna) kritika MDS, ki MDS obtožuje vsiljevanja naslednje škodljive

⁷³ Tu gre samo za sredstva, ki jih je MDS Argentini obljubil v okviru prvotnega finančnega paketa.

⁷⁴ Če je MDS Braziliji na primer obljubil enak absolutni obseg sredstev kot Mehiki nekaj let prej (okrog 18 mrd USD), je Brazilija v nasprotju z Mehiko takoj prejela le manjši del teh sredstev (manj kot 10 mrd USD). Ta sredstva so bila posledično veliko premajhna, da bi učinkovito zajezila finančno krizo.

kombinacije restriktivnih fiskalnih in monetarnih politik že tako močno prizadetim državam:

- *Drastičnega zmanjšanja javne porabe in zvišanja davkov*, ki nacionalne stroške poviša preko zmanjšanja povpraševanja, ki posledično zmanjša proizvodnjo in poveča stopnjo brezposelnosti. Manjša poraba tako dodatno poveča ranljivost bančnega in poslovnega sektorja ter poglobi krizo;
- *Dviga obrestnih mer*, ki oslabi že tako šibek bančni sektor ter poveča stroške izposojanja in servisiranja dolga zadolženih korporacij.

Čeprav mnogi danes menijo, da bi države v krizi morale iti v drugo smer (to je, smer ekspanzivne monetarne in fiskalne politike), ima ta »ekspanzivni« pristop ravno toliko smisla kot »restriktivni« pristop MDS. Problem namreč leži ravno v univerzalnosti teh pristopov. Kot je zapisal Kawai (Kawai, 2003, str. 12): *»Primeren odgovor politike na krizo je odvisen od treh faktorjev: vzroka krize, fiskalnega manevrskega prostora, ki je bil na voljo pred nastopom krize ter od pripravljenosti privatnega sektorja financirati vladne primanjkljaje.«* Na vsako krizo bi se tako moralo odzvati s fleksibilno kombinacijo politik, prilagojeno stopnji razvitosti, strukturi in trenutni situaciji v posamezni državi, ne pa preko »one-size-fits-all« pristopa, ki vse skupaj samo še poslabša.

Z drugimi besedami: dosedanje izkušnje so nazorno pokazale, da MDS in njegovo osebje niso dovolj usposobljeni na področju strukturnih reform, da bi bili sposobni oblikovati učinkovite reforme na tem področju. Za vse bi bilo bolje, če bi se MDS vrnil k svojim osnovnim kompetencam; to je, na področje fiskalne politike, monetarne politike in politike deviznih tečajev.

4. Aktivni MPSS ne sme svoje pomoči nikoli in nikdar odreči v trenutku, ko jo krizne države najbolj potrebujejo (glej primer Rusije in Argentine). Takšno dejanje je neodgovorno in škodljivo, saj pomeni dodatni udarec že tako dvomljivi kredibilnosti države v krizi, kar vodi v nove odlive kapitala iz države in mnogo večje gospodarske stroške krize.
5. Aktivni MPSS ne sme nikoli zaiti v resne likvidnostne težave. Nujno potrebno je torej zadostno povečanje sredstev v okviru MDS. Če kaj, sta ruska in kasneje brazilska kriza pokazali na ranljivost MDS, kar zadeva uspešno »gašenje« večjih zaporednih kriz. Vzrok temu so bile premajhne kvote, ki so rezultirale v veliko premajhnem obsegu razpoložljivih sredstev MDS. Slednji je bil in ostaja eden ključnih problemov MDS. V katerokoli smer bo MDS šel v naslednjih letih (MPSS ali ne) je jasno, da si kot eden ključnih organizatorjev finančne pomoči ne sme dovoliti, da sam postane nelikviden. Če že gospodarski zlom ene največjih in najpomembnejših držav na svetu (Rusije) ni povzročil »sistemske« krize, bi jo likvidnostna kriza ene najpomembnejših mednarodnih finančnih institucij kaj lahko.
6. Politika nediskriminatornega posojanja »too big to fail« državam je napačna. Po eni strani ta pristop deluje kot potuha tem državam, da nadaljujejo z odlaganjem izvajanja prepotrebnih reform, po drugi pa je obstoj »too big to fail« držav precej vprašljiv. Vsaj za

zdaj dilema, ali »too big to fail« države res obstajajo ali ne ter kako take države (če obstajajo) obravnavati, ostaja nerešena. Če je bila Rusija nekdanj smatrana za takšno državo, so dogodki v 90. letih to tezo več ali manj postavili na laž. Vse kar bi lahko šlo narobe, je šlo narobe, a do »sistemske« krize vseeno ni prišlo. MDS bi to nedorečenost v problematiki »too big to fail« v svojih intervencijah kot MPSS moral bolj dosledno upoštevati.

7. »Default« nikakor ni zaželen ukrep, je pa včasih nujen in nikakor ne pomeni »konca sveta«. Ko namreč restrukturiranje dolga enkrat postane neizogibno, ukrepi za njegovo zavlačevanje vse skupaj samo še poslabšajo, dvignejo stroške restrukturiranja in dodatno zapletejo razrešitev le-tega.

Kar je treba, je prepoznati potrebo po njem dovolj zgodaj in čimprej začeti s procesom restrukturiranja dolga, ki bo minimiziral stroške »defaulta«. In tu danes definitivno obstaja mesto za MDS kot kvazi-MPSS, ki bi zagotavljal in celo spodbujal urejen proces restrukturiranja dolga, ko bi slednji postal neizogiben. Čeprav je namreč Argentini sami uspelo (precej uspešno) restrukturirati svoj zunanji dolg, bi bil ta proces ob aktivnem sodelovanju in koordinaciji inštitucije kot je MDS veliko hitrejši, učinkovitejši in gospodarsko veliko cenejši kot je bil.

8. Začasne kapitalske omejitve lahko predstavljajo pozitiven ukrep za države, ki so se znašle v finančni krizi. Tu je treba omeniti predvsem primer Malezije, ki je kot edina izmed azijskih kriznih držav zavrnila pomoč MDS. Namesto tega je svojo valuto vezala na dolar (pariteta 3.8 ringgitov za dolar), ustavila nelegalno trgovino z malezijskimi obveznicami zunaj Malezije in – najpomembneje – omejila odliv kapitala iz države preko vzpostavitve določenih deviznih omejitev. Za svojo samostojnost je sicer sprva plačala precejšnjo ceno, saj se je leta 1998 proizvodnja zmanjšala za 9%, BDP pa za 7.5% (kar je bilo še vedno precej manj kot na Tajskem oziroma v Indoneziji), a se je, po drugi strani, tudi najhitreje izklopala iz krize. Če ne drugega, je Malezija »živ dokaz«, da omejitve (kratkoročnega) kapitala le niso takšno zlo kot bi to rad prikazal MDS.

5. VLOGA MDS V RAZREŠEVANJU PRIHODNJIH MEDNARODNIH FINANČNIH KRIZ

Proces ugotavljanja dejstva, da je mednarodni finančni sistem (MFS) potreben ključnih sistemskih sprememb, se je pričel že s krizo mehanizma deviznih tečajev (ERM) leta 1992, do splošnega poziva k reformi MFS pa je prišlo šele po izbruhu mehiške krize tri leta kasneje. Azijska kriza, ki je leta 1997 izbruhnila v desetletja gospodarsko najbolj uspešnih manj razvitih državah, je nujnost reforme MFS dokončno postavila v prvi plan, dodaten zagon pa je dobila v letih 1998, 1999 in 2001, ko so resne finančne krize izbruhnile še v Rusiji, Braziliji in Argentini (Mrak, 2002, str. 639-640).

Danes ni nobenega dvoma več, da je reforma MFS nujno potrebna in to čim prej. Predlogov, kako to reformo izvesti, je precej, med njimi pa so tako kot vedno precejšnje razlike. Ker problematika reforme MFS presega vsebinski okvir pričujoče naloge⁷⁵, naj bo dovolj, če zapišem le naslednje: čeprav je reforma MDS samo ena izmed reform v okviru celovite reforme MFS, prva drugo potrebuje nič manj kot druga prvo. Da bi namreč reformirani MDS imel kakršnokoli možnost delovati tako, kot je bilo zamišljeno, nujno potrebuje komplementarno reformo MFS⁷⁶. Če do slednje ne bo prišlo oziroma če slednja ne bo dovolj obsežna, bo reforma MDS prej ko ne brezpredmetna.

Kar zadeva samo reformo MDS z vidika njegove funkcije MPSS, je potrebno v tem uvodu nujno opozoriti na izredno pereč problem današnjih debat o MDS kot posojilodajalcu v skrajni sili. Namreč, izredno težko je prepričljivo zagovarjati opcijo za ali proti MDS kot MPSS oziroma oblikovati ustrezen predlog reforme MDS na tem področju, ko pa konkretna definicija MPSS sploh ne obstaja.

Že v drugem poglavju smo videli, da je bila teorija MPSS od samega začetka le podaljšek teorije nacionalnega PSS. Problem je, da je teorijo PSS na mednarodni ravni dosti težje oblikovati kot teorijo PSS na nacionalni ravni. MPSS namreč ne more izdajati lastnega denarja, ne more neomejeno nadzorovati nacionalnih entitet, nima na voljo vseh oziroma dovolj kvalitetnih informacij, obenem pa so obsegi potencialnih intervencij PSS na mednarodni ravni neprimerno večji kot v nacionalnem okviru. Zaradi tega je teorija MPSS od vsega začetka dopuščala precej različnih interpretacij glede tega, kakšen naj bi optimalni MPSS sploh bil. In to je bilo v razmerah precej trdne teorije nacionalnega PSS.

Danes niti slednje ni več. V zadnjih nekaj desetletjih so se namreč pojavile številne študije, ki so več ali manj diskreditirale Bagehotove ideje na področju razlikovanja med likvidnostjo in solventnostjo, višine »penaty rate« ter določanja pravilne vrednosti zavarovanja (*collateral*) za dana posojila. Po drugi strani, tem istim študijam ni uspelo oblikovati neke splošno priznane alternativne teorije »modernega« PSS na nacionalni ravni. In če danes ni trdne teorije nacionalnega PSS, posledično tudi trdne teorije MPSS ne more biti.

Na podlagi povedanega se tako izoblikujeta dve zanimivi dilemi. Kot prvo, če ni konkretnih, splošno sprejetih kriterijev, ki morajo biti izpolnjeni, da MDS (oziroma katera druga mednarodna finančna inštitucija) postane MPSS, kako lahko MDS (oziroma katera druga mednarodna finančna inštitucija) sploh postane »pravi« MPSS?

⁷⁵ Za več na to temo glej Mrak, 2002, str. 639-649 ter Ahluwalia, Montek: Reforming the Global Financial Architecture. London: Commonwealth Secretariat, 2000. 70 str.

⁷⁶ Reforme naj bi bile potrebne predvsem na petih področjih, in sicer v zvezi s:

- a) problematiko določitve »vzdržnega« režima DT (prednost naj bi dobili fleksibilnejši režimi DT);
- b) izboljšanjem upravljanja kapitalskih tokov;
- c) povečanjem obsega razpoložljivih informacij in njihove transparentnosti;
- d) izboljšanjem mednarodnih finančnih standardov; ter
- e) vključevanjem privatnega sektorja v preprečevanje finančnih kriz.

In kot drugo, kaj sploh je »pravi« MPSS? Odgovorov na to vprašanje je precej, vsi različni, vsi enakopravni, a noben splošno sprejet. Posledica tega je, da obstaja množica interpretacij iste stvari, ki močno otežuje oblikovanje konkretnih predlogov reform MDS na tem področju.

Ključna težava torej obstaja v samem osrčju problematike. In dokler ne bo razrešena (to je, dokler ne bo izoblikovana konkretna definicija MPSS, s katero se strinja večina) bo zmeda, ki danes vlada na tem področju ostala, res kvalitetnih predlogov reform pa bo še naprej primanjkovalo.

V nadaljevanju bodo najprej predstavljeni nadaljnji štirje (konkretnější) razlogi, zakaj je bolje, da MDS ne postane MPSS. Nato bo sledil moj predlog korenite in močno potrebne reforme MDS na ključnih področjih, ki se neposredno in/ali posredno navezujejo na njegovo funkcijo zagotavljanja mednarodne likvidnosti.

5.1. PROBLEM MORALNEGA HAZARDA

Problem moralnega hazarda je danes bržkone glavni argument proti preobrazbi MDS v mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, obenem pa ena najostrejših kritik današnjega brezglavega posojanja MDS državam v krizi.

Argument moralnega hazarda ni nov. Vaubel je tako že leta 1983 kot prvi eksplicitno postavil vprašanje, ali MDS s svojimi posojili spodbuja moralni hazard. Ni presenetljivo, da se je Vaublova hipoteza moralnega hazarda prvič pojavila v začetku 80. let, ko je ob izbruhu dolžniške krize leta 1982 MDS pričel svojo odisejado v smeri MPSS. Kljub temu je bilo potrebnih nadaljnjih dvanajst let, da se je debata o povezavi med moralnim hazardom in posojanjem MDS zares razživela. Če je neprecedenčni »bail-out« Mehike leta 1995 pomenil začetek debate o MDS kot morebitnem MPSS, je hkrati pomenil tudi začetek resnih in vedno bolj kritičnih debat o posojilih MDS kot viru moralnega hazarda, še posebej na strani kreditorjev.

Zagovorniki hipoteze o moralnem hazardu tako zmanjšanje razmikov (angl. *spread*)⁷⁷ obveznic na razvijajočih se trgih in znatno povečanje obsega mednarodnih tokov kapitala v obdobju 1995-1997 skoraj v celoti pripisujejo finančnemu paketu, s katerim so ZDA in MDS reševali Mehiko leta 1995. Po njihovem mnenju so se pričakovanja tega »bail-outa« počasi akumulirala skozi 90. leta in postala še bolj izrazita po oznanitvi velikih finančnih paketov MDS azijskim državam in Rusiji. Po drugi strani, naj bi spodleteli poizkus preprečitve ruskega »defaulta« leta 1998 precej znižal moralni hazard.

Kritiki hipoteze moralnega hazarda se s tem seveda ne strinjajo. Svoje stališče argumentirajo na različne načine, večinoma preko mnenja, da finančni viri MDS niso dovolj veliki za povzročitev resnejšega moralnega hazarda (Nunnenkamp ter Lane in Phillips) oziroma, da je

⁷⁷ Gre za razliko med tečajema ponudbe vrednostnega papirja in povpraševanja po njem (torej, za razliko med nakupnim in prodajnim tečajem vrednostnega papirja).

implicitna subvencija MDS paketov premajhna, da bi rezultirala v resnejšem učinku moralnega hazarda (Jeanne in Zettelmeyer). Kar zadeva kapitalske tokove, naj bi bili ti po Noyu večinoma posledica povečanja neposrednih tujih investicij po mehiškem bail-outu, te investicije pa ponavadi z »bail-outi« MDS pridobijo precej manj kot, na primer, bančna posojila oziroma obveznice (Dreher, 2004, str. 2-3).

A eno so mnenja in hipoteze, nekaj povsem drugega pa empirija. Kot ugotavlja Dreher, je konec koncev vprašanje moralnega hazarda čisto empirično vprašanje. Problem tu je, da je empirije na tem področju relativno malo, čeprav število študij na temo moralnega hazarda zadnja leta precej narašča. Dodaten problem je, da se obstoječe študije večinoma osredotočajo na proučevanje »posrednega moralnega hazarda« (to je, kreditorske strani problema), precej manj pa je proučevanja vpliva posojanja MDS na dolžnike oziroma »neposrednega moralnega hazarda«.

5.1.1. »POSREDNI MORALNI HAZARD«

Prvo vprašanje, ki se tu poraja je, kako sploh meriti moralni hazard na strani kreditorjev? Odgovor bi bil naslednji: tisti (kratkoročni) investitorji, ki bodo najhitreje reagirali, bodo imeli največje mejne koristi od MDS posojil⁷⁸. Implicitna garancija s strani MDS, da bo posredoval ob morebitnem izbruhu finančne krize, tem tujim posojilodajalcem in investitorjem omogoča, da tvegajo več kot bi tvegali, če te implicitne garancije ne bi bilo.

Z drugimi besedami, zaradi vpletenosti MDS se tveganje v njihovih očeh zmanjša. To zmanjšanje tveganja naj bi posledično vplivalo na obnašanje cen obveznic in delnic. Nepričakovani »bail-outi« lahko, na primer, v očeh tujih investitorjev povečajo možnost »bail-outov« v prihodnosti. Če moralni hazard na strani kreditorjev obstaja, bi se ta pričakovanja morala odražati predvsem v donosnosti obveznic (in deloma tudi delnic). Tako se večina empiričnih študij moralnega hazarda na strani kreditorjev osredotoča na obnašanje cen obveznic, manjše število pa na obnašanje cen delnic.

Po Haldane & Taylor obstajajo vsaj tri oblike posrednega moralnega hazarda (Haldane&Taylor, 2003, str. 126-127):

- Eno izmed blažjih oblik predstavljajo »splošne uradne depozitne garancije« (angl. *blanket official deposit guarantees*), ki jih vlade nekaterih držav (s podporo MDS) dajejo svojim bančnim sistemom. To ima lahko tako kratkoročne kot tudi srednjeročne posledice. Če na kratki rok pride do dviga omenjenih depozitov, bo prišlo do neposrednega neto transferja sredstev od domačih davkoplačevalcev k privatnim kreditorjem. Po drugi strani, je za pričakovati, da bodo na srednji rok te depozitne garancije povzročile zmanjšano kontrolo tveganja bodočih depozitorjev.

⁷⁸ Bistvo moralnega hazarda so spodbude za (večje) tveganje. Te spodbude so odvisne od primerjave med mejnimi koristmi tega večjega tveganja in mejnimi stroški. Poglavitna beseda v teoriji moralnega hazarda je torej »mejno« (Haldane&Taylor, 2003, str. 125).

- Do druge, bolj resne oblike posrednega moralnega hazarda pride, če posojila MDS vodijo do ti. »*gambling for resurrection*« politike. Namreč, življenjski cikel vlade je znatno krajši od življenjskega cikla državljanov, zaradi česar se vlade – da bi se izognile »defaultu« v času lastnega mandata – rade odločajo za izredno tvegane ukrepe. Če ti delujejo, vlada profitira. Če ne (kar se večinoma tudi zgodi), so državljani tisti, ki bodo nosili posledice še globlje krize zaradi napačno implementiranih ukrepov. Tako so kratkoročni cilji vlade kaj lahko različni od srednjeročnih ciljev njenih državljanov. Če pri tem MDS podpira vlade in njihove tvegane ukrepe, to samo pripomore k transferju sredstev od domačih davkoplačevalcev k privatnim investitorjem, kar seveda negativno vpliva na blaginjo v državi.
- Do tretje, zelo resne manifestacije posrednega moralnega hazarda pride, ko so posojila javnega sektorja dana iz geopolitičnih in ne iz ekonomskih razlogov. V teh primerih je zaščite proti zlorabi teh sredstev zelo malo ali celo nič. V najbolj ekstremnih primerih lahko tako geopolitična posojila postanejo celo geopolitična darila s strani javnega sektorja in privedejo celo do neposrednega moralnega hazarda. Barro in Lee sta v svoji študiji iz leta 2002, na primer, našla povezavo med posojili MDS ter politično in ekonomsko bližino države z nekaterimi najpomembnejšimi državami članicami MDS. Mussa je, po drugi strani, istega leta prišel do sklepa, da je bil geopolitični moralni hazard pomemben element v nekaterih primerih MDS posojanja v letih pred tem.

V nadaljevanju bodo predstavljene ugotovitve nekaterih ključnih študij »posrednega moralnega hazarda« s strani kreditorjev, in sicer najprej s področja trgov obveznic, nato pa še s področja trgov lastniškega kapitala (to je, delnic).

a) Študije »posrednega moralnega hazarda« s področja trgov obveznic

Testi, ki so bili predlagani za analizo moralnega hazarda kreditorjev na trgih obveznic, so v grobem poizkušali najti odgovore na pet ključnih vprašanj (Dreher, 2004, str. 4):

Če se (ob danih gospodarskih temeljih) verjetnost prihodnjih »bail-outov« poveča,

- ali se razmiki obveznic zmanjšajo?
- ali začnejo v razvijajoče se trge pritekati večja oziroma bolj dolgoročna sredstva?
- ali države, kjer so bail-outi bolj verjetni, prejmejo več kapitala oziroma cenejši kapital?
- ali postanejo razmiki obveznic manj odzivni na spremembe v gospodarskih temeljih?
- ali se disperzija razmikov zmanjša glede na dano kreditno sposobnost?

Prvi trije testi so precej očitni. Ob danih gospodarskih temeljih večja verjetnost posojil MDS zmanjša pričakovane izgube kreditorjev. Tako se v prisotnosti moralnega hazarda na strani kreditorjev povprečni razmiki obveznic zmanjšajo (večja kot je verjetnost »bail-outa« v primeru krize, manjši bodo le-ti), tokovi kapitala na razvijajoče trge se povečajo, prav tako pa se podaljša struktura zapadlosti posojil, saj se zmanjša tveganje »defaulta«.

Zadnja dva testa sta bila predlagana naknadno s strani Dell'Arricie, Schnabela in Zettelmeyerja, ki so v svoji študiji iz leta 2002 zaključili naslednje: če investitorji pričakujejo »bail-out« s strani MDS, bo premija tveganja, ki jo bodo zahtevali, sedaj v manjši meri odvisna od gospodarskih temeljev države⁷⁹. Po drugi strani, bi isti argument razmike obveznic naredil manj občutljive na dano disperzijo kreditne sposobnosti.

Testi vpliva »bail-outov« MDS na razmike obveznic

Zhang (1999) je prvi poizkušal testirati moralni hazard na strani investorjev. Svojo analizo je temeljil na reševalnem paketu, ki ga je MDS skupaj z ZDA organiziral leta 1995 v pomoč Mehiki. Teza je bila, da je bil ta bail-out MDS »kriv« za zmanjšanje v razmiki obveznic razvijajočih se trgov v obdobju od konca leta 1995 do srede leta 1997. Po ekstenzivnih testiranjih Zhang zaključuje, da je bilo zmanjšanje teh razmikov v proučevanem obdobju v glavnem reakcija na povečano likvidnost na mednarodnih trgih kapitala, v manjši meri pa tudi na spremembe v gospodarskih temeljih. Po Zhangu tako zmanjšanje razmikov v proučevanem obdobju ni imelo pomembnejše zveze z moralnim hazardom, če sploh.

Eichengreen in Mody (2000) sta analizirala vpliv delovanja MDS na stroške izposojanja za države razvijajočega sveta v obdobju med prvim četrtletjem leta 1991 in zadnjim četrtletjem leta 1999. Rezultati njunega testa so pokazali pozitiven učinek programov MDS na dostop do trga in zmanjšanje razmikov. Problem tu je, da bi bili ti rezultati lahko posledica tako dejstva, da investitorji zaključke programov MDS razumejo kot obvezo za reforme, kot tudi možnosti, da posojanje MDS dejansko ustvarja moralni hazard. Dva precej različna učinka torej, med katerima pa avtorja niti ne poizkušata razlikovati.

Kamin (2004) je bil še eden od raziskovalcev s tega področja, ki se je odločil analizirati obnašanje razmikov obveznic v obdobju pred in po mehiški krizi. Po Kaminu bi morale biti napovedi njegovega modela, če je učinek moralnega hazarda pomemben, previsoke za razmike po letu 1994 ter prenizke za razmike pred tem. Model je dejansko napovedal obseg razmikov na višji ravni kot so bile dejanske ravni pred letom 1995, tako da Kaminov test hipoteze moralnega hazarda ne podpira.

