

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

JAN KOBLER

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
FINANČNA KRIZA V ARGENTINI

Ljubljana, maj 2003

JAN KOBLER

IZJAVA

Študent Jan Kobler izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Mojmira Mraka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	POJAV FINANČNIH KRIZ V 90. LETIH	2
2.1	Opredelitev valutne in bančne krize	2
2.1.1	Valutna kriza	2
2.1.2	Bančna kriza	2
2.2	Tri generacije modelov za razlago finančnih kriz	3
2.2.1	Prva generacija modelov	3
2.2.2	Druga generacija modelov	4
2.2.3	Tretja generacija modelov	4
3	ARGENTINSKO GOSPODARSTVO V 90. LETIH	5
3.1	Plan Konvertibilnost	6
3.2	Reforma bančnega sistema	7
3.2.1	Izboljšanje preglednosti in nadzora nad sistemom	8
3.2.2	Učinkovit sistem reševanja in zapiranja bank	8
3.2.3	Instrumenti za reševanje likvidnostne krize	9
3.2.4	Izboljšave v okviru pravic kreditorjev in podjetniške nesolventnosti	9
4	VZROKI ZA NASTANEK KRIZE	9
4.1	Fiskalna politika	10
4.1.1	Fiskalna politika v Argentini do leta 1993	11
4.1.2	Fiskalna politika v obdobju 1993 – 98	13
4.2	Slabosti finančnega sistema	16
4.2.1	Nezmožnost poplačevanja kreditov s strani storitvenega sektorja	16
4.2.2	Izpostavljenost bančnega sistema javnemu dolgu	17
4.2.3	Pomanjkanje likvidnostnih varoval	18
4.3	Režim deviznega tečaja	18
4.3.1	Dolarizacija argentinskega gospodarstva	19
4.3.2	Precenjenost pesa	20
5	POTEK IN REŠEVANJE KRIZE	22
5.1	Vladni poskusi reševanja krize	22
5.1.1	Oživitev gospodarske rasti	22
5.1.2	Reševanje problema precenjenosti valute	23
5.1.3	Vladna strategija servisiranja dolga	23
5.2	Zlom decembra 2001	24
5.3	Argentina v letu 2002	24
5.4	Zahteve za ponovno stabilizacijo in oživitev argentinskega gospodarstva	26
5.4.1	Realna ocena stanja	26
5.4.2	Vladni proračun	26
5.4.3	Monetarna politika	27
5.4.4	Fleksibilni devizni tečaj	27
5.4.5	Ureditev razmer v bančnem sistemu	28
5.4.6	Korekten odnos do servisiranja zunanjega dolga	29
6	ARGENTINA IN IMF	29
6.1	Pregled programov Sklada v Argentini	29

6.2	Vloga in napake Mednarodnega denarnega sklada v Argentini	30
6.2.1	Podpora režimu fiksnega deviznega tečaja	31
6.2.2	Podpora ekonomski politiki	31
6.2.3	Vloga velikih finančnih paketov	32
6.3	Specifike finančne krize v Argentini	33
7	SKLEP	34
8	LITERATURA	36
9	VIRI	38

1 UVOD

Zaradi povečane mednarodne mobilnosti kapitala so bile finančne krize v manj razvitih delih sveta v devetdesetih letih mnogo pogostejše kot v preteklosti. Skupna značilnost finančnih kriz devetdesetih let je, da so bile to predvsem krize finančno – kapitalskih delov plačilnih bilanc ter, da je do njihovega izbruha prišlo predvsem zaradi izgube zaupanja tujih kreditorjev/investitorjev v državo, saj je to običajno povzročilo nenadne odtoke kapitala iz države ter prekinitvev dostopa države in njenih subjektov do svežih finančnih sredstev (Mrak, 2002, str. 605).

Za razliko od zadnjih petdesetih let je argentinsko gospodarstvo v zadnjih desetih letih doživljalo neverjeten razcvet. Carlos Menem je s svojo politiko končal desetletja trajajoče obdobje monetarne nestabilnosti, gospodarskega kaosa in hiperinflacije ter Argentino v začetku devetdesetih let popeljal v štiri leta intenzivne gospodarske rasti. Glavna sestavina ekonomske politike predsednika Menema in njegovega ministra za gospodarstvo Dominga Cavalla je bila vezava argentinskega pesa na ameriški dolar v razmerju ena proti ena.

V začetku devetdesetih let so mnogi dvomili v obstoj takšnega sistema, še posebej po izbruhu finančne krize v Mehiki decembra 1994, a sistem je preživel. Po recesiji leta 1995 je argentinsko gospodarstvo vse do brazilske krize leta 1998 nadaljevalo z rastjo. Leta 1997, ko so gospodarsko uspešne azijske države zašle v finančno krizo, je Argentina s svojo ekonomsko politiko v mednarodnih finančnih krogih (še posebej v IMF – u) veljala za model uspešnega gospodarskega razvoja novo-vzpenjajočih se gospodarstev (angl. *emerging-market economies*).

Le tri leta kasneje se je argentinsko eksperimentiranje končalo s tragedijo, katere razsežnosti še niso popolnoma jasne. Gospodarstvo je bilo zadnja leta v recesiji, bančni sistem pa je že od začetka decembra 2001 ohromljen. Vezava pesa na dolar je odpravljena in tečaj pesa je močno depreciiral. V državi je v zadnjem letu vladal gospodarski in finančni kaos, če pa oblastem v kratkem ne bo uspelo vzpostaviti kredibilne monetarne in fiskalne discipline, obstaja tudi resna nevarnost ponovnega pojava hiperinflacije (Mussa, 2002a, str. 2).

Uvodni del diplomske naloge je namenjen opredelitvi teoretičnih izhodišč, potrebnih za razumevanje finančnih kriz 90. let. Opisana sta pojma valutne in bančne krize ter tri generacije modelov finančnih kriz. V naslednjem poglavju sem poskusil predstaviti položaj argentinskega gospodarstva v devetdesetih letih, pri čemer sem pozornost namenil reformam, ki jih je izpeljala vlada in tako končala desetletja trajajoče obdobje finančne, gospodarske in politične nestabilnosti. V tretjem poglavju so navedeni po mojem mnenju

glavni razlogi za izbruh argentinske finančne krize – neodgovorna fiskalna politika argentinskih oblasti, slabosti finančnega sistema in neustrezen režim deviznega tečaja. Naslednje poglavje je namenjeno obdobju neposredno pred decembrom 2001, ko je kriza v Argentini dosegla vrhunec, ukrepom nove administracije v letu 2002, predstavljeni pa so tudi pogoji, ki bi po mnenju ekonomista Michaela Musse morali biti izpolnjeni za ponovno stabilizacijo gospodarstva in ureditev razmer v državi. Zadnje poglavje je namenjeno Mednarodnemu denarnemu skladu in njegovi vlogi ter napakam pri reševanju argentinske finančne krize.

2 POJAV FINANČNIH KRIZ V 90. LETIH

2.1 Opredelitev valutne in bančne krize

2.1.1 Valutna kriza

Valutno krizo bi bilo najbolj preprosto opredeliti kot precejšnjo devalvacijo ali depreciacijo valute. Frankel in Rose sta valutno krizo opredelila kot vsak »zlom valute«, v katerem je valuta v enem letu nominalno depreciirala za najmanj 25 odstotkov, ob dodatnem pogoju, da gre za povečanje v stopnji depreciacije za vsaj 10 odstotnih točk v primerjavi s prejšnjim letom. Ta pogoj je bil v definicijo vključen zaradi tega, da ne bi kot valutne krize obravnavali primerov tistih držav, v katerih so visoke stopnje depreciacije posledice visoke inflacije.

Slabost zgoraj omenjene »ožje« definicije valutne krize je v tem, da upošteva samo špekulativne napade na valuto, ki so se končali z veliko spremembo deviznega tečaja, ne upošteva pa primerov, v katerih so monetarne oblasti s svojo intervencijo uspele ubraniti tečaj domače valute. Po »širši« definiciji, ki upošteva tudi te primere, je devizna kriza vsaka kriza, ki zaradi špekulativnega napada na valuto povzroči njeno znatno devalvacijo/depreciacijo ali pa državo prisili, da brani stabilnost deviznega tečaja s financiranjem iz deviznih rezerv in/ali s povišanjem obrestne mere (Mrak, 2002, str. 606).

2.1.2 Bančna kriza

Bančna kriza je definirana kot kriza, ko dejanski ali potencialni navali na banke in/ali njihova nesposobnost rednega obnavljanja finančnih virov povzročijo bodisi nezmožnost bank za poravnavanje svojih obveznosti bodisi intervencijo države v obliki finančne pomoči bankam, s katero naj bi se preprečila nelikvidnost bank in morda tudi njihova nesolventnost.

Empirično merjenje bančne krize je precej bolj zapleteno kot merjenje valutne krize. Razloga za to sta tako v sami vsebini problema kakor tudi v pomanjkanju primernih podatkov. Čeprav so podatki o bančnih depozitih običajno na razpolago za večino držav in bi jih lahko uporabili kot empirično osnovo za identifikacijo bančne krize, večina bančnih kriz v zadnjih letih ni bila posledica problemov na pasivni strani bančnih bilanc. To v celoti velja za bančne krize v industrijsko razvitih državah, kjer v kriznih situacijah niso bili zabeleženi resni navali deponentov na banke, delno pa tudi za finančne krize v manj razvitih državah. V mnogih od teh držav so bančne krize sicer zaznamovali določeni pritiski deponentov na banke – podoben učinek ima nesposobnost bank za redno obnavljanje svojih finančnih virov – vendar pa je do teh pritiskov običajno prišlo potem, ko so v javnost prišli podatki o težavah bank na njihovi aktivni strani ali pa posledično zaradi pričakovane spremembe deviznega tečaja domače valute. To kaže, da je bil pritisk deponentov na banke bolj posledica problemov v bančnem sektorju kot pa njihov vzrok (Mrak, 2002, str. 607).

2.2 Tri generacije modelov za razlago finančnih kriz

Bistvena novost v finančnih krizah v zadnjih desetletjih je pogostost njihovega pojavljanja ter ostrina, s katero se izražajo. Posledica obojega je močno povečan interes ekonomistov širom sveta za sistematično preučevanje vzrokov za razvoj in izbruh kriz oziroma za oblikovanje teoretičnih modelov, s katerimi bi bilo na sistematičen način mogoče razložiti dogajanja v praksi.

Osnovni razlog za večino finančnih kriz v obdobju pred začetkom devetdesetih let so bila nakopičena ekonomska neravnotežja v državi, vključno s precenjenim deviznim tečajem domače valute ter različne slabosti v finančnem sektorju. V devetdesetih letih pa so v finančne krize zašle tudi nekatere manj razvite države, katerih makroekonomsko zdravje je bilo več kot solidno, zaradi česar je bil sprožen nov val raziskav, katerih skupni imenovalec je bilo ponovno preverjanje razlogov za nastanek in izbruh krize.

Razlage finančnih kriz so se torej sčasoma vse bolj oddaljevale od mnenj, ki so krize pripisovala poslabšanju ekonomskih temeljev države oziroma njeni nekonsistentni ekonomski politiki in se približevale onim, ki za krize bolj krivijo spremembe v odnosu mednarodnih finančnih trgov do države. V nadaljevanju bom na kratko predstavil prvo, drugo in tretjo generacijo modelov finančnih kriz (Mrak, 2002, str. 608).

2.2.1 Prva generacija modelov

V tej generaciji modelov valutnih kriz je krivda za špekulativne napade na valuto pripisana nekonsistentnosti ukrepov ekonomske politike v državi, pri čemer gre zlasti za

nekonsistentnost med fiskalno politiko in režimom fiksnega deviznega tečaja domače valute. Veliki proračunski deficiti, ki jih je mogoče financirati z ekspanzivno monetarno politiko, spremljani z zmanjševanjem deviznih rezerv, vodijo v špekulativni napad na domačo valuto in nazadnje v valutno krizo (Mrak, 2002, str. 608).

2.2.2 Druga generacija modelov

Druga generacija modelov finančnih kriz zagovarja stališče, da izbruh valutne krize ni nujno posledica nekonsistentnosti ekonomskih politik v času pred špekulativnim napadom na valuto. Do nenadnega napada na valuto lahko pride tudi zaradi nenadne in nepredvidene spremembe v pričakovanih trga glede vzdržnosti fiksnega deviznega tečaja valute. Če napad na valuto dvigne stroške vzdrževanja deviznega tečaja na raven, ki za državo ni več sprejemljiva – to seveda povzroči prekinitev vezave deviznega tečaja – govorimo o tako imenovani samoizpolnjujoči se krizi (angl. *self-fulfilling crisis*). Osnovna značilnost takšne krize je, da se z devalvacijo/depreciacijo domače valute upravičijo pričakovanja trga ter da je prisotna stalna negotovost, ali bo v določenem položaju, v katerem se država nahaja, do izbruha krize dejansko prišlo ali ne.

Druga generacija modelov valutnih kriz je dala vsebinsko nov pogled na obravnavano problematiko in ob tem ne zavrača osnovnih ugotovitev prve generacije modelov. Dejstvo je, da k razvoju in izbruhu valutne krize v posamezni državi prispevajo tako nekonsistentnosti v njeni ekonomski politiki kakor tudi panika na mednarodnih finančnih trgih; in druga generacija modelov daje poudarek prav slednjemu (Mrak, 2002, str. 609).

2.2.3 Tretja generacija modelov

Začetnik tretje generacije modelov je Krugman, ki je v svojem članku iz leta 1998 prišel do sklepa, da nobeden od obeh do sedaj razvitih modelov valutne krize ni primeren za teoretično razlago finančne krize, do katere je prišlo v Aziji leta 1997. V članku ugotavlja, da je bila kriza v tej regiji bistveno bolj vseobsegajoča kot tradicionalne valutne krize, tako da so bile države izpostavljene finančni krizi, ki je poleg valutne vključevala tudi bančno in dolžniško. Ena od temeljnih značilnosti tretje generacije modelov je torej v tem, da se ne ukvarjajo več z deviznimi krizami, temveč so predmet njihovega preučevanja finančne krize kot celota.

