

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MEDNARODNI POSOJILODAJALEC V SKRAJNI SILI

Ljubljana, marec 2002

BOJAN KUNOVAR

I Z J A V A

Študent Bojan Kunovar 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 21.03.2002.

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD.....	1
2. POSOJILODAJALEC V SKRAJNI SILI	2
2.1. RAZVOJ FUNKCIJE POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	2
2.2. OPREDELITEV FUNKCIJE POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	4
2.3. IZVAJANJE FUNKCIJE POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	7
3. MEDNARODNI POSOJILODAJALEC V SKRAJNI SILI.....	12
3.1. OPREDELITEV MEDNARODNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI.....	12
3.2. LIKVIDNOSTNA KRIZA	13
3.3. POTREBA PO MEDNARODNEM POSOJILODAJALCU V SKRAJNI SILI.....	15
3.4. ZNAČILNOSTI MEDNARODNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	17
3.5. OBLIKE MEDNARODNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	20
3.5.1. <i>Globalna centralna banka</i>	21
3.5.2. <i>Mednarodni bančni sklad</i>	22
3.6. POTENCIALNI MEDNARODNI POSOJILODAJALCI V SKRAJNI SILI.....	23
3.6.1. <i>Federal Reserve kot potencialni mednarodni posojilodajalec v skrajni sili</i>	23
3.6.2. <i>ECB kot potencialni mednarodni posojilodajalec v skrajni sili</i>	25
3.6.3. <i>G-7 kot potencialni mednarodni posojilodajalec v skrajni sili</i>	26
3.7. DOMAČI IN MEDNARODNI POSOJILODAJALEC V SKRAJNI SILI.....	27
3.8. PRIHODNOST MEDNARODNEGA POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	29
4. MORALNO TVEGANJE.....	29
4.1. ASIMETRIČNE INFORMACIJE.....	30
4.2. MORALNO TVEGANJE IN (MEDNARODNI) POSOJILODAJALEC V SKRAJNI SILI	31
5. MDS KOT MEDNARODNI POSOJILODAJALEC V SKRAJNI SILI.....	33
5.1. DELOVANJE MDS-A KOT POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	34
5.2. KRITIKE MDS-A KOT POSOJILODAJALCA V SKRAJNI SILI	37
6. SKLEP.....	41
7. LITERATURA.....	43
8. VIRI.....	44

SLOVAR IZRAZOV

1. Uvod

Razprava o mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili je precej aktualna v luči nenehnih finančnih kriz v državah v razvoju, ki so v 1990-ih letih postale nekakšna zvezda stalnica v vesolju, ki mu pravimo mednarodni finančni sistem. Tema je dejansko del širše debate o celoviti reformi strukture mednarodnega finančnega sistema, ki naj bi bila najbolj obširna od njegove prenove po koncu brettonwoodskega sistema leta 1971. Finančni trgi postajajo vse bolj prepleteni in potrebno je zagotoviti njihovo čim bolj gladko in nemoteno delovanje. Pri tem finančne krize nastopajo kot motnje, ki s svojo silovitostjo omajajo ali celo zrušijo finančne trge in gospodarstva držav, v katerih se pojavijo. Nevarnost okužbe drugih gospodarstev v primeru finančne krize zahteva vzpostavitev učinkovitega mehanizma za njihovo preprečevanje oziroma hitro reševanje. Tu nastopi potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili, ki naj s svojo prisotnostjo in delovanjem zmanjšuje razsežnost posledic in pogostost pojavljanja finančnih kriz.

Enako kot ni soglasja glede oblike, načina delovanja in sploh potrebe po posojilodajalcu v skrajni sili na nacionalni ravni, tako tudi na mednarodni ravni ni enotnega mnenja o tem, ali mednarodni finančni sistem potrebuje takšno institucijo. Prav zaradi nesoglasij je razprava toliko bolj zanimiva in ponuja možnosti preučevanja prednosti in pomanjkljivosti mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili in alternativnih možnosti, ki se ponujajo. Pri tem predlogi segajo od ideje, da naj to vlogo prevzame ena izmed že obstoječih institucij, do zahtev po večjem prevzemu odgovornosti s strani privatnega sektorja.

Namen tega diplomskega dela ni podati jasnega odgovora na vprašanje, ali svet potrebuje mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, kakšna naj bo njegova oblika in kako naj zagotavlja likvidnost v primeru finančnih kriz. Takšen odgovor bi bil namreč le eden izmed mnogih predlogov, ki so del obširne razprave o tej temi. Namen je pregled različnih pogledov na sedanost in vizij prihodnosti mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Kljub temu sprehod skozi literaturo omogoča priti do sklepa o ustrezni obliki in prihodnji vlogi te institucije pri preprečevanju finančnih kriz.

Da bi lažje razumeli idejo o posojilodajalcu v skrajni sili na mednarodni ravni, je najprej potrebno preučiti njegovo ureditev in delovanje na nacionalni ravni, kjer to vlogo praviloma opravlja centralna banka. Drugo poglavje je namenjeno pregledu razvoja in opredelitvi posojilodajalca v skrajni sili na ravni posameznega gospodarstva. Tretje poglavje se ukvarja z osrednjo temo, to je mednarodnim posojilodajalcem v skrajni sili, potrebo po tej instituciji, kako naj bo oblikovana in kdo bi lahko najbolje odigral to vlogo. Glede na to, da sta prisotnost in delovanje posojilodajalca v skrajni sili tesno povezana s pojavom moralnega tveganja, je obravnavi te teme namenjeno četrto poglavje. V petem poglavju pa je obravnavana možnost, da bi funkcijo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili izvajal Mednarodni denarni sklad (MDS). Kljub temu, da MDS trenutno že igra to vlogo, poteka prav okoli tega predloga najbolj burna razprava. Zato je temu posvečeno posebno poglavje.

2. Posojilodajalec v skrajni sili¹

2.1. Razvoj funkcije posojilodajalca v skrajni sili

Glede na to, da funkcijo posojilodajalca v skrajni sili v domačem bančnem sistemu praviloma izvaja domača centralna banka, si je razvoj te funkcije najbolje ogledati skozi prizmo razvoja centralnih bank.

Centralne banke sprva niso bile ustanovljene kot neprofitne, denarno-oblastne institucije, katerih namen je skrb za stabilnost valute in finančnega sistema, temveč kot posebne poslovne banke. Posebne v tem smislu, da so jih v njihovi ustanovni listini kot takšne razglasile vlade. S tem so centralne banke postale banke države in, v večini primerov, prejele tudi monopolne pravice do izdajanja denarja². Ena izmed idej ustanovitve teh bank je bila želja po spodbujanju razvoja poslovnega bančništva. Druga, prav tako pomembna ideja, pa je izhajala iz dejstva, da so se nekatere države soočale z zelo visokimi stopnjami inflacije, ki so bile posledica prekomernega izdajanja državnega denarja za financiranje vojnih izdatkov (gre za obdobje po koncu Napoleonovih vojn). Ustanovitev poslovne (oziroma centralne) banke, ki naj bi imela določeno samostojnost, je bil eden izmed načinov oblikovanja in zagotavljanja monetarne stabilnosti (Goodhart et al., 1994, str. 4).

Vendar pa definicija centralnega bančništva ni enostavna. Po eni strani lahko rečemo, da centralne banke obstajajo od takrat, ko so bile ustanovljene kot posebne poslovne banke, čeprav takrat še niso opravljale vloge, ki jo danes razumemo pod pojmom centralna banka. V skladu s tem so bile prve centralne banke ustanovljene že v 17. stoletju, četudi takrat koncept centralnega bančništva še ni obstajal. Prvo opredelitev tega koncepta lahko zasledimo šele ob koncu 18. stoletja z delom Henry-ja Thornton-a, ki je centralno banko že obravnaval v modernem smislu, čeprav je priznaval obstoj pomanjkljivosti v njenem delovanju.

Nekateri kot datum nastanka centralne banke sprejemajo čas, ko je banka dobila monopolno pravico do izdajanja denarja. V primeru angleške centralne banke bi tako lahko kot prelomno leto jemali 1844, saj naj bi »1844 Act« bistveno povečal njene monopolne pravice v zvezi z izdajanjem denarja. Spet drugi kot ključni trenutek razumejo čas, ko je centralna banka prevzela funkcijo posojilodajalca v skrajni sili. Če gledamo na centralne banke s tega vidika, lahko ugotovimo, da v večini primerov evropske centralne banke devetnajstega stoletja sploh niso bile centralne banke v pravem pomenu besede. To so postale šele precej kasneje (Goodhart et al., 1994, str. 5; Capie, 2001, str. 3). Kljub temu, da je danes povsem jasno, kaj centralna banka je in kakšno vlogo naj bi igrala v gospodarstvu, stvari niso bile popolnoma

¹ Lender of last resort.

² V nekaterih državah (npr. Švedska, Norveška, Finska, Danska, Nizozemska in Avstro-Ogrska) sploh ni bilo potrebe po oblikovanju monopolnega položaja, saj so bile te centralne banke ob ustanovitvi dejansko edine poslovne banke (Goodhart et al., 1994, str. 4).

jasne vse do druge polovice 19. stoletja. Zato se kot letnice nastanka centralnih bank tudi pojavljajo tako različne številke.

Naslednja tabela prikazuje letnice ustanovitve »centralnih bank«, kakor tudi čas, ko so te postale centralne banke v modernem pomenu besede. Moderna opredelitev je funkcijska, kot centralno banko pa razume banko, ki (I) je banka države, (II) je monopolni izdajatelj denarja in (III) opravlja funkcijo posojilodajalca v skrajni sili (Goodhart et al., 1994, str. 5). Iz tabele je razvidno, da je bilo pred letom 1820 le nekaj tovrstnih institucij, pa še teh ne bi mogli imenovati centralne banke. V začetku 20. stoletja je bilo teh institucij že 18 in vse so bile centralne banke. Centralne banke, ki so nastajale kasneje, so v glavnem že takoj prevzele vse funkcije, zato se letnice med seboj ne razlikujejo.