Dell'Arricia et al. (2002) so se, po drugi strani, osredotočili predvsem na krize po mehiški krizi, še posebej na rusko krizo leta 1998. Po njihovem mnenju je ta primer ponesrečenega »bail-outa« zelo primeren za testiranje moralnega hazarda, saj je bil nepričakovan, v nasprotju z mehiško krizo pa verjetno tudi ni spremenil percepcij investorjev v zvezi s tržnimi tveganji⁸⁰. Njihov test moralnega hazarda je tako testiral ali so se razmiki obveznic povečali po tem, ko je poizkus »bail-outa« s strani MDS v Rusiji propadel.

⁷⁹ V ekstremnem primeru, ko bi investitorji pričakovali, da zaradi posredovanja MDS v primeru krize ne bodo utrpeli nobene škode, gospodarski temelji ne bi na donosnost obveznic imeli nobenega vpliva.

⁸⁰ Po mehiški in azijski krizi naj bi bili investitorji previdnejši in se zavedali tveganj povezanih z obveznicami razvijajočih se trgov. Poleg tega so agencije rusko bonitetno oceno znižale že v prvi polovici leta 1998.

Aplikacija teh testov na primeru mehiške in azijske krize ni prinesla dokazov o tem, da se je moralni hazard povečal. Po drugi strani, rezultati v primeru ruske krize v veliki meri podpirajo hipotezo moralnega hazarda. Namreč, v velikem številu držav⁸¹ in obdobjih so bili razmiki ocenjeni s po-kriznim modelom precej večji v primerjavi s tistimi iz pred-kriznega modela.

Noy (2004) in Zoli (2004) sta aplicirala variacije testa, ki so ga predlagali Dell'Arricia et al. Medtem, ko Noy potrjuje prejšnje rezultate, jih Zoli zavrača in zaključuje, da se je moralni hazard povečal v obdobju po mehiški krizi, ni pa se zmanjšal po spodletelem »bail-outu« v Rusiji. Učinek neodplačanega dolga na razmike se po Zolijini študiji v po-kriznem obdobju pomembno razlikuje od tistega v pred-kriznem obdobju, in sicer v smeri moralnega hazarda. Poleg tega države dolžnice po mehiški krizi niso bile tako kreditno omejene kot pred izbruhom mehiške krize.

Namesto, da bi se osredotočala na dolgoročne učinke posojilodajalne funkcije MDS, druga skupina raziskovalcev na tem področju analizira odziv trgov obveznic v dneh, ko je prihajalo do potencialno relevantnih dogodkov v zvezi s pričakovanji glede »bail-outov«. Med njimi so zlasti pomembni Lane in Phillips (2000), McBrady in Seasholes (2000), Tillman (2001), Haldane in Scheibe (2003) ter Evrensel in Kutun (2004).

Lane in Phillips (2000) sta svojo analizo usmerila na veliko število novic, povezanih s potencialnim obsegom reševalnih finančnih paketov MDS, vključujoč mehiški »bail-out«, ruski »default«, zvišanje dostopnega limita do virov MDS leta 1994, oblikovanje SRF (Supplemental Reserve Facility) leta 1997 ter povečanje kvot MDS leta 1999. Rezultati so bili negativni. Večina proučevanih dogodkov ni vodila do statistično pomembnih gibanj razmikov v pričakovani smeri, z izjemo ruskega »defaulta« leta 1998.

Kot sta to nekaj let kasneje nazorno pokazala Haldane in Scheibe (2003), so omenjeni rezultati močno odvisni od izbire dogodkov. Preko analize različnega (a podobno obširnega) sklopa novic, povezanih z MDS, sta slednja namreč prišla do nasprotnih rezultatov. V večini primerov so se razmiki gibal v smeri, ki je konsistentna s hipotezo moralnega hazarda, obenem pa je bila večina primerov tudi ekonomsko pomembna.

Študija McBradyja in Seasholesa (2002) natančneje proučuje dnevna gibanja cen 402 različnih obveznic v obdobju od 24.2.1999 do 26.2.1999. Takrat so se predstavniki pakistanskega finančnega ministrstva srečali s predstavniki Pariškega kluba, da bi se pogodili o aranžmaju restrukturiranja pakistanskega dolga. Ta »bail-in« investitorjev v Pakistanu je povzročil pomembno povečanje razmikov obveznic. McBrady in Seasholes ugotavljata, da večji obsegi nečrpanih sredstev v okviru ESAF⁸² zmanjšajo povečanje razmikov, večji obsegi

⁸¹ Dell'Arricia et al. so se osredotočili na dva sklopa podatkov: neuravnotežen vzorec razmikov ob izdaji, vsebovan v Capital Data's Bondware za 54 držav ter na uravnotežen vzorec sekundarnih tržnih razmikov EMBI Global za 21 držav.

⁸² ESAF (Enhanced Structural Adjustment Facility) posreduje koncesijsko pomoč državam z nizkim dohodkom.

nečrpanih sredstev v okviru stand-by aranžmajev MDS ter v okviru EFF pa vodijo v znatna povečanja le-teh.

Po razlagi avtorjev zmanjšana možnost »bail-outa« splošne vire MDS naredi manj vredne (in s tem zmanjša moralni hazard). Z viri ESAF je nekaj drugače, saj teh sredstev, namenjenih zelo revnim državam, ni mogoče odkloniti v primerih finančnih težav v teh državah. Zaradi tega ne more priti do »bail-ina« privatnih imetnikov obveznic, posledično pa imajo nečrpana sredstva ESAF za imetnike obveznic relativno večjo vrednost.

Tillman (2001) analizira odziv premije tveganja na 42 dogodkov, povezanih z MDS. Če je moralni hazard pomemben, bi se morala cena tveganja znižati, ko postanejo »bail-outi« s strani MDS bolj verjetni. Rezultati tega ne potrjujejo.

Eden zadnjih pomembnejših poizkusov analize pomembnosti moralnega hazarda na trgih obveznic je študija Evrensela in Kutana (2004). Ta se osredotočata na dnevne razmike obveznic v Indoneziji (v obdobju med 19.12.1996 in 27.2.2003) in Koreji (med 17.5.1996 in 27.2.2003). Avtorja ugotavljata, da čas trajanja programa MDS poveča razmike, kar jemljeta kot dokaz proti moralnemu hazardu. Po drugi strani, so se razmiki v obeh državah opazno zmanjšali tako na dan, ko so se začela pogajanja o sprejetju programa MDS, kot tudi na dan, ko je bil program MDS odobren s strani obeh držav. To daje podporo hipotezi moralnega hazarda.

Gledano skupaj, so rezultati študij vpliva finančnih paketov MDS na gibanje razmikov obveznic vse prej kot definitivni. Večina študij ni našla nobenega povečanja moralnega hazarda po mehiški krizi leta 1995, po drugi strani pa so iste študije producirale kar nekaj ugotovitev v prid hipoteze prisotnosti moralnega hazarda na trgih obveznic pred izbruhom ruske krize. Dodatno študija Dell'Arricie et al. ugotavlja, da se je raven moralnega hazarda po ruski krizi leta 1998 dejansko zmanjšala (Dreher, 2004, str. 11).

Ob tem je treba opozoriti na nekatere pomembne probleme v zvezi s temi študijami, ki vsakršne zaključke postavijo pod resni vprašaj (Dreher, 2004, str. 9-11):

- Študije Lana in Phillipsa, McBradyja in Seasholesa, Tillmana ter Evrensela in Kutana niso v zadostni meri zajele pomembnih vplivov kot so bile, na primer, spremembe v gospodarskih temeljih (dnevni podatki o katerih niso na voljo).
- Odobritev programa posojanja MDS je običajno povezana s finančno krizo, krize pa spremenijo pričakovanja investitorjev v zvezi s tržnim tveganjem. Vsako zmanjšanje tveganja v očeh teh investitorjev (preko povečanega posojanja) bi tako zlahka bilo kompenzirano s povečanjem pričakovanega tveganja zaradi krize same.
- Večina analiziranih dogodkov, povezanih z MDS verjetno ni bila dovolj pomembna, da bi lahko spremenila percepcije v zvezi s prihodnjimi bail-outi.

- Spremembe v politiki MDS bi kaj lahko bile pričakovane še pred njihovo uradno oznanitvijo.
- Čeprav obstaja kup dokazov o tem, da programi MDS v splošnem ne promovirajo rasti oziroma politik, ki bi spodbujale gospodarsko rast, je možno, da so investitorji pričakovali, da bodo programi MDS in z njimi povezano izredno podrobno pogojevanje pomagali omiliti nastale krize. Zmanjšanje razmikov bi tako lahko odražalo izboljšanje v politiki, ne pa signaliziralo prisotnost moralnega hazarda.
- Na splošno študije, osredotočene na kratkoročna gibanja na trgu obveznic niso kaj dosti pripomogle k boljšemu razumevanju fenomena moralnega hazarda. Tu so bile bolj primerne dolgoročne študije moralnega hazarda, ki pa so tudi precej problematične. Še posebej je tu kritična pravilna izbira dogodkov. Po Dell'Arrizii et al. (2002) mehiški »bail-out«, na primer, ni primeren dogodek za testiranje moralnega hazarda. Zelo verjetno je namreč, da je mehiška kriza povečala tveganje dolga razvijajočih se trgov v očeh tujih investorjev, kar je lahko nadalje izničilo zmanjšanje razmikov zaradi prisotnosti moralnega hazarda.
- Drugi, še nerešeni problemi v zvezi z dolgoročnejšimi študijami so naslednji: prvič, program MDS lahko neposredno vpliva na verjetnost finančnih kriz v prihodnosti; drugič, gospodarski temelji, ki so bili v študije vključeni kot eksogene spremenljivke, so kaj lahko odvisni od pričakovanj v zvezi z razpoložljivostjo sredstev MDS, kar jih naredi za endogene spremenljivke; in tretjič, možno je, da so bile dosedanje študije zastavljene preveč dolgoročno, da bi opazovani učinek lahko večinoma pripisali dogodkom, povezanih z MDS. V primeru spodletelega »bail-outa« v Rusiji bi lahko bili namreč za povečanje v razmikih obveznic v proučevanem obdobju krivi tako LTCM (Long-Term-Capital-Management) kriza kot tudi splošno poslabšanje v svetovnih ekonomskih izglelih.

Testi odziva tokov kapitala v razvijajoče se trge ter odziva financiranja strateško pomembnih držav

Mina in Martinez-Vasquez (2002) ter Martinez-Vasquez in Mina (2003) predlagata uporabo strukture zapadlosti posojil države za testiranje (s strani MDS povzročenega) moralnega hazarda. Argument avtorjev je naslednji: če se percepcije o tveganju »defaulta« poslabšajo, bodo posojilodajalci ne samo zmanjšali celoten obseg danih posojil, temveč tudi skrajšali strukturo zapadlosti teh posojil.

Medtem ko se njuna prva študija iz leta 2002 osredotoča na 71 držav v obdobju 1992-1997, druga študija zajema šest držav Bližnjega Vzhoda in Severne Afrike iz istega obdobja. Obe študiji ugotavljata, da so neto tokovi kratkoročnega tujega dolga kot odstotek celotnih zunanjih neto tokov dolga res odvisni od pričakovanega posojanja MDS. To nakazuje, da je bil moralni hazard prisoten samo v obdobju po »bail-outu«. Rezultati teh dveh študij kažejo tudi na to, da učinek zavezanosti programom MDS nima večjega vpliva na strukturo dolga.

Kamin (2004) preko OLS regresij testira ali so krize v Mehiki, Aziji in Rusiji vplivale na kapitalske tokove v razvijajoče se trge. Da bi se pokazal učinek moralnega hazarda, bi moral njegov model napovedati prevelike tokove pred letom 1994 in premajhne tokove po mehiški krizi. Rezultati njegovega testa so v veliki meri podprli hipotezo, da je mehiška kriza moralni hazard povečala, ruska kriza pa ga zmanjšala. Tako leta 1996 kot tudi leta 1997 so bili kapitalski tokovi namreč večji, kot je to napovedal model.

A še enkrat več so ti testi daleč od tega, da bi bili definitivni. Kot Kamin sam priznava, je skoraj nemogoče oblikovati strog (angl. *rigorous*) test moralnega hazarda, ko gre za kapitalske tokove. Preveč je namreč neobvladljivih faktorjev, ki vplivajo na te tokove, zaradi česar omenjene študije ne dajejo trdnih dokazov niti za niti proti hipotezi moralnega hazarda (Dreher, 2004, str. 11-13).

Noy dodatno ugotavlja, da je bila večina povečanega obsega tokov kapitala na razvijajoče se trge v obdobju do leta 1998 posledica »booma« v neposrednih tujih investicijah, medtem ko izdajanje obveznic ni pokazalo pomembnega naraščajočega trenda v tem obdobju. Tako Noy zaključuje, da se vsaj v primeru tokov obveznic (to je, tokov dolga) dodatni učinek moralnega hazarda po mehiškem »bail-outu« ni pokazal v povečanju obsega »zavarovanih« tokov (Noy, 2003, str. 5-6).

Testi odnosa med razmiki in gospodarskimi temelji

Dell'Arricia et al. (2002) so ocenjevali učinek makroekonomskih temeljev na razmike obveznic pred in po mehiški, azijski in ruski krizi. Če bi tako propadli poizkus »bail-outa« v Rusiji res zmanjšal moralni hazard, bi morali biti koeficienti vseh makroekonomskih temeljev v absolutnem obsegu večji. Rezultati so bili sicer pozitivni (skoraj vsi koeficienti so se po ruski krizi spremenili v pričakovani smeri), a skoraj vsi statistično nepomembni. Tako Dell'Arricia et al. ponovno ugotavljajo, da ni nobenega dokaza, da se je moralni hazard po mehiški in azijski krizi povečal. Za primer mehiške krize te zaključke potrjujeta tudi študiji Kamina in Kleista (1999) ter Kamina (2004).

Lee in Shin (2004) sta, po drugi strani, predlagala razlikovanje med državami glede na njihove možnosti pridobivanja sredstev od MDS v primeru izbruha krize. Po njunem mnenju bi morali investitorji manj občutljivo reagirati na tveganje v tistih državah, kjer so »bail-outi« bolj verjetni. Rezultati študije kažejo, da so investitorji res manj občutljivi na makroekonomske temelje, kolikor višji je pričakovani finančni paket s strani MDS, obenem pa Lee in Shin na podlagi primerjav rezultatov pred in po ruski krizi ne najdeta dokazov o splošnem zmanjšanju moralnega hazarda (Dreher, 2004, str. 14).

Testi volatilnosti razmikov

Končno so Dell'Arricia et al. (2002) testirali še, ali so mehiška, azijska in ruska kriza pomembneje vplivale na varianco razmikov. Njihove ugotovitve so bile naslednje: v primeru ruske krize, je po-krizni model znatno precenil pred-krizno mesečno varianco, pred-krizni

model pa je podcenil vsako mesečno po-krizno varianco. Po drugi strani, testiranja v zvezi z mehiško in azijsko krizo niso nakazala pomembnejših sprememb.

b) Študije »posrednega moralnega hazarda« s področja trgov lastniškega kapitala

Medtem ko obstaja kar nekaj študij, ki testirajo vpliv aktivnosti MDS na trge delnic, je študij, ki analizirajo moralni hazard na teh trgih precej manj. Prva študija na tem področju, ki je eksplicitno poizkušala razdružiti moralni in realni hazard na trgih delnic, je bila študija Haldana in Scheibeja (2003). V njej avtorja predlagata posreden način testiranja moralnega hazarda preko analize, kako dnevne cene delnic sedmih angleških bank (ki veliko poslujejo z razvijajočimi se trgi) reagirajo na novice, povezane z MDS v obdobju 1995-2002. Pogoj za moralni hazard je tu povečanje vrednosti zapadlih dolgov bank in s tem vrednosti njihovih delnic, kot posledica pozitivnih novic povezanih z MDS.

Rezultati te študije kažejo, da »pozitivne« MDS novice znatno povečajo absolutno vrednost delnic, donose na delnice bank ter da čim večja je povezanost proučevanih bank z razvijajočimi se trgi, bolj se poveča vrednost delnic teh bank. Gre za dokaz v prid hipoteze moralnega hazarda: investitorji pričakujejo, da bodo prihodnji »bail-outi« povečali vrednost zapadlih dolgov teh bank, kar zviša vrednost njihovih delnic. Vse to posledično spodbuja proučevane banke, da se še bolj »odprejo« tem razvijajočim se trgov.

Demirgüç-Kunt in Huizinga (1993), Kho in Stulz (1999) ter Kho, Lee in Stulz (1999) v svojih študijah omogočijo dodaten vpogled v to problematiko. Slednje namreč predstavljajo dodatne dokaze, da »bail-outi« s strani MDS zvišujejo vrednost bančnih delnic, kar naj bi (po Haldanu in Scheibeju) impliciralo moralni hazard. Isto velja za rezultate Lau in McInisha (2003), ki kažejo na to, da imajo oznanitve MDS »bail-outov« pozitivni učinek na cene delnic domačih bank v državah prejemnicah »bail-outa«. V nasprotju s hipotezo moralnega hazarda, je to zvišanje cen delnic tu omejeno samo na domače banke, medtem ko se cene delnic bank v drugih državah ne povišajo.

Evrensel in Kutan (2004) sta predlagala še en test moralnega hazarda na tem področju, in sicer ali so dogodki na Tajskem, v Koreji in v Indoneziji (oznanitev pogajanj z MDS, odobritev programov ter trajanje pogajanj) vplivali na donose delnic v Indoneziji in Koreji. Test je pokazal, da so se donosi delnic v Koreji znatno povečali kot posledica pozitivnih novic iz Tajske in Indonezije ter kot posledica tako oznanitve pogajanj kot tudi odobritve programa v Koreji. Donosi delnic v Indoneziji so se, po drugi strani, znatno povečali ob oznanitvi programskih pogajanj Indonezije z MDS.

Čeprav gre za zanimiv pristop k testiranju moralnega hazarda, tudi avtorji sami priznavajo, da ne morejo rešiti ti. identifikacijskega problema o tem, ali intervencije MDS res povzročajo moralni hazard ali pa samo zajemajo spremembe v realnem tveganju. Še več, da sploh pride do moralnega hazarda, bi morali kreditorji od vlad kriznih držav pričakovati, da bodo le-te del sredstev MDS porabile za podporo podjetij in s tem dvignile cene delnic. Čisto možno je, da

pozitivne novice v zvezi z aktivnostjo MDS samo povečajo zaupanje investorjev v napovedane reforme, namesto da signalizirajo moralni hazard (Dreher, 2004, str. 15-17).

5.1.2. »NEPOSREDNI MORALNI HAZARD«

Zanimivo je, da je študij »neposrednega moralnega hazarda« precej manj kot študij »posrednega moralnega hazarda«, so pa zato vse našle dokaze za obstoj moralnega hazarda.

Evrensel (2002) je bil začetnik raziskovanja na tem področju, in sicer se je osredotočil na ti. med-programska obdobja (angl. *inter-program periods*), se pravi na obdobja med dvema različnima programoma MDS v isti državi. Teza je bila naslednja: če programi MDS povzročijo moralni hazard na strani posojilojemalca, je za pričakovati, da bodo makroekonomske politike v tem med-programskem obdobju precej slabše, saj je to edini način, da se država lahko zopet pogaja z MDS za nov program.

Za razdobje 1971-1997 in na vzorcu 42 držav z dvema takšnima med-programskima obdobjema, je Evrensel res ugotovil, da so bile makroekonomske politike v drugem med-programskem obdobju znatno slabše v primerjavi s prvim med-programskim obdobjem. Glede na rezultate, so bili proračunski primanjkljaji, stopnje inflacije in domači kredit vsi višji, medtem ko so se zunanje rezerve zmanjšale. Evrensel in Kim (2004), ki sta naredila podoben test za razdobje 1967-1996 in na podlagi vzorca 91 držav, dodatno ugotavljata, da makroekonomske politike lahko pojasnjujejo dolžino obdobja, ko je država brez programa MDS. To interpretirata kot dokaz v prid hipotezi moralnega hazarda.

Problem s tema dvema študijama je po Dreherju to, da tu niso upoštevani zunanji šoki, ki bi lahko privedli do istega rezultata. Tako ostaja nejasno, ali gre poslabšanje proučevanih makroekonomskih politik res pripisovati vplivu MDS ali ne. Poleg tega naj bi bila velikost vzorca v Evrenselovi prvi študiji (iz leta 2002) premajhna, medtem ko druga študija iz leta 2004 ne testira ali so te makroekonomske politike izvajane zaradi tega, ker se pričakuje, da bodo programi MDS na voljo ob morebitnem izbruhu krize. Rezultat študije Evrensela in Kima je tako potrební pogoj za moralni hazard, ne pa tudi zadostni pogoj (Dreher, 2004, str. 18).

Dreher in Vaubel (2004) predlagata bolj neposreden test, in sicer testirata, ali so politike, ki povzročijo finančne krize, vsaj delno pod vplivom MDS. Če razpoložljivost sredstev MDS povzroči moralni hazard na strani posojilojemalca, naj bi bili tako fiskalna kot monetarna politika bolj ekspanzivni, kolikor večji je znesek kredita MDS, ki je državi na voljo na začetku leta relativno na kvoto te države pri MDS. Fiskalno in monetarno politiko Dreher in Vaubel tako razlagata preko razpoložljivega kredita, ki je državi na voljo.

Količina razpoložljivega kredita naj bi merila »kvantitetno dimenzijo« moralnega hazarda, ki ga generira MDS. Večkrat kot se kvota države črpa, bolj se količina dodatnega kredita na voljo s strani MDS zmanjša, kar zmanjša tudi nagnjenost do vodenja nepremišljenih politik.

In obratno. Moralni hazard se poveča, če država MDS povrne načrpano kvoto oziroma če se kvote MDS povečajo.

Dreher in Vaubel v svoji študiji ugotavljata, da se proračunski primanjkljaji in stopnja monetarne ekspanzije precej zmanjšajo, bolj ko se črpa kvota pri MDS, proračunski primanjkljaji pa se povečujejo s prejemom sredstev od MDS. Oboje podpira hipotezo neposrednega moralnega hazarda. Problem je, da ti rezultati po drugi strani kaj lahko odražajo uspešno upravljanje krize (angl. *crisis management*). Stopnja izposojanja relativno na kvoto države pri MDS je tako lahko indikator stopnje implementacije pogojev, vsebovanih v programih MDS. Ali rezultati te študije nakazujejo moralni hazard je tako odvisno od tega, ali so bile politike nedosledne v odsotnosti MDS.

Četrta in zadnja pomembnejša študija moralnega hazarda na strani dolžnikov je študija Gaia in Taylorja (2004). Slednja analizirata, ali je uvedba aranžmajev NAB in SRF spremenila nagnjenost držav dolžnic, da MDS zaprosijo za pomoč. Ker sta bila tako NAB kot tudi SRF oblikovana z namenom omejiti »sistemi« učinek kriz, bi morali pričakovati, da bodo bolj »sistemske« države pričakovale večje koristi od NAB in SRF. To bi moralo zmanjšati varnostne ukrepe in s tem povečati vpletenost MDS.

Rezultati študije so naslednji: uvedba NAB in SRF je res povečala verjetnost, da se bodo (»sistemske«) države na pomoč obrnile k MDS, kar naj bi bil dokaz v prid hipotezi neposrednega moralnega hazarda. Kot morebitne probleme v zvezi s tem testom, avtorja sama priznavata, da je njun test potreben, ne pa tudi zadostni pogoj za moralni hazard. Kot drugo, v okviru tega testa nista uspela razdružiti faktorjev povpraševanja od faktorjev ponudbene strani. In nenazadnje, njuni rezultati bi lahko bili posledica splošnega strukturnega zloma s konca 90. let, ne pa moralnega hazarda (Dreher, 2004, str. 20).

Nasploh lahko rečemo, da je debata o pomembnosti moralnega hazarda kot vira mednarodnih finančnih kriz 90. let tako zapletena, da ji je težko slediti tudi »insajderjem«, kaj šele tistim, ki »od zunaj gledajo noter« (Willett, 2001, str. 605). Če se večina v teoriji strinja, da moralni hazard obstoja, so empirične študije s tega področja (za zdaj) polne pomanjkljivosti in (predvidljivo) nesposobne konkretnjših zaključkov.