V nasprotju s prvima dvema generacijama modelov je bilo za tretjo generacijo značilno, da je bila razvita v več variantah, pri čemer je največ pozornosti pritegnila varianta Krugmana, ki razlaga azijsko krizo predvsem kot krizo moralnega hazarda (angl. *moral hazard*) in napihnjenih cen premoženja. Logika njegove razlage finančne krize v tem delu sveta je naslednja: veliki pritoki kapitala, ki so prihajali v Azijo, so povzročili izredno agresivno politiko bančnega sektorja v teh državah, pri čemer pa krediti niso bili vedno

odobreni na osnovi kvalitetne presoje projektov in kreditojemalcev. Ko so države liberalizirale finančno-kapitalske račune svojih plačilnih bilanc, so dale svojim bankam »posredno garancijo«, da jih bodo rešile v primeru finančnih težav. Moralni hazard, ustvarjen na ta način, je še pospešil zadolževanje azijskih bank v tujini, na aktivni strani njihovih bilanc pa je pomenil odobravanje kreditov za vse bolj tvegane projekte. Mnogi od teh kreditov so bili namenjeni financiranju nepremičnin, katerih cene so bile v času pred izbruhom krize nerealno visoke. Kriza je najprej izbruhnila kot bančna kriza – banke niso več mogle servisirati svojih obveznosti – zaradi finančnega vključevanja v reševanje bank pa so se države morale odpovedati fiksnemu deviznemu tečaju. Za tako imenovane dvojne krize (angl. *twin crises*) – kombinacija valutne in bančne krize – v Aziji je torej značilno, da je bančna kriza bila predhodnik valutne krize.

Ob koncu velja omeniti še to, da nekateri avtorji tretje generacije modelov finančnih kriz ne obravnavajo kot enakovredne prvima dvema. Priznavajo sicer, da so dela avtorjev, ki se izrecno ali vsaj posredno uvrščajo v to generacijo modelov, koristni prispevki k preučevanju finančnih kriz, vendar pa sočasno poudarjajo, da v teh prispevkih ni nič tako revolucionarnega, kar bi opravičevalo njihovo poimenovanje kot nova, tretja generacija modelov finančnih kriz. Po mnenju kritikov, je večino pomembnih spoznanj, do katerih so avtorji tako imenovane tretje generacije modelov kriz prišli, mogoče preprosto vključiti v prvo oziroma drugo generacijo modelov (Mrak, 2002, str. 611).

3 ARGENTINSKO GOSPODARSTVO V 90. LETIH

Argentinska vlada je v začetku 90. let izpeljala vrsto pomembnih reform v ekonomski politiki na področju monetarne, fiskalne in strukturne politike ter na področju politike mednarodne menjave. Verjetno najbolj dramatična in takoj opazna je bila sprememba v monetarni politiki. Izredno inflatorno monetarno politiko je zamenjal Plan Konvertibilnost, s katerim je argentinska vlada vezala peso na ameriški dolar in centralni banki v veliki meri preprečila financiranje vladnega proračuna s tiskanjem denarja. Tudi na področju fiskalne politike je prišlo do sprememb, kar se je odrazilo na zmanjšanju proračunskega deficita. Kot posledica nove strukturne politike je bil izveden temeljit program privatizacije, v okviru katerega je bilo privatiziranih mnogo neučinkovitih državnih podjetij. Mednarodna menjava je zaživela in Argentina je odprla finančni sektor tujim investitorjem (Taylor, 2002, str. 1).

Kljub zgoraj naštetim uspehom argentinske administracije pa na nekaterih področjih ni prišlo do težko pričakovanih in nujno potrebnih reform. Izpostaviti je potrebno predvsem politično reformo ter reformo sodnega sistema, ki bi omogočala učinkovitejši boj proti korupciji. Potrebno bi bilo zagotoviti tudi večjo fleksibilnost trga delovne sile, še posebej v javnem sektorju ter bolj učinkovito distribucijo fiskalne odgovornosti med centralno vlado in vladami v provincah (Aguirre-Sacasa, 2002, str. 1).

3.1 Plan Konvertibilnost

Plan Konvertibilnost, sprejet v začetku leta 1991, je imel osrednjo vlogo tako pri uspehu stabilizacijskih reform v preteklem desetletju kot tudi pri njihovem tragičnem zlomu. Glavni cilj Plana je bil končati desetletja trajajoče obdobje finančne in gospodarske nestabilnosti, kar naj bi bilo doseženo z vezavo vrednosti domače valute na ameriški dolar v razmerju ena proti ena ter z garancijo, da je pese kadarkoli možno menjati za dolarje po fiksnem deviznem tečaju. Argentinska centralna banka je postala neodvisna od vlade in njena naloga je bila vzdrževati polno kritje v ameriških dolarjih (Mussa, 2002a, str. 20).

Zahteva po polnem kritju se je lahko v izjemnih situacijah (o teh je odločala vlada) sprostila na 80 odstotkov, pri čemer je lahko centralna banka do 20 odstotkov svojih sredstev držala v obliki vladnega dolga. V ostalih primerih pa centralna banka ni smela tiskati denarja ali financirati vlade. Namen teh ukrepov je bil zagotoviti kredibilnost Plana ter, da se inflacija ne bi generirala z monetizacijo fiskalnih deficitov, sicer kronično težavo iz argentinske preteklosti (Mussa, 2002a, str. 20).

Konvertibilnost je obnovila funkcijo denarja kot hranilca vrednosti in tako omogočila hitro regeneracijo finančnega posredništva v Argentini. Poleg tega je znižanje inflacije povečalo politično kredibilnost reformam prve generacije, ki zaradi nominalne nestabilnosti v preteklosti niso bile videti izvedljive. Argentina je z uvedbo konvertibilnosti stopila v obdobje sprememb, pri čemer je potrebno omeniti predvsem preoblikovanje zunanjega dolga (v okviru Bradyjevega načrta), davčno reformo z uvedbo davka na dodano vrednost, privatizacijo, reformo socialnega varstva in deregulacijo finančnih trgov.

Po pričakovanjih se je v prvih letih po začetku izvajanja Plan Konvertibilnost izredno dobro obnesel, saj se je v roku treh let inflacija znižala s 4.000 odstotkov na vsega nekaj odstotkov letno. Argentinsko gospodarstvo si je na temeljih novo nastale monetarne stabilnosti izredno hitro opomoglo od ekonomskega opustošenja, ki ga je v preteklih letih povzročala inflacija. Kljub temu pa je potrebno omeniti, da je realni devizni tečaj apreciiral, kar se je odrazilo na tekočem računu plačilne bilance, ki je beležil precej velik deficit. Ta pojav je precej pogost in se kot nekakšen vzorec pojavlja pri vseh stabilizacijah, ki temeljijo na deviznem tečaju ter mnogokrat vodi do tečajnih kriz in v končni fazi do izničenja stabilizacijskih naporov (Oxley, 2002, str. 1).

Po prvih letih nadpovprečno hitre rasti je mehiška finančna kriza v letu 1995 predstavljala glavno preizkušnjo za Plan Konvertibilnost. Vlada je uporabila izredne rezerve in znižala zahtevo po polnem kritju ter s tem omogočila centralni banki nekaj maneverskega prostora v pogojih izjemno ostre monetarne politike. Komercialne banke so se znašle pod pritiskom, saj so visoke obrestne mere in vedno bolj šibko gospodarstvo po eni strani ogrožale

kvaliteto kreditov, po drugi strani pa so zaradi strahu pred težavami bančnega sistema ali morebitnim zlomom konvertibilnosti iz bančnega sistema odtekali depoziti.¹ Nekaj manjših bank je sicer propadlo, kljub temu pa je bančni sistem kot celota pritiske krize uspešno preстал (Goldberg, Dages, Kinney, 2000, str. 8).

Potrebno je omeniti, da je imela Argentina v tistem obdobju tudi nekaj sreče. Ameriški dolar je leta 1995 ostro depreciral, kar je povečalo argentinsko konkurenčnost na evropskih trgih; brazilski real se je občutno okrepil, kar je znatno povečalo argentinsko konkurenčnost nasproti ključnemu trgovinskemu partnerju; in obrestne mere na ameriškem trgu kapitala so se znižale, saj je postalo jasno, da se obdobje restriktivne politike, ki jo je vodil Federal Reserve, končuje. Če Argentina ne bi okrepila bančnega sistema in imela poleg tega tudi nekaj sreče, Plan Konvertibilnost mehiške finančne krize verjetno ne bi preživel (Mussa, 2002a, str. 21).

3.2 Reforma bančnega sistema

Z vidika reformiranja bančnega sistema je bila mehiška finančna kriza mejnik. Poleg Plana Konvertibilnost je argentinska vlada izvedla nekaj pomembnih ukrepov, ki naj bi zagotovili zdrav bančni sistem. Učinkoviti in ambiciozni ukrepi reform finančnega sektorja so vodili v konsolidacijo in internacionalizacijo bančnega sistema, kar je prikazano v spodnji tabeli.

Tabela 1: Proces konsolidacije in internacionalizacije argentinskega bančnega sektorja

	1994	1998	2000
Skupno število bank	166	104	89
Število domačih bank	32	16	15
Število tujih bank	31	39	39
Število podružnic tujih bank	391	1.535	1.863

Vir: Schmukler Sergio, de la Torre Augusto, Levy Yeyati Eduardo, 2002, str. 16.

Število bank se je zmanjšalo s 166 v letu 1994 na 89 v letu 2000, kar ni le posledica združitvev in prevzemov, temveč tudi zaprtja nekaterih bank. Število domačih bank se je znižalo z 32 v letu 1994 na 15 v letu 2000, kar kaže na agresivno privatizacijo bank v provincah.

Komercialne banke so bile privatizirane, pri čemer jih je bila večina prevzeta s strani močnih tujih bank s sedežem bodisi v ZDA bodisi v Španiji. Biti so morale dobro kapitalizirane in zaželjeno je bilo, da so imele za primer krize vzpostavljene tuje kreditne linije. Banke so lahko poslovale ali v dolarjih ali v pesih, ponavadi pa so vzdrževale neko ravnotežje med aktivo in pasivo, denominirano v teh dveh valutah (Mussa, 2002a, str. 20).

¹ V nekaj tednih je iz sistema odteklo skoraj 20% vseh bančnih depozitov.

Celoten proces reformiranja finančnega sektorja je bil dosežen s pospešitvijo zakonskih postopkov, izboljšavami v regulatornem okolju in boljšim nadzorom nad delovanjem sistema. V naslednjih podpoglavjih so na kratko opisane glavne izboljšave (Schmukler, Yeyati, de la Torre, 2002, str. 52).

3.2.1 Izboljšanje preglednosti in nadzora nad sistemom

Na tem področju je bilo veliko dela opravljenega z vpeljavo programa BASIC. To je bil program sicer argentinskega izvora, ki pa je temeljil na mednarodno priznani nadzorni metodologiji CAMELS. Namen programa je bil pospeševati sodelovanje med državnim in tržnim nadzorom. Vključeval je več komponent, nekatere od njih so:

- ❑ program izboljšanja notranjih in zunanjih revizij,
- ❑ večja transparentnost v poslovanju bank ter posledično lažja ocena bančnega tveganja,
- ❑ zahteva po izboljšanju kvalitete, globine in temeljitosti informacij s pomočjo višjih standardov na področju poročanja o finančnih izkazih, dostopnosti do podatkov o dolžnikih ter lastniški strukturi,
- ❑ zahteva, na podlagi katere so bile večje banke obvezane enkrat letno pridobiti oceno s strani mednarodnih rating agencij, in
- ❑ zahteva po konsolidiranem nadzoru nad finančnimi konglomerati.

Ko govorimo o reformah argentinskega regulatornega okolja, je potrebno omeniti še dve novosti v takratnem finančnem sistemu Argentine. Prva je sistem kapitalskih zahtev, ki je bil znatno bolj strog kot minimalni baselski standard, njegov glavni namen pa je bil absorbiranje kreditnih in tržnih tveganj. Druga omembe vredna novost pa so likvidnostne zahteve, visoke celo glede na mednarodne standarde, katerih naloga je bila delovati proticiklično; bile so zaostrene v obdobjih prosperitete in sproščene v likvidnostno težavnih obdobjih.

3.2.2 Učinkovit sistem reševanja in zapiranja bank

Po mehiški finančni krizi je Argentina vpeljala ključne institucionalne inovacije za opredelitev okvirjev, v katerih so banke v težavah izstopale iz sistema. Te inovacije so vključevale predvsem člen 35 Zakona o bankah – to je ustvarilo učinkovit sistem reševanja in zapiranja bank – in privatno vodeno shemo zavarovanja depozitov (SEDESA). Ti ukrepi so znatno pripomogli h konsolidaciji bančnega sistema in Argentina je v regiji postala osamljen primer države, kjer so se banke v težavah dejansko zapirale.²

² Med leti 1995 in 2000 je bilo približno 20 bank zaprtih na podlagi člena 35.

Poleg tega je potrebno omeniti tudi proces privatizacije bank v provincah, v okviru katerega je bilo v obdobju med leti 1994 in 1998 privatiziranih 16 provincialnih bank. Proces privatizacije sicer ni bil popoln, velja pa za enega najuspešnejših v celotni regiji.

3.2.3 Instrumenti za reševanje likvidnostne krize

V primeru pojava likvidnostne krize je imela Centralna banka Argentine možnost, da konzorciju močnih tujih bank proda v dolarjih denominirane argentinske državne obveznice (z vgrajeno »buy-back« klavzulo). Cilj tega instrumenta je bila okrepitev bančnega sistema ter nadomestitev domačega posojilodajalca v skrajni sili.

3.2.4 Izboljšave v okviru pravic kreditorjev in podjetniške nesolventnosti

Leta 1995 je Argentina sprejela zakon, ki je urejal področje podjetniške nesolventnosti in je imel vgrajen izboljššan sistem rehabilitacije in likvidacije podjetij. Podobno pomembne reforme so bile izvedene tudi na področju pravic kreditorjev. Argentina je od Svetovne banke za obe področji prejela tudi potrdilo o kompatibilnosti z mednarodnimi standardi (FRBSF Economic Letter, 2002, str. 1).

Rezultati reform so bili zelo dobri in Argentina je bila leta 1998 glede na kvaliteto njenega regulatornega okolja³ uvrščena na drugo mesto.

Tabela 2: Vrstni red držav po kvaliteti njihovega regulatornega okolja

Država	Število točk*	Država	Število točk*
Singapur	16	Malezija	41
Argentina	21	Kolumbija	44
Hong Kong	21	Koreja	45
Čile	25	Filipini	47
Braziliya	30	Tajska	52
Peru	35	Indonezija	52

*Nižje število točk pomeni boljšo uvrstitev

Vir: Argentina Financial Sector Review. World Bank, 1999.