Tabela 1: Centralno bančne institucije pred letom 1900*

Banka	Leto ustanovitve	Monopol nad izdajanjem denarja	Posojilodajalec v skrajni sili (obdobje)
Sverige Riksbank	1668	1897	1890
Bank of England	1694	1844	1870
Banque de France	1800	1848	1880
Bank of Finland	1811	1886	1890
Nederlandsche Bank	1814	1863	1870
Austrian National Bank	1816	1816	1870
Norges Bank	1816	1818	1890
Danmarks National Bank	1818	1818	1880
Banco de Portugal	1846	1888	1870
Belgian National Bank	1850	1850	1850
Banco de Espana	1874	1874	1910
Reichsbank	1876	1876	1880
Bank of Japan	1882	1883	1880

*Tabela ne upošteva centralno bančnih institucij Nizozemskih Antilov (1828), Indonezije (1828), Bolgarije (1879), Romunije (1880), Srbije (1883) in Italije (1893).

Vir: Goodhart et al., 1994, str. 6.

Iz podatkov v tabeli lahko ugotovimo, da je bila Sverige Riksbank prva ustanovljena centralna banka, vendar pa ni bila prva, ki je prevzela funkcije moderne centralne banke. Ta primat ji je prevzela Bank of England, ki je bila sicer ustanovljena 16 let kasneje, a je bistveno prej dobila tako monopolno pravico izdajanja denarja (že prej omenjeni 1844 Act) kot funkcijo posojilodajalca v skrajni sili.

V zgodovini centralnega bančništva je ključni trenutek gotovo predstavljalo leto 1873, in sicer iz treh razlogov. Prvič, to leto je začetek obdobja, v katerem je zlati standard formalno prevzel vlogo režima deviznega tečaja za večji del razvitih industrializiranih držav. Drugič, to je bilo leto kriz v številnih državah in začetek dolgega obdobja deflacije, ki je trajalo skoraj do konca

19. stoletja. In tretjič, v tem letu je Walter Bagehot izdal svoje delo »Lombard Street«, ki je bilo trajnega in ključnega pomena za nadaljnji razvoj centralnega bančništva. To je bil dejansko učbenik, ki je pojasnjeval delovanje centralnih bankirjev v primerih nihanja ali zmanjševanja zlatih rezerv, še zlasti v povezavi s pojavom navala na banke. V svojem delu je Bagehot predlagal, naj centralne banke poskušajo preprečevati možnost okužbe (contagion) in se osredotočijo na ohranjanje sistemske stabilnosti. Centralne banke naj bi se tako ukvarjale z dolgoročnim interesom celotnega finančnega sistema in ne z maksimiranjem kratkoročnega profita (Goodhart et al., 1994, str. 10).

Očitno torej funkcija posojilodajalca v skrajni sili ni bila prisotna v delovanju centralnih bank že od samega začetka, pač pa je do njenega razvoja prišlo postopno, z razvojem centralnih bank. Lahko bi rekli, da je ta funkcija postala del repertoarja centralnih bank v devetnajstem stoletju, njen namen pa je bil priskrbeti centralnim bankam moč, da preprečijo uničujoč vpliv finančne panike na finančni sistem.

2.2. Opredelitev funkcije posojilodajalca v skrajni sili

Kljub temu, da lahko prikažemo, kako je prišlo do razvoja funkcije posojilodajalca v skrajni sili, se nekako znajdemo v zadregi, ko je potrebno natančno opredeliti to funkcijo. Ta zadrega izhaja iz dejstva, da različni avtorji podajajo različne definicije in večina izmed njih bi lahko bila ustreznih.

Pri opredelitvi lahko izhajam iz naslednje logike. Skoraj vsaka poslovna banka je kdaj odobrila dodatna posojila komitentom, ki so bili nelikvidni ali pa, po določenih računovodskih standardih, celo nesolventni. To je storila tudi, če je bila pričakovana neto sedanja vrednost takšnega posojila enaka nič ali negativna, pod pogojem, da bi propad njihovega komitenta imel negativne učinke na njihov sloves, oziroma če bi ta propad sprožil verižni učinek na propad drugih komitentov banke.

Po isti logiki je lahko tudi prvotna centralna banka kdaj rešila svojega komitenta, drugo poslovno banko, tako kot je poslovna banka lahko reševala svoje komitente. Vendar pa ne bi bilo primerno takšnega občasnega delovanja centralnih bank razumeti kot del izvajanja funkcije posojilodajalca v skrajni sili. V nasprotnem primeru bi namreč začetek te funkcije lahko iskali že ob sami ustanovitvi centralnih bank. Potrebno je tudi omeniti, da kljub temu, da so se centralne banke lotevale omenjenih podvigov, se niso želele že vnaprej zavezati k pomoči bankam, ki zaidejo v likvidnostne težave. S tem bi namreč preveč izpostavile problem moralnega tveganja.

Kako torej opredeliti funkcijo posojilodajalca v skrajni sili? Pri opredelitvi lahko izhajamo najprej iz delitve ciljev oziroma nalog centralne banke na makroekonomske in mikroekonomske. Makroekonomski cilj je skrb za ohranjanje vrednosti valute, torej zagotavljanje stabilnosti cen. Mikroekonomski cilj pa je ohranjanje stabilnosti bančnega sistema. In na podlagi tega lahko rečemo, da so centralne banke prevzele funkcijo

posojilodajalca v skrajni sili v trenutku, ko so prevzele odgovornost za zagotavljanje stabilnosti bančnega sistema kot celote. Centralne banke so torej postale posojilodajalci v skrajni sili takrat, ko so zavestno prevzele nase nalogo »reševanja³« in ne takrat, ko so to »reševanje« že dejansko izvajale (gre za prej omenjeni primer reševanja komitentov) (Goodhart et al., 1994, str. 64-65; Capie, 2001, str. 3-4).

Kje torej leži problem opredelitve posojilodajalca v skrajni sili? Težava izhaja iz tega, da nekateri trdijo, da naj bi se posojilodajalec v skrajni sili osredotočil le na reševanje finančnega sistema kot celote. Zato naj bi svojo vlogo izvajal preko zagotavljanja likvidnosti celotnemu sistemu. Drugi pa menijo, da naj bi svojo vlogo opravljal s tem, da bi zagotavljal likvidnost posameznim, konkretnim finančnim institucijam, ki in ko le-te zaidejo v likvidnostne težave. Problem zlasti slednje definicije leži v pojavu tako imenovanega moralnega tveganja (ta pojav bo bolj podrobno predstavljen v četrtem poglavju).

Očitno je torej funkcija centralne banke kot posojilodajalca v skrajni sili povezana s preprečevanjem in zmanjševanjem negativnih učinkov krize finančnega sistema. Finančno krizo lahko opredelimo kot nenaden dejanski ali potencialni polom pomembnega dela finančnega sistema. Finančne krize in finančne panike so se pojavljale že stoletja. Povezane so z izgubo zaupanja v obstoj določene finančne institucije ali premoženja in z nevarnostjo, da se zaradi tesne prepletenosti finančnega sistema izguba zaupanja prenese tudi na druge finančne institucije. Takšna okužba finančnih institucij se lahko v končni fazi izrazi v zlomu finančnega sistema, kar ima negativne učinke tudi na realni sektor gospodarstva (Fischer, 1999, str. 2). Centralna banka naj bi v tem primeru nastopala kot posojilodajalec v skrajni sili, ki z zagotavljanjem likvidnosti finančnemu sistemu (ali pa posamezni finančni instituciji) preprečuje, da bi izguba zaupanja in finančna panika povzročili zlom finančnega sistema.

Če sedaj skušamo podati neko jasno opredelitev posojilodajalca v skrajni sili, lahko rečemo, da (Fischer, 1999, str. 2) »je centralna banka posojilodajalec v skrajni sili zaradi svoje sposobnosti posojanja – in da bi preprečila propad solventnih bank mora posojati – v obdobjih, ko noben drug posojilodajalec ni pripravljen ali pa sposoben posojati v zadostnem obsegu, da bi preprečil ali končal finančno paniko«.

Glede na to, da centralna banka kot posojilodajalec v skrajni sili prevzema določeno odgovornost⁴, odgovornost za obstoj tako finančnega sistema kot tudi posameznih institucij, je seveda logično, da se s tem izpostavlja moralnemu tveganju. Če finančne institucije pričakujejo, da jih bo nekdo izvlekel iz likvidnostnih težav, se bodo verjetno obnašale temu primerno manj odgovorno. Zato centralna banka hkrati s prevzemom te funkcije zahteva tudi

³ Pri tem bi opozoril na razliko med reševanjem nelikvidnih, a solventnih in reševanjem nesolventnih finančnih institucij. Funkcija posojilodajalca v skrajni sili se opravlja le v povezavi s prvim primerom. Kot reševanje tu razumemo zagotavljanje likvidnosti.

⁴ Fischer (1994, str. 263) pravi, da večina centralnih bank prevzema odgovornost za stabilnost finančnega sistema preko nadzora bank in drugih finančnih institucij, preko delovanja kot posojilodajalec v skrajni sili in, v nekaterih državah, preko upravljanja shem zavarovanja depozitov.

prevzem večjega nadzora nad delovanjem finančnih institucij in regulacijo njihovega poslovanja.