Vaknin je zapisal, da »ekonomija niti približno ni egzaktna znanost, temveč prej posebna veja psihologije množice ter oblika socialnega inženiringa« (Vaknin, 2005). Če je to res, moramo na tem mestu ugotoviti, da je problematika moralnega hazarda izjemno subjektivne narave in s tem večinoma podvržena individualnemu pogledu posameznika na svet okoli nas.

Na podlagi Vakninove observacije tako osebno menim, da je moralni hazard danes pereč problem tako na strani dolžnikov kot tudi na strani kreditorjev/investitorjev. Na strani dolžnikov imamo opravka z vladami kriznih držav; to je, s politiki na najvišjih položajih. Ljudje na splošno nimajo dobrega mnenja o politikih in to z dobrim razlogom. Večina njih je namreč utelešenje najslabših človeških vrlin: sle po moči, neskrupuloznosti, sebičnosti, pohlepa in manične potrebe po zunanjem potrjevanju (v obliki glasov na volitvah). Na višjem

položaju kot so, bolj te »vrline« prihajajo do izraza. Vlade so torej dostikrat (še posebej v državah v razvoju, kjer se demokracija šele uveljavlja) leglo pohlepnih, skorumpiranih, kratkoročno usmerjenih oportunistov, ki jim implicitna in eksplicitna podpora s strani MDS daje dodatno potuho za njihovo grabežljivost. Moralni hazard na strani dolžnikov je definitivno problem, in to ne majhen.

Na strani upnikov so glavni problem kratkoročni tokovi kapitala in špekulanti, ki te tokove pospešujejo. Vsi ljudje na tem svetu imamo v sebi določeno mero sebičnosti in pohlepa kot naravno manifestacijo instinkta za preživetje. Pri nekaterih sta ti »vrlini« bolj v ospredju, pri drugih spet manj. Finančni špekulanti, kot glavni »uteleševalci« moralnega hazarda na strani upnikov, so prej ko ne ekstremni primeri sebičnosti in pohlepa. Njihov glavni cilj je zaslužiti čim več v najkrajšem možnem času. Ko je cilj dosežen, vložena sredstva umaknejo in se usmerijo na druge, bolj dobičkonosne trge brez upoštevanja morebitnih negativnih posledic njihovih dejanj na druge.

Če se, po drugi strani, njihovo tveganje ne obrestuje, izkušnje kažejo, da bodo ti špekulanti prvi v vrsti, ki bodo zahtevali povrnitev svojih slabo vloženi sredstev, najglasnejši kritiki neservisiranja dolgov in najbolj pripravljeni zadostitev poiskati na sodišču. Kot v primeru večine politikov, gre tudi v primeru špekulantov večinoma za neskrupulozne »črne ovce« človeštva, ki jih implicitna in eksplicitna podpora MDS spodbuja k še bolj tveganim aktivnostim, ki bodo v končni fazi še bolj škodovala prizadetim državam in mednarodnemu finančnemu sistemu kot celoti. Tako kot v primeru dolžnikov, je problem moralnega hazarda tudi na strani upnikov vse prej kot zanemarljiv, kar privede do zaključka, da MDS kot MPSS ni zaželen.

5.2. KOMPLEKSNOST PROBLEMATIKE VKLJUČEVANJA PRIVATNEGA SEKTORJA V RAZREŠEVANJE KRIZ (PRIVATE SECTOR INVOLVEMENT)

Vse države, ki jih je v 90. letih prizadela finančna kriza, so poleg strmega padca v gospodarski aktivnosti doživele tudi veliko vrzel v zunanjem financiranju. Le-ta je bila rezultat kombinacije dveh dejavnikov, in sicer pred-kriznih primanjkljajev v tekočem računu ter nenadnega odliva kapitala iz države.

Ko v času krize pride do vrzeli v zunanjem financiranju, je eden glavnih problemov, kako to vrzel zapolniti. Obstajata dva načina zapolnitve vrzeli v zunanjem financiranju: uradna finančna pomoč s strani mednarodnih finančnih inštitucij (»bail-outi«) ter privatno financiranje v obliki vključevanja privatnega sektorja v razreševanje krize (PSI oziroma »bail-ini«). Slednji zajemajo najrazličnejše oblike, od prisilnega vključevanja privatnega sektorja (v obliki »defaulta«), srednjih rešitev (kot na primer odložitve plačila dolga) do zelo »mehkih« oblik (kvazi-prostovoljni sporazumi v zvezi s podaljšanjem kreditov oziroma »bail-outi« z malo PSI) (Roubini, 2002, str. 1).

Debata o tem, kdaj uporabiti »bail-oute« in kdaj »bail-ine« je trenutno morda celo najpomembnejša in najkompleksnejša debata na področju delovanja MDS kot MPSS. Čeprav

se večina strokovnjakov strinja, da je potrebna večja stopnja vključevanja privatnega sektorja pri razreševanju finančnih kriz, je nesoglasij toliko, da za zdaj kakšnega konkretnega koraka naprej tu ni bilo zaslediti.

Kot prvo, je problematična sama definicija problema PSI, saj so debate vključevale (in še vključujejo) najrazličnejše termine in definicije problematike. Med njimi prevladujejo: »bail-in«, »delitev bremena«, »vključevanje privatnega sektorja v razreševanje krize«, »konstruktivna vključitev privatnega sektorja« ter »prispevek privatnega sektorja k razreševanju kriz kapitalskega računa«. Tako kot pri sami definiciji MPSS, je tudi tu težko doseči konsenz, če ne obstaja neka jasna, trdna definicija PSI.

Poleg nejasne formalne definicije, obstaja tudi precejšnje število vprašanj, na katera trenutno (kljub vročim debatam) še ni pravega odgovora (Roubini, 2002, str. 2):

- Ali bi PSI pomagalo krizo razrešiti ali pa bi rezultiralo v zmanjšanju pritokov financiranja na razvijajoče se trge?
- Kdaj se odločiti za »bail-ine«, kdaj za »bail-oute« in kdaj za kombinacijo obojih?
- Bi bilo v izdajo novih obveznic bolje vključiti ti. klavzule kolektivnega delovanja (angl. *collective action clauses* – CAC) ali ustanoviti mednarodni stečajni režim (angl. *international bankruptcy regime*)?
- Naj bi bilo PSI prisilno ali kvazi-prostovoljno?
- Kdaj naj bi bil obseg dostopa do uradnih sredstev MDS »normalen« in kdaj izredno velik?
- Kako sploh definirati »normalen« obseg dostopa do sredstev MDS?
- Naj bodo odložitve plačila dolga del orodij za razreševanje kriz?
- In končno, naj bi bile omejitve kapitala/deviz del razreševanja kriz ali ne?

Sami razlogi za PSI so enostavni. Kot prvo, bo v primeru izbruha krize tudi po prilagoditvi ekonomskih politik države skoraj sigurno obstajala precejšnja vrzel v zunanjem financiranju. Kot drugo, uradna finančna pomoč lahko pomaga zapolniti to vrzel, a zelo redko v celoti, saj je uradnega denarja v normalnih okoliščinah skoraj vedno premalo. In kot tretje, nenormalno velika uradna pomoč ne samo da pogosto ni mogoča, temveč tudi ni zaželeno zaradi že obravnavanega problema moralnega hazarda. Potreba po »primerini« obliki PSI, ki bi pomagala zapolniti vrzel v zunanjem financiranju, torej vsekakor obstaja.

Problem tu je sedaj določiti »primeren« obseg PSI v posameznih okoliščinah. Na splošno velja, da naj bi se v primerih, ki so bližji čisti likvidnostni krizi, uporabljalo rešitve, ki so bližje polnemu »bail-outu« z minimalnim vključevanjem privatnega sektorja⁸³. V teh ekstremnejših primerih naj bi bil namreč velik obseg posojil s strani MDS boljše rešitev.

Pri tem ni jasno, ali čiste likvidnostne krize sploh obstajajo. Težko je namreč verjeti, da bi država z zdravimi gospodarskimi temelji in s preudarno vodeno ekonomsko politiko lahko

⁸³ Čeprav v teoriji obstaja smer, ki zagovarja superiornost uporabe »bail-inov« tudi v ekstremnih primerih čiste likvidnostne krize, naj bi bil ta koncept izjemno vprašljiv in kontraproduktiven v praksi. Reševanje likvidnostnih težav bi namreč lahko sprožilo prezgodnji »beg k izhodu«, ki bi imel resne gospodarske posledice za državo.

postala nelikvidna do te mere, da bi prišlo do samoizpolnitvenih (angl. *self-fulfilling*) špekulativnih napadov in vsesplošne panike. Tudi v teoriji so namreč potrebni šibki gospodarski temelji, da pride do takšnih napadov kot posledica nastalega multiplega ravnotežja. Empirično so, po drugi strani, vsi proučevani primeri kriz v 90. letih odkrili določene resne slabosti v makroekonomskih temeljih in/ali makroekonomskih politikah. Zaradi tega je precej nerealistično govoriti o »čistih« likvidnostnih krizah (Roubini, 2002, str. 10-11).

Če krizo sprožijo makroekonomske politike, ki vsebujejo resne napake, država pa je obenem solventna, a nelikvidna, je za ponovno vzpostavitev zaupanja v državo in njene politike potrebna resnejša prilagoditev makroekonomskih politik. Še vedno naj bi bil potreben velik obseg uradne pomoči, obenem pa tudi vključitev mehkih oblik PSI (kot na primer obveza tujih investorjev o ohranitvi medbančnih linij v Braziliji leta 1999). Gre torej za nekakšno kombinacijo prilagoditve makroekonomskih politik države, uradne pomoči in mehkih oblik PSI, ki naj bi v določenem času povrnila zaupanje v državo in njen dostop na tuje kapitalske trge.

Ko so problemi države v zvezi z njenimi makroekonomskimi politikami še globlji, ko je država solventna, je pa izgubila dostop na trge in ni verjetno, da bi ta dostop lahko v kratkem pridobila nazaj, bodo potrebni bolj drastični ukrepi. Najpomembnejši ukrep tu naj bi bila drastična prilagoditev makroekonomskih politik države. Na drugem mestu naj bi bila uradna finančna pomoč, ki pa naj bi bila tu dana v »normalnih« obsegih in bila zelo odvisna od spremembe domačih politik (»visoka stopnja pogojevanja«). Ostalo vrzel v zunanjem financiranju bi morale pokriti precej prisilne oblike PSI (restrukturiranje obveznic, ipd.).

Končno, če gre za primere, ki so blizu nesolventnosti (Ekvador, Rusija, Argentina), je dajanje dodatne uradne finančne pomoči nesmiselno in kontra-produktivno. Takšna pomoč namreč samo odloži potrebno prilagajanje makroekonomskih politik in restrukturiranje dolga ter poveča že tako visoke narodnogospodarske stroške krize. Mora se dopustiti »default«, da država preneha servisirati svoj dolg in da ta dolg restrukturira ter ga posledično močno zmanjša. V procesu razreševanja krize sta torej ključna prilagoditev makroekonomskih politik države ter PSI, šele po razrešitvi krize pa postane pomembna uradna pomoč, ko se država spopada z dilemo primanjkljaja na tekočem računu in/ali v proračunu ter hkratnega nedostopa do tujih finančnih trgov. To vrzel lahko zapolni le uradna finančna pomoč, ki pa naj bi bila strogo pogojevana in odvisna od izvajanja makroekonomskih politik države (Roubini, 2002, str. 17-18).

Tako se morebitni MPSS sooča z naslednjimi dilemami:

- Kako opredeliti »normalni« obseg uradne pomoči?
- Kako ugotoviti v katero skupino spada posamezna država v krizi, bližje likvidnostnemu problemu, problemu nesolventnosti ali nekam vmes?
- Kako sploh ločevati nelikvidnost od nesolventnosti?

Še posebej ključni sta zadnji dve dilemi. Večina primerov namreč pade v ti. »sivo območje« (angl. *gray area*) med obe skrajnosti, zato je nujno prepoznati, koliko gre pri tem za problem nelikvidnosti in koliko za problem nesolventnosti. Od tega je namreč odvisen pravilen obseg uradnih posojil ter stopnja in način vključevanja privatnega sektorja v razreševanje krize.

Kako to učinkovito storiti s potrebno mero natančnosti ostaja uganka, ki jo še dodatno zapletejo razlike med teorijo in prakso. Vmesne rešitve so bile namreč v teoriji (s strani Paula Krugmana in Mervyna Kinga) odpravljene kot neizvedljive, to Krugman-Kingovo hipotezo pa so posamezne teoretične študije kasneje tudi podprle⁸⁴. Kljub tej teoretični neizvedljivosti, so se »vmesne« rešitve v praksi izkazale kot precej učinkovite. To naj bi signaliziralo, da mora biti vsaka krizna situacija ocenjena individualno, brez uporabe preprostih in rigidnih pravil ter z upoštevanjem vseh relevantnih faktorjev, ki naj bi pomagali določiti obseg in obliko PSI v posameznih primerih (Roubini, 2002, str. 20).

Čeprav je v tem veliko resnice, bi tak pristop potencialnemu MPSS v bistvu zvezal roke, saj bi bilo posredovanje na ta način precej upočasnjeno in izredno kompleksno. Še več, ob trenutnem pomanjkanju verodostojnih podatkov, ki jih ima MDS na voljo o večini potencialno kriznih držav, bi vse skupaj postalo bolj podobno slepemu ugibanju kot pa odločanju na strokovni podlagi.

5.3. NEDOREČENOST PREDLOGA SDRM (SOVEREIGN DEBT RESTRUCTURING MECHANISM)

Tako kot vprašanje kdaj in v kolikšnem obsegu vključevati privatni sektor v razreševanje krize, tudi vprašanje, ali bi bilo bolje vključiti ti. klavzule kolektivnega delovanja v nove izdaje obveznic ali pa ustanoviti mednarodni stečajni režim (angl. *international bankruptcy regime*) ostaja brez konkretnega odgovora.

Kar je jasno je, da v primerih »defaulta« oziroma potrebe po drastičnem restrukturiranju dolga, današnji sistem ni učinkovit. Postopki MDS so daleč od tega, da bi zagotavljali koherentni pristop, problemi »zastonjkarstva« (angl. *free-rider problems*) ostajajo pereči, medtem ko je celotni proces neučinkovit in izredno drag tako za dolžnike kot tudi za upnike (Sachs, 1995, str. 9).

V zadnjih nekaj letih sta bili predlagani dve ključni rešitvi tega problema, dva režima, ki naj bi zagotovila urejeno restrukturiranje dolga držav. Gre za ti. režima pogodbenega pristopa (angl. *contractual approach*) in statutnega pristopa (angl. *statutory approach*) k reševanju primerov nevzdržnega dolga.

Oba omenjena režima imata svoje prednosti in slabosti, od obeh pa se pričakuje, da bosta bila sposobna premostiti štiri osnovne eksternalije, ki preprečujejo urejeno restrukturiranje dolga.

⁸⁴ Zettelmeyer (1999) ter Goldfajn in Valdes (1999).

Prve tri od njih so povezane s problemi na strani kreditorjev, četrta pa s problemom na strani dolžnikov (Roubini, 2002, str. 22):

- a) »**Beg k izhodu**« (angl. »*rush to the exits*«): gre za problem na strani kreditorjev v obdobju pred izbruhom krize, in sicer lahko pride do hitrega bega kapitala, ki povzroči zmedo, poglobi krizo in močno poveča stroške, ki bi se jim lahko izognilo. Teoretično bi ta beg kapitala lahko preprečile kapitalske in devizne kontrole in/ali zamrznitve depozitov.
- b) »**Beg na sodišče**« (angl. »*rush to the courthouse*«): če unilateralna odložitev plačevanja dolga lahko prepreči beg kapitala iz države, lahko po drugi strani sproži plaz tožb kreditorjev. Pri tem je treba dodati, da so izkušnje s tem v praksi zelo omejene, saj se le redki posamezniki odločijo tožiti suvereno državo.
- c) **Problem »zastonjkarstva«**: gre za pomembno oviro urejenemu restrukturiranju dolga države. Gre za koordinacijski problem med kreditorji samimi, ki lahko iz potencialno urejenega procesa restrukturiranja dolga naredi zmedo in znatno poviša stroške ter trajanje tega restrukturiranja. Ta problem bi lahko rešila večinska obveza, ki bi bila veljavna za vse kreditorje. Gre za ti. »provizijo večinske prisile« (angl. *majority enforcement provision*), po kateri bi večinska podpora načrtu restrukturiranja trdno veljala za vse kreditorje.
- d) »**Beg k defaultu**«: pri teh ti. »oportunističnih defaultih«, odločitev za »default« ne izvira iz nezmožnosti odplačevanja dolga, temveč iz nepripravljenosti odplačevati svoj dolg. Tako bi učinkovit mednarodni mehanizem za restrukturiranje dolga moral doseči trade-off dveh ciljev: po eni strani omejiti stroške restrukturiranja (le-ti naj ne bi bili previsoki, saj je »default« včasih v resnici posledica nezmožnosti servisiranja dolga), po drugi pa to restrukturiranje ne narediti preveč enostavno, saj bi to lahko povečalo število »oportunističnih defaultov«.

V primeru pogodbenega pristopa gre za uvedbo in uporabo že omenjenih klavzul kolektivnega delovanja (CAC), ki se vključujejo v izdaje novih obveznic. Vključene naj bi bile vsaj naslednje klavzule (Mrak, 2002, str. 659):

- klavzula skupnega zastopanja (angl. *collective representations clause*), ki bi omogočila ustanovitev posebnega foruma za pogajanja med izdajateljem obveznice in investitorji;
- klavzula ukrepanja na osnovi večine (angl. *majority action clause*), ki bi kvalificirani večini investitorjev omogočila, da pristane na spremembo plačilnih pogojev, ki bo obvezujoča tudi za ostale investitorje; in
- klavzula enake obravnave (angl. *sharing clause*), ki bi zagotovila, da bodo plačila dolžnika enakomerno razporejena med vse investitorje.

Tako bi bile v okviru CAC vse štiri zgoraj naštetе eksternalije rešene. Kreditorji bi bili spodbujeni, da sami razrešijo nastalo zmešnjavo, dolžniki pa bi pridobili več časa in

zmanjšanje bremena njihovega dolga (Ghosal & Miller, 2003). Kljub temu obstaja malo možnosti, da bi bile CAC v bližnji prihodnosti sprejete kot rešitev sedanjih problemov v zvezi z urejenim restrukturiranjem dolga posameznih držav (Roubini, 2002, str. 25).

Obstaja namreč ti. tranzicijski problem, saj veliko neodplačanih obveznic (na primer tiste izdane v okviru newyorškega prava) ne vsebuje CAC. Tudi če bi nove obveznice vključevale CAC, bi tako vseeno prišlo do razlikovanja med starimi in novimi obveznicami. CAC je namreč nemogoče retroaktivno vključiti v stare obveznice.

V okviru tradicionalnih CAC se glasovanje v zvezi z morebitno tožbo oziroma prevlado večine izvaja za vsako obveznico posamezno. To pomeni, da bi se, na primer, problem »zastojkarstva« kaj lahko pojavil, saj se večina imetnikov obveznic lahko strinja v okviru ene izdaje obveznic, v okviru druge izdaje pa spet ne. Ta problem bi sicer lahko rešila uvedba ti. »super-klavzul«, ki bi zajemale vse izdaje obveznic, a te klavzule za zdaj še ne obstajajo in tudi ni verjetno, da bodo uvedene v bližnji prihodnosti.

Četudi bi nekoč CAC bile vključene v vse obveznice, bodo mnoge druge mednarodne terjatve (bančna posojila, različni drugi kreditni instrumenti) bržkone izostale. Poleg tega je možno, da bo finančna inovacija sčasoma oblikovala nove finančne instrumente, ki prav tako ne bodo vsebovali teh klavzul. Tu ima, na primer, statutni pristop prednost, saj bodo vse sedanje in prihodnje terjatve avtomatično vključene v isti mehanizem restrukturiranja dolga in bile predmet istega večinskega glasovanja v zvezi z morebitnimi tožbami in potrditvijo sporazuma restrukturiranja.

Nadalje obstaja velik problem standardizacije CAC, ki so bile izdane v različnih jurisdikcijah po celem svetu. Tudi tu ima statutni pristop prednost pred pogodbenim, saj bi enotni mednarodni stečajni režim vseboval standardizirana pravila in interpretacije.

Nenazadnje obstaja še problem nasprotovanja držav v razvoju in tranzicijskih držav vključevanju teh CAC v njihove obveznice. To naj bi svetovnemu trgu signaliziralo, da so naložbe v njihova gospodarstva nadpovprečno tvegane, kar bi lahko rezultiralo v višjih obrestnih merah na novoizdane obveznice ter zmanjšanju tujih investicij v te države.

Solidnejša, a obenem radikalnejša alternativa pogodbenemu pristopu, je predlog zasnove mednarodnega stečajnega režima za suverene države. Z njim naj bi dosegali urejena restrukturiranja dolgov ali pod okriljem mednarodnega stečajnega sodišča ali pa pod okriljem določene mednarodne finančne institucije (v našem primeru MDS).

V domačih pravnih sistemih možnost stečaja dolžnika vodi do večje discipline posojilodajalcev in zmanjšuje njihov apetit po tveganju. Te discipline v mednarodnem kontekstu ni, saj v pravnem smislu suverene države ne morejo iti v stečaj. Zaradi tega je pozivov po ustanovitvi globalnega stečajnega sodišča oziroma globalnega stečajnega režima vedno več. To naj bi bil namreč edini način, da se izgube med mednarodne dolžnike in upnike

porazdelijo bolj pravično ter da se izboljša učinkovitost mednarodnega finančnega sistema (Buckley, str. 1).

Najboljša rešitev bi bila seveda ustanovitev mednarodnega stečajnega sodišča (oziroma »ad hoc« tribunala za vsak individualni primer). Do sedaj se je temu najbolj približal predlog ti. *Jubilee Framework*, ki predvideva stečajno proceduro bazirano na 9. poglavju ameriškega stečajnega zakonika (angl. *US Bankruptcy Code*) in podprto z neodvisno »ad hoc« skupino strokovnjakov. Po mnenju mnogih je prav omenjeno 9. poglavje najboljši dolgoročni model kakršnegakoli stečajnega režima za suverene države, saj vsebuje rešitve, ki pridejo v poštev tudi v primeru bankrotiranih držav (Buckley, str. 2).

Žal bi načrtovanje in pogajanja za ustanovitev takšnega sodišča trajala leta ter zahtevala soglasje večine držav po svetu. Poleg tega so kreditorji odločno proti ustanovitvi globalnega stečajnega režima, saj odsotnost tega deluje v njihovo korist. Medtem, ko nacionalni stečajni režimi poizkušajo delovati tako, da – ob zagotavljanju maksimalnih donosov kreditorjem – dolžnikom obenem zagotavljajo hrano in streho nad glavo, odsotnost stečajnega režima na mednarodni ravni pomeni, da ljudje v državah dolžnicah stradajo in živijo brez osnovnih človeških potreb, medtem ko gre preostalo bogastvo države za servisiranje zapadlih dolgov⁸⁵.

Ob neizvedljivosti mednarodnega stečajnega sodišča v bližnji prihodnosti, bi bilo tako prav, da se poizkusi ustanoviti druga najboljša rešitev: mednarodni režim za restrukturiranje dolga suverenih držav. Podobno je razmišljal tudi MDS, ki je konec leta 2001 objavil, da pripravlja nov okvir za razreševanje kriznih situacij med kreditorji in dolžniki, ki naj bi se opiral na ameriško stečajno pravo.

Predlagani mehanizem za restrukturiranje dolga suverenih držav (SDRM), je temeljil na štirih osnovnih elementih (Buckley, str. 5):

- restrukturiranju na podlagi večine (da se odpravi problem »zastonjkarstva« in drugih problemov kolektivnega delovanja);
- omejevanju »bega na sodišče« (preko odbitka vseh na ta način pridobljenih zneskov od kasnejših preostalih terjatev);
- zaščiti interesov kreditorjev preko omejitve plačil »neprioritetnim« kreditorjem ter preko zagotovila MDS, da bo dolžnik implementiral politike, ki bodo ohranjale vrednosti sredstev in ponovno vzpostavile rast; ter
- zagotovitvi senioritete novih posojil (kar naj bi slednje privabilo v državo).