Zdrav in kredibilen bančni sistem je bil do konca 90. let glavni dosežek reform, ki so bile izvedene pod vplivom Plana Konvertibilnost. Konvertibilnost sicer ni vodila k oblikovanju močnih fiskalnih institucij, a po prepričanju večine je pripomogla k izgradnji trdnega in odpornega bančnega sistema.

4 VZROKI ZA NASTANEK KRIZE

Na temo argentinske finančne krize in vzrokov zanjo so nastala že različna mnenja, pri čemer kot razloge za nastanek in izbruh krize vsak zagovornik poudarja svoje dejavnike.

³ Ocenjevalni sistem CAMELOT je razvila Svetovna banka.

Feldstein trdi, da je do krize prišlo zaradi precenjenega deviznega tečaja ter zadolženosti Argentine v tujini. Calvo, Izquierdo in Talvi iščejo vzroke za krizo v nenadni ustavitvi kapitalskih tokov, ki je sledila ruski krizi, kar naj bi povzročilo tečajne in fiskalne težave, ki jih Argentina v tistem času ni bila sposobna odpraviti. Perry in Servén zagovarjata stališče, da je bil izbruh krize posledica večih dejavnikov (visok javni dolg, neučinkovita fiskalna politika in slabosti v finančnem sektorju), od katerih sicer nobeden ni bil sam po sebi odločilen, so se pa pogoji na vseh teh kritičnih področjih po letu 1997 močno zaostri, čemur je sledila precenjenost deviznega tečaja in pesimizem v pričakovanjih glede prihodnje gospodarske rasti. Nasprotno pa Mussa trdi, da je bil glavni vzrok za krizo nezmožnost argentinskih oblasti voditi odgovorno fiskalno politiko, kar je vodilo k hitremu povečanju razmerja med javnim dolgom in BDP-jem ter posledično izbruhu krize (Schmukler, Yeyati, de la Torre, 2002, str. 5).

Identificiramo lahko torej več odločilnih dejavnikov, ki so prispevali k drastičnemu poslabšanju argentinskega gospodarstva od leta 1997, ko naj bi Argentina še veljala za model uspešno izpeljanih gospodarskih reform in stabilizacije, do danes, ko smo priča odvijajoči se krizi. Bolj fleksibilen ekonomski sistem bi vsekakor pripomogel k učinkovitejšemu prilagajanju togemu Planu Konvertibilnost; brezposelnost bi bila nižja, rast višja, fiskalni deficit manjši, zaradi večjega zaupanja kreditorjev v sposobnost servisiranja dolga s strani vlade pa bi bile nižje tudi obrestne mere (Mussa, 2002a, str. 9).

Dolar je bil v zadnjih nekaj letih izredno močan, kar je še dodatno pripomoglo k znižanju konkurenčnosti argentinskega gospodarstva nasproti pomembnim evropskim trgovinskim partnerjem ter posledičnemu poslabšanju plačilne bilance. Argentinsko gospodarstvo je zašlo v recesijo septembra leta 1998, ko se je kot posledica azijske in ruske valutne krize zmanjšal obseg investicij v novo-vzpenjajoča se gospodarstva. Prehod Brazilije na režim fleksibilnega deviznega tečaja ja bil eden glavnih vzrokov za recesijo v obdobju 1999 – 2001, katere posledice bi Argentina lahko omilila z opustitvijo vezave pesa na dolar v letih 1997 ali 1998, ko je bilo že jasno, da je Plan Konvertibilnost dosegel svoj namen.

4.1 Fiskalna politika

K trenutni finančni krizi v Argentini je pripomoglo več dejavnikov, v tem podpoglavju pa se bomo dotaknili tistega, ki na žalost ni bil neizogiben – kronične nezmožnosti argentinskih oblasti voditi odgovorno fiskalno politiko. Argentinska vlada je bila in je še vedno nagnjena k temu, da pod vplivom različnih političnih potreb in pritiskov rada potroši več, kot pa dobi z davki. V preteklosti je vlada financirala svojo presežno potrošnjo z zadolževanjem tako na domačih kot tudi na tujih trgih, kjerkoli je bilo pač posojilo možno dobiti. Ko izposojanje ni bilo več mogoče, je ponavadi prišla na vrsto inflatorna kreacija denarja in/ali prenehanje plačevanja notranjih in zunanjih dolgov.

V nadaljevanju sledita podpoglavji, v katerih sem opisal okoliščine in razmere v argentinski fiskalni politiki pred letom 1993 ter v obdobju med leti 1993 in 1998. Obdobje pred letom 1993 je zaznamoval prehod iz stanja makroekonomske nestabilnosti, značilnega za Argentino do začetka devetdesetih let, v obdobje hitre gospodarske rasti, ki je sledila stabilizacijskim reformam. Za to obdobje so značilni številni neuspešni poskusi argentinskih oblasti urediti razmere na področju fiskalne politike ter v odnosih med centralno vlado in vladami v provincah. V naslednjem podpoglavju pa sem se osredotočil na obdobje med leti 1993 in 1998, ko centralni vladi kljub stabilnim stopnjam rasti in prihodkom od privatizacije ni uspelo zmanjšati javnega dolga, temveč se je le-ta celo povečeval.

4.1.1 Fiskalna politika v Argentini do leta 1993

Obdobje zadnjih 12 let je bilo v Argentini obdobje dramatičnih makroekonomskih dogodkov. Pred uvedbo reform leta 1991 se je v Argentini zvrstila dolga serija neuspešnih stabilizacijskih programov, katerih glavna slabost je bila nezmožnost argentinskih oblasti zmanjšati deficit javnega sektorja. Od 40. let dalje je ekonomska politika delovala v prid močnim interesnim skupinam. Sindikalni delavci so prejeli relativno visoke plače in imeli zagotovljeno zaposlitev. Industrija je delovala na zelo zaprtih trgih, prihajalo je do davčnih izjem, subvencioniranih kreditov itd. Vlade v provincah so najemale kredite od lokalnih bank brez obresti ali pa po zelo nizkih obrestnih merah. Izredno slaba davčna disciplina je bila značilna tako za vlade v provincah kot tudi za vlado v Buenos Airesu. Inflacija je bolj prizadela davčne prihodke provinc, saj so se davki tam pobirali z daljšim zamikom, medtem ko so bili zvezni davki denominirani v tuji valuti. V takšnih okoliščinah sploh ni bilo nenavadno, da so se province in zvezna vlada začeli zanašati na *seniorage* in na inflacijski davek. Do leta 1989 so bile subvencije provincialnim vladam ocenjene v višini 8 milijard dolarjev, kar znaša več kot 5 odstotkov BDP in skoraj polovico javnega dolga (Dillinger, Webb, 2000, str. 14).

Mnogo fiskalnih težav Argentine v devetdesetih letih in pred tem obdobjem izvira iz neprimerne fiskalne discipline provinc, za katero je centralna vlada v končni fazi morala prevzeti odgovornost. Že sam argentinski sistem je v osnovi takšen, da province v veliki meri prevzemajo pobudo za trošenje, odgovornost za zbiranje prihodkov in poplačevanje dolga pa je v veliki meri prenešana na centralno vlado. V nadaljevanju so predstavljeni glavni programi in sporazumi argentinske vlade na področju fiskalne politike (Dillinger, Webb, 2000, str. 14).

□ Plan Austral

Leta 1985 je predsednik Alfonsín vpeljal t.i. *Plan Austral*, ki je vključeval devalvacijo, znižanje tarif in delno deindeksacijo plač, kar je kratkoročno sicer znižalo fiskalni deficit in inflacijo, na dolgi rok pa je politična podpora planu oslabela, saj so realne plače naglo padle.

□ Spring Plan

Leta 1988 je Alfonsín predstavil nov plan, t.i. *Spring Plan*, ki pa je takoj propadel, saj je vladajoča radikalna stranka vztrajno izgubljala kredibilnost. Pritiski na argentinsko valuto so bili vedno močnejši in realne mezde so naglo padale. Inflacija je v enem tednu dosegla 17 odstotkov in grozila je bančna kriza. Vlada je bila zaradi svoje nesposobnosti zbiranja davkov takorekoč v bankrotu.

□ Stabilizacijski ukrepi predsednika Menema

Carlos Menem, ki je zmagal na volitvah leta 1989, je svojimi ukrepi želel prepričati domačo javnost in mednarodno skupnost v kredibilnost argentinske vlade in finančnega sistema. Dvignil je davek na naftne derivate, znižal davke na proizvode, namenjene izvozu, liberaliziral zakon o tujih investicijah ter privatiziral letalska in telekomunikacijska podjetja v državni lasti. Toda stabilizacijski načrt zaradi visokega fiskalnega deficita ter dolgov, ki jih je vlada servisirala z izredno dragimi posojili, ni uspel. Leta 1990 je predsednik Menem za svojega gospodarskega ministra imenoval Dominga Cavalla, ki se je odločil za nekaj še bolj drznih ukrepov – prosto drseči režim deviznega tečaja, dodatno tiskanje denarja ter pretvorbo vladnega dolga v desetletne v dolarjih denominirane obveznice. To je pripomoglo k zmanjšanju trenutnih vladnih obveznosti servisiranja dolga in k zmanjšanju realnega dolga, vendar pa so ukrepi izničili kredibilnost argentinske vlade na mednarodnih finančnih trgih ter onemogočili Argentini dostop do novih kreditov.

□ Plan Konvertibilnost

Kot posledica vezave pesa na ameriški dolar, večjih naporov pri pobiranju davkov in gospodarske rasti so se davčni prihodki znatno povečali. V tem obdobju je prišlo tudi do obsežnih pogajanj med centralno vlado in provincami glede obojestranskih neporavnanih dolgov. Vlade v provincah niso servisirale dolgov do centralne vlade, po drugi strani pa centralna vlada ni poravnala plačil provincam. Predmet pogajanj je bil točen obseg obojestranskih obveznosti, kar pa se je glede na hiperinflacijo leta 1989 izkazalo za izredno zahtevno opravilo, saj je prišlo do velikih nepravilnosti v realnih

vrednostih dolgov. Centralna vlada je bila po pogajanjih neto dolžnik, province pa skorajda brez dolga do vlade v Buenos Airesu.

□ Pacto Fiscal 1

V času uvedbe konvertibilnosti pesa so se povečali davčni prihodki provinc, kar je izkoristila centralna vlada in leta 1992 dosegla fiskalni sporazum t.i. *Pacto Fiscal 1*. Na podlagi tega sporazuma so province prispevale 15 odstotkov davčnih prihodkov za financiranje reorganizacije sistema socialne varnosti, ki mu je primanjkovalo sredstev.

□ Pacto Fiscal 2

Leta 1993 je vlada dosegla t.i. *Pacto Fiscal 2*, na podlagi katerega so bili reformirani pokojninski skladi v provincah. Pred reformami je vsaka provinca vzdrževala svoj pokojninski sklad, le-ti pa finančno niso bili najbolj uspešni, zato se je centralna vlada bala zloma celotnega sistema, kar bi v končni fazi najbolj prizadelo njo samo. Zaradi tega je vlada z drugim fiskalnim sporazumom pristala na to, da prevzame pokojninski sistem katerekoli province, ki bi jo z zakonom za to pooblastila.

4.1.2 Fiskalna politika v obdobju 1993 – 98

Plan Konvertibilnost, katerega osnovni namen je bil znižanje inflacije in ponovna oživitve gospodarstva, se je začel izvajati v aprilu leta 1991. Inflacija se je znižala na vsega nekaj odstotkov, indeks realnega BDP pa je v obdobju med 1990 in 1993 zrasel kumulativno za 28 odstotkov, zaradi česar je bila argentinska vlada sposobna voditi fiskalno politiko, ki ni povečevala javnega dolga. Kljub vsemu pa visoke stopnje rasti v prvih letih oživitve gospodarstva niso bile vzdržne in prava preizkušnja za argentinsko vlado je prišla šele v obdobju med 1993 – 1998, ko se je rast znižala na nekoliko bolj realno raven. V tabeli so prikazani relevantni indikatorji za to obdobje. Prikazujejo nam spremembe med sredino leta 1993 (ko je bilo zaključeno obdobje začetne hitre rasti) in sredino leta 1998 (pred začetkom recesije ob koncu desetletja).

Tabela 3: Izbrani ekonomski indikatorji za Argentino, 1993 – 98

Kazalec	1993	1994	1995	1996	1997	1998
BDP (mija \$)	237	257	258	272	293	299
Realni BDP (% sprememba)	5,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9
Vladni proračun (delež BDP-ja)	0,9	-0,5	-1,4	-2,2	-1,6	-1,3
Konsolidiran vladni proračun (delež BDP)	-0,2	-1,7	-3,4	-3,3	-2,1	-2,1
Javni dolg (delež BDP)	29,2	31,1	35,9	37,7	38,9	41,4

Vir: Mussa 2002a, str.12.

Petletno obdobje, ki sta ga sicer zaznamovala stabilna rast in nizka inflacija, vključuje tudi recesijo, povezano z mehiško finančno krizo, ki se je v letih 1994 in 1995 v argentinskem gospodarstvu odrazila z 2,8 odstotnim krčenjem realnega BDP, drugače pa je argentinsko gospodarstvo v tem obdobju beležilo stabilno rast in nizke stopnje inflacije. Med leti 1993 in 1998 je argentinsko gospodarstvo raslo s povprečno letno stopnjo 4,4 odstotka, kar je najboljši dosežek od šestdesetih let dalje (Mussa, 2002a, str. 10).

Poglejmo, kaj se je v teh letih pozitivnih gospodarskih dosežkov dogajalo z argentinsko fiskalno politiko. Vladni proračun (kot delež BDP-ja) je leta 1993 zabeležil presežek, v kasnejših obdobjih pa zmeren primankljaj, kar glede na mehiško finančno krizo ni slab dosežek. Potrebno pa je poudariti, da je bilo stanje na področju fiskalne politike precej slabše, kot izgleda na prvi pogled, saj je v obdobju med leti 1993 in 1998 argentinska vlada realizirala 3,1 milijarde dolarjev nepovratnih prihodkov od privatizacije in dodatnih 1,4 milijarde dolarjev prihodkov kapitalskega računa (Mussa, 2002a, str. 11).