Sedaj lahko deloma že odgovorimo na vprašanje, zakaj sploh potreba po posojilodajalcu v skrajni sili. Zato, da zmanjšuje negativne učinke finančne panike na delovanje finančnega sistema oziroma preprečuje morebiten zlom finančnega sistema. Finančni sistem je namreč po svoji naravi nelikviden, ne pa tudi nesolventen. Veliko dolžnikov mora poravnati svoje obveznosti na zahtevo upnikov. Vendar imajo določene obveznosti, na primer bančne vloge in potrdila o vlogah, zelo kratko dospelost. Če bi vsi upniki naenkrat zahtevali poravnavo teh obveznosti, vsaj nekateri dolžniki tega ne bi bili sposobni storiti. Če bi likvidnostne težave na primer imela neka velika banka, bi vsak upnik želel čimprej dvigniti denar, ki ga ima na računu pri tej banki. Zaradi narave bančnih vlog, da morajo biti izplačane na zahtevo v nominalni vrednosti, in principa izplačevanja vlog »kdor prvi pride, prvi melje«, bi likvidnostne težave sprožile naval na banko. Ker pa bi prišlo do izgube zaupanja v varnost bančnih vlog, bi se ta naval prenesel tudi na druge banke in sorodne finančne institucije.

Pojav navala na banke lahko preprečimo s pomočjo dveh mehanizmov. Prvi mehanizem so sheme zavarovanja depozitov, ki pa so praviloma omejene na zavarovanje depozitov zgolj do določenega zneska. Drugi mehanizem je posojilodajalec v skrajni sili. Le-ta lahko prepreči uničujoč vpliv potencialne panike z zagotavljanjem likvidnosti posamezni finančni instituciji, s čimer zaustavi prelivanje likvidnostnih težav na ostale finančne institucije. Lahko pa to stori tudi z zagotavljanjem likvidnosti celotnemu finančnemu sistemu (Dornbusch et al., 2001, str. 381).

Do sedaj se kot posojilodajalca v skrajni sili vedno omenja centralno banko, kot denarno oblastno institucijo v državi. Zastavlja pa se vprašanje, kaj bi bilo drugače, če bi se zgodovinsko uveljavilo svobodno bančništvo namesto centralno-bančnega denarnega sistema. Pri odgovoru na to vprašanje moramo izhajati iz značilnosti bančnih naložb, ki večinoma niso tržne, zato morajo banke tudi na drugi strani svoje premoženjske bilance imeti vloge z nominalno trdno vrednostjo. Tudi v primeru svobodnega bančništva bi zato potrebovali neko institucijo, ki bi preprečevala naval na banke (Ribnikar, 1999, str. 284). In ta institucija bi lahko svojo funkcijo izvajala kot posojilodajalec v skrajni sili.

Ne glede na obliko denarnega sistema je takoj jasno, da izvajanje funkcije posojilodajalca v skrajni sili prinaša tako koristi kot stroške. Centralna banka mora zato izravnati stroške izvajanja te funkcije, ki se nanašajo na potencialne izgube, prevzem kreditnega tveganja in pojav moralnega tveganja, s koristmi, ki izhajajo iz normalno delujočega, likvidnega finančnega sistema. Prav tako velja omeniti ugotovitev, da naj bi bili finančni sistemi z razvitima denarnim in kapitalskim trgom bolj izpostavljeni nevarnosti likvidnostne krize kot pa finančni sistemi, kjer imajo večjo pomembnost banke. Zato prvi bolj potrebujejo posojilodajalca v skrajni sili.

To ugotovitev naj bi potrjevala tudi trenutna bančna praksa v razvitih državah. V državah, kjer je večji poudarek na prenosu finančnih sredstev preko vrednostnih papirjev, so centralne banke vključene v delovanje plačilnega sistema, delujejo kot posojilodajalci v skrajni sili ter zagotavljajo regulacijo in nadzor nad bančnim sistemom. Centralne banke v ZDA in VB imajo, na primer, jasno nalogo zagotavljanja stabilnosti bančnega in finančnega sistema, poleg zasledovanja ciljev monetarne politike. Centralne banke v teh državah so tudi že večkrat pokazale pripravljenost, da delujejo kot posojilodajalec v skrajni sili preko zagotavljanja likvidnosti finančnemu sistemu ter tudi posameznim finančnim institucijam. Po drugi strani pa centralne banke v državah, kjer se večji del finančnih sredstev prenaša preko bančnih kreditov, smatrajo, da ni potrebe po posojilodajalcu v skrajni sili. Tako nemška Bundesbank nima mandata za izvajanje te funkcije in ima tudi omejeno nadzorno in regulacijsko funkcijo (Folkerts-Landau, Garber, 1992, str. 99).

Takšna je praksa centralnih bank danes. Kaj pa v preteklosti? Čeprav so centralne banke v določenem obdobju postale posojilodajalci v skrajni sili, se niso javno in formalno zavezale, da bodo to funkcijo tudi dejansko izvajale. Kljub temu so jo. Propad podjetja Baring Brothers and Company leta 1891 v Londonu je predstavljal grožnjo celotnemu bančnemu sistemu. To grožnjo je odpravila Bank of England preko zagotavljanja likvidnosti papirjev, s katerimi so trgovali na denarnem trgu. Tudi v kontinentalni Evropi so bili priča reševanju bank, na primer v Avstro-Ogrski (zlom borze, 1873), na Portugalskem (bančna kriza, 1876) in v Franciji (zlom borze, 1882) (Goodhart et al., 1994, str. 15; Frazer, 1994, str. 176).

Številne centralne banke torej prevzemajo odgovornost za zagotavljanje stabilnosti bančnega in finančnega sistema. To je odgovornost, ki so jo centralne banke sprejele že v preteklosti in zanjo tudi skrbele, pogosto prav z delovanjem kot posojilodajalci v skrajni sili. Čeprav je res, da je večina centralnih bank prevzela nase to vlogo, ostaja nespremenjeno dejstvo, da se prakse centralnih bank pri izvajanju te vloge pogosto razlikujejo. Nekatere se že vnaprej zavežejo, da bodo pomagale bankam v primeru likvidnostnih težav, druge ne. Nekatere zagotavljajo likvidnost celotnemu sistemu, spet druge tudi posameznim finančnim institucijam. Ne glede na način izvajanja pa se večina centralnih bank zaveda njihovega pomena pri preprečevanju finančnih kriz in skušajo to svoje poslanstvo čim bolj uresničiti.

2.3. Izvajanje funkcije posojilodajalca v skrajni sili

Walter Bagehot je v svojem delu Lombard Street dal priporočila o načinu in pogojih izvajanja funkcije posojilodajalca v skrajni sili. Potrebno je razlikovati med primeri nelikvidnosti, v katerih naj bi centralna banka priskočila na pomoč s posojili, in primeri nesolventnosti, v katerih naj centralna banka tega ne bi storila. Znan je njegov nasvet, naj »v primeru krize posojilodajalec v skrajni sili daje posojila po kazenski obrestni meri in zavarovana z dobrim premoženjem« (Fischer, 1999, str. 1).

Poglejmo si najprej zahtevo po »dobrem premoženju« (good collateral). Kot dobro premoženje naj bi razumeli tisto, ki ga lahko brez problema in takoj prodamo ob normalnih

pogojih na trgu. Hkrati pa obstaja možnost, da tega premoženja sploh ne bi mogli prodati, ali pa bi ga lahko prodali le z veliko izgubo, ko na trgu vlada panika. Posojila naj bi bila torej odobrena na podlagi vrednosti tega premoženja v normalnem času in ne na podlagi njegove trenutne vrednosti. Tako bi lahko razlikovali med »dobrimi« in »slabimi« dolžniki (in premoženjem) na podlagi tega, ali bi se vrnil v stanje solventnosti v normalnem času, ne glede na to ali so solventni sodeč po trenutnih tržnih cenah. S postavitvijo te zahteve se posojilodajalec v skrajni sili izogne potrebi po presojanju solventnosti nelikvidne institucije, hkrati pa ohrani sposobnost hitrega delovanja, ki je potrebno, če želi preprečiti paniko. S tem hkrati tudi zmanjšuje problem moralnega tveganja – da bi potencialni posojilodajalec prevzemal preveliko tveganje z vključevanjem premoženja, ki ne bi bilo smatrano kot dobro, v svoj portfelj.

Zahteva po kazenski obrestni meri (penalty rate) naj bi omejila povpraševanje po posojilih s strani institucij, ki niso v likvidnostnih težavah. Je pa tudi to način za zmanjševanje problema moralnega tveganja – nevarnosti, da bodo finančne institucije prevzemale prevelika tveganja v normalnih časih ob prepričanju, da si bodo v času krize lahko sposojale likvidnostna sredstva po nizki obrestni meri. Potrebno je opozoriti, da naj bi bila kazenska obrestna mera višja gleda na obrestno mero, ki sicer velja v normalnih razmerah in ne v času krize, saj želi posojilodajalec v skrajni sili doseči stabilnost v normalnih razmerah. Vendar pa so posojilodajalci v skrajni sili do sedaj praviloma posojali po ne-kazenskih obrestnih merah (Goodhart, 1995, str. 418; Fischer, 1999, str. 4-5). To je verjetno posledica načina zagotavljanja likvidnosti. Na primer, operacije odprtega trga že po svoji naravi ne morejo vključevati kazenske obrestne mere.

Poleg do sedaj omenjenih stvari je potrebno razčistiti še nekaj dodatnih dilem:

- a) ali je centralna banka edini posojilodajalec v skrajni sili;
- b) ali mora posojilodajalec v skrajni sili imeti sposobnost izdajanja primarnega denarja;
- c) ali naj posoja trgu, ali posameznim institucijam;
- d) ali naj bodo principi njegovega delovanja znani vnaprej, ali ne in
- e) hitrost delovanja posojilodajalca v skrajni sili.