⁸⁵ Najrevnejše države danes štirikrat več denarja zapravijo za servisiranje svojega dolga kot pa za šolstvo, zdravstvo, sanitarije in druge osnovne človeške potrebe.

Poleg tega, naj bi SDRM vseboval tudi ti. forum za razreševanje sporov med upniki samimi ter med upniki in dolžniki v zvezi z dolgom suverenih držav⁸⁶. Žal je bila vloga tega foruma daleč od tiste v okviru zamišljenega mednarodnega stečajnega sodišča, SDRM sam pa niti približno ni bil podoben stečajnim režimom na nacionalni ravni. SDRM iniciativa je tako vsebovala vsaj šest ključnih slabosti (Buckley, str. 6):

- MDS in ne SDDRF naj bi določal, ali je država kvalificirana za restrukturiranje dolga ali ne;
- MDS in ne SDDRF naj bi določal raven, do katere je država še sposobna servisirati svoj dolg (od te ravni bi se kasneje odštel določen del dolga, ki pa naj bi bil »stvar logike«);
- MDS bi bil tako v okviru SDRM istočasno eden največjih upnikov krizne države in razsodnik v procesu restrukturiranja dolga (se pravi, hkrati upnik, tožilec, sodnik in porota);
- SDRM se je nanašal samo na dolg do komercialnih bank, medtem ko so bili dolg do Pariškega kluba ter posojila MDS in Svetovne banke izvzeti. Ni nujno torej, da bi znatno zmanjšanje dolga do komercialnih upnikov zadostno znižalo celotno breme dolga in državo dolžnico ponovno naredilo privlačno za nove kreditorje;
- Kar zadeva problem »bega na sodišče«, je SDRM vseboval manj učinkovito »Hotchpotovo pravilo«. V okviru tega pravila se vsi zneski, ki jih upnik pridobi s tožbami, odštejejo od eventualnih terjatev tega upnika.
- Zakoni in pravila, ki naj bi jih uporabljal in apliciral SDDRF, v času izdanega predloga še niso bili napisani. Tako je MDS prosil za podporo procesa, katerega končna oblika še ni bila niti približno znana.

Splošno gledano je bila iniciativa SDRM preveč medlo zastavljena. Predlagani SDRM tako ne bi bil dosti različen od pogodbenega pristopa (bil bi namreč bolj pristranski v prid upnikov in ne v prid »sodišča« samega), njegova ključna napaka pa je vsekakor bil popoln konflikt interesov na strani MDS. Eden največjih svetovnih upnikov ne more biti istočasno tudi razsodnik, ko gre za razreševanje razmerij med upniki in dolžniki.

To nakazuje dva izhoda: MDS bi moral ali prenehati biti eden največjih svetovnih upnikov ali pa oblikovanje mednarodnega stečajnega režima prepustiti drugi mednarodni organizaciji. Vprašanje pri vsem tem je, katera mednarodna organizacija bi bila danes sploh sposobna oblikovati tak režim, ki bi bil ne samo izvedljiv, temveč tudi dovolj kredibilen, da bi ga podprla večina držav sveta? Odgovor na to ostaja izmuzljiv.

⁸⁶ *Sovereign Debt Dispute Resolution Forum* (SDDRF)

Dosedanji poizkusi oblikovanja mednarodnega stečajnega režima oziroma sodišča so bili torej vse prej kot uspešni. Vse kaže na to, da vsaj v bližnji prihodnosti takšnega režima/sodišča ne bomo videli, brez njega pa delovanje MDS kot učinkovitega MPSS v današnjih globalnih finančnih razmerah preprosto ni mogoče.

5.4. PREDLOG REFORME MDS

V uvodu v pričujoče peto poglavje sem omenil problem pomanjkanja konkretne definicije MPSS, ki močno otežuje oblikovanje koherentnega predloga za oziroma proti MDS kot MPSS. Tu moram sedaj omeniti še dva dodatna problema, ki oblikovanje predloga reforme MDS na tem področju spremenita v še bolj nevhvaležno nalogo.

Po eni strani obstoja lepo število predlogov in študij svetovno znanih ekonomistov strokovnjakov s tega področja, ki so vsi naleteli na plaz kritik in negodovanj. Bolj ko jih prebiraš, bolj se zdi, da je nemogoče formulirati reformo, ki bi zadovoljila večino kritikov in raziskovalcev, ki se ukvarjajo s proučevanjem problematike MDS in njegove funkcije MPSS. Še več. Večina kritikov predlaganih reform MDS se zadovolji z izpostavljanjem napak v omenjenih predlogih/študijah, medtem ko se sami popolnoma izognejo formuliranju lastnih predlogov o tem, kako bi se lahko izboljšalo delovanje MDS.

Po drugi strani je jasno, da dokler bodo ZDA vodilna sila v ozadju delovanja MDS, resnejše reforme te inštitucije ne bodo možne. Problem je začarani krog, do katerega je prišlo s prevlado ZDA v MDS. Ker imajo ZDA v MDS moč veta, lahko predlagane reforme MDS same zavrnejo, če jim le-te niso všeč. S tem je zgodbe v bistvu konec. Malo je namreč verjetno, da bi bila kakršnakoli resnejša reforma MDS sprejemljiva za ZDA, saj bo vsak tak predlog nujno vseboval tudi poziv k zmanjšanju vpliva ZDA v MDS.

Navedenim pomislekom navkljub, se strinjam s tistimi, ki trdijo da je potrebna resnejša, radikalnejša reforma današnjega MDS. Zato v nadaljevanju predstavljam predlog reforme MDS, ki bi delovanje Sklada poenostavila, ga naredila bolj učinkovitega in transparentnega ter ga transformirala v kvazi-MPSS z velikim obsegom sredstev, a z omejeno funkcijo posojanja.

5.4.1. REFORMA SISTEMA KVOT MDS

Prva fundamentalna reforma, v smeri preobrazbe MDS v kvazi-MPSS, bi bila potrebna na področju določanja in vplačevanja kvot. Cilja sta dva: povečati obseg razpoložljivih sredstev MDS ter poenostavitev procesa izračunavanja in določanja kvot MDS.

Čeprav obstaja manjšina (na čelu z ZDA), ki rigidno zagovarja tezo, da ni nobene potrebe po nadaljnjem (splošnem ali »ad hoc«) povečevanju virov sredstev MDS ter da je MDS kot

celota trenutno več kot dovolj likviden⁸⁷, večina zagovarja in kliče po zvišanju obstoječih kvot. Gre namreč za ortodoksno, nazadnjaško retoriko, ki je bolj v funkciji ohranitve trdnega primata ZDA v MDS kot pa skrbi za učinkovito delovanje MDS samega.

Obstaja več razlogov, zakaj bi bilo obstoječe kvote bolje povečati kot pa ohranjati »status quo«. Od teh so ključni predvsem trije:

- Čeprav so se kvote v zadnjih petdesetih letih skoraj vsakih pet let povečale, se je ta trend povečevanja kvot sčasoma zmanjševal⁸⁸. Tako so se – relativno na svetovni BDP in trgovino – kvote v zadnjih petdesetih letih stalno in dramatično zmanjševale, relativno na svetovne kapitalske tokove pa postale celo zanemarljive. Tako Boorman, eden od svetovalcev v MDS, meni, da bi bile kvote, če bi bile relativno na output držav članic iste višine kot so bile ob ustanovitvi MDS, več kot trikrat večje kot so danes.

Še več. Če bi se MDS povečeval sorazmerno s povečevanjem obsega svetovne trgovine, bi bil več kot devetkrat večji kot je danes, če pa bi se kvote povečevale sorazmerno s povečevanjem kapitalskih tokov, bi bile še mnogo več kot samo devetkrat večje kot so (Boorman, 2004).

- Če kaj, so finančne krize 90. let pokazale ranljivost MDS pri reševanju zaporednih kriz, ki je neposredno izhajala iz premajhne količine razpoložljivih, likvidnih sredstev. Dejstvo je, da je v drugi polovici 90. let likvidnostni kvocient MDS prvič padel pod 100% in da se je MDS posledično znašel v resnih likvidnostnih težavah, ki so močno omejile njegovo posojilodajalno sposobnost.

Če je trenutno stanje stabilno in zadovoljivo, to še ne pomeni, da do kriznih situacij v prihodnosti ne bo prišlo oziroma da obseg teh kriznih situacij ne bo še večji. Možnost izbruha novih kriz nedvomno obstaja, zaradi česar je trmasto vztrajanje pri »statusu quo« še toliko bolj nerazumljivo. Ne biti pripravljen na možne izbruhe novih kriz je ne učiti se iz preteklih napak. In eden glavnih naukov kriznih 90. let je bil, da sredstva na podlagi vplačanih kvot niti približno ne zadostujejo niti za omejeno inkarnacijo MDS kot MPSS.

- Predlog rebalansa kvotnega sistema v okviru obstoječih kvot je precej jalov. Gre za idejo nasprotnikov povečanja obstoječih kvot, po kateri bi skupni obseg kvot MDS ostal na sedanji ravni, znotraj njega pa bi prišlo do transferja deležev kvot od držav, katerih deleži so najbolj preценjeni k državam, katerih deleži so najbolj podcenjeni⁸⁹ (Adams, 2005). Tudi najbolj zakrknjeni nasprotniki povečanja obstoječih kvot namreč ne morejo prezreti grobih asimetričnosti v teh kvotah ter v zastopanosti posameznih držav in regij v MDS.

⁸⁷ V nasprotju s koncem 90. let minulega stoletja, je likvidnost MDS v zadnjih letih na rekordnih ravneh, kot posledica izplačil dolgov dolžnikov in splošnega zmanjšanja potreb po financiranju MDS.

⁸⁸ V okviru zadnje, 12. revizije leta 2003, se kvote sploh niso povečale.

⁸⁹ Pri tem se deleži kvot najrevnejših držav (ki so obenem tudi najbolj preценjeni) ne bi zmanjšali.

Težava tu je, da je kar nekaj študij pokazalo, da predlagani rebalans obstoječega kvotnega sistema še zdaleč ni zadovoljiva rešitev problema. Rapkin in Strand, na primer, ki sta analizirala dejansko distribucijo kvot ter primerjavo med kvotami držav in izbranimi merami pomembnosti teh držav v svetovnem gospodarstvu, sta prišla do precej jasnega zaključka, da niti preprosta realokacija kvot niti majhne spremembe v formulah za izračunavanje kvot ne bi rešile problema asimetričnosti (Rapkin&Strand, 2004, str. 5). Njuno mnenje, da bo za to potrebno bolj »fundamentalno institucionalno prilagajanje«, deli tudi precejšnje število drugih strokovnjakov na tem področju.

Sama asimetričnost obstoječega sistema kvot je nasploh pomemben argument za reformo kvotnega sistema, še posebej kar zadeva sam proces izračunavanja in določanja kvot držav članic. Ključen problem tu leži v netransparentnosti in ohlapnosti procesa določanja kvot MDS, katere posledica je splošno nezaupanje v ta proces.

Relativni obseg kvote izhaja iz kompleksnega sistema petih tehtanih formul⁹⁰, ki so bazirane na BDP držav članic, vrednostih in variabilnosti tekočih prejemkov (izvoz), tekočih izdatkov (uvoz) in rezerv držav članic. Ta sistem formul se je razvil iz ene same formule, ki je bila določena na konferenci v Bretton Woodsu, za njega pa ni nobene jasne, prepričljive oziroma racionalne razlage. Slednje velja tako za sklop spremenljivk, ki so vključene vanj oziroma izključene iz njega, za uteži pripisane tem spremenljivkam kot tudi za distributivni izid izračunov na podlagi teh formul.

Še več. Če so bile te spremenljivke primerne v zgodnjih fazah MDS, so danes pristranske v škodo držav v razvoju, ker nezadostno odražajo njihovo udejstvovanje v svetovnem outputu in trgovini (Rapkin&Strand, 2004, str. 8-9). Čeprav si torej MDS v teoriji prizadeva, da bi distribucija kvot vsaj grobo odražala ekonomsko "težo" držav, formule takšne distribucije ne dopuščajo.

Prva vprašljiva spremenljivka, vključena v formule MDS kvot, je *odprtost gospodarstva*, ki je merjena kot absolutno povprečje tekočih prejemkov in plačil za razdobje petih let⁹¹. Razlaga za vključitev teh dveh spremenljivk je, da odražata integracijo držav članic MDS v svetovno gospodarstvo. Ta vključitev je v principu smiselna, vendar pa obstajajo težave v zvezi s pridobitvijo ustreznih podatkov za razširitev teh spremenljivk tako, da bi vključevale tudi finančno odprtost. Drug problem s tema spremenljivkama je ta, da je precejšnja teža, ki ju imata v formulah kvot, privedla do pristranskosti predvsem v korist večjih razvitih držav zahodne Evrope. Medtem, ko namreč mere na podlagi BDP nazorno kažejo na to, da ima ta regija v MDS prevelik pomen, jo vključitev spremenljivk odprtosti gospodarstva prikaže kot premalo zastopano⁹².

⁹⁰ Bilo jih je tudi že deset.

⁹¹ Tekoča plačila (prejemke) izračunamo kot vsoto uvoza (izvoza), plačil (prejemkov) za storitve in privatnih transferjev. Tekoča plačila (prejemki) se uporabljajo v formuli izračunavanja kvot MDS kot alternativa uvozu (izvozu).

⁹² Glavni »krivec« za to diskrepanco je prenapihnjeno upoštevanje trgovine znotraj EU.

Variabilnost je merjena kot varianca tekočih prejemkov in neto kapitalnih tokov, kazala pa naj bi ranljivost držav članic na PB šoke in posledično potrebo po sredstvih MDS. Težava s to spremenljivko je ta, da precej izvršnih direktorjev MDS meni, da bi bilo variabilnost bolje definirati kot deviacije od triletnega povprečja. Šele s tem bi prišlo do ravnotežja med uravnavanjem (angl. *smoothing*) podatkov in prikazom fluktuacij v tokovih kapitala. Dodaten problem je, da ta komponenta formul kvot lahko poveča kvote manj stabilnih držav.

Kar zadeva *devizne rezerve*, Taylor et al. na primer ugotavljajo, da v obdobju prevladujočih režimov fleksibilnih deviznih tečajev relevantna vključevanja le-teh v izračun kvot MDS ni več jasna. Še posebej zaskrbljujoče je nagrajevanje držav za akumulacijo rezerv, saj naj bi to zmanjšalo relativne kvote držav z režimi fleksibilnega deviznega tečaja v »močni poziciji«, ki lahko da ne potrebujejo rezerv iz previdnostnih razlogov⁹³ (Taylor et al., 2004, str. 10-11).

Tako kljub natančnosti, ki jo implicirajo različne formule za izračunavanje kvot MDS, sam proces določanja kvot daje vtis arbitrarnosti oziroma »ad hoc« aktivnosti. To je še posebej res, če se zavemo, da je dejansko določanje kvot MDS na koncu v veliki meri stvar politike. Kvote, izračunane na podlagi zgoraj omenjenih formul, so namreč le izhodišče, končna kvota države članice pa se oblikuje v procesu pogajanj med MDS in državo članico, ki je precej netransparenten.

To politično barantanje o končni velikosti kvot izhaja iz samih začetkov MDS, iz konference v Bretton Woodsu, na kateri so bile dogovorjene kvote prvih 44 držav članic. S tem je bil postavljen precedens, ki je bil kasneje uradno »uzakonjen« v členih statuta MDS in ki še danes vodi določanje kvot novih članic.

V praksi tako sedanji aranžma pušča veliko preveč prostora za politično manevriranje, znotraj katerega politični in gospodarski interesi ter moč posameznih akterjev oblikujejo vrednosti kvot (in s tem tudi volilne glasove znotraj MDS) (Rapkin&Strand, 2004, str. 18).

Posledica vsega tega, je že omenjena asimetričnost v relativni višini kvot posameznih držav oziroma regij, glede na njihov delež v svetovnem gospodarstvu:

- Katerokoli mero uporabimo – BDP po tržnih cenah, BDP na podlagi PPP oziroma izračunane kvote – pridemo do istega rezultata: Kitajska, Japonska in druge države V Azije so v MDS premalo zastopane (to je, njihove kvote so premajhne glede na njihov delež v svetovnem gospodarstvu), kvote držav Z Evrope pa so dosti višje od tistih, ki jih nakazujeta obe verziji izračunanega BDP (Taylor et al., 2004, str. 11).
- Mehika ima več kot trikrat večji delež v svetovnem BDP (izračunanem na podlagi paritete kupne moči) in devetkrat več prebivalcev kot Belgija, a vseeno pol manjšo kvoto kot slednja (Boorman, 2004).

- Sedem največjih azijskih držav (brez Japonske) ima v primerjavi s sedmimi evropskimi državami (Avstrijo, Belgijo, Dansko, Finsko, Norveško, Švedsko in Švico) sedemkrat večji delež v svetovnem BDP in precej obsežnejšo trgovino, a vseeno manjše agregatne kvote (Boorman, 2004).
- 61 držav v nizko-dohodkovnem razredu si deli skupno kvoto 7.1%, njihova povprečna kvota pa je rahlo višja od ene desetinke enega odstotka (0.00116%).
- Skupna kvota 110 držav v spodnjem delu srednje-dohodkovnega ter v nizko-dohodkovnem razredu znaša skoraj 18%, kar je samo delček odstotne točke več kot znaša kvota ZDA. Če to prenesemo v kontekst volilnih glasov, ki jih obseg kvot neposredno določa, bi to pomenilo, da bi moralo več kot 100 najrevnejših držav članic MDS z več kot dve tretjine svetovnega prebivalstva glasovati enoglasno, če bi hotelo doseči veto moč, ki jo imajo danes ZDA (Rapkin&Strand, 2004, str. 21).

To je le nekaj primerov posledic slabosti obstoječega sistema določanja kvot. Ni presenetljivo, da takšen proces določanja kvot ne vzbuja ravno spoštovanja med tistimi, ki so ga proučili. Določanje kvot v MDS danes je vse preveč subjektivno, občutljivo na različne politične pritiske, premalo koherentno, bolj natančna analiza pa dodatno razkrije še mnoge druge neregularne izide in grobe nepravilnosti (Rapkin&Strand, 2004, str. 22).

Ob takšnem »statusu quo« bo za MDS vedno težje predstavljati se kot resnično mednarodna inštitucija, saj bo sodelovanje razvijajočih se delov svetovnega gospodarstva pri odločanju v MDS ostalo neporocionalno njihovi resnični gospodarski velikosti. Ta percepcija o sistematični nepravilnosti inštitucije lahko kredibilnosti MDS samo škoduje, odtuji njegove manj razvite članice ter končno zmanjša njegovo legitimnost in s tem efektivnost njegovega delovanja.

Prava rešitev so torej fundamentalne reforme sistema določanja kvot. Le-te bodo morale biti enostavne, transparentne, logične in koherentne, po mnenju večine pa bi morale določanje kvot v prihodnje precej bolj odražati dejanske gospodarske velikosti posameznih držav članic. Še več. Vedno več je tistih (vključno z nekaterimi izvršnimi direktorji MDS), ki menijo, da bi bilo potrebno opustiti raznorazne formule izračunavanja kvot MDS in oblikovati eno samo formulo, na podlagi katere bi kvote članic izhajale neposredno iz BDP teh držav (z nekaterimi koncesijami v zvezi z upoštevanjem določenih transferjev). Šele s tem naj bi dobili bolj natančne, bolj transparentne in bolj reprezentativne rezultate. Pa je temu res tako?

Če, na primer, za izhodišče vzamemo, da naj bi bile kvote članic MDS približno enake 1% njihovega BDP (na podlagi paritete kupne moči), bi dobili naslednje rezultate⁹⁴:

⁹³ S tem pogledom se po drugi strani ne strinja kar nekaj držav, še posebej v V Aziji, kjer so se rezerve na splošno zelo povečale kot zavarovanje pred ponovnimi krizami ter v funkciji stabilizacije deviznih tečajev.

⁹⁴ Izračunano na podlagi ocen BDP (po PPP) za leto 2004. Vir: The World Factbook 2005.

- Celotni obseg kvot držav članic MDS bi se iz nekaj več kot 300 milijard dolarjev zvišal na približno 540 milijard dolarjev.
- Relativni delež ZDA v MDS bi se iz približno 18% povečal na nekaj manj kot 22%.
- Relativni delež EU kot celote bi se drastično zmanjšal. Če danes znaša okrog 35%, bi po novih izračunih obsegal manj kot 22%.
- Reprezentativnost V Azije v MDS bi se drastično povečala oziroma izboljšala. Še posebej to velja za Kitajsko, katere delež bi po novem znašal nekaj več kot 13%.
- Reprezentativnost najrevnejših držav v MDS bi se malenkostno zmanjšala.

Kot vidimo, bi se pri izračunavanju kvot na podlagi BDP držav članic, obseg razpoložljivih sredstev MDS opazno povečal. To bi še posebej veljalo, če bi se struktura vplačil teh kvot v MDS premaknila v smer povečanja deleža vplačil v ti. »trdih« valutih (SDR in druge konvertibilne valute). Če je danes v veljavi struktura vplačil 25%-75% (25% v trdih valutah, 75% v nacionalnih valutah), bi bilo v prihodnje dobro, če bi bila večina kvote vplačana v trdih valutah. Za to obstajata vsaj dva dobra razloga:

- Če je danes BDP v okviru formul izračunavanja kvot merjen na podlagi tržnih deviznih tečajev (angl. *market exchange rate* – MER), bi bil v prihodnje merjen na podlagi paritete kupne moči (PPP). Med tema dvema merama BDP pa obstaja precejšnja razlika. Večina smatra merjenje BDP na podlagi PPP za boljšo opcijo, saj metoda PPP proizvodnji držav v razvoju daje večji poudarek kot metoda MER. Poleg tega prva omogoča natančnejšo mero domače potrošnje realnih dobrin in storitev, gospodarske velikosti in širšega gospodarskega vpliva, obenem pa daje mero BDP, ki je stabilnejša od mere po metodi MER, saj se z njo izognemo vplivu volatilnosti deviznih tečajev (Taylor et al., 2004, str. 8-9).

Po drugi strani je BDP, merjen po metodi MER, veliko boljši indikator doprinosu posamezne države članice h kapitalu MDS (oziroma sposobnosti posredovanja razpoložljivih sredstev MDS). Tej pomanjkljivosti PPP glede na MER bi se lahko v veliki meri izognilo s spremembo strukture vplačil kvot v MDS. Če bi, na primer, države članice 75% svoje vsote vplačale v trdih valutah, ostalih 25% pa v svojih nacionalnih valutah, bi bila omenjena pomanjkljivost merjenja BDP po PPP praktično odpravljena.

- Posledica tega, da je 75% kvot držav članic vplačano v njihovih nacionalnih valutah, je dejstvo, da je vsaj 15% valut, ki so trenutno na razpolago MDS, neuporabnih v njegovih posojilodajalnih operacijah. Povedano drugače: vsaj 50 milijard dolarjev od skupnih 310-320 milijard dolarjev vplačanih kvot nima nobene funkcije za MDS kot MPSS. Razlog za to so šibke plačilnobilančne pozicije nekaterih držav članic, ki MDS onemogočajo posojanje njihovih valut državam, ki potrebujejo trde valute. Posledica tega je, da so v zadnjih letih tri države (ZDA, Nemčija in Japonska) prispevale skoraj polovico uporabnih

sredstev MDS, oziroma zneske, ki so močno presegali velikost njihovih relativnih kvot (Lachman, str. 2).

Če bi države članice nasprotno večino svojih kvot v MDS vplačevale v trdih valutah, bi se obseg neuporabnih sredstev v MDS močno zmanjšal, breme posojilodajalnih akcij pa bi se pravičnejše porazdelilo med članice.