Poleg tega je potrebno omeniti, da je kot posledica Bradyjevega programa⁴ prišlo do znatnega prelaganja plačil obresti. To je razvidno iz dejstva, da so plačila obresti na vladni zunanji dolg narasla z 2,6 milijarde dolarjev leta 1993 na 6,4 milijarde dolarjev leta 1998 in celo na 10,2 milijarde dolarjev leta 2001. Argentina je v obdobju od leta 1993 do leta 1998, ko je bilo njeno gospodarstvo v vzponu in je poleg tega realizirala nepovratne prihodke od privatizacije, vodila nedisciplinirano fiskalno politiko. Tej trditvi v prid priča tudi dejstvo, da je razmerje med javnim dolgom in BDP v tem obdobju naraslo z 29,2 na 41,1 odstotka – povečanje za kar 12,2 odstotnih točk.

Potrebno je poudariti, da imajo nekatere industrijske države to razmerje mnogo višje, nad 50 odstotkov, nekatere pa celo nad 100 odstotkov. Zakaj je bilo torej razmerje med javnim dolgom in BDP v višini nekaj nad 40 odstotki zaskrbljujoče za Argentino? Mussa (2002a, str. 16) navaja pet razlogov za to.

Prvič, za razliko od nekaterih industrijskih držav, ki so sposobne vzdržati tudi višja razmerja med javnim dolgom in BDP, je imela Argentina malo uspeha pri pobiranju davkov (vključujoč prispevke za socialno varnost), in sicer v višini okoli 20 odstotkov BDP, v primerjavi z nekaterimi evropskimi državami, kjer uspejo pobrati davke v višini do 50 odstotkov BDP-ja. V Argentini so bile province neprestano v deficitu, zaradi česar je od

⁴ Bradyjev program je dal formalni okvir za prostovoljni odpis dela dolga po pogojih, ki bodo doseženi v neposrednih pogajanjih med dolžnikom in upniki. Glavna »tržna« značilnost programa je bila v tem, da je komercialnim bankam dajal na voljo tri opcije, med katerimi so lahko izbirale. Te opcije so bile:

- ❑ zamenjava kreditov v nove obveznice (v višini 65 odstotkov nominalne vrednosti dolgov) po veljavni tržni obrestni meri,
- ❑ zamenjava kreditov v nove obveznice (v višini 100 odstotkov nominalne vrednosti dolgov) po fiksni obrestni meri 6,5 odstotka in zavarovane z ameriškimi državnimi obveznicami; te obveznice so kasneje postale znane kot Bradyjeve obveznice (angl. Brady bonds),
- ❑ odobritev dodatnih kreditov državi dolžnici (Mrak, 2002, str. 601).

časa do časa odgovornost za njihove dolgove morala prevzemati centralna vlada v Buenos Airesu.

Drugič, ker je imela Argentina večino svojega dolga v tujini in denominiranega v tuji valuti, se je soočila z dvojnimi izzivi, saj je morala prepričati kreditorje, da je sposobna zbrati dovolj davkov za servisiranje dolga ter pretvoriti zbrana sredstva v tujo valuto po deviznem tečaju, ki je bil fiksno vezan na ameriški dolar. Poleg tega je imel argentinski privatni sektor precejšen zunanji dolg, za čigar servisiranje je bila potrebna tuja valuta.⁵

Prilivi tuje valute v državo, s katerimi le-ta lahko servisira zunanji dolg, se običajno merijo na podlagi dohodkov od izvoza. Ko je Argentina v obdobju med 1993 in 1998 v precejšnji meri odpravila ovire za mednarodno menjavo, je le-ta znatno narasla – izvoz in uvoz sta se celo podvojila. S pomočjo rasti izvoza je Argentina sicer omejila rast razmerja med zunanjim dolgom in obsegom izvoza, kljub temu pa je bil le-ta pri 400 odstotkih v primerjavi z večino držav precej visok. Tako visok kvocient pogosto signalizira povečano tveganje pojava krize zunanjega financiranja in zahteva prestrukturiranje dolga.

Tretjič, pomembna za opazovanje ni le višina javnega dolga (v primerjavi z BDP, davčnimi prihodki ali obsegom izvoza), temveč tudi dinamika obnašanja dolga. Če bi Argentini uspelo tako v obdobju ugodnih, kot tudi v obdobju neugodnih ekonomskih pogojev stabilizirati razmerje med javnim dolgom in BDP, potem kvocient v višini okoli 40 odstotkov ne bi bil tako zaskrbljujoč. Vemo pa, da je ta kvocient v Argentini v obdobju relativno ugodnih ekonomskih okoliščin narasel z 29 na 41 odstotkov BDP, kar je bil glede na težave Argentine na tem področju v preteklosti jasen signal, da je vlada nesposobna vzdrževati fiskalno disciplino.

Četrto, Argentina, kot država z novo-vzpenjajočim se gospodarstvom je bila izredno občutljiva na zunanje gospodarske šoke že pri takšni ravni razmerja med javnim dolgom in BDP, ki za neko industrijsko državo še ne bi bila zaskrbljujoča. Zlom brazilskega deviznega tečaja v začetku leta 1999 je imel izredno negativne učinke na argentinsko gospodarstvo. Realni BDP se je v obdobju med 1998 in 2000 skrčil za 4 odstotke. Raven cen se je prav tako znižala, zato je za 4,9 odstotka padel tudi nominalni BDP. V tem šibkem ekonomskem okolju se je kljub nekaj naporom, usmerjenim k fiskalni konsolidaciji, proračunski deficit povečal. Pod vplivom naraščanja javnega dolga in padanja nominalnega BDP je razmerje med javnim dolgom in BDP poskočilo z 41 odstotkov leta 1998 na 50 odstotkov leta 2000. Ker sta se recesija in deflacija v letu 2001 nadaljevali, je postajalo ekonomsko in politično okolje vse bolj neugodno za fiskalno konsolidacijo, pri čemer je obstajala resna nevarnost, da je javni dolg v spirali navzgor.

⁵ Celoten zunanji dolg Argentine je iz 62 milijard dolarjev ob koncu leta 1992 skokovito narasel na 142 milijard dolarjev ob koncu leta 1998 (Mussa, 2002, str. 20).

Petič, kot država z novo-vzpenjajočim se gospodarstvom in precejšnjim zunanjim dolgom je bila Argentina občutljiva na spremembe v sentimentu na mednarodnih finančnih trgih. Dokler bi finančni trgi verjeli, da je v Argentini izpostavljenost kreditnemu tveganju nizka, bi tudi Argentina lahko vzdrževala potreben dostop do svežih sredstev zunanjega financiranja. Vendar pa Argentina s svojo zgodovino periodičnih finančnih kriz in prestrukturiranj dolgov v tem pogledu ni bila prepričljiva.

4.2 Slabosti finančnega sistema

Po mehiški krizi leta 1995 so se pravila finančnega poslovanja v Latinski Ameriki spremenila. Bančni sistem je bil konsolidiran in internacionaliziran. Zmanjšanje števila bank v sistemu je po eni strani vzrok, po drugi pa posledica prihoda velikih tujih bank. Novi sistemski ukrepi so obljubljali, da se bo poglobljala bankarizacija in povečevala rentabilnost bančnega poslovanja na 350-milijonskem trgu.

Med liberalizacijo latinskoameriškega sistema sta se večkrat znašli v negotovosti tako gospodarska politika kot tudi banke. Banke so poskušale voditi politiko v skladu s teorijo in prakso bančnega poslovanja, vendar je ta politika marsikdaj odstopala od realnosti latinskoameriške družbe.

Bankarizacija latinskoameriške družbe je že tradicionalno izredno nizka,⁶ zavira pa jo tudi nekonsistentna politika. Ker so lastniki bank predvsem tujega izvora, centri odločanja v tujini pa neradi klonejo pod političnimi pritiski, so spori neizogibni. Osnovni spor je videti v želji bank po večji bankarizaciji, politika pa prigovarja, da banke ne tvegajo in zahtevajo prestroge kreditne pogoje. Ni pa opaziti večjih prizadevanj, da bi te različnosti uskladili⁷ (Sjekloča, 2002a, str. 33).

V nadaljevanju so predstavljene tri slabosti bančnega sektorja, ki jih de la Torre, Levy Yeyati in Schmukler (2002, str. 19-21) navajajo kot ključne pri ocenjevanju moči argentinskega bančnega sistema. Moč bančnega sistema so ocenjevali z vidika sposobnosti kljubovanja različnim zunanjim šokom ter brez hkratnega ogrožanja konvertibilnosti.

4.2.1 Nezmožnost poplačevanja kreditov s strani storitvenega sektorja

Prva slabost bančnega sektorja je povezana s kreditnim tveganjem. Konvertibilnost (ali formalna dolarizacija) državi ne garantira imunosti pred plačilnobilancijskimi učinki korekcije realnega deviznega tečaja. Korekcija le-tega je v primeru konvertibilnosti

⁶ Prebivalstvo bo običajno že prvi plačilni dan z bančnega računa pobralo ves denar. Poleg tega je v praksi uveljavljeno, da del plač izplačujejo na črno.

⁷ Šele leta 2001 so v Argentini sprejeli odlok, po katerem je treba vse transakcije nad 1000 dolarjev opraviti prek bančnega sistema. Kontrole sicer ni, zato še vedno precejšen del plačilnega prometa poteka na štiri oči.

počasna, spremljata pa jo deflacija in brezposelnost (še posebej v primeru rigidnosti na trgu delovne sile). To tistim dolžnikom, katerih prihodki izvirajo iz storitvenega sektorja, znižuje zmožnost poplačevanja dolgov.⁸ V skladu s pravilom »en peso za en dolar« se to zgodi ne glede na to, ali so krediti denominirani v dolarjih ali v pesih.

Iz tega sledi, da prva pomankljivost bančnega sektorja ni povezana z izbiro valute, v kateri naj bi bile obveznosti denominirane, temveč z nezmožnostjo prepoznati tveganje, povezano s posojanjem denarja storitvenemu sektorju; to tveganje bi se uresničilo v primeru neugodnih šokov, ki bi vodili v deflacijsko korekcijo. V primeru valutnega odbora bi bilo torej za oblasti priporočljivo vzpostaviti bolj strogo kreditno klasifikacijo, višje rezerve in večji poudarek izračunavanju kapitalskih zahtev za posojila storitvenemu sektorju, ne glede na to, ali so denominirana v pesih ali v dolarjih.

4.2.2 Izpostavljenost bančnega sistema javnemu dolgu

Druga slabost bančnega sistema je ravno tako povezana s kreditnim tveganjem. Argentinske oblasti niso bile sposobne ločiti solventnosti bančnega sistema od solventnosti vlade. Ne glede na kredibilnost valutnega odbora le-ta ni sposoben zagotoviti finančne discipline. V primeru, ko imajo banke terjatve do vlade, kakršnakoli fiskalna kriza, ali kriza javnega dolga neposredno vpliva na solventnost bančnega sistema. Kljub temu pa je prednost konvertibilnosti v tem, da omogoča zaščito bančnega posredovanja pred nepredvidljivo fiskalno politiko – npr. pred moratorijem na odplačevanje dolga – pod pogojem, da banke niso znatno izpostavljene vladnemu dolgu. Razlog za to je dejstvo, da je v režimu valutnega odbora dolar tista zaloga vrednosti, ki omogoča finančno posredovanje in katerega kvaliteta ni neposredno odvisna od solventnosti vlade.⁹ To posebnost valutnega odbora bi glede na fiskalne težave v državi v večji meri morala izkoristiti tudi Argentina.

Fiskalni deficit je naraščal in, ko so bili ostali viri financiranja izčrpani, se je država začela zadolževati pri domačih bankah. V prvi polovici 90. let je bil vir naraščajočih finančnih potreb prihodek od prodaje državnega premoženja in zadolževanje na mednarodnih finančnih trgih. Po mehiški finančni krizi pa se je vlada zatekla k domačim virom, še posebej k pokojninskim skladom in k lokalnim bankam. Njihov delež v kreditiranju vlade se je konstantno povečeval, po letu 2001, ko svežih finančnih sredstev ni bilo več mogoče črpati iz mednarodnih trgov, pa so predstavljali za mednarodnimi organizacijami drugi največji vir financiranja.

⁸ Deflacijska korekcija v primeru valutnega odbora znižuje vrednost prihodkov storitvenega sektorja v primerjavi s proizvodnim, kar pomeni, da se dolg storitvenega sektorja povečuje (zmožnost poplačevanja kreditov pada). V nasprotju s tem, pa se v državi z režimom fleksibilnega deviznega tečaja in brez dolarizacije obveznosti, korekcija realnega deviznega tečaja opravi s pomočjo nominalne deprecijacije, kar vodi do boljše plačilne sposobnosti storitvenega sektorja.

⁹ V nasprotju pa ta pogoj ne velja v primeru, ko je zaloga vrednosti domača valuta.

4.2.3 Pomanjkanje likvidnostnih varoval

Tretja pomanjkljivost argentinskega bančnega sistema se nanaša na neučinkovitost likvidnostnih varoval v primeru navala na banke in odtoka depozitov iz sistema. Potrebno je sicer poudariti, da so visoke likvidnostne zahteve, v veljavi od druge polovice 90. let naprej, znatno povečale fleksibilnost bančnega sistema – varujejo sistem pred likvidnostnimi šoki in pred navali na banke. Zahvaljujoč tem likvidnostnim zahtevam je argentinski bančni sistem lahko prestal dolgotrajen proces dvigovanja depozitov skozi vse leto 2001. Po drugi strani pa nam argentinska izkušnja kaže, da lahko sproščanje zahtev glede likvidnostnih rezerv v času hitrega odtoka depozitov deluje kot negativen signal, ki še pospeši napad na peso in nadaljno izgubo zaupanja.¹⁰ Še več, ko zaupanje izgine, niti splošne likvidnostne zahteve ne morejo več zaščititi plačilnega sistema, ki je v odsotnosti kredibilnega posojilodajalca v skrajni sili ranljiv in lahko pade pod pritiskom navala na banke.

4.3 Režim deviznega tečaja

Obstaja več razlogov, zakaj se države odločajo za režim fiksnega (toda vseeno potencialno prilagodljivega) deviznega tečaja¹¹. Fiksni devizni tečaj lahko predstavlja nominalno sidro, s pomočjo katerega država doseže stabilnost cen, poleg tega pa vzpodbudi pritok tujega kapitala v državo. Fiksni devizni tečaji ohranjajo obrestne mere na nižjih ravneh kot ponavadi. Po drugi strani pa fiksni devizni tečaj pomeni potencialno nevarnost, da postane realni devizni tečaj precenjen, bodisi zaradi hitrejšega naraščanja cen doma kot v konkurenčnih državah bodisi zaradi relativnega znižanja nominalne vrednosti valute konkurenčne države. Visoke obrestne mere predstavljajo za tuje kreditorje vzpodbudo za dodatno financiranje deficita tekočega računa, vse dokler ne prevlada strah pred devalvacijo valute (Feldstein, 2002a, str. 7).