Gre za dileme, ki so v diplomskem delu že bile načete, na tem mestu pa bom poskusil poiskati odgovore nanje.

- a) Ali je centralna banka edini posojilodajalec v skrajni sili? Verjetno ne. Pod posojilodajalcem v skrajni sili lahko v literaturi zasledimo dve opredelitvi. Prva je krizni posojilodajalec (crisis lender), druga pa krizni manager (crisis manager). Krizni posojilodajalec zagotavlja finančna sredstva v primeru krize, bodisi finančnemu sistemu ali pa posameznim institucijam. Krizni manager pa je institucija, ki prevzame nase odgovornost za obvladovanje krize, ne glede na to ali tudi sama posoja ali ne. Krizni manager prevzame koordinacijsko vlogo, s čimer skuša zagotoviti, da razne institucije zagotovijo likvidnostna sredstva finančni instituciji, katere propad bi lahko imel negativne

posledice za celoten finančni sistem⁵. Čeprav je ponavadi centralna banka tista, ki deluje kot krizni manager ali posojilodajalec, za nobeno od teh vlog ni nujno, da jo opravlja ravno centralna banka. Skozi zgodovino so te vloge opravljale tudi druge institucije – na primer v ZDA Zakladnica (Treasury) in tudi privatne institucije (J.P. Morgan leta 1907).

- b) Ali mora posojilodajalec v skrajni sili imeti sposobnost izdajanja primarnega denarja? Vsekakor pomaga, še posebej kadar se finančna panika kaže kot naval na banke. Takrat lahko centralna banka izdaja primarni denar, ki ga potrebuje za soočanje z navalom. Vendar pa so takšne panike redke. Bolj pogoste so tiste, pri katerih prihaja do premeščanja depozitov med bankami, od »slabih« k »dobrim« bankam⁶. V tem primeru je mogoče zagotoviti likvidnost s preusmerjanjem primarnega denarja od institucij, ki ga prejema k tistim, ki ga izgubljajo. Centralna banka bi sicer lažje opravlja to vlogo kot druge institucije, vseeno pa bi bilo mogoče ustanoviti agencijo, ki bi se ukvarjala s preprečevanjem navala na banke in pojavom finančne krize. To je še posebej res, če vemo, da posojilodajalci v skrajni sili bolj pogosto opravljajo svojo vlogo kot krizni managerji in ne krizni posojilodajalci (Fischer, 1999, str. 3). Ključno je torej učinkovito zagotavljanje likvidnosti tistim, ki jo potrebujejo in ne možnost izdajanja primarnega denarja.
- c) Ali naj posojilodajalec v skrajni sili zagotavlja likvidnost celotnemu sistemu, ali posameznim institucijam? Glede te dileme obstajajo precejšnja nesoglasja. Če se posoja posameznim finančnim institucijam, obstaja nevarnost, da bi se likvidnostna sredstva neprimerno porabila za reševanje nesolventnih finančnih institucij. Zato naj bi se likvidnostna sredstva zagotovila finančnim trgom in naj se njihovi udeleženci odločijo, katere institucije bodo rešene pred bankrotom. Vendar pa je potrebno upoštevati negativne

⁵ Pri svojem delu lahko zagotavlja sredstva iz treh virov:

- (I) Denar davkoplačevalcev – to pomeni, da je dejansko država tista, ki zagotovi denar. S tem želi pred propadom rešiti banke, za katere meni, da jih ni pametno pustiti propasti, saj bi to lahko imelo negativne posledice za celoten bančni sistem.
- (II) Privatni denar – v tem primeru so privatne institucije tiste, ki zagotavljajo sredstva, spodbuda za to pa leži v dejstvu, da v primeru likvidnostnih težav lahko same računajo na enako pomoč. Ta rešitev je najbolj zaželeno, vendar se zaradi pomanjkanja informacij in koordinacije lahko zgodi, da privatne institucije denarja ne bodo zagotovile. Zato mora neka javna institucija odigrati koordinacijsko vlogo pri oblikovanju finančnega paketa.
- (III) Denar centralne banke – ta možnost naj bi se uporabila le v skrajnem primeru (ko ni dovolj sredstev preko prvih dveh virov) in igrala manj pomembno vlogo. Dejansko bi pomenila posojanje v skrajni sili (Padoa-Schioppa, 2000, str. 24-26).

⁶ Pri tem bi opozoril na razlikovanje med pravo in psevdo finančno krizo, kot to omenja Anna Schwartz. Po njenem mnenju pride do prave finančne krize, ko vlagatelji nediskriminatorno povlečejo sredstva iz finančnega sistema in zamenjujejo finančne instrumente v valuto. Vsesplošno spreminjanje depozitov v gotovino bi torej lahko opredelili kot finančno krizo. Na drugi strani pa prenos depozitov med različnimi bankami oziroma finančnimi posredniki na osnovi ocene razmerja med tveganjem in donosnostjo s strani deponentov ne bi mogli opredeliti kot finančno krizo, saj ni prišlo do krčenja bančnega sektorja kot celote. In ta kriterij ni uporaben samo za banke. Do prenosa finančnih sredstev lahko pride tudi med drugimi finančnimi institucijami ter med njimi in bankami (Robinson, Short, 1997, str. 226).

zunanje učinke, ki jih lahko povzroči propad velike finančne institucije, predvsem izgubo zaupanja v varnost premoženja ter s tem obstoj finančnih institucij, kakor tudi paniko, ki sledi temu. Zato zagotavljanje likvidnosti trgu ni edini recept, ki naj se ga posojilodajalec v skrajni sili drži (Fischer, 1999, str. 5). Goodhart et al. (1994, str. 66-67) opozarjajo na nesoglasja v zvezi s to dilemo. Nekateri menijo, da naj bi bile operacije posojilodajalca v skrajni sili omejene na zagotavljanje likvidnosti finančnemu sistemu kot celoti. Drugi zagovarjajo zagotavljanje likvidnosti posameznim institucijam zaradi (I) problemov pri razlikovanju med nelikvidnostjo in nesolventnostjo, (II) potrebe po hitrem ukrepanju in (III) nevarnosti navala na banke, ki ga lahko povzroči propad velike banke. Avtorji priznavajo, da je slednji verjetno najbolj pogosto sprejet pogled na dilemo, a opozarjajo na problem moralnega tveganja.

- d) Ali naj bodo principi delovanja posojilodajalca v skrajni sili znani vnaprej, ali ne? Bagehot je priporočal, naj bodo pravila delovanja jasno določena vnaprej. Vedenje o obstoju posojilodajalca v skrajni sili naj bi namreč v primeru krize zmanjšalo naval na sicer zdrave finančne institucije. Enaka logika stoji tudi v ozadju shem zavarovanja depozitov. Vendar je vse bolj sprejet pogled, da takšna praksa vodi do problema moralnega tveganja. Zato naj bi posojilodajalce pustili v dvomih glede obstoja posojilodajalca v skrajni sili, s čimer bi jih prisilili k večji previdnosti pri zadolževanju in oblikovanju portfelja (Fischer, 1999, str. 5). Moralnemu tveganju bi se sicer lahko izognili tudi v primeru vnaprej znanih pravil delovanja posojilodajalca v skrajni sili, vendar mora biti jasno, da bo likvidnost zagotovljena zgolj nelikvidnim in ne tudi nesolventnim bankam. Centralne banke bi se seveda tega principa morale tudi držati. Ker pa ne želijo propada določenih bank, tega ne počno. V okviru tega vprašanja je pomembno razlikovanje med »konstruktivno dvoumnostjo« (constructive ambiguity) in »destruktivno dvoumnostjo« (destructive ambiguity). Konstruktivna dvoumnost pomeni, da mora posojilodajalec v skrajni sili delovati na tak način, da finančne institucije – na podlagi njegovega preteklega delovanja – ne morejo sklepati, v kakšnih situacijah bo ukrepal v prihodnosti. Zato raje ne prevzemajo prevelikih tveganj, saj se bojijo nevarnosti propada v primeru potencialnih likvidnostnih težav. A težave nastopijo, kadar je prisotna destruktivna dvoumnost. Ker finančne institucije ne vedo, ali jim bo v primeru likvidnostnih težav na pomoč priskočil posojilodajalec v skrajni sili, ne računajo več na njegovo pomoč in ne delujejo v skladu z načeli, ki jih je predpisal. Raje se obrnejo k oportunističnemu obnašanju in so pripravljene sprejemati tudi večja tveganja, kot bi jih sicer – zato tudi večkrat nastopijo težave. Za delovanje posojilodajalca v skrajni sili je konstruktivna dvoumnost nujna. Ohranjanje te dvoumnosti, kjer niso jasni pogoji njegove intervencije, mu omogoča minimiziranje moralnega tveganja, kljub vedenju o njegovi prisotnosti (Aglietta, 2000, str. 55).
- e) Hitrost delovanja posojilodajalca v skrajni sili. Namen posojilodajalca v skrajni sili je, da prepreči, da bi propad ene banke oziroma finančna panika privedla do negativnih posledic za celoten finančni sistem. Zato nelikvidnim (a solventnim) bankam zagotavlja potrebno likvidnost pod določenimi pogoji. To pa mora storiti zelo hitro in sicer zato, da še

pravočasno lahko zajezi širjenje finančne panike, ter zato, da je potrebna količina likvidnosti, ki jo mora zagotoviti, čim manjša.