Vprašanje, ki se tu postavlja je, ali bi bile države v razvoju, katerih kvote bi se po novem dramatično povečale, takšno razliko sploh sposobne vplačati v MDS. Skrb je predvsem v tem, da bi se, kot posledica morebitne nesposobnosti poravnave svojih obveznosti teh držav v razvoju, sredstva MDS zmanjšala. Čeprav je določena zaskrbljenost relevantna, je treba poudariti, da so mednarodne rezerve držav v razvoju (še posebej tistih v Aziji, katerih kvote bi se povečale največ) več kot dovolj velike, da bi pokrile razliko med prejšnjimi in novimi kvotami, četudi bi delež vplačanih trdih valut sedaj obsegal 75% celotne kvote⁹⁵. Vplačila kvot tudi ne bi bila takojšnja. Zelo verjetno je, da bi se celoten proces (če bi bila reforma sprejeta) razvlekel na več let, kar bi precej olajšalo novo finančno breme za države v razvoju.

Na splošno lahko ugotovimo, da bi predstavljeni poenostavljeni proces določanja kvot na podlagi BDP držav članic (po PPP) odpravil oziroma popravil precej napak današnjega sistema določanja kvot. Res je, da bi se delež ZDA povečal, a ZDA imajo že tako ali tako veto moč. Povečanje njihovega deleža za nekaj odstotnih točk ne bi pomenilo koraka nazaj. Po drugi strani, bi povečanje deležev držav V Azije in zmanjšanje deležev držav EU pomenilo pomemben korak naprej. Podobno bi pomemben korak naprej predstavljalo drastično povečanje razpoložljivih sredstev MDS, ki bi povečalo njegovo likvidnost in ga naredilo bolj kredibilnega kot kvazi-MPSS. In nenazadnje, ta reformirani proces določanja kvot bi bil več ali manj depolitiziran. Kvote bi se izračunavale in določale zgolj na podlagi ene same, enostavne in transparentne formule, brez potrebe po nadaljnjem političnem barantanju.

Slabi strani takšne reforme bi bili predvsem dve. Kot prvo, že tako minimalni delež kvot najrevnejših držav bi se dodatno zmanjšal. Čeprav to je in ostaja problem, je res tudi, da te države v MDS po eni strani vplačujejo delček odstotka vseh kvot, po drugi pa iz njega (v okviru PRGF – Poverty Reduction and Growth Facility) črpajo kar 9% vseh razpoložljivih sredstev (Taylor et al., 2004, str. 5). Kljub temu torej, da te države nimajo skoraj nobenega glasu v vodenju MDS, imajo od MDS precejšnje koristi. Vseeno obstaja konsenz, da ni pravično, da so te države popolnoma izključene iz odločanja o ključnih reformah MDS. Kako učinkovito rešiti to dilemo za zdaj ostaja vprašanje brez odgovora. Vsaj deloma bi se jo dalo omiliti z uvedbo volilnega sistema dvojne večine, ki jo na podlagi predloga O'Neill in Pelega zagovarjata tako Rapkin in Strand kot tudi drugi akademiki (glej točko 5.4.2).

Druga slaba stran predlagane reforme je sama težavnost njenega sprejetja. Ker bi šlo za fundamentalno reformo, ki bi posegla v samo srž statuta MDS, bi bila za njeno sprejetje

⁹⁵ Kitajska, na primer, katere kvota bi se po projekcijah povečala iz približno 19 mrd USD na skoraj 73 mrd USD in ki bi morala po novem v MDS vplačati nekaj več kot 50 mrd USD novih »trdih« valut, je leta 2004 po projekcijah The World Factbook imela 600 mrd USD mednarodnih rezerv.

potrebna 85% večina. Čeprav predlagana reforma ne bi kršila nepisanega pravila, da nobena predlagana reforma sistema kvot ne sme imeti namena odpraviti veto moči ZDA, če hoče biti sprejeta, je vseeno malo verjetno, da bi ZDA odobravale splošno povečanje kvot. Američani namreč že nekaj časa vztrajajo, da so kvote dovolj velike in da ne bodo podprli nobenih reform, ki predlagajo povečanje obstoječih kvot.

Poleg tega je za pričakovati, da bi bile države EU kot celota odločno proti drastičnemu znižanju njihove skupne kvote. Ne smemo pozabiti, da imajo države EU (če glasujejo soglasno) prav tako veto moč, in sicer še večjo kot ZDA (približno 35% proti slabim 18% ZDA). Politično je torej precej malo verjetno, da bi bila predlagana reforma sprejeta, ne glede na to, ali je dobro zastavljena ali ne. Tako kot sistem določanja kvot je namreč tudi volilni sistem MDS izrazito asimetričen in močno potreben temeljite, fundamentalne reforme.

5.4.2. REFORMA VOLILNEGA SISTEMA MDS

Če so prvotni bretton-woodski »členi dogovora« (angl. *Articles of Agreement*) vsebovali le devet tipov odločitev, za katere je bila potrebna tudi do 80-odstotna »posebna« večina, so amandmaji členov skozi desetletja to številko povečali na čez 50. Od tega nekatere odločitve zahtevajo »le« 70% glasov, druge pa (vključujoč spremembe kvot in amandmaje členov statuta MDS) celo 85-odstotno večino.

Odločitve, ki zadevajo politične oziroma gospodarske interese pomembnih držav članic MDS, tako tipično zahtevajo 70-odstotno oziroma 85-odstotno večino, medtem ko se bolj rutinske, proceduralne zadeve lahko odločijo na podlagi enostavne večine. Ključni akterji MDS so še posebej poskrbeli za to, da zahteve po »posebni« večini omejujejo vse odločitve »kontroverznjšega karakterja«, ki bi lahko imele daljnosežne posledice in/ali pomenile redistribucijo moči znotraj MDS oziroma spremembe osnovnih pravil inštitucije.

Posledica tega je, da je trenutno za 18 kategorij odločitev, vključujoč ustavne revizije in spremembe kvot, potrebna 85-odstotna večina. To tudi pomeni, da ZDA, kot edina država z volilnim deležem nad 15%, ohranja veto moč nad drugimi državami, s katero lahko a priori zavrne vsakršen poizkus zmanjšanja njene moči znotraj MDS oziroma povečanja moči katere od drugih držav članic. Čeprav je ta veto moč redkokdaj uveljavljena v obliki formalnega glasu, vseeno daje ZDA precejšnjo moč, še posebej kar zadeva oblikovanje politike delovanja MDS⁹⁶ (Rapkin&Strand, 2004, str. 11-13).

Pomembna posledica te serije »ad hoc« prilagajanj in političnih »trade-offov« je vtis neorganizirane ureditve, ki pogreša »logično podlago za določanje katere odločitve potrebujejo posebno večino in katere ne«. To nadalje privede do naslednjih problemov (Rapkin&Strand, 2004, str. 38):

⁹⁶ ZDA dodatno kontrolo dobijo preko ti. »učinka Zakladnice« (angl. *Treasury effect*). Ameriška Zakladnica je namreč postala razvpita, kar zadeva prenos njenih preferenc neposredno na upravo MDS, namesto da bi ameriški izvršni direktor te preference predstavil na sejah odbora.

- Izredno visoki prag 85-odstotne večine pomeni, da je pomembne iniciative zelo težko sprejeti, kar zelo oslabi kapaciteto MDS, da učinkovito ukrepa⁹⁷. »Trade-off« obstaja tudi za ZDA. Če jim njihova veto moč namreč daje možnost, da blokirajo ukrepe, ki jim nasprotujejo, 85-odstotna večina po drugi strani pomeni, da lahko koalicije manjših članic prav tako blokirajo iniciative ZDA, če jim te niso po volji.
- Aplikacija »posebnih« večin popači odgovornost organizacije ne samo stran od njenega širšega članstva, temveč tudi stran od drugih njenih pomembnejših članic.
- Z vidika držav v razvoju ni nobene potrebe po »posebnih« večinah, saj je sistem volilnih glasov tako ali tako pristranski v prid gospodarsko razvitih držav. Ta občutek izključenosti iz procesa sprejemanja ključnih reform in politik MDS lahko privede do tega, da države v razvoju ne bodo hotele implementirati učinkovitih politik, sprejetih s strani MDS. Že sedaj namreč prihaja (zaradi močno pristranskega volilnega sistema) do tendenc odmika manj razvitih držav stran od MDS. Če se bo ta trend nadaljeval, bo vse težje popravljati globalna neravnotežja brez sodelovanja manj razvitih držav.

Problematika asimetričnosti in grobe nepravičnosti volilnega sistema je še toliko bolj pereča zaradi izrazite polarizacije med dolžnicami (državami v razvoju) in upnicami (razvitimi državami), do katere je prišlo v zadnjih treh desetletjih. Namreč, od leta 1978 naprej, ko se je Italija kot zadnja razvita država poslužila virov MDS, so države v razvoju edine uporabnice virov MDS. Kot take imajo vseeno precej manj besede v procesih delovanja in oblikovanja politik MDS kot pa razvite države, ki sredstev MDS ne uporabljajo in ki jim, posledično, ni treba trpeti posledice in neuspeha politik, ki jih sprejemajo.

A daleč od tega, da bi bile razvite države edine, ki prispevajo sredstva v MDS. Servisiranje dolga držav v razvoju namreč predstavlja pomemben vir operacijskih sredstev MDS. Ali, kot je opomnil (neimenovani) izvršni direktor ene izmed držav v razvoju: »Industrijske države priskrbijo kapital, a MDS tega kapitala ne zapravi, temveč ga posoja. Države v razvoju tako plačujejo obresti, ki inštituciji dejansko omogočajo, da normalno deluje.« (Rapkin&Strand, 2004, str. 19).

To je samo nekaj razlogov za temeljito reformo volilnega sistema MDS, za katero se zavzema vedno več držav članic in akademikov. Težava je le v tem, kako se te reforme lotiti. Obstajata namreč dva pristopa:

Prvi pristop vsebuje predloge oziroma reforme, ki ne bi posegale v obstoječe člene statuta MDS, ki jih še posebej ZDA tako ljubosumno ščitijo. Ti predlogi so avtomatično lažje sprejemljivi, saj jim ni treba iti skozi sito 85-odstotne večine, po drugi strani pa ne bi v ničemer kompromitirali dominanco ZDA v MDS. Izmed teh predlogov bi bila na tem mestu še posebej relevantna dva: sprememba strukture osebja MDS ter izvršnega odbora MDS.

⁹⁷ Za empirični prikaz tega učinka, glej Leech, D.: 'Voting Power in the Governance of the International

Čeprav ni nobenega formalnega pravila, ki bi povezoval kvote in osebje MDS, se obseg kvot posameznih držav članic neposredno odraža v strukturi osebja MDS. Slednja tako danes grobo ustreza deležem kvot držav in regij v skupnem obsegu kvot. A samo do neke mere. Namreč, tudi tu je opazna asimetričnost v korist razvitih držav. Tako so ZDA, angleško govoreče industrijske države in druge industrializirane države v osebju MDS na splošno zastopane v precej večji meri, kot to nakazujejo njihove kvote⁹⁸.

Po drugi strani, struktura izvršnega odbora predstavlja mešano sliko, kar zadeva reprezentacijo držav v razvoju v njem. Sam izvršni odbor je sestavljen iz 24 izvršnih direktorjev. Osem od teh je imenovanih s strani ZDA, Japonske, Nemčije, Velike Britanije, Francije, Savdske Arabije, Kitajske in Rusije. Te države v bistvu predstavljajo najpomembnejše države članice MDS (ne nujno po deležu svojih kvot v celotnem obsegu kvot MDS, sigurno pa po njihovi politični in/ali gospodarski pomembnosti v svetu). Ostalih 16 izvršnih direktorjev je voljenih in v odboru ne predstavljajo samo svojih držav, temveč še skupino drugih držav, običajno iz iste regije (Mrak, 2002, str. 424). Teh 16 volilnih »skupin« efektivno kontrolirajo države z največ glasovi znotraj skupine, medtem ko druge države znotraj skupine lahko kvečjemu ustno izrazijo svoje (drugačno) mnenje, ne morejo pa ga izraziti v obliki glasu⁹⁹ (Rapkin&Strand, 2004, str. 15).

Dejstvo, da 10 od 24 izvršnih direktorjev prihaja iz držav v razvoju, daje videz, da so slednje v odboru dostojno predstavljane. Problem je, da deset volilnih skupin, ki jih zastopa teh 10 izvršnih direktorjev, predstavlja skupaj 97 držav, ki imajo skupaj komaj 25.78% vseh glasov. Če iz tega računa izvezemo Kitajsko in Savdsko Arabijo, 8 izvršnih direktorjev predstavlja 95 držav z 19.6% vseh glasov.

Različni predlogi restrukturiranja sistema selektivne reprezentacije MDS so se v glavnem osredotočali na strukturo odbora izvršnih direktorjev. Večina teh predlogov je bila v smeri konsolidacije evropskih držav v manj volilnih skupin, kar bi zmanjšalo število njihovih devetih izvršnih direktorjev v korist držav v razvoju (še posebej afriških držav, 40 katerih sedaj zastopata dva izvršna direktorja).

Politično bolj sprejemljiva alternativa bi bilo povečanje števila izvršnih direktorjev v odboru. Čeprav bi to odbor mogoče naredilo manj efektivnega, njegova širitev v korist držav v razvoju ne bi bila ravno radikalna rešitev. Odbor izvršnih direktorjev je bil namreč od svoje ustanovitve kar nekajkrat razširjen (verjetno zaradi tega, ker za širitev niso potrebni amandmaji statuta MDS). Če je imel odbor prvotno 12 izvršnih direktorjev (za prvotnih 39 držav članic), je nekaj zadnjih širitev le-tega razširilo najprej na 21 izvršnih direktorjev (leta 1978 na račun Savdske Arabije), nato na 22 (na račun Kitajske) in končno na 24 v razdobju 1990-92 (na račun Rusije in Švice) (Rapkin&Strand, 2004, str. 36).

Monetary Fund'. *Annals of Operations Research*, 109, 2002. str. 375-97.

⁹⁸ Na primer, 47% vodij oddelkov je iz angleško govorečih industrijskih držav, samo 20% pa iz držav v razvoju (Rapkin&Strand, 2004, str. 8).

⁹⁹ Kot primer: v skupini, ki jo predstavlja Kanada, ima Kanada (63.942 glasov) skoraj štirikrat več glasov kot ostalih 11 držav skupaj (16.694). Posledično lahko Kanada diktira, kdo bo skupino predstavljal v odboru in seveda običajno izvoli samo sebe.

Na podlagi tega Evans in Finnemore (2001), na primer, predlagata razširitev odbora za dva nova sedeža in povečanje števila afriških volilnih skupin na štiri, medtem ko Griffith-Jones (2002) predlaga povečanje zastopanosti Afrike za en sedež. Kelkar (2002) gre s svojim radikalnim predlogom, da bi moral biti vsak izvršni direktor enakopravno izvoljen, v drugo skrajnost. Problem z vsemi temi predlogi je, da so ZDA nasprotovale že precej bolj skromnemu predlogu, da bi se izvršnemu odboru Svetovne banke dodal en sam afriški izvršni direktor, in sicer na podlagi pomanjkanja konsenza (Rapkin&Strand, 2004, str. 37).

Če bi po eni strani restrukturiranje odbora izvršnih direktorjev zahtevalo visoko stopnjo (do sedaj manjkajoče) kohezije, bi bilo po drugi restrukturiranje osebja MDS nekaj manjši problem. Glavni problem (pomanjkanje osebja iz držav v razvoju) je namreč MDS začel reševati kar sam. Pomanjkanje podpore osebja MDS izvršnim direktorjem držav v razvoju je namreč postal specifični in pereč problem, še posebej za dva afriška izvršna direktorja, ki zastopata vsak po več kot 20 članic. Sklad je zato pričel implementirati ukrepe, da poveča kapacitete osebja oddelkov izvršnih direktorjev z velikimi volilnimi skupinami. Te mere so za zdaj resda skromne, a gre za edino reformo, ki jo ZDA niso blokirale.

Poleg povečanja števila osebja iz držav v razvoju, bi bile potrebne (vsaj) še nekatere druge spremembe, ki gredo globlje od same diverzifikacije nacionalnega porekla osebja. Gre za ti. problem »homogenosti usposabljanja in nazora« osebja MDS, kot sta ga poimenovala Evans in Finnemore. Znanje osebja MDS namreč večinoma bazira na neoklasični ekonomiji ameriških dodiplomskih programov, precej manj pa na evropskih dodiplomskih programih. Zaradi tega Evans in Finnemore predlagata, da naj se »pogledi, ki izhajajo iz izkušenj in interesov držav članic Juga, v večji meri kot do sedaj inkorporirajo v raziskave, oblikovanje politik ter odločanje znotraj MDS« (Rapkin&Strand, 2004, str. 27).

Končno je nujno potrebna sprememba na področju izbire direktorja MDS. Gre za izredno nepošteno prakso delitve vodstva MDS in Svetovne banke med ZDA in Evropo, po kateri je na čelu Svetovne banke vedno Američan, na čelu MDS pa vedno Evropejec. Ta delitev in proces določanja direktorjev sta popolnoma neformalna in nepokrita s statutom MDS, kar pomeni, da tudi za reformo te prakse ne bi bil potreben poseg v statut MDS, s tem pa tudi ne »posebna« večina¹⁰⁰. Pri tem pa seveda ne gre podcenjevati možnega odpora tako ZDA kot Evrope takšnim predlogom.

Drugi pristop v nasprotju s prvim vsebuje predloge oziroma reforme, ki bi posegle neposredno v obstoječe člene statuta MDS in potrebovale 85-odstotno večino, da bi bile sprejete. Te reforme bi bile usmerjene zgolj v en cilj: narediti volilni sistem MDS bolj demokratičen in pravičen.

Ena izmed takšnih predlaganih reform zajema drastično povečanje deleža bazičnih glasov v skupnem številu glasov. Ko so namreč udeleženci bretton-woodske konference določili, da bo vsaka država članica dobila 250 bazičnih glasov (na osnovi načela enakosti držav), je teh 250

bazičnih glasov predstavljalo 11.26% vseh glasov. A ker ne obstaja nek ustavni mehanizem, ki bi to razmerje med bazičnimi in celotnimi glasovi ohranjal, je v desetletjih, ki so sledila, delež bazičnih glasov prišel nezadržno padati. Vstop vedno novih članic in občutno povečanje kvot v enajstih zaporednih revizijah je povzročilo zmanjšanje deleža bazičnih glasov v vseh glasovih na komaj 2% in jih s s tem skoraj povsem razvrednotilo.

Predlogi, ki so zagovarjali povečanje absolutnega števila bazičnih glasov iz 250 na različne ravni, so bili pravilno zavrjeni kot le začasne rešitve. Delež, ki bi ga novo število teh bazičnih glasov predstavljal v vseh glasovih, bi se namreč zopet prišel zmanjševati ob vsaki novi reviziji (in povečanju) kvot.

Boljši predlog je določitev fiksnega deleža bazičnih glasov v vseh glasovih, kot to na primer prakticira Azijska razvojna banka (Asian Development Bank – ADB), ki je delež bazičnih glasov v vseh glasovih določila na ravni 20%. Problem, ki se tu pojavi, je na kateri ravni določiti delež bazičnih glasov v MDS? Če se nekateri zavzemajo za to, da bi to raven določili (tako kot ADB) kar na 20%, je večina za vrnitev na prvotni delež 11.26%. Slednja ima po eni strani soliden zgodovinski argument¹⁰¹, po drugi pa bi zagotovila konstanten vpliv bazičnih glasov tudi, ko bi prišlo do novega povečanja oziroma realokacije skupnega števila glasov. Poleg tega bi bila vrnitev na prvotnih 11.26% bazičnih glasov v vseh glasovih edini predlog, ki bi imel realne možnosti, da bi bil sprejet.

A tudi to še zdaleč ne bi bilo zagotovljeno. Čeprav MDS sam predlaga, da bi bilo (v okviru večjega paketa ukrepov) potrebno nespecificirano enkratno povečanje bazičnih glasov, bi bilo to povečanje zelo verjetno ali premajhno ali pa zavrjeno s strani najmočnejših članic MDS. Poleg tega O'Neill in Peleg (2000) predstavljata dodaten argument proti uporabi bazičnih glasov kot komponente v shemah tehtanih glasov. Po njunem mnenju imajo države dva vira pomembnosti v okviru MDS: njihove finančne prispevke in njihovo pomembnost kot suverene države. Ti dve vrsti pomembnosti sta med sabo neprimerljivi, zato jih ne bi smeli obravnavati skupaj kot enotno utež. Tudi zaradi tega naj bazični glasovi ne bi bili optimalna metoda za izražanje enakosti držav (Rapkin&Strand, 2004, str. 27-28).

Kot alternativo O'Neill in Peleg predlagata glasovalno shemo na podlagi dvojne večine, poimenovano »count and account«, s katero se strinjajo tako Rapkin in Strand kot tudi številni drugi strokovnjaki. Po tej shemi bi vsak predlog, da bi bil sprejet, moral dobiti tako večino tehtanih glasov *kot tudi* podporo večine držav članic.

Čeprav sta O'Neill in Peleg svojo idejo razvila na podlagi navadnih večin, ki naj bi bile bolj naravne in enostavnejše, pa je njuna shema povsem kompatibilna tudi z drugimi kvalificiranimi oziroma »posebnimi« večinami. Njena največja kvaliteta je vsekakor to, da hkrati povsem transparentno upošteva tako princip enakosti suverenih držav (z zahtevo po

¹⁰⁰ Mogoče še najbolj pravična rešitev bi bila, če bi direktorje MDS volili po »olimpijskem pravilu«; to je, vsakič predlagati (in izvoliti) najprimernejšega kandidata iz drugega kontinenta.

¹⁰¹ V nasprotju s Kelkarjevim predlogom, da naj bi bil delež bazičnih glasov enak 12.5%. Kelkar tega odstotka ni niti dobro argumentiral, niti ni pojasnil, kako je prišel do tega odstotka.

večini držav članic) kot tudi hierarhijo moči med temi državami znotraj MDS (z zahtevo po večini tehtanih glasov). Poleg tega je logika te sheme analogna tisti, ki jo najdemo v ti. »bikameralnih« (angl. *bicameral*) zakonodajah. Brauninger, ki je razvil formalno logiko »multikameralizma«, na primer zaključuje, da bodo volitve na podlagi bikameralizma oziroma k-kameralizma precej verjetneje dale rezultate, ki bodo ne samo stabilni, temveč tudi implementirani (Rapkin&Strand, 2004, str. 40).

Druge pozitivne plati sheme dvojne večine so naslednje (Rapkin&Strand, 2004, str. 41-42):

- Prevzem glasovne sheme dvojne večine bi omogočila, da se določanje tehtanih glasov osredotoči izključno na odražanje relativne velikosti oziroma pomembnosti držav članic v svetovnem gospodarstvu. Na podlagi tega, bi lahko kvote in posledično glasovi bili določeni samo na podlagi BDP (po PPP), kot je bilo to predstavljeno v točki 5.4.1..
- Bazične glasove bi se lahko po novem odpravilo, saj bi nova volilna shema boljše (in bolj neposredno) zadostila potrebi po priznanju suverene enakopravnosti držav članic.
- Iz istega razloga bi MDS sedaj lahko odpravil različne načine, na katere politični vplivi v procesu pogajanj popačijo dejanske izračunane kvote in se naslonil izključno samo na izračunane kvote.
- Ta shema se še najbolj približa teoretično najbolj demokratičnemu principu ena-država-en-glas, ki pa v primeru MDS ne bi bil niti mogoč niti pravičen¹⁰².
- MDS sam že sedaj uporablja koncept dvojne večine pri sprejemanju ključnih odločitev, še posebej, ko gre za spreminjanje členov statuta MDS¹⁰³. Dvojna večina je zahtevana tudi pri odločitvah o izključitvah držav članic iz MDS ter odrekanju olajšav državam članicam.