Argentinska vlada se ni želela odreči svojemu nevzdržnemu fiksnemu deviznemu tečaju zato, ker je vsaka devalvacija boleča. Po eni strani povzroča naraščanje inflacije, po drugi strani pa lahko domači dolg, denominiran v tuji valuti, povzroči velike izgube in bankrote. Poleg tega zavlačevanje devalvacije pušča odprto možnost spontane korekcije deficita tekočega računa v primeru apreciacije valute konkurenčne države. Na žalost pa tovrstno zavlačevanje v praksi le še poudari trgovinska neravnotežja in poveča strošek devalvacije, ko do nje pride (Feldstein, 2002a, str. 8).

¹⁰ Mnogo analitikov je opozarjalo pred potencialnimi negativnimi posledicami sproščanja likvidnostnih zahtev. To je bil tudi glavni razlog za spor med centralno banko in gospodarskom ministrom Cavallom.

¹¹ Vsi t.i. fiksni devizni tečaji (tudi argentinski valutni odbor) so potencialno prilagodljivi vse do takrat, dokler se država ne odreče svoji valuti (kot so storile članice EMU).

Kljub očitnim težavam, povezanih z režimom fiksnega deviznega tečaja, v stroki valutni odbor še vedno uživa določeno mero podpore. Takšen devizni tečaj ni prilagodljiv, temveč je fiksiran z mehanizmom, ki avtomatsko dvigne obrestne mere do višine, pri kateri vzdržuje zadostno povpraševanje po domači valuti. Argentina se je leta 1999, ko je še uspela vzdrževati konvertibilnost, znašla v tvegani situaciji. Brazilija, njen največji konkurent, je prešla na režim fleksibilnega deviznega tečaja, kar je povzročilo naraščanje konkurenčnosti brazilskega reala in padanje konkurenčnosti pesa. Posledica tega je bil naraščajoč trgovinski primankljaj Argentine in povečan pritisk na valuto, kar se je odrazilo v izredno visokih realnih obrestnih merah. Zvišanje obrestnih mer je povzročilo oslabitev argentinskega gospodarstva in napihovanje vladnega deficita zaradi višjih obrestnih mer na nacionalni dolg ter manjšega obsega zbranih davkov (Feldstein, 2002a, str. 7).

Dodatno nestabilnost argentinskega režima deviznega tečaja je predstavljala popolna konvertibilnost kapitalskega računa. Ta prebivalec Argentine ni omogočala le menjave pesov za dolarje po fiksnem deviznem tečaju, temveč tudi neomejen izvoz teh dolarjev. Ko se je pojavil strah pred devalvacijo ter dvomi o nadaljnem obstoju konvertibilnosti, je odtok kapitala krizo še poglobil. V naslednjih podpoglavjih sta predstavljeni glavni težavi, s katerima se je v okviru režima deviznega tečaja soočila argentinska vlada – dolarizacija argentinskega gospodarstva in precenjenost pesa.

4.3.1 Dolarizacija argentinskega gospodarstva

Posledica konvertibilnosti in krepitve bančnega sistema v Argentini je bil vedno višji nivo finančne dolarizacije. Ta pojav sicer ni bil v načrtih prvotnih snovalcev konvertibilnosti, je bil pa glede na implikacije politike, katere produkt je bila konvertibilnost ter rigidnosti v tržnem zaznavanju tečajnega tveganja pričakovan.

Domingo Cavallo, gospodarski minister Argentine ob začetku in ob koncu desetletja konvertibilnosti (1991 – 2001) je nenehno trdil, da obstaja le en način izstopa iz konvertibilnosti – uveljavitev pesa kot močne mednarodne valute. V tem primeru naj bi bil prehod eleganten in popolnoma naraven. Takšne težnje pa ni bilo enostavno pretvoriti v ukrepe, ki bi uspešno zaustavili naraščajočo finančno dolarizacijo, saj se je vlada bala, da bi takšni ukrepi pomenili signal trgu, da sama ne verjame v zamenljivost pesa za dolar v razmerju ena proti ena. Zato so bile oblasti zadržane pri sprejemanju smernic, ki bi eksplicitno odvrčale gospodarske subjekte od uporabe dolarja v finančnih pogodbah. Ravno tako se vlada na domačem trgu ni zadolževala v pesih; in sicer ne zato, ker je bil dolarski dolg cenejši, temveč zato, ker bi izpostavljanje dodatnemu strošku izgledalo kot zavarovanje pred bodočo devalvacijo, kar pa bi zopet vodilo v izgubo zaupanja v pravilo en peso za en dolar (Schmukler, de la Torre, Levy Yeyati, 2002, str. 5).

Strah pred nominalno devalvacijo je bil eden glavnih razlogov za finančno dolarizacijo v desetletju konvertibilnosti. Dolarizacija je vztrajno prodirala v aktivo in pasivo tako privatnega kot tudi javnega sektorja, še posebej pa je bila značilna za posojila storitvenemu sektorju. Naraščala je tudi dolarizacija javnega dolga, kar pa ni bila le posledica bančnih kreditov javnemu sektorju, temveč je bil tudi javni dolg, ki je nastal kot posledica reforme sistema socialnega varstva, denominiran v dolarjih.

Značilno za finančno dolarizacijo v Argentini je to, da je prišlo do asimetrije med zamenjavo sredstev in zamenjavo valute. To z drugimi besedami pomeni, da je dolar prevzel vlogo hranilca vrednosti, ni pa bil uveljavljen kot plačilno sredstvo. Cene v dolarjih so bile omejene zgolj na mednarodno trgovane dobrine in na nepremičnine, uporaba dolarja v vsakodnevni transakcijah pa je bila minimalna (Schmukler, de la Torre, Levy Yeyati, 2002, str. 5).

Povišana raven finančne dolarizacije je sicer dodatno okrepila pravilo en peso za en dolar, vendar na račun pesa – Argentina se je namreč vedno bolj oddaljevala od nerealnega načrta krepitve pesa, kar je bil cilj prvotnih snovalcev konvertibilnosti. Z vztrajnim povečevanjem finančne dolarizacije je postajalo vse bolj jasno, da bi neurejen in neorganiziran izstop iz konvertibilnosti pomenil katastrofo – povzročil bi nesolventnost dolžnikov v storitvenem sektorju in posledično celotnega bančnega sistema.

Visoka raven finančne dolarizacije je bila očitno ključni razlog za protislovja v zaupanju investitorjev v valutni odbor in labilnost tržnega sentimenta. Po eni strani je dolarizacija v stabilnih obdobjih povečevala zaupanje v trajanje konvertibilnosti, kar se je odražalo v izredno nizkih peso premijah, po drugi strani pa je visoka stopnja dolarizacije v turbulentnih obdobjih povečala negotovost investitorjev in valutno premijo.

4.3.2 Precenjenost pesa

Z vidika argentinske trgovinske in proizvodne strukture je bila vezava pesa na dolar izredno neugodna. Argentina še zdaleč ne spada v optimalno valutno območje z ZDA. Vsaka od teh dveh držav je izpostavljena drugačnim šokom. Poleg tega opravi Argentina precejšen del svoje mednarodne menjave z državami, katerih valute nihajo nasproti dolarju. In nenazadnje ima Argentina relativno zaprto gospodarstvo z velikim storitvenim sektorjem, kar bi v primeru možnosti spreminjanja nominalnega deviznega tečaja pomenilo prednost pred odprtimi gospodarstvi z majhnimi storitvenimi sektorji (Schmukler, de la Torre, Levy Yeyati, 2002, str. 3).

Konvertibilnost je bila v Argentini izbrana kljub naštetim razlogom. Pri odločanju za ali proti konvertibilnosti je argentinska vlada bolj kot dolgoročno rast upoštevala fiskalno in monetarno politiko. Konvertibilnost je bila odgovor na hiperinflacijo in posledično

implozijo finančnega posredništva ter nenehnega poslabševanja domače valute in fiskalne politike.

Argentinski peso je ostro relativno apreciral glede na valute glavnih trgovinskih partnerjev, kar je bila posledica dražitve dolarja v primerjavi z evrom in valutami ostalih novo-vzpenjajočih se gospodarstev (še posebej brazilskega reala). V tabelah 4 in 5 je prikazano gibanje realnega efektivnega deviznega tečaja v obdobju med 1995 in 2002 ter med januarjem in avgustom leta 2002.

Tabela 4: Gibanje realnega efektivnega deviznega tečaja med leti 1995 in 2002.

	Realni efektivni devizni tečaj*	
	1995=100	% sprememba od prejšnjega obdobja**
1995	100,0	-6,9
1996	96,6	-3,4
1997	100,0	3,5
1998	102,1	2,1
1999	121,4	18,9
2000	120,3	-0,9
2001	128,2	6,6
2002	53,4	-58,4

*Temelji na menjavi s šestimi glavnimi trgovinskimi partnerji; deflacionirano s cenami življenjskih potrebščin.

**Negativna sprememba pomeni deprecijajo, pozitivna pa apreciacijo tečaja.

Vir: Institute of International Finance, 2002

Tabela 5: Gibanje realnega efektivnega deviznega tečaja od januarja do avgusta leta 2002

	Realni efektivni devizni tečaj*	
	1995 = 100	% sprememba od prejšnjega obdobja**
Januar	80,2	-35,4
Februar	64,0	-20,1
Marec	52,9	-17,3
April	49,1	-7,2
Maj	46,1	-6,1
Junij	44,9	-2,7
Julij	47,9	6,6
Avgust	50,6	5,6

* Temelji na menjavi s šestimi glavnimi trgovinskimi partnerji; deflacionirano s cenami življenjskih potrebščin.

** Negativna sprememba pomeni deprecijajo, pozitivna pa apreciacijo tečaja

Vir: Institute of International Finance, 2002

Zakaj ni Argentina devalvirala pesa že v letih 1997, 1998 ali 1999, ko bi bila devalvacija in njeni stroški znatno nižji kot leta 2002. Feldstein (2002a, str. 7) navaja tri razloge.

Prvič, obstajal je strah, da bi z opustitvijo fiksnega deviznega tečaja in devalvacijo pesa zopet prišlo do visokih stopenj inflacije, značilnih za obdobja pred vezavo pesa na dolar.

Drugič, argentinska gospodinjstva in podjetja so imela večino dolga denominiranega v dolarjih, zato bi morebitna devalvacija znatno oslabila njihovo plačilno sposobnost in vodila v bankrote. Devalvacija bi bila neprijetna tudi za vlado, saj bi glede na to, da se davki pobirajo v pesih, dolarski dolg predstavljal še večje breme.

Tretjič, argentinske oblasti so še vedno upale, da bo prišlo do izboljšanja položaja. Velik trgovinski deficit ZDA je nakazoval, da bi dolar lahko izgubil vrednost glede na jen in na evropske valute, kar bi povečalo mednarodno konkurenčnost argentinskih proizvodov.

5 POTEK IN REŠEVANJE KRIZE

Predsednik De la Rúa in njegova administracija so se že na začetku svojega mandata znašli v neugodni situaciji. Peso je bil precenjen, gospodarska rast je stagnirala in dolg je bilo vse težje servisirati. V naslednjih podpoglavjih so predstavljeni vladni načrti za oživitev rasti, servisiranje dolga in načini reševanja problema nekonkurenčnosti argentinskega pesa.

5.1 Vladni poskusi reševanja krize

5.1.1 Oživitev gospodarske rasti

Vladna strategija reševanja krize je temeljila na oživitvi rasti, potrebno pa je omeniti, da so se sredstva za doseganje tega cilja močno spremenila po aprilu leta 2001, ko je Domingo Cavallo zasedel mesto gospodarskega ministra. V letu 2000 je vlada želela oživitev rasti doseči indirektno – s fiskalnim prilagajanjem, ki je vključevalo tudi povečanje davkov januarja 2000 in s katerim naj bi ponovno pridobili zaupanje investitorjev. Oblasti so upale, da bi povečanje zaupanja vodilo k povečanju pritokov kapitala in rasti ter večji vzdržnosti dolga in tekočega računa plačilne bilance. Ker zaupanje ni bilo povrnjeno, je vlada pozornost usmerila v prepričevanje domače in tuje javnosti, da stanje argentinskega dolga še ni nevzdržno ter da je dolgove sposobna plačevati (Schmukler, de la Torre, Levy Yeyati, 2002, str. 10).

Piko na i so postavili dogodki v ZDA 11. septembra. Ti so namreč še povečali vsesplošno zaskrbljenost zaradi globalnega umirjanja gospodarske rasti, le-to pa je vplivalo na močan padec cen surovin in negativno razpoloženje investitorjev do bolj tveganih naložb na t.i. *emerging markets*, kar je bilo sicer očitno že v prvi polovici leta 2001 (Pivk, 2002, str. 23).

Argentini pa niso obrnili hrbta le tuji investitorji, saj so podatki o begu domačega kapitala pokazali, da se je negotovost naselila tudi med domače investitorje. V drugi polovici leta

2001 je več kot 12 milijard bančnih depozitov »zapustilo« državo, pri čemer so približno tri četrtine tega zneska pripadale privatnemu sektorju, za več kot 11 milijard dolarjev pa so se v tem obdobju zmanjšale tudi argentinske devizne rezerve (Pivk, 2002, str. 23).

5.1.2 Reševanje problema precenjenosti valute

Dvomi glede vzdržnosti deviznega tečaja v razmerju en peso za en dolar so se aprila 2001 še dodatno povečali. Takšen tečaj ni bil več veljaven za blagovne transakcije in pojavil se je strah, da bi se enako lahko zgodilo s finančnimi transakcijami. Ob povečanem deželnem tveganju, slabem gospodarskem položaju in občutnem padcu vrednosti brazilskega reala¹² se je Cavallo jeseni 2001 odločil še za spremembo v shemi »eden za eden«, saj je peso razen z dolarjem začel pokrivati tudi z evrom. Tržna reakcija ponovno ni bila ugodna, kajti trgi so ta ukrep razumeli kot prvi korak k devalvaciji pesa. Vse skupaj pa sta še poslabšali odstavitev guvernerja centralne banke Pedra Poua, ki so ga investitorji videli kot varuha monetarne stabilnosti Argentine in sprememba v pooblastilih centralne banke, kar je bilo za investitorje še dodatno slabo znamenje. S tem je Cavallo umaknil omejitve, ki so centralni banki onemogočale tiskanje denarja, s čimer je diskreditiral temelj konvertibilnosti (Schmukler, de la Torre, Levy Yeyati, 2002, str. 11).