Izvajanje funkcije posojilodajalca v skrajni sili je torej še vedno predmet številnih razprav. Le-te se sicer bolj vrtijo okrog tega, kako naj bi centralna banka to funkcijo opravljala, medtem ko gre stvarnost svojo pot. Vsaka centralna banka, ki se zaveže (ali pa tudi ne) k opravljanju te funkcije, si izbere svoj način reševanja zgoraj omenjenih dilem. Izbere pa si tudi svoj način zagotavljanja likvidnosti. To praviloma počne na dva načina – preko posojanja in preko operacij odprtega trga. Ta izbira je očitno tudi v povezavi z vprašanjem ali zagotavljati likvidnost finančnemu sistemu ali posamezni instituciji.

Omenjen je bil že Bagehotov princip – torej posojanje po kazenski obrestni meri na podlagi zastave dobrega premoženja. Obe zahtevi predstavljata način zmanjševanja moralnega tveganja in zagotavljata, da se likvidnost zagotovi res samo solventnim bankam. Takšen način je usmerjen v zagotavljanje likvidnosti posameznim bankam. Problem takšnega posojanja je, da je potreben določen čas za ugotovitev vrednosti zastavljenega premoženja, zato niso možne hitre reakcije v času krize.

Druga možnost so operacije odprtega trga. Tu pa se likvidnost zagotavlja finančnemu trgu in ne posameznim institucijam direktno. S tem se lahko centralna banka izogne reševanju nesolventnih institucij, hkrati pa izvaja te operacije hitro in učinkovito.

Kako se izvajanje funkcije posojilodajalca v skrajni sili kaže v premoženjski bilanci centralne banke (kot izvajalcu te funkcije)? Kreditiranje poslovnih bank je ponavadi ravno v zvezi z izvajanjem te funkcije. Poleg posojil, ki jih lahko poslovne banke najamejo pri centralni banki (in v tem primeru se pri centralni banki med aktivni njene premoženjske bilance povečajo krediti poslovnim bankam, med pasivi pa količina primarnega denarja v obliki dodatnih rezerv poslovnih bank), se funkcija posojilodajalca v skrajni sili izvaja tudi drugače. Centralna banka namreč prevzame od poslovnih bank nekaj od njihovih prenosnih naložb. Naložbe, ki so ustrezne za prenos k centralni banki (govorimo o reeskontu ali o refinanciranju pri centralni banki), so predvsem kratkoročne državne obveznice in kratkoročne obveznice (ali kakšni drugi vrednostni papirji – menice) finančno najtrdnjših podjetij. V tem primeru se med aktivni centralne banke pojavijo državni papirji in vrednostni papirji podjetij. Med pasivi premoženjske bilance centralne banke pa se poveča količina primarnega denarja v obliki rezerv poslovnih bank (Ribnikar, 1999, str. 86).

3. Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili⁷

3.1. Opredelitev mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili

Zaradi čedalje večje pogostosti pojavljanja finančnih kriz v svetu že več let poteka debata o reformi obstoječe mednarodne finančne ureditve. Pri tem se pojavljajo predlogi o reformi ali celo opustitvi Mednarodnega denarnega sklada, oblikovanju mednarodne finančno-nadzorne institucije, mednarodnega stečajnega sodišča, mednarodne institucije za zavarovanje depozitov in vzpostavitvi večje kontrole nad mednarodnimi tokovi kapitala. Vzporedno ali, bolje rečeno, v okviru te debate pa poteka tudi razprava o mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili.

Kot ponavadi, kadar več avtorjev z različnih vidikov obdeluje isto temo in skuša prekositi drug drugega pri oblikovanju novih, boljših in popolnejših predlogov, tudi v tem primeru ni soglasja glede opredelitve, kaj mednarodni posojilodajalec v skrajni sili je, kakšne so njegove funkcije in kdo (naj) opravlja to vlogo. Tako obstaja več definicij mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Tudi institucije, ki vršijo to funkcijo, se vrstijo od Mednarodnega denarnega sklada (MDS) do Federal Reserve sistema in skupine G-7. Obravnave je deležna celo ideja, ali bi to vlogo lahko prevzela Japonska⁸.

Kadar je govora o mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili, je smiselno predpostavljati, da naj bi imel enake značilnosti in naloge kot posojilodajalec v skrajni sili na nacionalni ravni. Vendar to vlogo na nacionalni ravni praviloma opravlja centralna banka, medtem ko na mednarodni ravni ni institucije, ki bi ji lahko pripisali značilnosti (svetovne) centralne banke. To je tudi razlog za nesoglasja med avtorji različnih predlogov.

Sachs (1999, str. 181) se sprašuje ali potrebujemo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, na kar odgovori pritrdilno, pod pogojem, da gre res za posojanje v skrajni in ne prvi sili. Podobno vprašanje si zastavlja Fischer (1999, str. 7), ki ga zanima, ali bo v prenovljenem mednarodnem finančnem sistemu obstajala potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili, ki bo deloval bodisi kot krizni posojilodajalec bodisi kot krizni manager. Takšna potreba naj bi obstajala zaradi narave mednarodnih kapitalskih tokov, ki so izredno nestabilni (volatile) in hitro privedejo do finančne panike. Tu naj bi nastopil mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, ki bi zmanjševal ali celo preprečeval negativne učinke takšne nestabilnosti. Avtor prav tako trdi, da MDS ne samo igra to vlogo, pač pa bo v spremenjeni mednarodni finančni ureditvi le-ta postala še bolj izrazita. Takšno mnenje ima tudi nekaj nasprotnikov, ki ne vidijo nikakršne potrebe po takšni instituciji. Če že priznavajo potrebo, pa zanikajo možnost, da bi MDS lahko učinkovito opravljal to funkcijo. Pojavljajo se tudi pozivi po

⁷ International lender of last resort

⁸ Katada (1998, str. 61-79) v svojem članku ugotavlja, ali obstaja možnost, da bi Japonska postala novi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, zahvaljujoč svoji vlogi pri reševanju obeh mehiških kriz (1982. in 1994. leta). Avtor na koncu ugotovi, da Japonska sicer ima možnost in sredstva, da bi vršila to funkcijo, vendar je pri tem, zaradi različnih interesov, postala bolj geografsko omejena.

večjem sprejemanju odgovornosti za učinkovito delovanje mednarodnega finančnega sistema s strani privatnega sektorja.

Kljub nesoglasjem se večina avtorjev strinja, da ni potrebno samo oblikovati institucije, ki bi ustrezno opravljala funkcije mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Bolj kot to je potrebno poskrbeti, da bo mednarodni finančni sistem deloval dovolj učinkovito, da bi bila potreba po takšni instituciji čim manjša.

3.2. Likvidnostna kriza

Sachs (1999, str. 181-188) poudarja potrebo po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili, kadar nastopi likvidnostna kriza. Likvidnostno krizo opredeli kot situacijo, v kateri posojilojemalec ne more pridobiti kratkoročnih sredstev, kljub temu da stopnja donosa kratkoročnega dolga presega tržno določen strošek kapitala. Tržni mehanizem je torej odpovedal in posojilojemalec ne more pridobiti finančnih sredstev. Do takšne likvidnostne krize lahko pride v treh primerih.

Prvi primer je finančna panika. O finančni paniki lahko govorimo, ko je stanje kratkoročne zadolženosti izjemno veliko nasproti kratkoročni likvidnosti, nakar se nenadoma pojavi zahteva po povračilu celotnega kratkoročnega dolga, posojilojemalec pa se ne more dodatno zadolžiti na trgu. Primer finančne panike v domačem gospodarstvu je naval na banke⁹, ki je bil omenjen že v drugem poglavju. Če gre zgolj za naval na banke v domačem gospodarstvu in dolgove v domači valuti, potem ni nikakršne potrebe po mednarodni instituciji. Domači posojilodajalec v skrajni sili bo preskrbel sistemu ali instituciji potrebno likvidnost in s tem zaustavil paniko. Problem nastane, ko gre za kratkoročne dolgove v tuji valuti, katerih stanje je izjemno visoko nasproti mednarodnim denarnim rezervam države. V tem primeru domača institucija ne more preprečiti finančne panike.

Drugi primer je t.i. »debt overhang« likvidnostna kriza. Gre za situacijo, kjer je dolžnik v stečajju, še vedno pa potrebuje kapital za financiranje rednega delovanja. Tu ne gre za nikakršno paniko, pač pa preprosto bankrotiranega dolžnika, ki nima več dostopa do trga kapitala. Le da dolžnik v tem primeru niso institucije, temveč vlade, ki postanejo nesolventne, a še vedno potrebujejo kapital za financiranje svojih dejavnosti.

⁹ Med navali na banke in nenadnimi visokimi zahtevami po odlivu kapitala iz držav v razvoju bi lahko potegnili vzporednice. O navalu na banke je že bilo govora. Do tega lahko pride zaradi narave bančnih obveznosti (kratkoročne in likvidne), ki jih morajo banke na zahtevo deponentov izplačati v nominalnem znesku, medtem ko bančne naložbe niso tako likvidne. Podobno velja za države v razvoju. Večji del njihovih obveznosti so kratkoročni dolgovi. Če posojilodajalci nenadoma nočejo več podaljševati (ponovno odobriti) kratkoročnih posojil ob dospelosti, se država lahko znajde v finančni krizi, čeprav sicer ni imela nikakršnih težav pri poravnavanju svojih dolžniških obveznosti. Enako kot imajo države na nacionalni ravni posojilodajalca v skrajni sili, nekateri vlečejo vzporednice na mednarodno raven, kjer naj bi imeli mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili (Rogoff, 1999, str. 7-9).