Problem pri vsem tem je, da bi za sprejetje te sheme dvojne večine, bila (ironično) potrebna dvojna večina (60-odstotna večina držav članic plus 85-odstotna večina tehtanih glasov). To je precejšnja, bržkone celo nepremostljiva politična ovira, saj bi bil predlog izpostavljen veto moči ZDA, ki se poizkusov spremembe členov statuta MDS otepa z vsemi močmi. Kljub temu predlog sheme dvojne večine ostaja eden najbolj lucidnih in primernih predlogov reforme volilnega sistema MDS, ki bo nujno potrebna, če si bo MDS hotel povrniti svojo legitimnost in učinkovitost.

5.4.3. DODATNO POVEČANJE LIKVIDNOSTI MDS

Kljub temu, da bi se celotni obseg kvot ob poenostavitvi njihovega izračunavanja in večje naslonitve kvotne formule na BDP držav članic (po PPP) zelo verjetno povečal (ob

¹⁰² Buira na primer zagovarja legitimno tezo, da bi morale imeti države dolžnice in potencialne države dolžnice v MDS pomemben glas, ne pa tudi zagotovljene večine, do česar bi prišlo po načelu ena-država-en-glas.

¹⁰³ Glej člen XXVIII statuta MDS.

predpostavki seveda, da bi bila takšna reforma kvotnega sistema sprejeta), pa to za MDS kot kvazi-MPSS ne bi zadostovalo.

Recimo, da bi se celotni obseg kvot ob reformi kvotnega sistema povečal za okrog 200 mrd USD. Že to bi bil skoraj neverjeten skok naprej, kar zadeva razpoložljiva sredstva MDS, še posebej, če upoštevamo današnje nasprotovanje ZDA že kakršnikoli omembi povečanja obstoječih kvot. Žal bi obenem ta »neverjeten skok naprej« pomenil povečanje kvot za manj kot dvakrat. Če konzervativne projekcije ocenjujejo, da je današnji obseg kvot vsaj štirikrat do petkrat premajhen, je jasno, da samo povečanje kvot ne bi bilo dovolj za zagotavljanje primerne likvidnosti za MDS kot kvazi-MPSS.

Kako torej povečati razpoložljiva finančna sredstva MDS brez drastičnega poseganja v statut MDS? Obstaja nekaj predlogov, kako to doseči:

- Vrnitev MDS k svoji prvotni misiji kratkoročnega financiranja plačilnobilansnih neravnotežij. S tem bi finančni aranžmaji kot so ESAF, EFF in še posebej programi PRGF postali odvečni, obenem pa bi se (še pomembneje) precej zmanjšalo prekrivanje aktivnosti med MDS in Svetovno banko. Ob ustanovitvi MDS in IBRD je bila namreč opredeljena jasna delitev dela med obema inštitucijama. Mandat MDS je bil omejen na kratkoročno financiranje začasnih PB primanjkljajev, mandat IBRD pa na dolgoročno financiranje povojne obnove in kasneje gospodarskega razvoj držav v razvoju. Šele v 70. in 80. letih minulega stoletja (po propadu bretton-woodskega sistema) je meja med mandatoma obeh inštitucij začela postajati vedno bolj zabrisana, učinkovitost njunega delovanja pa se je posledično zmanjšala. Vrnitev MDS k svojemu izhodiščnemu mandatu bi to mejo zopet ostreje začrtal (Mrak, 2002, str. 470).

Pomembna in pozitivna posledica vrnitve MDS k svojemu prvotnemu mandatu bi bila ukinitve finančnega vmešavanja MDS v najrevnejše države članice preko svojih PRGF programov. Ne samo, da gre približno 10% razpoložljivih sredstev MDS za te programe, temveč to finančno vmešavanje ni dovolj uspešno, da bi bilo nepogrešljivo. Ne samo, da večina držav v okviru teh programov ni dosegla zastavljenih zunanjih prilagoditev, temveč je tudi nadaljevalnih programov in ponovnih dolžnikov toliko, da je moral MDS postaviti ti. »pravila dostopa« (angl. *access norms*) za šest svojih programov (Adams, 2005).

To seveda ne pomeni, da MDS ne more še naprej tesno sodelovati z IBRD, IDA in drugimi inštitucijami znotraj skupine Svetovne banke. A to sodelovanje mora biti omejeno na svetovalne in koordinacijske funkcije, mandat MDS samega pa omejen na kratkoročno financiranje PB neravnotežij teh držav. MDS, ki se bo osredotočil na upravljanje kriz brez subvencioniranih dolgoročnih pogojevanih posojil, bo bolj učinkovit, manj skorumpiran in bolj likviden (Calomiris, 2000).

- Na podlagi izkušenj Svetovne banke, je Lerrick zaključil, da bi MDS sčasoma bil sposoben – predvsem na podlagi svoje odlične bonitetne ocene – strukturirati program izposojanja pri privatnem sektorju v obsegu tudi do 100 milijard dolarjev. Ta potencialna posojila bi

MDS lahko zavaroval z razpoložljivimi sredstvi iz kvot, 103 milijoni unčami zlata v svoji posesti in s 50 milijard dolarjev vrednim posojilnim portfeljem. In ne samo to. MDS bi si sredstva lahko izposojal po izredno ugodnih pogojih, ki bi mu lahko omogočali precejšen zaslužek na njegove investicije.

Velika prednost izposojanja sredstev pri privatnem sektorju za financiranje finančnih operacij MDS bi bila izognitev zastojem in negotovostim, ki jih s sabo prinaša odvisnost od ameriškega kongresa, da odobri povečanja kvot MDS. Poleg tega bi zakladnice tistih držav upnic, ki sedaj nosijo breme stroškov subvencioniranega posojanja MDS, prihranile precejšnje zneske proračunskih sredstev. In nenazadnje, izposojanje pri privatnem sektorju bi privedlo do večje stopnje transparentnosti in odgovornosti finančnih operacij MDS.

Od argumentov proti izposojanju MDS pri privatnem sektorju, sta ključna predvsem dva. Kot prvo, takšno izposojanje naj bi poslabšalo likvidnost pozicij rezervnih tranš držav članic, saj bi bile te pozicije sedaj uporabljane kot zavarovanje za posojila privatnega sektorja. Lachman na to, na primer, odgovarja, da je likvidnost teh pozicij bila in je odvisna predvsem od kakovosti posojil, ki jih odobri MDS. Če se slednji ne bo spuščal v dajanje brezglavih posojil državam v razvoju, ne bi smelo biti nobene bojazni glede tega, da bi zadolževanje pri privatnem sektorju poslabšalo likvidnost pozicij rezervnih tranš.

Kot drugo, nezaželeno naj bi bilo, da MDS na mednarodnem trgu kapitala tekmuje s svojimi državami članicami. Lachman na to odgovarja, da je to mogoče držalo v preteklosti, da pa so današnji trgi kapitala tako veliki in razsežni, da bi imelo vsako izposojanje MDS na teh trgih nepomemben učinek na pogoje in na razmere na teh trgih za države članice MDS (Lachman, str. 8).

- Še en, čeprav omejen, način pridobivanja dodatnih sredstev, bi bila prodaja zlata, ki ga drži MDS. Gre za 103.4 milijone unč zlata, večinoma pridobljenega na podlagi vplačila 25% kvot držav članic MDS pred uvedbo SDR. Trenutno je v bilanci MDS to zlato ocenjeno na približno 9 milijard dolarjev (po 87 USD/unčo). V cenah na trgu zlata bi bilo to zlato vredno 45 milijard dolarjev, tako da bi prodaja zlata MDS prinesla 36 milijard dolarjev novih razpoložljivih sredstev (Lachman, str. 9).

Čeprav gre za potencialno privlačen način pridobivanja novih sredstev, pa obstaja v zvezi z njim nekaj resnih omejitev. Kot prvo, bi šlo za enkratno rešitev, ki bi MDS prinesla največ 36 milijard dolarjev novih sredstev. Kot drugo, prodaja tega zlata bi morala biti opravljena izredno počasi (po kosih in v več letih), da bi se izognilo destabilizaciji trga zlata. Kot tretje, vsaka prodaja zlata bi morala iti skozi sito 85-odstotne večine v odboru MDS, v primeru ZDA pa bi jo moral potrditi tudi ameriški Kongres¹⁰⁴. Kot četrto, prihodki od prodaje zlata so v političnem smislu že obljubljeni najrevnejšim državam v razvoju za odpis dolga. In kot peto, povečana likvidnost sredstev MDS bi privedla do nevarnosti, da

¹⁰⁴ Tu bi šlo predvsem za navzkrižne interese MDS in zlatih lobijev, ki bi bili odločno proti povečanju ponudbe zlata na trgu.

bi bila zaradi kratkovidnih političnih pritiskov ta sredstva uporabljena za rešitev kratkoročnih problemov, namesto za dolgoročno solventnost inštitucije (Lachman, str. 10).

- Oblikovanje »suficitnega sklada«. Kot je bilo omenjeno v tretjem poglavju pričujočega dela, je bil Keynes odločen zagovornik enakosti obvez tako držav s PB primanjkljajem kot tudi držav s PB presežkom. Pri tem je ključnega pomena to, da je Keynes zagovarjal obdavčitev držav upnic (to je, držav s PB presežkom) in sicer po stopnji 1% mesečno. Ta obdavčitev naj bi te države spodbudila, da začnejo več uvažati in/ali postopno izgubijo svoj presežek.

Tudi bretton-woodski sistem je bil v statutu MDS zamišljen kot sistem, v katerem je odpravljanje neravnotežij v plačilni bilanci odgovornost obeh skupin držav. Simetrija naj bi bila zagotovljena s principom »redke valute«. Po tem principu bi MDS lahko razglasil valuto določene države za »redko«, če bi ta država kontinuirano beležila PB presežek in bi po njeni valuti obstajalo veliko povpraševanje s strani držav s PB primanjkljajem. Razglasitev valute za »redko valuto« bi tako pomenila, da države članice MDS lahko uvedejo diskriminatorne ukrepe na uvoz blaga in storitev iz države s to valuto. Žal ta klavzula ni bila nikoli uporabljena, zaradi česar je bil bretton-woodski sistem izrazito asimetričen in zaradi česar je kasneje tudi propadel.

Danes države s PB primanjkljajem še vedno nosijo večino negativnih posledic, medtem ko države s PB presežki vsako leto mirno kopičijo milijardne presežke v ameriških dolarjih, povečujejo svoje zunanje rezerve, itd. »Suficitni sklad« bi to asimetričnost vsaj nekoliko omilil.

Ideja »suficitnega sklada« je dokaj enostavna in bi v osnovi slonela na Keynesovih idejah o obdavčitvi držav članic s PB presežki. Po ocenah *The World Factbook* naj bi v letu 2004 le-te imele skupaj za okrog 650 milijard dolarjev presežka. Po Keynesovi metodi obdavčevanja teh držav bi to pomenilo, da bi se samo v letu 2004 v MDS posledično steklo za skoraj 80 milijard dolarjev »suficitnega davka«. Če bi bila letna obdavčitev polovico tiste, ki jo je predlagal Keynes, bi se v »suficitni sklad« samo v letu 2004 vseeno steklo za 40 milijard novih razpoložljivih sredstev. Ob tem bi suficitnim državam ostala večina njihovih presežkov. MDS bi ostal asimetričen, a bi vseeno vsako leto pridobil nova razpoložljiva sredstva, ki bi mu omogočala bolj učinkovito opravljanje njegove funkcije kvazi-MPSS.

Prepričati države s presežki, da MDS predajo milijardne zneske, bi bil seveda trd oreh. A čeprav same tega najbrž nikoli ne bodo priznale, bi organizacija takšnega sklada tudi zanje bila nadvse pozitivna stvar. Velika večina teh držav je namreč tesno vpeta v mednarodni finančni sistem, zato je tudi zanje ključnega pomena, da ta sistem deluje kar se da učinkovito in gladko. To bi še posebej veljalo za razmere, v katerih reformirani MDS (kot zagovornik »konstruktivnega defaulta«) ne bi več organiziral nesmiselnih in škodljivih »bail-outov«, s čimer bi sredstva privatnega sektorja ostala brez implicitnih garancij, da bodo njihovi vložki v vsakem primeru povrnjeni.

Kljub temu bi MDS ostal glavni nadzornik mednarodnega finančnega sistema in edina inštitucija, ki bi le-tega (in vse njegove udeleženske) branila pred izbruhom ohromitvenih kriz in pred morebitnim zlomom. Vlaganje v »suficitni sklad« bi tako za te države pomenilo investiranje delčka ogromnih presežnih sredstev v dodatno zavarovanje samih sebe in svojih investicij po celem svetu.

5.4.4. IMPLEMENTACIJA MEHANIZMA »KONSTRUKTIVNEGA DEFAULTA«

Čeprav obstaja peščica ekonomistov, ki se (tako kot na primer Steve Hanke in Anna Schwartz) goreče zavzemajo za popolno ukinitvev MDS, bo prisotnost slednjega v mednarodnem finančnem sistemu tudi v prihodnosti nepogrešljiva. Podobno velja za njegovo funkcijo posojanja državam v likvidnostnih težavah. Mednarodni finančni sistem je namreč premalo robusten, privatni investitorji pa preslabo ko-ordinirani in veliko preveč sebični, da bi bili sami sposobni učinkovito razreševati nastale probleme.

Kar je potrebno dodati, je prisotnost MDS v procesih restrukturiranja dolga, saj je dosedanja zgodovina MDS na tem področju precej obupna. Tako v primeru Rusije kot tudi v primeru Argentine, sta bili državi več ali manj prepuščeni sami sebi, ko je šlo za restrukturiranje njunega dolga. Čim sta namreč državi razglasili »default«, se je MDS umaknil in jima tako odrekel finančna sredstva v trenutkih, ko sta jih najbolj krvavo potrebovali. Temu neracionalnemu odporu MDS do »defaulta« je treba narediti konec in to čimprej. Napake so eden osnovnih elementov vsakdanjega življenja, tako na osebni kot tudi na nacionalni ravni in zanikanje le-teh ni racionalno. Še več, pogosto takšno odlaganje »defaulta« rezultira v razvlečenih, neurejenih procesih restrukturiranja dolga ter ogromnih stroških za prebivalstvo, državo in mednarodni sistem kot celoto.

MDS naj bi torej postal ne le samo pomembna, temveč ključna figura v prihodnjih procesih urejenega restrukturiranja dolga. Da bi do tega prišlo, bo moral Sklad najprej občutno omejiti svoje kreditiranje držav članic. Če bi namreč MDS ostal eden vodilnih svetovnih upnikov, bi to vodilo v kritičen konflikt interesov, saj bi bil ko-ordinator procesov restrukturiranja dolga istočasno tudi pomemben upnik, ki bi bil hkrati upravljan s strani drugih pomembnih upnikov (Stiglitz, 2003, str. 59). Konflikt interesov je še ena od ključnih kritik MDS danes in to z razlogom. Prioriteta vsakršne reforme MDS bi zato morala biti minimiziranje tega konflikta, če ne že njegova popolna odprava.

Zaradi povedanega, predlagana reforma MDS ne bi smela iti v smer preoblikovanja MDS v nekakšno svetovno centralno banko, ki bi posojala neomejeno (kot sta to na primer zagovarjala Keynes včasih in Stanley Fischer danes), temveč v smer MDS kot kvazi-MPSS, ki bi posojal v omejenem obsegu (in to samo nelikvidnim, a solventnim državam) in opravljal ključno vlogo v procesu pravočasnega, urejenega restrukturiranja dolga.

Proces posojanja oziroma dajanja finančne pomoči državam v krizi, bi tako po novem potekal v treh fazah, ki jih predstavljam v nadaljevanju.

➤ Prva faza: črpanje kvote v višini 75-100%

Ko država v PB krizi ugotovi, da te krize ne bo sposobna rešiti brez zunanje finančne pomoči, ima pri MDS v prvi fazi na voljo sredstva v višini vplačane kvote. Ker bi države članice po novem večino svojih kvot v MDS vplačevale v »uporabnih« valutih, bi jim to, po drugi strani, v prvi fazi omogočilo hiter in nekomplíciran dvig sredstev v višini svojih vplačanih kvot in to brez oziroma s precej manjšo stopnjo pogojevanja¹⁰⁵.

Če bi, na primer, po novem države 75% svojih kvot vplačevale v »trdih« valutih, bi lahko v prvi tranši črpale prav toliko sredstev, hitro in brez pogojevanja. Ker bi ostalih 25% kvote predstavljalo relativno majhne zneske in ker bi MDS kot kvazi-MPSS po novem razpolagal s precej več razpoložljivimi sredstvi kot danes, bi bilo mogoče (v posebnih primerih ali na splošno) hitro in brez pogojevanja državam v krizi izplačati tudi znesek v višini celotne kvote (ki bi jo te ob koncu krize ponovno vplačale nazaj v MDS).

Če je reševanje mehiške krize pokazalo prednosti črpanja danega posojila takoj (v prvi tranši), so še posebej azijska, ruska in brazilska kriza pokazale vse negativne plati visokih stopenj pogojevanja posojil. Tako danes države v krizi običajno lahko takoj črpajo le 25% svoje kvote, ostala sredstva pa dobijo šele mesece oziroma leta kasneje, ko izpolnijo dogovorjene pogoje in ko je ukrepanje (praviloma) prepozno. Ne samo torej, da so sedanje kvote večine držav v razvoju precej podcenjene glede na njihovo relativno gospodarsko velikost v svetovnem merilu, temveč je državam članicam v času kriz večina teh že tako podcenjenih sredstev tudi nedosegljiva.

Analize finančnih kriz 90. let minulega stoletja so pokazale, da nekaj velja samo pravočasna in dovolj obsežna finančna pomoč. Tega, zaradi podcenjenih kvot in visokega pogojevanja treh četrtin teh kvot, današnji MDS ne zagotavlja, reformirani MDS kot kvazi-MPSS pa bi lahko (zaradi povečanega obsega vplačanih kvot in povečanega obsega vplačil teh kvot v »trdih« valutih). Poleg vrnitve k osnovnim kompetencam osebja MDS, bi bila torej dobrodošla tudi vrnitev v stanje, kjer MDS večino svojih sredstev posoja po »nizkih stopnjah pogojevanja«.

➤ Druga faza: organiziranje dodatnih, popolnoma zavarovanih posojil

Če ta prva finančna pomoč ne bi zadostovala (in v precej kriznih primerih ne bi), bi imela država v težavah možnost, da MDS zaprosi za dodatno posojilo. Šlo bi za z določenimi sredstvi (ti. *collateral*) zavarovana posojila, v katerih pa bi MDS z lastnimi sredstvi sodeloval zgolj omejeno (z manjšinskim deležem).

Namreč, MDS bi tu v glavnem igral vlogo organizatorja/ko-ordinatorja posojil. Namesto lastnega posojanja bi tako MDS potrebna sredstva poiskal večinoma v privatnem sektorju, predvsem pri bankah. To ne bi smelo biti problem, saj bi bilo posojilo zavarovano, poleg tega

pa bi MDS kot organizator posojila le-temu dal poseben pečat zaupanja. Ker je znano, da se da v okviru bančnih konzorcijev organizirati ogromna posojila v izredno hitrem času, bi pridobil tudi posojilojemalec. Posojilo bi prejel hitro in v velikem obsegu, brez predhodnih mukotrpnih pogajanj glede sprejetja programa ekonomske stabilizacije¹⁰⁶.

Pri tem se postavita vsaj dve vprašanji, in sicer v zvezi z določanjem solventnosti držav (kako razlikovati med nelikvidno, a solventno državo ter nelikvidno in nesolventno državo) ter v zvezi z ocenjevanjem sredstev, s katerimi se zavaruje dano posojilo (to je, kako ocenjevati *collateral*).

Problematika razlikovanja med nelikvidno in nesolventno državo je že dolgo ena ključnih kritik klasičnega Bagehotovega modela PSS. Kot ugotavljata Jeanne in Wyplosz, je že na nacionalni ravni razločevanje »resnično solventnih« bank v ti. »slabem ravnotežju« (primeri bančnih kriz, nenadnih masovnih dvigov depozitov, ipd.) delikatna naloga, ki zahteva kopico natančnih informacij (Jeanne&Wyplosz, 2001, str. 19).

Na mednarodni ravni ni naloga prepoznavanja solventnih držav nič lažja. Ena od možnih rešitev bi bil izračun ravni »vzdržnega« dolga, ki bi ga bila država sposobna servisirati vsaj na srednji rok. Če je raven dolga države blizu kritične ravni, kjer dolg države postane nevzdržen in je potrebno restrukturiranje tega dolga, MDS odkloni posojilo in državi predlaga, da se čimprej odloči za ti. »konstruktivni default«. Če je raven dolga srednje- in/ali dolgoročno vzdržna, MDS privoli v organizacijo zavarovanega posojila.

Seveda se takoj postavi dodatno vprašanje, kako sploh izračunati to »vzdržno« raven dolga. Na to za zdaj ni konkretnega odgovora. Prav tako ni pravega odgovora tistim, ki zagovarjajo tezo, da je velika večina držav, ki se po pomoč zatekajo k MDS, že *a priori* nesolventna. Do špekulativnih napadov in bega kapitala namreč zelo redko pride v državah s »samo« likvidnimi problemi, poleg tega pa se države k MDS zatekajo v skrajni sili, ko jim privatni sektor odkloni pomoč.

Ključ argumenta je v tem, da odklonitev dodatnih posojil s strani privatnega sektorja avtomatično nakazuje na nesolventnost te države oziroma opozarja na to, da je raven dolga te države blizu »nevzdržni«. Podobno bi se dalo zaključiti tudi iz napadov na valuto ter nenadnih obratov v tokovih kapitala ven iz države.

Hawtrey meni, da se centralna banka odločitvi v zvezi z (ne)solventnostjo določene banke lahko izogne, če posoja samo na podlagi zavarovanja posojila. (Freixas et al., 1999, str. 152). Ne vidim dovolj dobrega argumenta, zakaj to ne bi moglo veljati tudi na mednarodni ravni. Razpolaganje s sredstvi, s katerimi je mogoče zavarovati zaprošeno posojilo, je sicer grob, a

¹⁰⁵ V najslabšem primeru bi obstajali dve tranši namesto sedanjih štirih. Prva, ki zajema večino (recimo 75%) kvote države članice in ni pogojevana ter druga tranša, ki zajema ostanek (recimo 25%) kvote in je pogojevana.

¹⁰⁶ Posojalo bi se po posebni (Bagehotovi) *penalty rate* (to je, obrestni meri, ki je višja od običajnih diskontnih stopenj), MDS pa bi se skoraj povsem izognil konfliktu interesov, saj bi v organiziranem posojilu sodeloval v zelo omejeni količini (največ v višini 15-20% posojila).

dovolj robusten test solventnosti določene države v »normalnih« časih. Seveda je res, da se krizni časi lahko močno razlikujejo od »normalnih« časov, podobno pa velja tudi za vrednost »zavarovanja«. Tega se kritiki posojanja na podlagi zavarovanja posojila tudi najbolj bojijo, da so sredstva, s katerimi naj bi se posojilo zavarovalo, v času krize lahko vredna precej manj kot bi bila v »normalnih« časih.

To je povsem tehten pomislek, rešitev pa predlaga Calomiris (Calomiris, 1999). Po njegovem predlogu naj bi se vrednost sredstev, s katerimi se posojilo zavaruje, ocenilo po en teden starih cenah, obrestna mera posojila pa naj bi bila za dve odstotni točki višja od »vrednostno tehtane« (angl. *value-weighted*) donosnosti do dospetja na ponujeno zavarovanje. To naj bi bil po Calomirisu hiter in učinkovit način preprečitve samoizpolnjujočega se »slabega ravnotežja«.