5.1.3 Vladna strategija servisiranja dolga

Dominga Cavalla, ki je veljal za nekakšnega heroja administracije predsednika Menema, saj je uvedel ekonomske reforme, ki naj bi gospodarsko okrepile Argentino, je aprila leta 2001 De la Rúa ponovno postavil v vlogo rešitelja. Vendar pa predvsem zaradi dejstva, da je pri tem dobil skoraj neomejena pooblastila, to ni bila dobra odločitev. Cavallo je namreč napovedal, da bo proračunsko porabo omejil v precejšnji tajnosti, s čimer naj bi preprečil naraščanje politične napetosti, vendar pa s tem ni dosegel pozitivnih reakcij investitorjev, ki so na proračunskem področju pričakovali jasne odločitve (Pivk, 2002, str. 23).

Finančni minister Cavallo je bil prisiljen še resneje ukrepati, pri čemer je največjo pozornost namenil reševanju proračunskega primankljaja, ki se ga (čeprav je vlada 9. julija 2001 objavila, da bo delovala po pravilu uravnoteženega proračuna) Argentina nikakor ni mogla znebiti. Cavallo se je svoje vloge lotil kar z zniževanjem plač državnih uslužbencev in pokojnin, pri čemer je predvideval, da bo strogi varčevalni program pripomogel k znižanju obrestnih mer, spodbudil gospodarsko rast in s tem posledično tudi povečal davčne prilive. Sledilo je obširno prestrukturiranje argentinskega javnega dolga, ki naj bi predvsem z zamenjavo kratkoročnega dolga za dolgoročnega prispevalo k izboljšanju fiskalnega položaja, vendar je bilo delo opravljeno le na pol, saj so ukrepi prizadeli le domače upnike.

¹² Z ravni okoli 1,94 za dolar z začetka leta 2001 je v septembru istega leta vrednost padla na 2,84 za dolar oziroma za okoli 45 odstotkov.

Proračun naj bi zaradi znižanja kuponske obrestne mere in z delnim odlogom plačila obresti na leto sicer prihranil dobri dve milijardi dolarjev, vendar je bilo očitno, da so bili upniki v to zamenjavo skoraj prisiljeni, da so bili na koncu »prikrajšani« in da se Cavallo v primeru restrukturiranja dolga ni prav dosti posvetoval z različnimi washingtonskimi denarnimi institucijami. Razpoloženje je bilo zato vse slabše, tako da je Cavallo po 30. septembru 2001, ko se je po »špekulativnem« napadu na banke stanje depozitov v enem dnevu zmanjšalo za milijardo dolarjev, bil prisiljen sprejeti nove ukrepe (Pivk, 2002, str. 24).

5.2 Zlom decembra 2001

Zaradi nadaljevanja gospodarske kontrakcije ter naraščanja dvomov glede vzdržnosti deviznega tečaja in javnega dolga se je argentinsko gospodarstvo znašlo v začaranem krogu.

Dejstvo, da je Argentini že obljubljeni finančno pomoč odklonil tudi Mednarodni denarni sklad, ki je sicer Argentini v letu 2001 odobril rekordnih 22 milijard dolarjev posojil, je Cavalla in predsednika De la Ruo na koncu stalo celo položaja. Argentinec je razburila predvsem omejitev dvigovanja gotovine z bančnih računov na 250 dolarjev na teden oziroma 1000 dolarjev na mesec, t.i. *corralito*¹³, čemur so sledili ulični nemiri, menjave predsednikov, razglasitev moratorija na odplačevanje dolga, opustitev valutnega odbora (40 odstotna devalvacija se je takoj izkazala za nezadostno) ter prisilna konverzija v dolarjih denominiranih finančnih pogodb v pese, pri čemer so bila za bančna posojila in depozite uporabljena različna menjalna razmerja (»asimetrična pesifikacija«).¹⁴ Zavzetje ulic se je končalo z razdejanjem in krvavimi nemiri, pri čemer je šest ljudi izgubilo življenje pred »vrati« predsedniške palače, ki sta jo Cavallo in De la Rúa zapustila 19. oziroma 20. decembra 2001 (Edwards, 2002, str. 3).

5.3 Argentina v letu 2002

Eduardo Duhalde, ki ga je argentinski parlament s prepričljivo večino izvolil 3. januarja 2002, je takoj predstavil paket ukrepov novega finančnega ministra Lenicova. Paket ukrepov je temeljil na devalvaciji pesa, poudarek pa je bil na naslednjih spremembah (Pivk, 2002, str. 24):

¹³ Ime *corralito* (ograjica) je bilo sprva uporabljeno zato, ker so bili depoziti mobilni znotraj finančnega sistema, niso pa smeli sistema zapustiti. V januarju 2002 pa je bil z namenom reorganizacije depozitov sprejet strožji ukrep, imenovan *corralón* (ograja).

¹⁴ Dolarska posojila so bila prisilno menjana v pese po tečaju 1 dolar = 1 peso, medtem ko so bili bančni depoziti menjani po tečaju 1 dolar = 1,4 pesa.

- Dvojni devizni režim. Devalvacija pesa z v zadnjem desetletju veljavnega enega pesa za en dolar na fiksni tečaj 1,4 za dolar, pri čemer bo ta tečaj veljal za večino finančnih transakcij oziroma v primeru izvoza in uvoza, pri ostalih transakcijah (npr. v turizmu) pa se bo tečaj oblikoval prosto (prosto drseči režim deviznega tečaja). V roku nekaj mesecev naj bi v celoti prešli na prosto drseči režim deviznega tečaja.
- Obstoječi bančni depoziti v pesih ali v dolarjih ostanejo nespremenjeni, pri čemer bodo tisti v dolarjih zamrznjeni še več kot eno leto.
- Bančna posojila, denominirana v dolarjih in v višini do 100.000 dolarjev (takšnih je več kot 80 odstotkov), bodo pretvorjena v pese po starem fiksnem tečaju en peso za en dolar, s čimer naj bi zaščitili številne Argentine, ki dobijo plačo v pesih, dolgove pa imajo v dolarjih. Bančne izgube iz tega naslova v višini več kot 6 milijard dolarjev bodo delno pokrili z izrednimi davki na izvoz nafte.
- Cene javnih storitev, ki temeljijo na dolarju (npr. preskrba z vodo in elektriko), bodo obračunane v pesih po starem fiksnem tečaju en peso za en dolar.
- Omejitev dvigovanja gotovine z bančnih računov na 1000 dolarjev na mesec ostaja, vendar naj bi ukrep postopno omilili.

Dve najvidnejši odločitvi, ki ju je takoj po izvolitvi sprejel Duhalde, pa sta bili ratifikacija moratorija na odplačevanje dolga, ki ga je v svojem kratkem mandatu razglasil njegov predhodnik Rodriguez Saa ter razglasitev uradnega konca konvertibilnosti. Žal pa so bile odločitve glede ohranjanja dvojnega deviznega tečaja in konverzije večine bančnih posojil, ki jih je v začetku svojega mandata sprejela Duhaldejeva administracija, bolj pod vplivom političnih pritiskov kot pa ekonomske logike. Že po enem mesecu je realnost argentinskega gospodarstva vlado prisilila v prehod na režim prosto drsečega deviznega tečaja za transakcije uvoza in izvoza. Devizni tečaj za menjavo v dolarjih denominiranih bančnih depozitov je bil mnogo višji, kot pa na trgu oblikovani devizni tečaj, uporabljen pri menjavi bančnih posojil, kar je povzročalo velike kapitalske izgube in nesolventnost argentinskih bank. Poleg tega je nova zakonodaja posojilodajalcem močno otežila in zmanjšala možnosti za izterjavo dolgov tudi v primeru, ko je posojilojemalec imel možnost za poplačilo le-teh (Mussa, 2002a, str. 50).

Kljub temu je potrebno omeniti, da je bil do sredine maja 2002 opazen določen napredek – predsedniku Duhalde-ju in guvernerjem provinc je uspelo doseči mnogo sporazumov,¹⁵ žal pa je največkrat zmanjkalo specifičnih ukrepov in politične volje za dejansko izpeljavo sprememb. Minister za gospodarstvo Remes Lenicov je odstopil, ko je Kongres zavrnil enega ključnih elementov za ponovno oživitev bančnega sistema. Kot rečeno, vsem

¹⁵ Med obetavnejšimi ukrepi nove administracije je zagotovo doseženi dogovor o začasnem zmanjšanju transferov provincam s strani centralne vlade (Mussa, 2002a, str. 45).

poskusom argentinskih oblasti za finančno in gospodarsko stabilizacijo manjka temeljit, konsistenten in kredibilen program (Mussa, 2002a, str. 54).

5.4 Zahteve za ponovno stabilizacijo in oživitev argentinskega gospodarstva

Mussa (2002a, str. 60) je izpostavil šest elementov, ki bi jih moral vsebovati nov program argentinske vlade in tako zagotoviti nova finančna sredstva s strani mednarodne skupnosti.

5.4.1 Realna ocena stanja

Nov program bi moral biti sestavljen na osnovi zmerno optimističnih ugotovitev glede stanja v argentinskem gospodarstvu, ki bi predvidevale določeno uspešnost stabilizacijskih reform, ne pa na osnovi popolnoma nerealnih ocen prejšnjih administracij. Četudi bi bile stabilizacijske reforme uspešne, bo zagotovo potrebno nekaj časa, da se ustavi padanje bruto domačega proizvoda in vrednosti pesa. V tabeli 6 so prikazani izbrani podatki o argentinskem gospodarstvu, ki vključujejo oceno za leto 2002 in napoved za leto 2003.

Tabela 6: Izbrani podatki o argentinskem gospodarstvu

	2000	2001	2002*	2003**
Realni BDP (% sprememba)	-0,8	-3,9	-9,0	2,0
Cene življenjskih potrebščin (% sprememba)	-0,9	-1,1	35,0	29,7
Trgovinska bilanca (v mia \$)	2,6	7,5	12,2	13,2
Tekoči račun	-8,9	-5,5	-0,3	0,4
Rezerve (v mia \$)	25,1	14,5	14,1	16,6
Zunanji dolg (v mia \$)	147,3	148,1	152,9	158,5

* ocena IIF

** napoved IIF

Vir: Institute of International Finance, 2002

5.4.2 Vladni proračun

Vladni proračun mora biti realističen in vsebovati ukrepe, ki bodo zagotovili, da bo deficit ostal znotraj začrtanih meja ter, da se vladi pri financiranju deficita ne bo potrebno zatekati h kreaciji denarja v tolikšnem obsegu, ki bi vodil v hiperinflacijo. Argentini bo določene fiskalne koristi prineslo tudi odlaganje plačil obresti in glavnice zunanjega dolga.

Večino notranjega dolga bi bilo potrebno servisirati, razen, če argentinske banke in pokojninski skladi, ki so nosilci večine tega dolga, ne razglasijo moratorija na odplačevanje svojih obveznosti. Davčni prihodki bodo v bližnji prihodnosti po vsej verjetnosti precej nizki, kar gre pripisati predvsem gospodarskemu zlomu in tradicionalno slabi davčni disciplini argentinskega prebivalstva. Poleg tega bi morala vlada vzpostaviti red v bančnem sistemu, politično izjemno zahtevna in pomembna naloga pa bo vpeljati določeno mero finančne discipline v province.

Na podlagi zgoraj naštetih dejstev je jasno, da bo ohranjanje deficita znotraj vzdržnih meja izredno težavno. Majhen delež deficita bo mogoče financirati iz zunanjih virov in argentinskih deviznih rezerv, kljub temu pa bo kreacija denarja in denarnih nadomestkov zagotovo preseгла prvotno planirane 3 milijarde pesov. Financiranje iz tovrstnih virov je treba vzeti v zakup, pod pogojem seveda, da bo njihov obseg ostal v določenih okvirih, ki še ne bi pomenili nevarnosti hiperinflacije. To pomeni, da bo Mednarodni denarni sklad moral v primeru Argentine dopustiti nekoliko višji deficit in stopnjo inflacije, kot je predvideno v državah, ki prejemajo pomoč Sklada, argentinska vlada pa bo s tem dobila več maneverskega prostora na področju fiskalne politike. Tako bi imel program pomoči vsaj malo možnosti za preživetje, argentinska vlada pa ne bi še dodatno izgubila kredibilnosti.

5.4.3 Monetarna politika

Argentinska vlada je napovedala, da bo vodila monetarno politiko inflacijskega ciljanja, kar bi lahko bila ustrezna politika tudi po letu 2004, ko naj bi stabilizacijski ukrepi že uspeli okrepiti rast, ukrotiti inflacijo in obnoviti finančni sistem.¹⁶ Kljub temu pa bo imela Centralna banka Argentine v letu 2003 zagotovo veliko dela pri usklajevanju nestabilne ponudbe in povpraševanja po denarju, saj ji bo preprosto zmanjkalo sredstev za doseganje zadanih inflacijskih ciljev.

Cilj monetarne politike bi morala biti nevtralizacija prvotnega inflacijskega pritiska in znižanje inflacije na bolj vzdržne ravni v roku naslednjih dveh let. Pri tem bo monetarna politika potrebovala pomoč fiskalne politike in sicer predvsem v smislu ohranjanja javnega dolga v določenih okvirih in zagotavljanja neodvisnosti monetarne politike od potreb javnih financ.

5.4.4 Fleksibilni devizni tečaj

Da bi se argentinska vlada lahko učinkovito spopadla s trenutno krizo, mora biti v veljavi ustrezen režim deviznega tečaja. Prvotni poskus Duhaldejeve administracije, da za obdobje nekaj mesecev uvede dvojni devizni tečaj (s tečajem 1,4 pesa za ameriški dolar za večino transakcij), se je izkazal za neuspešnega. Ne le, da je bil takšen sistem že po nekaj tednih obsojen na propad, temveč je še dodatno spodkopal že tako močno načeto kredibilnost argentinske vlade.

Enoten fleksibilni devizni tečaj predstavlja v tem trenutku edino realno možnost za Argentino. Primerno protiutež nihanjem na deviznem trgu predstavlja državna intervencija, katere namen pa ne bi smela biti obramba nekega vnaprej določenega deviznega tečaja.

¹⁶ Mehika je bila nekaj let po finančni krizi uspešna pri ciljanju inflacije, podobno je ravnala tudi Brazilija, vendar je potrebno poudariti, da kriza v Braziliji še zdaleč ni bila tako globoka kot v Argentini.