Tretji primer pa je kolaps javnega sektorja, ki je lahko posledica dejavnikov, kot so revolucija, državljanski nemiri, boj za neodvisnost ipd. Tudi v takšnem primeru lahko državi – javnemu sektorju – zmanjka likvidnih finančnih sredstev, ki jih trg kapitala verjetno ne bo zagotovil. In zopet se pojavi potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili.

Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili lahko v vseh treh primerih pomaga državi, ki zaide v likvidnostno krizo. V primeru finančne panike bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili svojo vlogo lahko odigral že s prisotnostjo, s katero bi preprečil sam pojav finančne panike. Če do finančne panike vseeno pride, lahko zagotovi potrebna likvidnostna sredstva, ki jih država ne more dobiti preko mednarodnih trgov kapitala. V drugem in tretjem primeru likvidnostne krize bi mednarodni posojilodajalec prav tako lahko zagotovil kapital, ki ga država potrebuje za financiranje svojih rednih dejavnosti.

Vsakega izmed treh primerov likvidnostne krize pa bi lahko reševali tudi brez mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Za preprečevanje finančne panike je na voljo več mehanizmov. Takšne bi bile neposredne omejitve, ki bi onemogočale, da bi razmerje med dolgovi in mednarodnimi denarnimi rezervami postalo previsoko. To je tudi argument za večji nadzor nad pritoki kratkoročnega (špekulativnega) kapitala v države v razvoju. Ustrezen odgovor bi lahko bili tudi fleksibilni režimi deviznih tečajev, saj so bili verjetno prav fiksni devizni tečaji razlog za velike izgube deviznih rezerv pred začetkom finančnih kriz¹⁰. Država torej potrebuje zadostne devizne rezerve, če se želi soočiti z nenadnim pritiskom na odliv kratkoročnega kapitala. Podobno mnenje lahko zasledimo tudi pri Fischer-ju (1999, str. 9), ki trdi, da je bilo v razpravi o finančnih krizah premalo poudarka danega dejstvu, da so se države z velikimi mednarodnimi denarnimi rezervami bolje soočale s krizo kot pa tiste z majhnimi.

Alternative mednarodnemu posojilodajalcu v skrajni sili obstajajo tudi pri obvladovanju finančne panike. Takšna možnost je prekinitev plačevanja dolgov. Namesto da bi si država sredi panike izposojala velike količine denarja, preprosto preneha plačevati svoje dolgove. Ideja se sicer zdi grozljiva, dejansko pa se tako konča večina finančnih kriz. Države dolžnice se z upniki dogovorijo o začasni prekinitvi plačevanja svojih dolgov in restrukturiranju dolžniških obveznosti. Na ta način upniki dobijo nazaj vsaj del svojih terjatev.

Glede na to, da institut bankrota države formalno ne obstaja, je potrebno vsaj deloma simulirati takšno situacijo. Država potrebuje dodatni kapital za financiranje rednega delovanja, ki pa ga na trgu kapitala ne more dobiti. Tu lahko ustrezno vlogo odigra MDS, ki posodi državi denarna sredstva, hkrati pa ima že po definiciji status preferenčnega upnika. Alternativi temu sta razglasitev moratorija na plačevanje dolgov in dogovor z upniki o dodatnem financiranju, pri čemer bi novi dolgovi imeli prednost pri odplačevanju pred starimi dolgovi.

¹⁰ Ob velikem odlivu tujega kapitala so skušale države vzdrževati fiksne devizne tečaje in za to porabile precejšen del svojih deviznih rezerv.

3.3. Potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili

Načeto je že bilo vprašanje, ali mednarodni finančni sistem potrebuje posojilodajalca v skrajni sili. Tako Sachs kot Fischer poudarjata, da ta potreba obstaja, čeprav na primer Sachs hkrati omenja tudi alternative za reševanje likvidnostnih kriz, kjer mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili ne bi potrebovali. Idealna rešitev bi sicer bila preoblikovanje mednarodnega finančnega sistema na način, ki bi odpravil potrebo po tovrstni instituciji, vendar je takšna predstava zaenkrat zgolj iluzija.

Potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili je v veliki meri odvisna od tega, kako ga sploh opredelimo. Keleher (1999, str. 4-5), na primer, povleče vzporednico z domačim posojilodajalcem v skrajni sili in pravi, da je mednarodni posojilodajalec v skrajni sili potreben v pogojih bančnega sistema z delnimi rezervami in mednarodnega menjalnega sredstva, ki služi kot svetovna rezervna valuta (reserve currency). Nobena institucija sicer nima mednarodne monopolne pravice do izdajanja primarnega denarja, poleg tega pa več valut opravlja funkcijo rezervne valute. Vendar ko te valute enkrat začnejo opravljati to vlogo, je potrebnega zelo veliko časa, da jih nadomesti kakšna druga valuta. Zato so na zelo kratki rok (in to je časovni okvir, v katerem mora posojilodajalec v skrajni sili sprejemati svoje odločitve) rezervne valute primerljive s takšno monopolno vlogo ene valute. Na zelo kratki rok namreč rezervne valute nimajo resnejših alternativ. Zato bi morale v primeru večje (globalne) finančne krize oziroma situaciji pomanjkanja mednarodne likvidnosti centralne banke, ki izdajajo rezervne valute, prevzeti odgovornost, da priskrbijo svetu zadostno mednarodno likvidnost. Morale bi delovati kot mednarodni posojilodajalci v skrajni sili.

Keleher trdi, da mora mednarodni posojilodajalec v skrajni sili imeti sposobnost izdajanja denarja oziroma mednarodnih denarnih rezerv – torej sposobnost zagotavljanja mednarodne likvidnosti hitro in v neomejenih zneskih. Tu se njegovo mnenje razlikuje od Fischerjevega (1999, str. 8), ki sicer zagovarja potrebo po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili, vendar ne vidi potrebe, da bi le-ta moral biti sposoben izdajati denar oziroma rezervno valuto. Enako kot na nacionalni ravni ni nujno, da je centralna banka posojilodajalec v skrajni sili, tako tudi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili ne potrebuje možnosti izdajanja denarja. Mora sicer imeti dostop do določenih finančnih sredstev, če želi delovati kot krizni posojilodajalec. Če pa deluje kot krizni manager, potem zgolj organizira oblikovanje finančnega paketa, v katerega zagotovijo sredstva druge institucije.

O potrebi po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili se sprašuje tudi Mann (1998, str. 3-4). Mednarodni finančni sistem je izredno prepleten. V njem sodelujejo finančne institucije iz večih držav. Finančni posredniki, ki delujejo mednarodno, preoblikujejo prihranke iz enega gospodarstva v investicije v drugem gospodarstvu. Načeloma s tem skušajo doseči večjo donosnost svojih naložb, kot bi jo lahko dosegli v okviru domačega gospodarstva. Vendar ima vsak izmed teh finančnih posrednikov že svojega, domačega posojilodajalca v skrajni sili. Zakaj potem potrebujejo mednarodnega?

Mednarodno finančno posredništvo poleg preoblikovanja ročnosti finančnih oblik omogoča tudi – in predvsem – preoblikovanje valutne strukture naložb. S tem se finančne institucije izpostavljajo tečajnemu tveganju. Če se pojavi pritisk na neko (ali več) finančno institucijo, bi domači posojilodajalec v skrajni sili sicer skušal pomagati z zagotavljanjem zadostne likvidnosti v tuji valuti¹¹. Vendar ni nujno, da bi imel te valute dovolj. Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili bi lahko rešil ta problem, toda kdo bo določal katero in koliko posamezne valute naj ima na zalogi? Bolj ustrezna rešitev bi bila verjetno učinkoviti sporazumi med centralnimi bankami o zamenjavi valut (swap arrangements).

Nadaljnji problem predstavlja preglednost izkazov finančnih institucij. Preglednost poslovanja finančnih institucij, ki svoje posle vršijo v okviru mednarodnega finančnega sistema, je verjetno najmanjša med vsemi finančnimi institucijami. Težko si je predstavljati, da bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili imel boljši pregled in nadzor nad njihovim poslovanjem kot pa domači posojilodajalci v skrajni sili. Zato bi bila boljša rešitev sodelovanje centralnih bank pri zagotavljanju učinkovitega nadzora nad poslovanjem finančnih institucij.

Raziskave kažejo, da propad finančnega sistema v enem gospodarstvu vpliva na pojav težav v drugih gospodarstvih preko okužbe finančnih institucij in preko kapitalskih trgov. Ta gospodarstva bi potrebovala koordinirano akcijo njihovih posojilodajalcev v skrajni sili. Toda če se ne uspejo dogovoriti, ali potem dejansko potrebujejo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, ki bi skušal zagotoviti pravočasno usklajeno akcijo? In če da, ali bi uspel preprečiti širjenje težav iz enega gospodarstva v druga?

Očitno si avtorica postavlja več vprašanj, kot preskrbi odgovorov. Vendar pa je to verjetno prav njen namen. Na zastavljena vprašanja ni jasnih odgovorov in dokler jih ni, ne moremo neki instituciji potrditi mandata, da opravlja vlogo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili.

Po drugi strani Mishkin (1999, str. 7-10) trdi, da izkušnje iz azijske krize kažejo na obstoj potrebe po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili. Kadar v neki državi pride do finančne krize, je potrebno finančni sistem ponovno postaviti na noge. V razvitih državah lahko to nalogo opravijo domače centralne banke s pomočjo ekspanzivne monetarne politike in z izvajanjem funkcije posojilodajalca v skrajni sili. V državah v razvoju pa naj centralne banke ne bi mogle opravljati te naloge. Zato bi potrebovali institucijo, ki bi to opravljala namesto njih.