V končni analizi bi bila ta funkcija organizacije dodatnih posojil povsem fleksibilna. Ker je v zvezi z njo precej »sivih območij« nejasnosti, MDS ne bi imel nobene obveze uporabiti jo v praksi. Če bi bil v resnejših dvomih, da država, ki je za organizacijo posojila zaprosila, tega posojila ne bo zmogla servisirati oziroma da zavarovanje posojila ni dovolj dobro, ima vso pravico, da prošnjo zavrne. Še več, celo zaželeno bi bilo, če bi imel reformirani MDS sposobnost reči ne, saj ima današnji MDS s tem obilo kritičnih težav. Če bi Sklad tako menil, da država ni primerna za posojilo, bi jo zavrnil in ji priporočil čim prejšnje restrukturiranje slabega dolga.

Če bi, po drugi strani, MDS presodil, da je zavarovanje dovolj kvalitetno in da bi posojilo lahko bilo produktivno, ima vso pravico to posojilo organizirati po naslednjih pogojih:

- da je posojilo vsaj 100% zavarovano¹⁰⁷,
- da se posoja po *penalty rate*,
- da se posojilo odplača v 3-6 mesecih,
- da je MDS v celotnem znesku posojila manjšinski posojilodajalec ter
- da ni drugih pogojev za odobritev posojila v celoti.

Tako bi MDS omogočil organizacijo hitrih in obsežnih posojil, pri tem pa ohranil določeno mero negotovosti glede tega, ali bo prošnjo za posojilo odobril ali zavrnil¹⁰⁸. Čeprav se sam nagibam v smer čim večje transparentnosti, določena mera negotovosti vseeno ne bi bila slaba, še posebej, ko gre za posojanje državam, ki so na sami meji med nelikvidnostjo in nesolventnostjo.

- Tretja faza: »konstruktivni default«

V zadnjem desetletju so mednarodne finančne inštitucije vladam držav namenile okrog 300 milijard dolarjev sredstev z namenom preprečitve oziroma ublažitve finančnih kriz. Večina

¹⁰⁷ Calomiris zagovarja celo 125% zavarovanje posojil v državnih obveznicah, s tem, da mora biti petina od teh 125% v tujih državnih obveznicah.

¹⁰⁸ To bi pozitivno vplivalo na dodatno omejevanje moralnega hazarda.

posojanja v razvijajoče se države je v obliki kratkoročnih in srednjeročnih obveznic in kreditov, posojilodajalci pa prejmejo premijo tveganja, ki običajno obsega od 10 do 15 odstotnih točk (lahko pa tudi precej več, kot v primeru ruskih obveznic). Ko pride do »bail-outov«, krizna država pade v globoko recesijo, upniki pa so poplačani v celoti.

Tipični izgovor za to asimetričnost v nošenju bremena krize je možnost izbruha »sistemske« krize. Čeprav je možnost za tak izbruh majhna, so potencialne izgube dovolj visoke, da se MDS raje odloča za (enostavnejše) »bail-oute«, kot pa da bi tvegala katastrofo. Kot smo videli, takšne intervencije povzročajo moralni hazard tako pri upnikih kot tudi pri dolžnikih ter izpodkopavajo spodbude, ki so kritične za učinkovite trge in optimalno alokacijo virov. Posojilodajalci vedo, da obstaja implicitna garancija MDS za velike, razvijajoče se posojilojemalce in da lahko zaradi tega poberejo premijo za tveganje ob istočasni izogitvi tveganju, ki ga premija pokriva. Po drugi strani, so se posojilojemalci naučili, da lahko obljube reform prelomijo brez večjih stroškov (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 3).

Lerrick in Meltzer predlagata zanimivo alternativo današnjemu sistemu, v katerem si države izposojajo pri MDS po subvencioniranih obrestnih merah, samo da se izognejo »defaultu«. Zavzemata se namreč za MDS, ki ne samo, da bo »konstruktivne defaulte« toleriral, temveč jih bo celo spodbujal. Po njunem mnenju brez »defaulta« ni mogoče učinkovito restrukturirati dolga, saj prostovoljni odpis slabega dolga ni verjeten, obenem pa ni investitorja, ki bi se prostovoljno odločil za izgubo. Zaradi tega Lerrick in Meltzer to precej radikalno opcijo zagovarjata kot neizogibno priznanje preteklih napak tako na strani dolžnika kot tudi na strani njegovih upnikov (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 5).

Mehanizem »konstruktivnega defaulta« bi tako odpravil enega najbolj perečih problemov današnjega posredovanja MDS v času finančnih kriz: pomanjkanje vključevanja privatnega sektorja v razreševanje kriz. Po novem bi oboji, upniki in dolžniki, nosili svoj delež stroškov krizne situacije, poleg tega pa bi do restrukturiranja dolga prišlo na urejen način: precej hitreje kot danes, s precej manj stroški kot danes (ker se nevzdržna situacija ne bi odlagala z novimi »bail-outi«) ter v transparentnem, organiziranem procesu, ki bi ga vodil sam MDS.

Sam potek »konstruktivnega defaulta« bi bil naslednji. Ko se država odloči za »default«, istočasno razglasi tri ukrepe (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 5):

- da je ustavila vsa plačila glavnice in obresti dolga v tuji valuti privatnemu sektorju;
- da bo dolg restrukturirala v vnaprej določenem časovnem obdobju (recimo v treh mesecih) ter da je fiksirala minimalno restrukturirano vrednost (oziroma maksimalen odpis dolga)¹⁰⁹; ter
- da je z MDS podpisala PSS (posojilodajalec-v-skrajni-sili) sporazum, v okviru katerega MDS vzpostavi stand-by kreditno linijo z vlado krizne države. Ta linija vsakemu upniku

omogoča, da v obdobju restrukturiranja svoje terjatve proda po fiksni ceni. Slednja je določena na ravni pod minimalno restrukturirano vrednostjo, ki jo je določila država, poteče pa po preteku treh mesecev oziroma kolikor dolgo že traja obdobje restrukturiranja.

V trenutku objave »defaulta« bi cene obveznic države po pričakovanih padle pod minimalno restrukturirano vrednost, a se kmalu stabilizirale na ravni nad uradno podporo (angl. *official cash support bid*); to je, nad podporno ravnjo, ki jo je določil MDS. Ta podporna raven bi tako pomenila minimalno ceno, pod katero obveznice ne morejo pasti. Ta cena mora biti dovolj visoka, da prepreči panično prodajo obveznic, obenem pa dovolj nizka, da je »privlačna« samo za najbolj obupane lastnike obveznic. Seveda bi, kar zadeva to podporno raven, obstajal določen »trade-off«. Čim nižja bi bila ta podporna raven, manjši bi bil njen stabilizacijski učinek. Čim višja bi bila (se pravi, čim bližje bi bila restrukturirani vrednosti dolga), večja je verjetnost, da se bodo upniki odločili za takojšnjo zamenjavo svojih terjatev v denar.

Po drugi strani bi, zaradi podpore MDS, »defaultirane« obveznice postale vredno blago za zavarovanje posojil. Tisti investitorji, ki bi raje imeli denar kot pa nove, restrukturirane obveznice, svoje obveznice prodajo na trgu. Po teh bi obstajalo povpraševanje, ker bi kupci zagotovilo MDS, da bo te obveznice zamenjeval za denar po fiksni ceni, uporabili kot zavarovanje (*collateral*) za pridobitev novih posojil, s katerimi bi povečali svoje dobičke. Med obdobjem restrukturiranja bo namreč tržna cena nihala med dvema skrajnostima: med MDS zagotovitvijo menjave obveznic po fiksni ceni na spodnji skrajnosti ter pričakovano končno restrukturirano vrednostjo obveznic (diskontirano od datuma zamenjave z ustreznimi obrestno mero na zgornji skrajnosti).

Podporna raven s strani MDS bi tako ustvarila (visoko) likviden trg »defaultiranih« obveznic, kar bi preprečilo drastičen, začasen padec v tržni ceni državnega dolga in posledično paniko. Finančni sistem države bi se s tem stabiliziral, obseg posredovanih sredstev pa bi bil zelo omejen (ob pravilni določitvi podporne ravni, seveda).

Ker je v statutu MDS zapisano, da le-ta ne sme kupovati obveznic, bi omenjena podporna raven prevzela obliko zavarovanega posojila s strani MDS vladi države v krizi. Vse skupaj bi potekalo preko agenta (angl. *trustee*), ki bi od MDS in od krizne države prejel nepreklicna navodila, da kupi vsako ponujeno obveznico po fiksno določeni ceni, pri tem pa sredstva črpa iz stand-by kreditne linije, ki jo je MDS v ta namen vzpostavil s krizno državo¹¹⁰.

Ko/če pride do takšnega nakupa »defaultiranih« obveznic s strani MDS, se država obveže, da bo ta dolg do MDS »upokojila« v zameno za vnaprej določen program odplačevanja. Država dodatno obljubi, da bo polovico vseh novih posojil namenila zgodnjemu odplačilu svojega dolga, s čimer bo zagotovljeno hitro recikliranje sredstev MDS. Ko država odplačuje dolg do MDS, slednji proporcionalen del obveznic, ki jih drži kot zagotovilo odplačila, sproti stornira.

¹⁰⁹ Pogajanja med dolžnikom in upniki bodo kasneje tekom načrtanih treh mesecev dala končno restrukturirano vrednost.

¹¹⁰ Šlo bi za brezpogojno AAA podporno obvezo.

Posojilo MDS bi po Lerricku in Meltzerju imelo tradicionalni status prednostnega (angl. *preferred*) upnika, dan pa bi bil po precej visoki *penalty rate*. Vseeno bi bila krizna država v boljšem položaju servisirati dolg do MDS, saj bi restrukturiranje dolga znatno zmanjšalo obseg dolga in s tem povečalo njena razpoložljiva sredstva.

V predlaganem mehanizmu pogojevanje ne bi imelo smisla. Kot posojilodajalec bi bil MDS zaščiten, ker bi bila kreditna sposobnost krizne države obnovljena, dolg države pa bi se v procesu restrukturiranja dolga zreduciral na vzdržno raven. Ko enkrat »bail-outi« ne bi bili več opcija, bi trgi sami odklonili posojanje dodatnih sredstev državam, ki ne vodijo razumnih, zdravih politik (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 8).

Seveda obstaja pri vsem tem (kot vedno) kar nekaj odprtih vprašanj. Prvo in ključno vprašanje, je vprašanje določanja minimalne restrukturirane vrednosti (MRV). Od nje so namreč odvisne podpora raven (ta naj bi bila po Lerricku in Meltzerju vnaprej določena v vrednosti 80-85% MRV), kasneje dogovorjena končna restrukturirana vrednost ter sodelovanje MDS v »konstruktivnem defaultu« nasploh.

Da bi se MRV lahko določila, morajo najprej država dolžnica, njeni finančni svetovalci in MDS določiti vzdržno raven dolga te države ter privatni sektor prepričati o tem, da so predpostavke v ozadju projekcij pravilne¹¹¹, posojilodajalec pa ponovno kreditno sposoben. MRV sama je mera povzetka (angl. *summary measure*) sklopa predpostavk in makroekonomskega modela, ki daje projekcije prihodnjega gospodarskega delovanja države dolžnice¹¹². Pomembno je tudi, da je ta omenjeni makroekonomski model, z vsemi predpostavkami vred, upnikom predstavljen že na začetku procesa, takoj, ko država dolžnica objavi »default«, MRV in uradno podporno raven MDS (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 9).

Nadalje je seveda zelo pomembno, da MRV ni previsoka, saj bodo v tem primeru investitorji pričakovali ponoven »default« v prihodnosti ter iz bojazni pred nadaljnjo izgubo vrednosti restrukturiranih obveznic, le-te raje prodali MDS v zameno za denar. Prav zaradi tega, bi MDS v primeru previsoko določene MRV in nevzdržne predlagane ravni dolga svojo pomoč odklonil. Treba je namreč pojasniti, da MDS v pogajanjih med upniki in dolžniki ne bi sodeloval niti ne bi določal cen na trgu. Edini nalogi MDS v procesu restrukturiranja dolga bi bili potrditi ponujeno MRV, ki naj bi bila po opravljenih makroekonomskih analizah vzdržna ter postaviti uradno podporno raven.

Čeprav Lerrick in Meltzer v svojem predlogu tega ne omenjata, bi moralo biti reformiranemu MDS odvzeto tudi področje oblikovanja programov ekonomske stabilizacije. Osebe MDS za

¹¹¹ Če v primeru »bail-outa« tako dolžniki kot tudi MDS pogosto pretiravajo v napovedih iminentne prosperitete in reform (ker je to edini način, na katerega lahko opravičijo nadaljevanje visokih ravni dolga), bi v primeru urejenega restrukturiranja dolga te napovedi bile precej bolj konzervativne. Le tako bi se namreč lahko opravičil obsežni rez v dolgu države dolžnice, minimizirala možnost prodaje »defaultiranih« obveznic za denar MDS ter izognilo visokim stroškom, ki bi jih za gospodarstvo pomenil ponoven »default«.

¹¹² Spremenljivke v okviru predlaganega makroekonomskega modela bi se delile na tiste, ki jih država dolžnica lahko kontrolira (fiskalna in monetarna politika, delovno pravo, pokojninska reforma, regulativa finančnega sistema, ipd.) ter na tiste, nad katerimi nima nobene kontrole (svetovna gospodarska rast, mednarodne obrestne mere, politike konkurentov, ipd.).

področje reform pač ni usposobljeno, kar je več kot očitno iz izkušenj zadnjih desetih let. Kdo bi prevzel to nalogo (ali posebej za to ustanovljen »ad hoc« odbor neodvisnih strokovnjakov ali strokovnjaki države dolžnice sami ali kdo tretji) s stališča pričujoče naloge niti ni pomembno. Pomembno je, da se MDS odvzame funkcije, za katere ni bili niti ustanovljen niti jih ni sposoben opravljati strokovno in učinkovito, ter omogoči vrnitev Sklada k njegovim osnovnim kompetencam (fiskalni, monetarni politiki ter politiki deviznega tečaja). Lerrick-Meltzerjev predlog bi omogočil prav to.

Naslednja dilema Lerrick-Meltzerjevega predloga je višina sredstev, ki bi bila potrebna za uspešno delovanje mehanizma »konstruktivnega defaulta«. To bi bilo povsem odvisno od tega, ali je MRV določena pravilno ali ne. Natančneje, če se je država uspela izogniti pretirano optimističnim predpostavkam prihodnje rasti gospodarstva in izvoza in so restrukturirane vrednosti posledično kredibilne, bo povpraševanje po sredstvih MDS minimalno. Ker ima MDS pravico zavrniti optimistično izračunane MRV, bi bila verjetnost le-teh precej majhna. Tako bi bila arbitražna tista, ki bi ustvarjala povpraševanje privatnega sektorja med procesom restrukturiranja ob cenah, ki bi bile precej nad podporno ravno (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 11).

Resnično tveganje MDS bi bilo tako v glavnem omejeno na »kataklizmične« dogodke, do katerih bi utegnilo priti v obdobju restrukturiranja in ki bi drastično zmanjšali sposobnost države, da dolg odplača. Če bi ti dogodki tržno ceno, na primer, znižali pod podporno raven MDS, bi prišlo do masovnega navala na sredstva MDS. Lerrick in Meltzer na to odgovarjata takole: če bi do teh »kataklizmičnih« dogodkov res prišlo, bi morala sposobnost države, da servisira svoj dolg pasti za 15-20% pod začetno oceno vzdržne ravni njenega dolga (MRV), kjer je bila vzpostavljena podpora raven. Ker bi tako (v najslabšem primeru) vsi nakupi dolga s strani MDS bili opravljeni pri komaj 50-70% prave vrednosti ponujenih obveznic, bi bil obseg potencialno potrebnih sredstev MDS enak višini dveh ali treh sedanjih »bail-outov«¹¹³.

Teoretična maksimalna izpostavljenost uradnega sektorja bi torej bila enaka produktu cene podporne ravni in števila neodplačanih obveznic. Zaradi povečanja kvot in drugih, v tej nalogi predlaganih načinov povečanja razpoložljivih sredstev MDS, bi MDS tudi v tem primeru imel več kot dovolj sredstev za absorpcijo celotnih stroškov restrukturiranja dolga, pri čemer bi močna spodbuda bilo dejstvo, da bi bili rezultati kljub vsemu močno pozitivni¹¹⁴. Breme dolga države dolžnice bi se zreduciralo na vzdržno raven, MDS sam pa bi imel terjatve na ponovno kreditno sposobnega posojilojemalca, ki bi imel obveznost polovico vseh tokov novega izposojanja nameniti MDS v okviru zgodnjega odplačila dolga.

¹¹³ Obseg dejanskih sredstev pa bi bil precej, precej manjši.

¹¹⁴ Poleg tega bi MDS imel na voljo tudi dovolj sredstev, da državam, ki bi se okužile z »bacilom konstruktivnega defaulta«, zagotovi potrebno pomoč.

To se precej razlikuje od sedanje situacije, v kateri:

- privatni investitorji ne nosijo nobenih posledic svojih napak;
- država dolžnica tudi po »bail-outu« nadaljuje z akumulacijo nevzdržnih ravni dolga;
- je možnost krize samo odložena, ne pa tudi izločena;
- MDS drži vedno več terjatev na dvomljivega posojilojemalca; ter
- MDS državam pomoč odkloni ravno v trenutku, ko so je te najbolj potrebne.

Po novem bi bila intervencija torej dokončna, ne samo delna in začasna, poraba sredstev MDS pa večinoma precej manjša kot danes in tudi v najslabšem primeru učinkovito in uspešno porabljena.

Naslednji morebitni problem bi lahko predstavljala peščica problematičnih upnikov (ti. *holdout creditors*), ki ne bi hoteli sprejeti procesa restrukturiranja dolga, čeprav sami tega procesa ne morejo niti preprečiti niti svoje terjatve navezati na sredstva države dolžnice (ob določeni meri pazljivosti, seveda).

Po Lerricku in Meltzerju bi podpora raven MDS te nagibe najbolj problematičnih upnikov zmanjšala na minimum, če ne celo izničila. Kot že omenjeno, ta podpora raven prepreči drastičen padec cen na trgu (kar bi se definitivno zgodilo v primeru panike), poleg tega pa sedaj preferenčnega tretmana ni več (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 13). Če k temu dodamo še to, da bi morebitne tožbe v bistvu pomenile, da upniki tožijo tudi MDS sam (in s tem svoje lastne države, ki so članice MDS), ne bi smelo več iti za pomembnejši problem.

Kar se problema moralnega hazarda tiče, je vsaj na strani upnikov stvar več ali manj jasna. Implicitnih garancij MDS ne bi bilo več, s čimer bi se privatni investitorji zavedali, da bodo v primeru »defaulta« države sami morali nositi precejšen del posledic. Ker bi bila celotna procedura transparentna in znana vnaprej, bi investitorji temu primerno preudarnije vlagali v razvijajoče se države.

Na strani dolžnikov se pojavi vprašanje ali mehanizem restrukturiranja dolga spodbuja posojilojemalce v prehitri »default«? Lerrick in Meltzer (pravilno) menita, da nič bolj, kot domača stečajna pravila spodbujajo podjetja, da razglasijo stečaj. Do nepotrebnih »defaultov« preprosto ne more priti, saj MDS ne bi bil pripravljen zagotoviti podporne ravni v primerih, kjer so ravni zadolženosti popolnoma vzdržne (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 14).

Seveda je možno tudi, da država sama zavrne predlagani »konstruktivni default«, iz čiste neracionalne bojazni pred razglasitvijo, da ni več sposobna servisirati svoj dolg. Pri tem je treba opozoriti, da takšna država zelo verjetno ne bi imela drugih možnosti dobiti nova sredstva za servisiranje obstoječega dolga. Zaradi odsotnosti posrednih garancij MDS, bi privatni sektor po novem posojal veliko previdneje in bi državo, za katero je očitno, da ali ne more ali pa da kmalu ne bo več mogla servisirati svojega dolga, zavrnil. Prav tako bi jo zavrnil MDS, kar bi pomenilo, da se nima več kam obrniti. Če bi poleg tega MDS državi

»zagrozil«, da bo v primeru nepotrebnega odlašanja sama morala organizirati restrukturiranje svojega dolga, le-ta ne bi imela druge možnosti kot razglasiti »default«.

In končno, učinek na tržne obrestne mere. Lerrick-Meltzerjev predlog tu predvideva, da naj bi po prvotnem zvišanju le-teh¹¹⁵ države kmalu spoznale, da so reforme in zdrave politike na trgih kapitala nagrajene, s čimer bi obrestne mere za kreditno sposobne posojilojemalce zopet padle (Lerrick&Meltzer, 2001, str. 14-15).

5.4.5. POVEČANA TRANSPARENTNOST INFORMACIJ POSREDOVANIH MDS

Poleg povečane transparentnosti v delovanju MDS¹¹⁶, je potrebna tudi druge vrste transparentnost, in sicer v kontekstu izboljšanja obsega, hitrosti in natančnosti podatkov, ki ga MDS posredujejo njegove države članice. To je namreč edini način, da se bo izboljšalo odločanje na nacionalni ravni, nadzor in svetovanje s strani MDS, ocenjevanje bonitetnih agencij ter upravljanje s tveganjem privatnih investorjev.

V okviru reformiranega MDS bi natančne in ažurne informacije pomenile ogromno. Osebu MDS bi se s tem omogočilo natančno spremljanje stanja zadolženosti držav članic, pravilno določanje vzdržne ravni dolga, boljše obveščanje privatnih investorjev o finančnem stanju teh držav ter pravočasno sprožitev procesa restrukturiranja dolga. Kot ugotavljajo Corsetti et al., dobro obveščeni MDS pozitivno vpliva na »čredno obnašanje« privatnih investorjev; to je, zmanjša agresivnost privatnih špekulatorjev ter posledično verjetnost kriz (Corsetti et al., 2003, str. 6).

V luči tega, se ne bi smelo več tolerirati današnje obnašanje nekaterih držav, ki MDS posredujejo ali nenatančne ali pomanjkljive ali pa kar namerno zavedljive finančne podatke¹¹⁷. MDS mora državam članicam vnaprej dati jasno vedeti, da bo v primeru odkritja, da mu je država posredovala lažne ali pomanjkljive podatke, proti tej državi uvedla sankcije v obliki odklonitve pomoči državi pri restrukturiranju njenega dolga in/ali suspendiranja te države iz MDS za vnaprej določeno obdobje.

Seveda bo kar nekaj tistih, ki bodo ugovarjali takšni strogi kazni, a države članice se morajo naučiti odgovornosti. Morajo se zavedati, da so se v MDS včlanile zato, ker želijo, da jim MDS v primeru likvidnostnih težav pomaga s posojili, v primeru nesolventnosti pa s hitro in čim bolj urejeno razrešitvijo krize s čim manjšimi stroški. Poleg tega, je tako njihova želja kot tudi želja MDS, da mednarodni finančni sistem deluje s čim manj oscilacijami. To se lahko doseže samo, če države članice pri tem pomagajo z vodenjem ustreznih makroekonomskih

¹¹⁵ Zaradi odsotnosti subvencioniranja MDS in možnosti izgub, bi kmalu sledila prilagoditev navzdol v cenah vsega dolga razvijajočih se držav, ki bi odražal resnično (nesubvencionirano) tveganje.

¹¹⁶ V okviru tega je dober predlog Eichengreena, da naj bi se zapisniki sej MDS ter predlogi osebja MDS odboru izvršnih direktorjev javno objavljali na spletni strani MDS z nekaj tedni zamika (Eichengreen, 2004, str. 7).

¹¹⁷ Tako Rusija kot Ukrajina sta bili obtoženi, da sta namerno priredili številke v zvezi z njunimi rezervami, ki so bile posredovane MDS. Po drugi strani, je bilo kratkoročno zunanje izposojanje v Indoneziji in Koreji veliko večje, kot sta sami podali v poročilu, tajska vlada pa je grobo napihnila svoje zunanje rezerve in prave številke skrivala pred MDS in lastnim prebivalstvom.

politik in s posredovanjem točnih in ažurnih informacij Skladu. Če slednjega nimajo namena storiti, MDS ni v ničemer zavezan, da tem državam pomaga oziroma da jih še naprej tolerira kot članice.