Oblasti v Argentini se morajo sprijazniti z dejstvom, da je nadaljna realna, še bolj pa nominalna deprecijacija pesa neizogibna.

Kot v ostalih državah, kjer je prišlo do zloma deviznega tečaja, je bila tudi v Argentini deprecijacija najbolj intenzivna v obdobju neposredno po zlomu deviznega tečaja, z umirjanjem krize pa je pričakovati tudi zmanjševanje intenzivnosti deprecijacije.

5.4.5 Ureditev razmer v bančnem sistemu

Argentinska vlada mora kot predpogoj za ponovno rast argentinskega gospodarstva prevzeti odgovornost za nered in urediti razmere znotraj bančnega sistema. Nesolventnost bank je posledica štirih dejanj argentinskih oblasti:

- razglasitev moratorija na odplačevanje v dolarjih denominiranega dolga,
- izhod iz konvertibilnosti,
- ukrep, na podlagi katerega so dolarska posojila argentinskih bank plačljiva v pesih in
- ukrep, na podlagi katerega so dolarski depoziti spremenjeni v pese po mnogo višjem tečaju kot dolarska posojila.

Že v sredini leta 2001 je bilo jasno, da sta prvi dve dejanji neizogibni. Tretje dejanje je bilo posledica spoznanja, da večina argentinskih dolžnikov po padcu Plana Konvertibilnost ne bo sposobna servisirati svojega dolarskega dolga. Posledica teh treh dejanj je bil velik odpis dolarskih sredstev argentinskih bank, ki je bil neizogiben. Usodno za solventnost argentinskih bank pa je bilo četrto dejanje vlade, saj bi menjava dolarskih depozitov v pese po tečaju, kakršen je veljal za posojila, po vsej verjetnosti ne ogrozila solventnosti argentinskega bančnega sistema.

Argentinski vladi je v ključnih trenutkih zmanjkalo političnega poguma, saj prebivalstvu ni zmogla priznati, da se je zaradi njenega delovanja vrednost njihovih dolarskih depozitov zmanjšala. Namesto tega je ohranjala prepričanje, da je vrednost dolarskih depozitov kljub deprecijaciji pesa skoraj nespremenjena in prenesla krivdo za izgube varčevalcev na argentinske banke. S tem je argentinska javnost izgubila zaupanje v bančni sistem, v veliki meri pa tudi v vlado in izpolnjevanje njenih obljub. Poleg tega tudi lastniki bank, ki so bili oropani investiranega kapitala, niso imeli nobenega razloga za ponovno vlaganje v argentinske banke.

Ena od možnosti za rekapitalizacijo argentinskega bančnega sistema bi lahko bilo novo posojilo mednarodne skupnosti, ki pa ni priporočljivo, saj mora argentinska vlada začeti prevzemati odgovornost za svoje napake. Bolje bi bilo, da nosi breme rekapitalizacije argentinskega bančnega sistema vlada, kar pa bo ob izredno omejenih sredstvih zelo

zahtevna naloga. Vlada bi morala omejiti izgube lastnikov bank in tako vsaj delno vzpodbuditi pritek novih sredstev v sistem. Poleg tega mora povrniti zaupanje javnosti v bančni sistem, zato mora prevzeti odgovornost za pretekle napake in dati kredibilna zagotovila, da se podobne napake ne bodo ponovile v prihodnosti. Šele potem, ko bo imela argentinska vlada pripravljen odgovoren načrt za rešitev problemov bančnega sistema, lahko začne mednarodna skupnost razmišljati o možnosti podpore v obliki svežih finančnih sredstev.

5.4.6 Korekten odnos do servisiranja zunanjega dolga

Argentinske oblasti se morajo do svojega zunanjega dolga obnašati odgovorno. Pri reševanju krize zunanjega dolga je potrebno upoštevati dve dejstvi:

- Tuji privatni kreditorji Argentine morajo spoznati, da bodo morali prevzeti svoj delež ekonomske izgube, ki jo je utrpelo argentinsko gospodarstvo v sedanji krizi. Tuji investitorji so bili pri naložbah v Argentini soočeni z določenim tveganjem, ki se je nenazadnje odražalo tudi v obljubljenih visokih stopnjah donosa.
- Argentinske oblasti morajo zagotoviti korekten odnos do investitorjev predvsem v smislu, da ne bodo prisiljeni v prevzemanje neproporcionalno velikih izgub.

Potrebno je seveda poudariti, da so zaradi stanja, v katerem sta se znašla argentinsko gospodarstvo in vladni proračun, sredstva za poplačilo zunanjih dolgov izredno omejena. Šele ko bo opazna ponovna rast argentinskega gospodarstva, bo smiselno začeti pogajanja z zunanjimi kreditorji (Roubini, 2001, str. 12).

6 ARGENTINA IN IMF

Če hoče Mednarodni denarni sklad ostati koristen in uporaben instrument mednarodne skupnosti ter okrepiti svojo vlogo v njej, se mora učiti iz lastnih izkušenj preteklega desetletja v Argentini. Spoznati mora, da je bil tragičen propad prvotno sicer uspešnih stabilizacijskih reform v največji meri posledica dejanj argentinskih oblasti, del odgovornosti pa je potrebno pripisati napakam Sklada. Če bi bile te napake zgolj posamezne zmote, bi bile za splošno delovanje Sklada malo pomembne, ker pa odsevajo širše pomankljivosti, jih je potrebno podrobno analizirati in zagotoviti, da se v prihodnje ne bodo ponavljale (Weisbrot, 2002, str. 2).

6.1 Pregled programov Sklada v Argentini

V obdobju dveh let pred vrhuncem krize 19. decembra 2001 je bila argentinska vlada večkrat deležna finančne pomoči s strani Mednarodnega denarnega sklada. Marca leta

2000 je Argentina dobila 7,4 milijarde dolarjev pomoči, ki pa ga vlada sprva ni uporabila, saj je na paket gledala zgolj kot na varnostni ukrep. Kljub temu pa se je poleti leta 2000 na mednarodnih finančnih trgih začelo širiti prepričanje, da bi argentinska recesija, ki ji takrat še ni bilo videti konca, lahko prerasla v finančno krizo (Taylor, 2002, str. 3).

Decembra leta 2000 je Argentina črpala 2 milijardi dolarjev iz finančnega paketa, naslednji mesec pa ji je IMF odobril še dodatne 6,3 milijarde za program stabilizacije, s čimer je celotni paket znašal 13,7 milijarde dolarjev. Kot pogoj za januarski paket pomoči, je argentinska vlada pristala na vrsto strukturnih ukrepov na področju fiskalne politike, na reformo pokojninskega sistema in na reformo sistema zdravstvenega varstva, kar naj bi pripomoglo k vzpostavitvi bolj vzdržnega fiskalnega položaja ter okrepitvi zaupanja investitorjev (Taylor, 2002, str. 3).

Avgusta leta 2001 je IMF zagotovil Argentini dodatnih 8 milijard dolarjev. 5 milijard je bilo namenjenih za okrepitev rezerv centralne banke v primeru večjega odtoka depozitov v poletnih mesecih. Januarski in avgustovski paket sta bila za argentinske oblasti zadnja možnost za preprečitev katastrofe, ki je sledila v decembru. Pomoč za ta dva paketa je bila črpana iz t.i. *Supplemental Reserve Facility*, katere značilnost je kratka zapadlost (dolg mora biti plačan najkasneje v roku dveh let).

Preostale 3 milijarde so bile namenjene za podporo upravljanju z argentinskim dolgom in povečanju njegove vzdržnosti. Kljub temu pa so se davčni prihodki še naprej zmanjševali, poleg tega pa vladi s provincami ni uspelo doseči dogovora glede transferov, zato je postalo jasno, da Argentini ne bo uspelo izpolniti fiskalnih ciljev za tekoče leto ter da nima nobenih drugih virov financiranja. To je še dodatno vzpodbudilo dvome glede vladne zmožnosti servisiranja dolga (predvsem do domačih bank), kar je v končni fazi vodilo do navala na bančni sistem (Taylor, 2002, str. 3).

Decembra leta 2001 je IMF spoznal, da Argentina ne bo dosegla v avgustu dogovorjenih fiskalnih ciljev, zaradi česar je bilo naslednje izplačilo, predvideno za konec leta, preklicano.

6.2 Vloga in napake Mednarodnega denarnega sklada v Argentini

Za razumevanje vloge in napak Mednarodnega denarnega sklada v Argentini je potrebno ločiti med dvema vlogama, ki simbolizirata njegov položaj v mednarodnem ekonomskem sistemu. Po eni strani se od Sklada pričakuje, da bo interesom njegovih članic služil kot nekakšen »socialni delavec«, po drugi pa kot »policaj« (Mussa, 2002a, str. 67).

V vlogi prvega naj bi Sklad članicam nudil pomoč v obliki nasvetov glede njihove ekonomske politike ter finančno pomoč v primerih dejanskih ali potencialnih težav. Da bi

bil Sklad v svojih stabilizacijskih naporih lahko učinkovit, mora biti za države v krizah na voljo velik obseg finančnih sredstev. Poleg tega pa je potrebno vzeti v zakup dejstvo, da stabilizacijski ukrepi včasih nimajo pričakovanih učinkov in da oživitev gospodarstva ne gre po pričakovani poti, kar pa naj ne bi bil razlog za prekinitve s strani Sklada podprtega programa ekonomske stabilizacije (Mussa, 2002a, str. 67).

Hkrati pa se od Sklada v vlogi strogega »policaja« mednarodnega finančnega sistema pričakuje, da v primeru kriz eksplicitno izpostavi ključne pomanjkljivosti držav članic. V tej vlogi naj bi IMF deloval kot nekakšen katalizator, ki bi s svojo finančno pomočjo v kritičnih trenutkih zapolnil praznine v stabilizacijskih načrtih držav članic. V tem primeru naj bi bila vsaka pomoč Sklada močno pogojevana (Mussa, 2002a, str. 68).

V naslednjih podpoglavjih so predstavljeni trije razlogi, ki jih kritiki Mednarodnega denarnega sklada navajajo kot ključne za poglobitev krize v Argentini (Feldstein, 2002a, str. 15).

6.2.1 Podpora režimu fiksne devizne tečaja

IMF naj bi se predolgo oklepal prepričanja, da je režim fiksne devizne tečaja za Argentino dolgoročno potencialno ustrežna rešitev. Poleg tega je Sklad želel s svojo podporo Argentini jasno pokazati, da se zavzema za tržno usmerjene ekonomske politike, kljub temu, da se je na koncu izkazalo, da je vložil milijarde dolarjev v bitko, ki je ni bilo mogoče dobiti.

IMF ni ustrezno opozoril argentinskih oblasti pred možnimi posledicami vezave pesa na dolar. Ne moremo sicer trditi, da se argentinska vlada ni sama zavedala tveganja, ki ga tak režim prinaša, je pa potrebno poudariti, da je IMF Argentino vzpodbujal, naj nadaljuje z režimom fiksne devizne tečaja in valutnim odborom. Kljub temu, da večina ekonomistov znotraj Sklada zagovarja stališče, da je fleksibilni devizni tečaj (ali vsaj fiksni, toda prilagodljiv d.t.) ustrežnejša dolgoročna rešitev, pa v primeru Argentine niso nasprotovali valutnemu odboru in so bili prepričani, da je režim fiksne devizne tečaja ustrežna dolgoročna rešitev za argentinsko gospodarstvo. Argentinska izkušnja je pokazala ravno nasprotno (Feldstein, 2002a, str. 15).

6.2.2 Podpora ekonomski politiki

Druga napaka Mednarodnega denarnega sklada v Argentini je pravzaprav samo dejstvo, da mu v vseh letih prisotnosti v Argentini ni uspelo vzpodbuditi argentinskih oblasti k vodenju bolj odgovorne fiskalne politike, predvsem v letih visoke rasti sredi prejšnjega desetletja.

Od leta 1991 pa do izbruha mehiške finančne krize ni bila glavna skrb Sklada v Argentini fiskalna politika, temveč režim deviznega tečaja, ki se je leta 1995 sicer zamajal, ni pa padel. Argentina je po vplivom mehiške krize sprejela nekaj ukrepov, ki jih je v veliki meri podpiral tudi IMF. Ti ukrepi so vključevali tudi zmerno restriktivno fiskalno politiko, ki naj bi pripomogla k zmanjšanju deficita tekočega računa in bi hkrati delovala kot pozitiven signal argentinskim kreditorjem (Feldstein, 2002a, str. 15).

Ko je dejanski fiskalni deficit leta 1995 (predvsem zaradi slabšega od pričakovanega stanja v gospodarstvu) presegel načrtovanega, je IMF sicer vztrajal na nekaterih še bolj restriktivnih ukrepih, vendar se je pri tem izkazal z nenavadno veliko mero fleksibilnosti, saj je dovolil popravek navzgor v argentinskih fiskalnih načrtih. Fleksibilnost Sklada pa ni bila simetrična, saj je Argentina leta 1995 vstopila v obdobje visoke gospodarske rasti, ki je bila precej višja, kot je bilo predvideno v analizah Sklada v času določanja fiskalnih načrtov za to obdobje. Zato bi bilo logično pričakovati, da bo argentinski deficit v tem obdobju rasti znatno manjši od pričakovanega, dejansko pa je bil le malo pod načrtovanim oziroma ga je včasih celo presegel (Feldstein, 2002a, str. 15).

6.2.3 Vloga velikih finančnih paketov

IMF je Argentini z milijardami dolarjev odobrenih posojil omogočil prelaganje soočenja s svojimi temeljnimi problemi in opustitvijo valutnega odbora. Posebej kritična se zdi odločitev Sklada o dodatnem finančnem paketu Argentini v decembru 2000 (odobrena s strani Izvršnega odbora januarja 2001), ki je bil še dodatno povečan avgusta 2001, ko je že postajalo jasno, da bo dolg Argentine nevzdržen. S tem finančnim paketom je želel IMF dati Argentini še zadnjo možnost za implementacijo takšne politike, ki bi lahko preprečila gospodarsko in finančno katastrofo (Oxley, 2002, str. 2).

Če bo Sklad nadaljeval s posojanjem prezadolženim državam, bo tudi sam sčasoma zašel v dolgove in posledično ogrozil odnose s svojimi kreditorji ter bo zato omejen pri posojanju ostalim državam, potrebnim pomoči. Zadolžene države pa bodo v vsakem primeru prisiljene v prestrukturiranje dolga, vprašanje je le, ali bo do tega prišlo hitro, ali pa bodo odlašale in s tem zviševale strošek prestrukturiranja (Goldstein, 2003, str. 6).