Države v razvoju imajo večji del svojega dolga denominiranega v tujih valutah. Zato bi v primeru finančne krize centralna banka, ki izvaja ekspanzivno monetarno politiko, naredila več škode kot koristi. Takšna politika bi vodila do visoke inflacije in visoke depreciacije

¹¹ Takšni situaciji bi se sicer lahko izognili, če bi finančne institucije imele zaprte pozicije po posameznih valutah oziroma bi uporabljale različne instrumente za zavarovanje pred tečajnim tveganjem.

domače valute, kar bi močno poslabšalo bilance podjetij in bank, saj je večina njihovih dolgov denominiranih v tujih valutah. Breme dolžniške obremenjenosti bi se povečalo in kapital podjetij ter bank bi se znižal. Poleg tega bi povišanje pričakovane inflacije privedlo do dviga obrestnih mer, kar bi še dodatno prispevalo k problemu. Iz enakega razloga tudi izvajanje funkcije posojilodajalca v skrajni sili v državah v razvoju v primeru finančne krize verjetno ni tako učinkovito kot v razvitih državah.

To torej pomeni, da imajo centralne banke v državah v razvoju le zelo omejene možnosti za reševanje finančnih kriz. Zato potrebujejo pomoč institucij iz tujine, ki morajo zagotoviti potrebno likvidnost za rešitev problema. Ker v državah v razvoju očitno obstaja potreba po posojilodajalcu v skrajni sili, a te funkcije ne more izvajati domača centralna banka, temveč neka institucija iz tujine, obstaja logična potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili. Ta naj bi omogočal državi, da se izkoplje iz finančne krize, preprečeval deprecijacije domačih valut držav v razvoju in širjenje finančnih kriz med državami v razvoju.

Ob različni argumentaciji s strani določenih avtorjev, pa tudi ob nasprotovanju s strani drugih avtorjev, je verjetno mogoče trditi, da v obstoječem mednarodnem finančnem sistemu potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili obstaja. To naj bo institucija, ki državam, ki se znajdejo v finančni krizi, zagotovi zadostno mednarodno likvidnost, da lahko te težave prebrodijo in ponovno vzpostavijo red v svojem finančnem sistemu. Seveda pa se sedaj zastavlja vprašanje, kako naj takšna institucija čim bolj učinkovito opravlja svojo vlogo? Tudi na to vprašanje obstaja več odgovorov, ki bodo v nadaljevanju diplomskega dela predstavljeni.

3.4. Značilnosti mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili

Gre predvsem za vprašanje, kakšne naj bodo značilnosti in način delovanja mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, da bi ta čim bolj učinkovito reševal težave držav, ki se znajdejo v finančni krizi, hkrati pa preprečeval nastanek novih problemov, zlasti moralnega tveganja.

Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili bi moral izpolnjevati naslednje pogoje (Mishkin, 1999, str. 11; Fischer, 1999, str. 12):

- a) zagotoviti državam zadosti likvidnosti, da se čim hitreje izkopljejo iz finančne krize;
- b) zagotoviti likvidnost čim hitreje;
- c) zmanjšati problem moralnega tveganja, ki nastane zaradi njegove prisotnosti in delovanja;
- d) pogojevati svoje vmešavanje z izpolnjevanjem določenih kriterijev.

Prvi pogoj je ta, da državam, ki zaidejo v likvidnostne težave, priskrbi zadosti likvidnostnih sredstev, da se čim hitreje izkopljejo iz težav. Hitreje ko se države osvobodijo iz kremljev finančne krize, hitreje bodo vzpostavile red v delovanju svojih finančnih sistemov. Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili mora torej tudi sam imeti zadosti likvidnih finančnih sredstev oziroma vsaj dostop do njih. Ali to pomeni, da mora biti tudi sam sposoben izdajati svoj primarni denar? Številni avtorji, na primer Mann (1998), Schwartz (1999) in Keleher

(1999), poudarjajo, da je za mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, enako kot za domačega, izjemnega pomena, da ima sposobnost izdajanja primarnega denarja. Le na takšen način namreč lahko zagotovi neomejeno količino likvidnosti v primeru finančne krize in omogoči državi, da prebrodi likvidnostne težave. Sposobnost izdajanja primarnega denarja zagotovo je prednost, ni pa to nuja. Če institucija deluje kot krizni posojilodajalec, je pomembno, da ima dostop do zadostne količine likvidnih sredstev. In v tem primeru bi celo bilo priporočljivo, da lahko sama izdaja svoj denar. Če pa deluje kot krizni manager, ki koordinira sodelovanje različnih institucij pri oblikovanju finančnega paketa za rešitev neke države iz likvidnostnih težav, potem ne potrebuje svojih sredstev, in tudi sposobnosti izdajanja svojega denarja ne (Fischer, 1999, str. 8). S tem v zvezi bi poudaril, da večina avtorjev, ki zagovarjajo sposobnost izdajanja denarja kot eno ključnih lastnosti mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, ne poda nikakršnih predlogov, kako naj bi to zahtevo tudi praktično izvedli. Tako se v glavnem ta zahteva pojavlja le kot del kritike predlogov drugih.

Del prvega pogoja je tudi vzpostavitev reda v delovanju domačega finančnega sistema. Ni pomembna le rešitev likvidnostnih težav, temveč tudi zagotovilo, da v prihodnje do takšnih težav ne bo prihajalo. Potrebno je torej vzpostaviti zaupanje investorjev v normalno delovanje finančnega sistema. Prav pomanjkanje discipline je ponavadi eden izmed razlogov, ki privede do omenjenih težav. Ena izmed ključnih sestavin domačega posojilodajalca v skrajni sili je, da poleg te funkcije hkrati zagotovi še nadzor nad delovanjem in regulacijo delovanja finančnih institucij. Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili bo verjetno težko uveljavljal ti dve funkciji, še posebej ker je težko verjeti, da bi jih bila katera država pripravljena prepustiti neki nad-nacionalni instituciji. Zato je pomembno, da mednarodni posojilodajalec v skrajni sili zahteva od domačih denarnih oblasti povečanje nadzora in strožjo regulacijo finančnih institucij, če želijo dobiti njegovo pomoč. Ključna naloga domačih oblasti mora biti tudi zaprtje – in ne reševanje – nesolventnih finančnih institucij (Mishkin, 1999, str. 11).

Drugi pogoj je, da mora biti mednarodni posojilodajalec v skrajni sili sposoben zagotoviti likvidnost državam v likvidnostnih težavah čim hitreje. Hitreje ko so likvidna finančna sredstva zagotovljena, manjša je tudi potrebna količina vseh finančnih sredstev, ki jih država potrebuje, da se izkoplje iz likvidnostnih težav. Hitro delovanje pomeni zagotavljanje finančnih sredstev v nekaj urah ali največ nekaj dneh. Institucija bi zato morala biti organizirana na način, ki bi ji omogočal hitro sprejemanje odločitev, torej na podoben način kot domača centralna banka¹², kjer odločitve sprejema odbor guvernerjev (Schwartz, 1999, str. 2).

¹² Kot vzorčni primer hitrega delovanje posojilodajalca v skrajni sili se pogosto omenja reakcijo Federal Reserve sistema na zlom borze 19. oktobra 1987. Konec tega dne so si morale finančne institucije izposoditi milijarde dolarjev, da so lahko zadostile zahtevam svojih strank. Vendar pa banke teh posojil niso bile pripravljene dati. Zato je Fed takoj reagiral z obvestilom, da bo zagotovil likvidnost bankam, ki bodo dajale posojila tem finančnim institucijam. Ker je Fed reagiral tako hitro (že naslednji dan), so bile posledice borznega zloma zelo majhne, majhna pa je bila tudi količina likvidnosti, ki jo je Fed moral zagotoviti (Mishkin, 1999, str. 12).

Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili mora tudi zmanjšati problem moralnega tveganja¹³, ki nastane zaradi njegovega delovanja in zagotavljanja likvidnosti. Njegova prisotnost namreč povzroča ta problem, saj deponenti in ostali upniki bank in drugih finančnih institucij računajo, da bo v primeru likvidnostnih težav ta institucija priskočila na pomoč in rešila nelikvidne (včasih celo nesolventne) finančne institucije. Tako bodo zaščiteni v primeru pojava finančne krize. Zato ne posvečajo pretirane pozornosti stanju finančnih institucij, v katerih imajo svoje naložbe. Te finančne institucije pa prevzemajo tudi večje tveganje kot bi ga sicer.

Glede na to, da njegova prisotnost prinaša tako pozitivne učinke – v obliki normalno delujočega likvidnega finančnega sistema – kot tudi negativne učinke – zlasti v obliki moralnega tveganja – je pomembno, da mednarodni posojilodajalec v skrajni sili svojo funkcijo opravlja samo, kadar je res potrebno. Njegova vloga bo torej najbolj učinkovita le, če jo opravlja čim bolj poredko (Mishkin, 1999, str. 14). Poleg tega lahko pojav moralnega tveganja zmanjša tudi z vztrajanjem na učinkovitem delovanju nadzornega in regulacijskega sistema¹⁴. To pa pomeni tudi izpolnjevanje prvega pogoja.