6. SKLEP

Ob izteku 1930. let, ki so s seboj prinesla zlom zlatega deviznega standarda, Veliko Depresijo in izbruh 2. svetovne vojne, so se svetovne velesile znašle pred velikim problemom. Svetovno gospodarstvo je bilo v razsulu, razdrobljeno na medsebojno sovražne trgovinske bloke in potrebno temeljite obnove.

Potreba po vzpostavitvi novega mednarodnega denarnega sistema je pripeljala do konference v Bretton Woodsu leta 1944, na kateri so se zbrali predstavniki 44 najrazvitejših zavezniških držav. Po goreči konfrontaciji med ZDA (White) in Veliko Britanijo (Keynes), so končno prišli do sporazuma, ki sicer niti najmanj ni zadovoljil vseh, je pa svetovnemu gospodarstvu dal nov mednarodni denarni sistem ter dve inštituciji, ki imata še danes močan, pogosto kontroverzen vpliv na svetovni finančni red: Svetovno Banko in Mednarodni denarni sklad (MDS).

Ustanovljen s primarno funkcijo pomoči razvitim državam pri uravnavanju njihovih neravnotežij v tekočem računu plačilne bilance, MDS v 50. in 60. letih ni bil pretiran uspeh. Kmalu se je namreč izkazalo, da svojim nalogam v okviru bretton-woodskega sistema niti približno ni »dorasel« in to večinoma sploh ne po svoji krivdi. Problema sta bila predvsem dva, in sicer ponovno napačno fiksirane paritete (rezultat tega so bili ogromni primanjkljaji v plačilnih bilancah držav) ter splošno pomanjkanje likvidnosti znotraj bretton-woodskega sistema.

Zaradi premajhnega obsega sredstev, ki jih je imel na voljo, je bil MDS v okviru bretton-woodskega sistema tako več ali manj statist. Finančno pomoč evropskim državam pri obnovi njihovih gospodarstev je zagotovil Marshallov plan v 50. letih, vse skupaj pa so kmalu zasenčile vedno večje fundamentalne slabosti bretton-woodskega sistema samega. Slednje so se pričele v drugi polovici 60. let nezadržno stopnjevati in končno povzročile propad sistema leta 1973.

Če bi bil MDS navadna inštitucija, bi s propadom bretton-woodskega sistema preprosto prenehal z delovanjem. Glavnega razloga za njegov obstoj ni bilo več, prav tako pa ni bilo več pogojev, pod katerimi so si njegovi ustanovitelji zamislili njegovo delovanje. Da do tega ni prišlo, je bilo krivo dejstvo, da je MDS bil in je politična organizacija. Kot druge podobne politične organizacije, se je preprosto usmeril v iskanje novega »sovražnika« in misij, ki bi dale smisel njegovemu obstoju.

Če so bila 70. leta za MDS obdobje krize identitete, se je z vključitvijo v razreševanje dolžniške krize 80. let, leta 1982 zanj pričela odisejada, ki mu je v naslednjih dveh desetletjih

prinesla dosti več kritik kot pohval. Vodila ga je namreč od reševanja problemov na kapitalskem delu plačilnih bilanc dolžniških držav, preko vmešavanja v oblikovanje makroekonomskih politik tranzicijskih držav v zgodnjih 90. letih do posojilodajalca v skrajni sili državam, ki jih je v drugi polovici 90. let prizadel val finančnih kriz. S tem so bile dokončno prekinjene vse vezi z originalnim MDS kot so si ga zamislili udeleženci konference v Bretton Woodsu.

Debata o MDS kot MPSS se je pričela s prvo finančno krizo 90. let v Mehiki in se z nadaljnjimi izbruhi kriz v Aziji, Rusiji, Braziliji in Argentini samo še stopnjevala. Danes je ta debata na vrhuncu, mnenja pa deljena bolj kot kdajkoli prej. Na eni strani imamo analitike/strokovnjake, ki hočejo MDS spremeniti v keynesiansko svetovno centralno banko, močno povečati tako obseg sredstev, ki so na voljo MDS kot tudi število njegovih intervencij. Tem nasprotuje druga struja analitikov/strokovnjakov, ki zagovarjajo drastično omejitev delovanja in intervencij MDS v mednarodnem finančnem sistemu in odpravo njegove funkcije MPSS.

Pričujoče magistrsko delo daje dva precej trdna zaključka:

1. MDS ni primeren za opravljanje funkcije MPSS. To mu onemogočajo pomanjkanje konkretne definicije MPSS, še kako stvaren problem moralnega hazarda, fundamentalne slabosti v lastni organizaciji (vključno s statutarnimi omejitvami), izredna kompleksnost vprašanja PSI ter neobstoj učinkovitega stečajnega mehanizma/sodišča na mednarodni ravni. Dokler vsa oziroma večina teh področij ne bo urejenih, MDS ne bo in ne more biti učinkovit MPSS.
2. MPSS ali ne, v prihodnosti bo potrebna resna reforma MDS, tako na področju njegove organizacije, določanja kvot in volilnih pravic kot tudi na področju njegove posojilodajalne politike.

Na podlagi tega, se osebno zavzemam za naslednje predloge reform, ki bi MDS naredili za bolj učinkovito in transparentno inštitucijo ter jo transformirali v nekakšen kvazi-MPSS:

- Poenotenje formule izračunavanja kvot, ki bi temeljila na BDP držav članic (izračunanem po metodi paritete kupne moči), vplačila teh kvot pa bi večinoma potekala v »trdih« valutah;
- Uvedba volilnega sistema dvojne večine, ki bi upoštevala tako načelo enakosti suverenih držav kot tudi hierarhijo moči znotraj MDS, ter s tem dala več besede državam v razvoju kot glavnim porabnicam sredstev MDS;
- Dodatno povečanje razpoložljivih sredstev MDS preko zadolževanja na privatnih trgih, pobiranja ti. »suficitnega« davka od držav s PB presežki ter ukinitve nekaterih finančnih aranžmajev, še posebej PRGF programov;

- Omejitev števila finančnih intervencij MDS (posojanje samo na podlagi popolnega zavarovanja posojil); ter
- Implementacija mehanizma »konstruktivnega defaulta«, ki naj bi preprečil drago odlaganje »defaulta« in zagotovil urejen proces restrukturiranja dolga.

Ključna problema pri tem ostajata pomanjkanje trdne definicije MPSS ter prevlada ZDA znotraj MDS. Še posebej slednja spremeni oblikovanje kakršnegakoli resnejšega predloga reforme MDS v precej jalovo (in skorajda nesmiselno) vajo. Dokler bodo namreč ZDA najmočnejša sila na svetu, do resne reforme MDS ne bo moglo priti. Po drugi strani bo, ko bodo ZDA enkrat izgubile svetovni primat, MDS zelo verjetno ali prenehal obstajati ali pa bo preoblikovan v popolnoma novo entiteto z novim imenom in novimi (omejenimi) področji delovanja. Kar konec koncev niti ne bi bilo tako slabo.

SLOVARČEK KRATIC IN SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

BDP	bruto domači proizvod
CAC	klavzule kolektivnega delovanja (angl. Collective Action Clauses)
EBRD	Evropska banka za obnovo in razvoj (angl. European Bank for Reconstruction and Development)
EFF	Extended Fund Facility
GAB	General Agreement to Borrow
GKO	kratkoročni dolžniški vrednostni papirji v Rusiji
IBRD	Mednarodna banka za obnovo in razvoj (angl. International Bank for Reconstruction and Development)
ICU	Mednarodna klirinška unija (angl. International Clearing Union)
IDA	Mednarodno razvojno združenje (angl. International Development Association)
MDS	Mednarodni denarni sklad (angl. International Monetary Fund – IMF)
MPSS	mednarodni posojilodajalec v skrajni sili
MRV	minimalna restrukturirana vrednost
OFZ	dolgoročni dolžniški vrednostni papirji v Rusiji
PSI	vključevanje privatnega sektorja v razreševanje kriz (angl. Private Sector Involvement)
PSS	posojilodajalec v skrajni sili (na nacionalni ravni)
SDR	posebne pravice črpanja (angl. Special Drawing Rights)
SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
SRF	Supplemental Reserve Facility
USD	ameriški dolar
VB	Velika Britanija
ZDA	Združene države Amerike

Bail-out – uradna finančna pomoč MDS (ter drugih mednarodnih finančnih institucij in držav) državam članicam v finančnih težavah oziroma finančni krizi

Bail-in – razreševanje finančnih težav oziroma finančne krize države preko vključevanja domačega privatnega sektorja; slednji tako nosi vsaj del stroškov finančne krize

Default – neizpolnitev oziroma kršitev pogodbenih/plačilnih obveznosti države; položaj, v katerem država dolžnica sama sproži postopek za ugotavljanje svoje nesposobnosti poravnati finančne obveznosti do svojih upnikov

Trade-off – Zamenjava ene prednosti za drugo, ki je smatrana za bolj zaželeno (kot prva)

LITERATURA

1. Adams Timothy D.: The IMF: Back To The Basics. Institute for International Economics Conference of Reform of the IMF, Washington DC, September 23, 2005.
(URL: <http://www.state.gov/e/eb/rls/rm/2005/54048.htm>)
2. A victory by default? The Economist, March 3rd 2005.
3. Bayne Nicholas: The G7 Summit and the Reform of Global Institutions – International Financial Issues. Government and Opposition, 1995.
(URL: <http://www.g8.utoronto.ca/scholar/bayne1995/bayn2d.htm>), 8.8.2005.
4. Beams Nick: IMF protected US banks in Russian bailout.
(URL: <http://www.wsws.org/news/1998/july1998/rus-j21.shtml>), 21.7.1998.
5. Bello Walden: Back to the Third World? The Asian Financial Crisis Enters Its Second Year. Focus on the Global South, July 22, 1998.
(<http://www.focusweb.org/publications/1998/Back%20to%20the%20Third%20World.htm>)
6. Bello Walden: IMF's Role in the Asian Financial Crisis. International Forum on Globalization.
(URL: http://www.ifg.org/analysis/IMF/IMF_asia.htm), 10.6.2005.
7. Blagov Sergei: Finance: Russia and Brazil, two defenceless giants.
(URL: <http://www.sunsonline.org/trade/process/followup/1999/01200699.htm>), 20.1.1999.
8. Blustein Paul: IMF Says Its Policies Crippled Argentina. Washington Post, July 30, 2004.
9. Boorman Jack: Some Challenges Confronting the IMF. Speech at the Institute of International Finance Seminar: Understanding Country Risk, London, November 17, 2004.
(URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2004/111704.htm>)
10. Buckley Ross: The Sovereign Debt Restructuring Mechanism Initiative of the IMF – An Assessment. Tim Fischer Centre for Global Trade and Finance, Bond University. 9 str.
11. Calomiris Charles W.: How to Invent a New IMF.
(URL: <http://www.imfsite.org/reform/calomiris2.html>), May 1999.
12. Calomiris Charles W.: The IMF Needs More Than A New Boss. Wall Street Journal, March 2, 2000.
13. Cohen Ariel et al.: The Meaning of the Russian IMF Bailout. Heritage Lecture #626, October 27, 1998.
(URL: <http://www.heritage.org/Research/RussiaandEurasia/hl626.cfm>)
14. Corsetti Giancarlo et al.: International Lending of Last resort and Moral Hazard: A Model of IMF's Catalytic Finance. NBER Working Paper 10125, 2003. 51 str.
15. Croci Osvaldo: The IMF in the New World Order. Prepared for the Round Table The Asian Crisis and the IMF: What does it all mean? Laurentian University, Department of Economics, February 26, 1998.
(URL: <http://www.uclm.ca/~ocroci/imf.htm>)
16. Damill Mario et al.: The Argentinean debt: history, default and restructuring. Initiative for Policy Dialogue (IPD), Columbia University, New York, 2005. 55 str.

17. des Roches Jerome de Boyer and Rosales Ricardo Solis: Lender of Last resort: the Classical Approaches from Baring to Hawtrey. Cahiers d'Economie Politique, n°45, Paris, 2003. 25 str.
18. Dreher Axel: Does the IMF cause moral hazard? University of Konstanz and Thurgau Institute of Economics, 2004. 27 str.
19. Eichengreen Barry: The IMF at 60. September 2004. 7 str.
20. Engdahl F.William: The IMF and the Dollar-System.
(URL: <http://portland.indymedia.org/en/2003/11/275633.shtml>), 17.11.2003.
21. Evans Leslie: The Crisis in Argentina.
(URL: <http://www.international.ucla.edu/article.asp?parentid=3566>), 4.4.2003.
22. Fecht Falko and Tyrell Marcel: Optimal Lender of Last Resort Policy in Different Financial Systems. B.k., 2004. 31 str.
23. Feldstein Martin: Argentina Doesn't Need the IMF. The Wall Street Journal, May 28, 2002.
24. Fischer Stanley: On the Need for an International Lender of Last Resort. American Economic Association and the American Finance Association, New York, January 3, 1999.
(URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>)
25. Frankel Jeffrey A.: International Lender of Last Resort - Rethinking the International Monetary System. Conference at Wequasset Inn, Chatham MA, Federal Reserve Bank of Boston, June 7-9, 1999. 7 str.
26. Fratianni Michele and Pattison John: International Lender of Last Resort: A concept in search of a meaning. B.k., 2001. 21 str.
27. Freixas Xavier et al.: The Lender of Last Resort: A 21st Century Approach. B.k., 2004. 27 str.
28. Freixas Xavier et al.: Lender of last resort: a review of the literature. Financial Stability Review, November 1999, str. 151-164.
29. Gangale Thomas: Raising Keynes: Stiglitz's Discontent with the IMF. OPS-Alaska and San Francisco State University, International Relations 728, 2003.
30. Giannini Curzio: The IMF and the Lender-of-Last-Resort Function – An External View. International Monetary Fund, Finance & Development, Volume 36, No. 3, September 1999.
31. Gil-Diaz Francisco: The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis. The Cato Journal, vol. 17, No. 3, Winter 1998.
32. Ghosal Sayatan and Miller Marcus: Handling International Debt Crises: Anne Krueger's initiative – and after. The Guardian, May 12, 2003.
33. Goldfajn Ilan: The Brazilian Crisis, the Role of the IMF and Democratic Governability. B.k., 2003. 25 str.
34. Grabbe J. Orlin: The Rise and Fall of Bretton Woods. 3rd edition, International Financial Markets, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, a Simon & Schuster Company, 1996.
35. Gupta Rohit: Argentina – What Went Wrong? National Accountant, Finance, February/March 2003, str. 40-41.

36. Haldane Andrew and Taylor Ashley: Moral hazard: how does IMF lending affect debtor and creditor incentives? Financial Stability Review, June 2003, str. 122-132.
37. Hanke Steve H.: The IMF Has Lost Its Way.
(URL: <http://www.forbes.com/columnists/2000/10/26/0501hanke.html>), 5.1.2000.
38. Hankel Wilhelm: Euro – the end of the social state. Speech, June 5, 1998.
39. History and Development of Bank Instruments.
(URL: http://www.eagletraders.com/advice/history_bank_instruments.htm), 5.4.2005.
40. Hovaguimian Catherine: The catalytic effect of IMF lending: a critical review. Financial Stability Review, December 2003, str. 160-168.
41. Jeanne Olivier and Wyplosz Charles: The International Lender of Last Resort: How Large Is Large Enough? NBER Conference on Management of Currency Crises, Monterey CA, March 2001. 28 str.
42. Kawai Masahiro et al.: Financial Crises: Nine Lessons From East Asia. B.k., 2003. 24 str.
43. Keleher Robert: An International Lender of Last Resort, The IMF, and the Federal Reserve. Joint Economic Committee Study, February 1999.
(URL: <http://www.house.gov/jec/imf/lolr.htm>)
44. Kenen Peter B.: Appraising the IMF's Performance – A review of the first three studies by the new Independent Evaluation Office. Finance & Development, March 2004, str. 41-45.
45. Khor Martin: Brazil crisis underlines the need for new solutions. Third World Resurgence No. 102, February 1999.
46. Khor Martin: A Critique of the IMF's Role & Policy Conditionality. Global Economy Series No. 4, June 2001.
47. King Mervyn: The international monetary system. Speech at the “Advancing Enterprise 2005” conference, London, February 4, 2005.
(URL: <http://www.bis.org/review/r050217b.pdf>)
48. Krueger Anne: International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring. International Monetary Fund, Washington DC, November 26, 2001.
(URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>)
49. Lachman Desmond: How Should IMF Resources Be Expanded? American Enterprise Institute, B.l.. 11 str.
50. Laidler David: Two Views of the Lender of Last resort: Thornton and Bagehot. University of Western Ontario, 2002. 27 str.
51. Lane Timothy: The Asian Financial Crisis: What Have We Learned? International Monetary Fund, Finance & Development, Volume 36, No. 3, September 1999.
52. Lerrick Adam and Meltzer Allan H.: Blueprint for an International Lender of Last Resort. Carnegie Mellon University, 2001. 17 str.
53. Lerrick Adam and Meltzer Allan H.: Beyond IMF Bailouts: Default without Disruption.
(URL: <http://www.bradynet.com/bbs/turkey/100014-0.html>), 1.5.2001a.
54. Lessons from the Crisis in Argentina. International Monetary Fund, Policy Development and Review Department, 2003. 87 str.
55. Lipton David: Lipton on IMF and Russian Financial Crisis.
(URL: <http://canberra.usembassy.gov/hyper/WF980910/epf407.htm>), 10.9.1998.

56. Lustig Nora Claudia: Mexico in Crisis, the U.S. to the Rescue. The Brookings Institution, Discussion Papers in International Economics, January 1997.
57. Mann Catherine L.: An International Lender of Last Resort and the International Financial Markets. Testimony before the Standing Committee on Foreign Affairs, United States Senate, Washington, DC, April 27, 1998.
(URL: <http://www.iie.com/publications/papers/mann0498.htm>)
58. Mann Catherine L.: Market Mechanisms to Reduce the Need for IMF Bailouts. Institute for International Economics, Policy Brief 99-4, February 1999.
(URL: <http://www.iie.com/publications/pb/pb99-4.htm>)
59. Matthews Layth: What Caused the Great Depression of the 1930s?
(URL: <http://www.shambhala.org/business/goldocean/causdep.html>), 7.4.2005.
60. McAuley Alastair: Lecture – The International Economy in the 1920s and 1930s. University of Essex, Department of Economics, Spring Term 2004-2005.
61. McAuley Alastair: Lecture – The Bretton Woods system, 1944-1971. University of Essex, Department of Economics, Spring Term 2004-2005.
62. McConnachie Alistair: How Keynes' Bancor Would Work. Prosperity, 2003, str. 37-39.
(URL: <http://www.prosperityuk.com/prosperity/articles/bancor.html>)
63. Meltzer Allan H.: What's Wrong with the IMF? What would be Better? The Independent Review, Fall 1999.
64. Mikesell Raymond F.: The Bretton Woods Vision: From the Past to the Present – Special Commentary.
(URL: <http://www.brettonwoods.org/Mikesellsummer01.htm>), 11.6.2005.
65. Mrak Mojmir: Mednarodne Finance. Gospodarski Vestnik, Ljubljana, 2002. 682 str.
66. Mutume Gumisai: Criticism of IMF gets louder.
(URL: <http://www.twinside.org.sg/title/louder.htm>), 18.3.2001.
67. Noy Ilan: Do IMF Bailouts Result in Moral Hazard? – An Events-Study Approach. Working Paper No. 04-2', Department of Economics, University of Hawaii at Manoa, 2003. 47 str.
68. Ohno Kenichi: Lecture – History of International Monetary Systems, Part 2.
(URL: http://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture_F/lec02.htm), 22.7.2005.
69. Osman Khalil: IMF comes to the rescue of Russia's economy.
(URL: <http://www.muslimedia.com/archives/world98/rus-IMF.htm>), 31.8.1998.
70. Powell Andrew and Arozamena Leandro: Liquidity Protection versus Moral Hazard: the Role of the IMF. Business School, Universidad Torcuato Di Tella, B.I.. 35 str.
71. Raghavan Chakravarthi: Leopard doesn't change its spots. Third World Economics, No. 204, 1-15 March 1999.
72. Rapkin David and Strand Jonathan R.: Reforming the IMF's Weighted Voting System. B.k., 2004. 52 str.
73. Rochet Jean-Charles and Vives Xavier: Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All? B.k., 2003. 42 str.
74. Rothbard Murray N.: What Has Government Done to Our Money? – The Monetary Breakdown of the West. Ludwig von Mises Institute, B.I..
(URL: <http://www.mises.org/money/4s6.asp>), 20.4.2005.

75. Roubini Nouriel: 60 Years of the Bretton Woods Institutions: Strategic Review and Reform Agenda. Stern School of Business, New York University, 2005. 13 str.
76. Roubini Nouriel: Private Sector Involvement in Crisis Resolution and Mechanisms for Dealing with Sovereign Debt Problems. Stern School of Business, New York University, 2002. 41 str.
77. Rush Cynthia R.: Argentina: Default by Any Name ... Will Be the Biggest Ever. Executive Intelligence Review, Volume 28, Number 43, November 9, 2001.
78. Sachs Jeffrey D.: Do We Need an International Lender of Last Resort. B.k., 1995. 26 str.
79. Sachs Jeffrey D.: The International Lender of Last Resort: What Are the Alternatives? Remarks delivered at a conference, B.k., B.l.. 8 str.
80. Sandbeck Dix: Bretton Woods and the Forgotten Concept of International Seigniorage. Economic Reform, September 2003.
81. Schaefer Brett D. and Sweeney John P.: The IMF Strikes Out on Brazil. Executive Memorandum #569, The Heritage Foundation, February 4, 1999.
(URL: <http://www.heritage.org/Research/InternationalOrganizations/EM569.cfm>)
82. Schwartz Anna J.: Time to Terminate the IMF. Cato Commentaries, Cato Institute, Washington, D.C., October 6, 1998.
83. Springer Gary L. and Molina Jorge L.: Mexican financial crisis: Genesis, impact, and implications. The Journal of Interamerican Studies and World Affairs, Summer 1995.
(URL: http://www.findarticles.com/p/articles/mi_qa3688/is_199507/ai_n8717800)
84. Stiglitz Joseph: Dealing With Debt – How to Reform the Global Financial Financial System. Harvard International Review, Spring 2003, str. 54-59.
85. Taylor Karen et al.: IMF Quotas, Representation and Governance. Treasury Working Paper 2004-3, 2004. 34 str.
86. Tobar Hector: Largest Debt Restructuring in History!
(URL: <http://www.fiscalstudy.com/2005-global-news-flash/0225-largest-debt-restructuring-in-history.php>), 25.2.2005.
87. Vaknin Sam: The Washington Consensus and The International Monetary Fund.
(URL: <http://globalpolitician.com/articledes.asp?ID=623&cid=10&sid=46>), 18.4.2005.
88. Vreeland James Raymond: The IMF: Lender of Last Resort or Scapegoat? Yale University, Department of Political Science, 1999. 47 str.
89. Weisbrot Mark and Cibils Alan B.: Argentina's Crisis: The Costs and Consequences of Default to the International Financial Institutions.
(URL: http://www.cepr.net/publications/argentina_crisis.htm), 19.11.2002.
90. Willet Thomas D.: Restructuring IMF Facilities to Separate Lender of Last Resort and Conditionality Programs: The Meltzer Commission Recommendations as Complements rather than Substitutes. Claremont Colleges working papers in economics, 2001. 29 str.
91. Willet Thomas D.: Understanding the IMF Debate. The Independent Review, n. 4, Spring 2001, str. 593-610.
92. Wroughton Lesley: Emerging nations push for more say in global lenders. Reuters, April 15, 2005.

VIRI

1. Answers.com (URL: www.answers.com)
2. Colin Peter H.: Poslovni Slovar: angleško-slovenski, slovensko-angleški. Ljubljana, DZS, 1996. 371 str.
3. International Monetary Fund (URL: www.imf.org)
4. The World Factbook 2005.
(URL: <http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/>), 7.6.2005.