Celotna finančna pomoč Mednarodnega denarnega sklada Argentini znaša skoraj 14 milijard dolarjev, kar je 520 odstotkov argentinske kvote (normalno je omejitev za državo članico 300 odstotkov kvote), zaradi česar se pojavlja vprašanje, v kolikšnem obsegu in do katere mere naj IMF in mednarodna skupnost podpirata argentinsko vlado pri njenih stabilizacijskih naporih glede na stanje, v katerem se država nahaja (Mussa, 2002a, str. 56).

Kot je razvidno iz tabele 7, naj bi Argentina v obdobju naslednjih treh let vrnila Skladu nekaj precejšnjih zneskov in v primeru neizpolnitve teh obveznosti bi zagotovo prišlo do resnih zapletov med mednarodno skupnostjo in Argentino.

Tabela 7: Predvidena plačila Argentine Mednarodnemu denarnemu skladu v obdobju 2002 – 2006

Kategorija	2002	2003	2004	2005	2006
Glavnica (mio SDR)	3.546	3.153	1.624	2.133	595
Obresti (mio SDR)	354	196	117	65	16
Skupaj (v mio SDR)	3.900	3.349	1.741	2.198	611
Skupaj (v mio USD, 1 SDR = 1,25 \$)	4.875	4.168	2.176	2.747	764

Vir: Mussa, 2002a, str. 56.

Po drugi strani pa bo za Argentino zaradi omejenega dostopa do mednarodnih finančnih trgov plačilo teh obveznosti izredno zahtevna naloga, česar se zaveda tudi IMF, ki je Argentini zaradi bližajočih se volitev že omogočil odlog plačila. Zato se zdi za IMF (pod pogojem seveda, da si argentinska vlada resnično prizadeva rešiti krizo) edina logična rešitev, da Argentini omogoči kratkoročni odlog njenih obveznosti do Sklada.

6.3 Specifike finančne krize v Argentini

Argentinska kriza se od ostalih finančnih kriz zadnjega desetletja razlikuje po intenziteti in dolžini trajanja, po temeljnih vzrokih, ki so do krize pripeljali ter po vlogi, ki jo je v posameznih državah imel Mednarodni denarni sklad.

V Rusiji in državah, ki jih je prizadela azijska finančna kriza, so bili temeljni vzroki za izbruh kriz povezani s strukturnim neravnovesjem in s tem povezanimi reformami, medtem ko ekonomski problemi, s katerimi se je soočila Argentina, spadajo prevsem na področje monetarne politike, fiskalne politike in politike deviznega tečaja. Po mnenju Charlesa Calomiris, ekonomista na univerzi Columbia, se finančna kriza v Argentini od ostalih kriz devetdesetih let razlikuje še v eni stvari. Pri prejšnjih krizah je šibkost bančnega sistema vodila do negativnih pričakovanj glede fiskalnih težav, v argentinskem primeru pa je fiskalna šibkost vodila v slabljenje bančnega sistema, saj je vlada v končni fazi trošila rezerve celotnega bančnega sistema (The Economist, 2002).

Poleg tega je argentinski primer drugačen od ostalih finančnih kriz tudi zato, ker je bil za razliko od drugih držav, ki so bile deležne izdatnejše finančne pomoči Mednarodnega denarnega sklada, le-ta v Argentini prisoten že mnogo let pred izbruhom krize. Argentina je delovala pod pokroviteljstvom in v tesnem sodelovanju z Mednarodnim denarnim skladom že od začetka 90. let. V ostalih primerih pa je IMF s svojimi finančnimi paketi državam v krizi priskočil na pomoč šele po izbruhu krize.

7 SKLEP

Žalostno je, da se je desetletje stabilizacije in reform v Argentini končalo tako tragično. Vendar tak razplet ni bil nujen. Še poleti leta 2001, ko je že postalo jasno, da Argentina ne bo sposobna poplačati svojih dolgov, bi bil mogoč manj katastrofalen izhod iz krize. Za to bi bilo potrebno prestrukturirati argentinski dolg in oblikovati načrt za obvarovanje bančnega sistema ter pretehtati možnosti Plana Konvertibilnost. Dodatni posveti z Mednarodnim denarnim skladom glede izhoda iz sistema fiksnega deviznega tečaja bi bili ravno tako zagotovo koristni, čeprav bi bila opustitev konvertibilnosti kljub še tako dobremu planiranju, managementu in mednarodni podpori izredno mučna.

Argentinska finančna kriza predstavlja resno grožnjo za obstoj in delovanje Mercosur-a in utegne izničiti napore za vzpostavitev prostega trgovinskega območja Latinske Amerike. Mnogo Argentinecev za svoje težave krivi ZDA, saj naj bi jih s svojo politiko pahnilo v krizo, potem pa se umaknile, ker Argentina nima takšnega geopolitičnega pomena kot npr. Turčija (Feldstein, 2002a, str. 3).

Nemogoče je vedeti, kdaj sta argentinski *default* in zlom Plana Konvertibilnost postala neizogibna. Verjetno je bilo jeseni leta 2000 že prepozno. Zagotovo pa takšnega konca ni bilo mogoče predvideti desetletje prej, ko je Argentina začela s stabilizacijo in reformami. Plan Konvertibilnost je zagotovo določil izredno rigiden okvir za argentinsko monetarno politiko in politiko deviznega tečaja. Omejil je razpoložljive možnosti za kljubovanje takšnim zunanjim šokom, kot je bil na primer izhod Brazilije iz njenih na deviznem tečaju temelječih stabilizacijskih naporov. Poleg tega je Plan Konvertibilnost pomenil, da bi bile v primeru njegovega zloma posledice zagotovo bolj katastrofalne kot v primeru manj rigidnega režima deviznega tečaja in monetarne politike (Mussa, 2002a, str. 26).

Kljub temu pa glavni in temeljni vzrok za argentinsko finančno krizo ni Plan Konvertibilnost, temveč velik in nenehen presežek javnega trošenja nad javnimi prihodki, kar je vodilo do nevzdržne akumulacije javnega dolga in v končni fazi do razglasitve moratorija na odplačevanje dolga, ki je dokončno spodkopal temelje za finančno in ekonomsko stabilizacijo Argentine.

Tragedija argentinske finančne krize ni v tem, ker je bila neizogibna, temveč v tem, ker bi se ji dalo izogniti. Po več desetletjih slabih gospodarskih rezultatov in visoke inflacije so reforme Carlosa Menema in Dominga Cavalla prinesle obdobje finančne stabilnosti in gospodarskega napredka. Inflacija je bila odpravljena. Kljub recesiji leta 1995 je gospodarstvo osem let napredovalo z najvišjo povprečno stopnjo v zadnjih petdesetih letih. Menjava je bila liberalizirana. Neučinkovita javna podjetja so bila privatizirana. Bančni sistem je bil zgrajen na zdravi osnovi. Vzpostavljen je bil privatni pokojninski sistem. Domači trg kapitala je bil v razmahu. In kot je ponosno poudaril tudi predsednik Menem v

svojem govoru na letnem srečanju Mednarodnega denarnega sklada in Svetovne banke v oktobru 1998, se je delež Argentinecev, ki živijo v revščini, znižal z 38 odstotkov leta 1989 na 18 odstotkov.

Z reformami je bilo veliko storjenega in še več obljubljenega. Toda temeljna slabost argentinskih oblasti – nesposobnost vodenja odgovorne fiskalne politike – je v končni fazi spodkopala vse obljube in ves napredek. Z milijardnimi dolgovi, zlomom Plana Konvertibilnost, neredom v finančnem sistemu in vse manjšim spoštovanjem zakonov in naraščajočim nezaupanjem v vlado, se Argentina sooča z najhujšo gospodarsko krizo zadnjih petdesetih let.

8 LITERATURA

1. Aguirre-Sacasa Francisco: Argentina A Failure in Market Economics? Financial Times [URL:<http://news.ft.com/ft/gx.cgi/ftc?pagename=View&c=Article&cid=FT3I14SPSYC&live=true>], 14. marec, 2002.
2. Bereuter Doug: Opening Statement Argentina Hearing. Washington DC: Subcommittee on International Monetary Policy and Trade, 5. marec, 2002. 4 str.
3. Dillinger William in Webb B. Steven: Fiscal management in Federal Democracies: Argentina and Brazil. Washington DC: World Bank Working Paper, 2002. 46 str.
4. Edwards Sebastian: The Great Exchange Rate Debate After Argentina. National Bureau of Economic Research Working Paper, B.k., [URL: <http://www.nber/papers/w9257>], oktober 2002.
5. Evans Judith: Latin America: Into the Void. B.k., Institutional Investor, oktober 2002, 4 str. 69-72.
6. Feldstein Martin: Argentina's Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis. Washington DC: Foreign Affairs, [URL:<http://www.foreignaffairs.org/20020301facomment7968/feldstein.htm>], marec/april 2002.
7. Feldstein Martin: Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. B.k., National Bureau of Economic Research [URL: <http://www.nber.org/papers/w8837>], oktober 2002a.
8. Feldstein Martin: Argentina Doesn't Need the IMF. New York: The Wall Street Journal, Commentary, 28. maj, 2002b. 4 str.
9. Fischer Stanley: Financial Crises and Reform of the International Financial System. B.k., National Bureau of Economic Research Working Paper [URL: <http://www.nber/papers/w9297>], oktober 2002.
10. Goldberg Linda, Dages Gerard, Kinney Daniel: Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons From Mexico and Argentina. B.k., [URL: <http://www.nber.org/papers/w7714>]
11. Hanke Steve H.: What Went Wrong in Argentina. Washington DC: Testimony Before the Committee on Financial services, 5. marec, 2002. 10 str.
12. Meltzer Allan H.: Argentina and the IMF. Washington DC: Testimony before the Committee on Financial Structure, Subcommittee on International Monetary Policy and Trade, U.S. House of Representatives, 5. marec, 2002. 4 str.
13. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. GV Založba, Ljubljana, 2002. 682 str.
14. Mussa, Michael: Argentina needs effective not unthinking support. Financial Times, [URL:<http://www.news.ft.com/ft/gx.cgi/ftc?pagename=View&c=Article&cid=FT3TOUVBUTC&live=...>], 9. november, 2001.
15. Mussa Michael: Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy. Washington DC: Institute for International Economics, julij, 2002a. 90 str.

16. Mussa Michael: Latin American Economic Crisis. Institute for International Economics, Testimony before the Subcommittee on International Trade in Finance Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Washington, 14. oktober, 2002b. 20 str.
17. Oxley Michael G.: Argentina's Financial Crisis – Causes and Solutions. Subcommittee on International Monetary Policy and Trade, Washington DC, 5. marec, 2002. 2 str.
18. Perry Guillermo in Serven Luis: The Anatomy and Physiology of a Multiple Crisis: Why Was Argentina Special and What Can We Learn From It? Washington DC, World Bank, 10. maj, 2002. 66 str.
19. Pivk Rok: Argentina – kaj je šlo narobe? Bančni vestnik, Ljubljana (1–2)2002, 3 str. 22-24.
20. Rochter Larry: Argentina Lifts Its Freeze on Most Bank Accounts. The New York Times, [URL: <http://www.nytimes.com/2002/12/03/business/worldbusiness/03PESOhtm?ex=10395828>], 3. december, 2002.
21. Roubini Nouriel: Why should the foreign creditors of Argentina take a greater hit/haircut than the domestic ones: On the economic logic, efficiency, fairness and legality of »discriminating« between domestic and foreign debt in sovereign debt restructurings. Stern School of Business, New York University, 2001. 22 str.
22. Schmukler Sergio, De la Torre Augusto, Levy Yeyati Eduardo: Living and Dying With Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board. World Bank, Washington DC, 15. januar, 2003. 28 str. 27. pril.
23. Sjekloča Marko: Neoliberalistični model in levica. Bančni vestnik, Ljubljana, 10(2000), 4 str. 35-38.
24. Sjekloča Marko: Finančno koncentracijsko taborišče. Bančni vestnik, Ljubljana 10(2002a), 3 str. 18-20.
25. Sjekloča Marko: Rezultati bančnega poslovanja v luči neurejenih političnih razmer. Bančni vestnik, Ljubljana 11(2001b), 3 str. 33-35.
26. Sjekloča Marko: Napačne poti in zmote argentinske gospodarske politike. Bančni vestnik, Ljubljana 6(2001c), 3 str. 19-21.
27. Sjekloča Marko: Tržni fundamentalizem kot neslana šala. Bančni vestnik, Ljubljana 11(2002d), 3 str. 16-18.
28. Taylor John: Statement before the Subcommittee on International Monetary Policy and Trade. Washington DC: The Office of Public Affairs [URL: <http://www.treas.gov/press/releases/po986.htm>], 6. februar, 2002.
29. Weisbrot Mark: Hearing on the State of Argentine Economic Crisis and the Role of the International Monetary Fund. Washington DC: Testimony Before the Subcommittee on International Monetary Policy and Trade, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 5. marec, 2002. 4 str. 6 pril.

9 VIRI

1. Argentina Economic Report. Institute of International Finance, Inc. The Global Association of Financial Institutions, 26. oktober, 2002. 13 str. 6 pril.
2. Argentina Financial Sector Review. World Bank, 1999.
[URL: <http://www.worldbank.org>]
3. Banco Central de la Republica Argentina. [URL: <http://www.bcra.gov.ar>]
4. The Economist: Hanging by a thread. The Economist Global Agenda, [URL: http://www.economist.com/agenda/displayStory.cfm?story_id=1453289], 19. november, 2002.
5. Federal Reserve Bank of San Francisco: Learning from Argentina's Crisis. FRBSF EconomicLetter, [URL: <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2002/el2002-31.html>], oktober 2002.
6. World Press Review: A Rich Country Goes Bust Again: Those Who Ruined Argentina. [URL: <http://www.worldpress.org/americas/0302observateur.htm>], 10. januar, 2002.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

CORRALITO	ograjica
CORRALON	ograja
EMERGING MARKET ECONOMY	novο-vzpenjajoče se gospodarstvo
DEFAULT	izostanek
FEDERAL RESERVE	zvezna rezerva
IMF	mednarodni denarni sklad
MORAL HAZARD	moralno tveganje
PACTO FISCAL	fiskalni sporazum
SELF-FULFILLING CRISIS	samoizpolnjujoča se kriza
SPRING PLAN	pomladni načrt
TWIN CRISIS	dvojna kriza