Kot četrti pogoj, ki naj bi ga mednarodni posojilodajalec v skrajni sili izpolnjeval, če bi želeli zagotoviti njegovo čimbolj učinkovito delovanje, je da bi pogojeval svoje vmešavanje oziroma zagotavljanje likvidnosti državam z izpolnjevanjem vnaprej določenih kriterijev, ki jih določi ta institucija in jih morajo izpolnjevati države. To pomeni, da bi bile samo države, ki zadovoljujejo določene standarde, upravičene do izposojanja pri mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili. Če bi bilo takšno pogojevanje uveljavljeno, bi države gotovo imele večje spodbude za izpolnjevanje zahtev glede dobro delujočih in preglednih sistemov za regulacijo in nadzor nad poslovanjem finančnih institucij v domačem finančnem sistemu. Če bi želeli, da takšna ideja v praksi zaživi, bi moral mednarodni posojilodajalec v skrajni sili odreči pomoč državam, ki teh pogojev ne izpolnjujejo. A to zna povzročiti precejšnje probleme, še posebej zaradi doktrine »too-big-to-fail« in nevarnosti okužbe drugih držav (Fischer, 1999, str. 12). Zastavlja pa se vprašanje tako praktičnosti kot smiselnosti tega pogoja. Praktičnosti zato, ker bi države, ki izpolnjujejo pogoje, samodejno predpostavljale, da jim bo v primeru finančne krize ta institucija zagotovila likvidna sredstva in to implicira pojav moralnega tveganja. Smiselnosti pa zato, ker bi neka država predhodno sicer lahko izpolnjevala pogoje, naknadno pa ne. Ali naj se torej tudi takšni državi zagotovi likvidnost ali ne (Schwartz, 1999, str. 6)?

¹³ Do moralnega tveganja pride, ker mednarodni posojilodajalec v skrajni sili državi zagotovi likvidna finančna sredstva, ki jih ta porabi za reševanje finančnih institucij, ki so se preveč izpostavljale tveganju in so sedaj nesolventne, in ker s svojo prisotnostjo da državi vedeti, da ji bo v primeru finančne krize zagotovil finančna sredstva. Država pa zato nima pretiranih spodbud, da bi preprečevala domačim finančnim institucijam, da se preveč izpostavljajo tveganju. Pogojevanje dostopa do finančnih sredstev z delujočim nadzornim in regulacijskim sistemom bi ta problem lahko močno zmanjšalo (odpravilo gotovo ne).

¹⁴ Še posebej je potrebno vztrajati pri tej zahtevi v primeru držav v razvoju, saj razvite države v glavnem same skrbijo za čim bolj učinkovito delovanje teh mehanizmov.

To so pogoji, ki naj bi jih mednarodni posojilodajalec izpolnjeval, da bi lahko učinkovito opravljal svojo funkcijo. Njihova medsebojna povezava je očitna, zato je pomembno, da so dejansko izpolnjeni vsi. Na kakšen način bodo izpolnjeni oziroma kakšna naj bi na podlagi teh pogojev bila konkretna oblika tovrstne institucije, pa povzroča še nadaljnja nesoglasja med avtorji omenjenih pogojev.

3.5. Oblike mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili

Kot že rečeno, večina avtorjev, ki piše članke na temo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, ne da nikakršnih predlogov glede organizacijske oblike takšne institucije. Nekateri zgolj naštevajo pogoje, ki naj bi jih ta institucija izpolnjevala. Drugi predlagajo izvajanje te funkcije v okviru ene izmed že obstoječih institucij (njihovi predlogi bodo obravnavani v posebnem podpoglavju). Spet tretji zgolj pišejo kritike na račun predlogov prvih dveh skupin, sami pa ne dajejo kakšnih konkretnih predlogov. Kljub temu nekateri avtorji podajo v obravnavo idejo o obliki mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili.

Že omenjeno je bilo razlikovanje med tem, ali naj bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili svoje naloge opravljal kot krizni manager ali krizni posojilodajalec (Fischer, 1999, str. 8). Temu primerno bi bila prilagojena tudi organizacija takšne institucije. Kot krizni manager bi imel mednarodni posojilodajalec v skrajni sili predvsem koordinacijsko vlogo. Zagotoviti bi moral sodelovanje institucij, ki so sposobne in pripravljene priskrbeti zadostna finančna sredstva v finančni paket, namenjen reševanju likvidnostnih težav neke države. Kot krizni manager tudi ne bi sam potreboval zaloge ne dostopa do finančnih sredstev, kaj šele da bi moral biti sam sposoben izdajati denar.

Krizni posojilodajalec bi seveda moral biti organiziran drugače. Predvsem bi bilo potrebno, da ima sam sposobnost zagotoviti likvidna finančna sredstva v primernem obsegu. Zato mora imeti dostop do njih in tudi sposobnost izdajanja denarja v tem primeru ne bi bila odveč. V obeh primerih pa mora biti odločanje urejeno na način, ki zagotavlja hitro reagiranje na pojav likvidnostnih težav.

Jeanne in Wyplosz (2001, str. 22-30) preučujeta učinkovitost različnih oblik mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili pri spopadanju z dvojno krizo¹⁵ (twin crisis). Pri tem razlikujeta med možnostjo, kjer mednarodni posojilodajalec v skrajni sili priskrbi likvidnost mednarodnim finančnim trgom in možnostjo, kjer svoja sredstva uporabi za podporo nekega konkretnega bančnega sistema oziroma njegove varnostne mreže (safety net). Oba primera zahtevata temeljito preoblikovanje mednarodne finančne ureditve – v prvem primeru bi potrebovali globalno centralno banko, ki izdaja mednarodno valuto (international currency), v

¹⁵ Gre za kombinacijo bančne in valutne krize. Finančne krize se ponavadi ne pojavijo v svoji »čisti« obliki, pač pa kot kombinacija dveh ali celo vseh treh tipov finančnih kriz (valutna, bančna in dolžniška). Pogosto se kriza lahko pojavi najprej v obliki enega tipa finančne krize in se nato razvije v drugega. Tako so znani primeri, ko so bile bančne krize predhodnice valutnih kriz (Mrak, 2002, str. 574). Takšen primer obravnavata tudi omenjena avtorja.

drugem pa mednarodni bančni sklad, ki bi imel možnost tesnega nadzora nad domačimi bančnimi sistemi.

Gre za primer držav, v katerih pride do nenadnega visokega števila zahtev po poravnavi obveznosti v tuji valuti. Tipičen primer so države v razvoju, kjer je večji del bančnih obveznosti denominiran v tuji valuti. Domače banke v nekem bančnem sistemu so ranljive na t.i. samoizpolnjujoče se navale na banke (takšni so že po svoji definiciji), saj država nima zadosti mednarodne likvidnosti, da bi lahko zagotovila potrebno mednarodno likvidnost. Ta problem lahko reši mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, ki je pripravljen zagotoviti mednarodno likvidnost državi, ki se znajde v dvojni krizi. Pri tem je pomembno, da se likvidnost zagotovi zgolj bankam, ki so solventne. Pomoč nesolventnim bankam se namreč ne imenuje izvajanje funkcije posojilodajalca v skrajni sili, pač pa reševanje (bailing out). In namen mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili zagotovo ni (oziroma ne sme biti) reševanje nesolventnih bank.

3.5.1. Globalna centralna banka

Pri oblikovanju te zamisli se povlečejo vzporednice z domačim posojilodajalcem v skrajni sili. Le-ta naj bi zagotovil likvidnost trgu preko operacij odprtega trga (open market operations). Izvajanje funkcije posojilodajalca v skrajni sili naj bi torej vključevalo enake operacije kot monetarna politika v normalnem času, a v precej večjem obsegu. V skladu s to razlago naj bi bilo zagotavljanje likvidnosti posameznim finančnim institucijam zastarel način izvajanja te funkcije, ki izhaja iz časov, ko finančni trgi niso bili tako učinkoviti kot danes. Tržne sile naj bi bile bolj učinkovite pri alokaciji likvidnosti finančnim institucijam kot pa centralne monetarne oblasti. Tržni udeleženci imajo namreč več informacij o položaju posameznih bank kot denarne oblasti, poleg tega pa nimajo spodbud, da bi reševali nesolventne banke. Tržne sile bi torej zagotovile, da se likvidnost alocira zgolj solventnim bankam.

V skladu s tem pogledom bi tudi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili zagotavljal mednarodno likvidnost trgu preko operacij odprtega trga. To pomeni kupovanje obveznic, denominiranih v domači valuti države v likvidnostnih težavah, v zameno za mednarodni denar, na primer dolarje. In če so finančni trgi med seboj popolno integrirani, potem tudi ni važno, kje mednarodni posojilodajalec v skrajni sili te operacije izvaja. Tržne sile naj bi zagotovile, da likvidnost najde pot do (solventnih) bank. Vendar pa se avtorja sprašujeta o učinkovitosti takšne rešitve. Prav zaradi prepletenosti finančnih trgov bi bila potreba po mednarodni likvidnosti izjemno velika in takšna operacija bi zahtevala zagotovitev velike količine mednarodne likvidnosti, ki bi jo v praksi lahko zagotovil le izdajatelj mednarodnega denarja.

V pogojih segmentiranih – ločenih – finančnih trgov bi bila takšna rešitev verjetno bolj učinkovita, saj bi mednarodna likvidnost v okviru domačega finančnega trga lažje našla pot

do bank, poleg tega pa bi bilo potrebno vbrizgati v finančni trg precej manjšo količino likvidnih finančnih sredstev. Segmentacijo finančnih trgov lahko centralne banke dosežejo z omejevanjem kapitalskih tokov med domačimi in tujimi finančnimi trgi (Jeanne, Wyplosz, 2001, str. 24).

Predlagana rešitev torej predpostavlja, da bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili zagotovil mednarodno likvidnost bankam preko operacij odprtega trga na mednarodnih finančnih trgih, trg pa bi poskrbel, da ta likvidnost pride do bank v likvidnostnih težavah. Trg naj bi bil namreč dovolj učinkovit, da opravi to vlogo, hkrati pa zagotovi, da se ne bodo na ta način reševale nesolventne banke. Vendar pa takšna rešitev zahteva veliko količino mednarodne likvidnosti, ki jo lahko zagotovi le neka globalna centralna banka oziroma centralna banka države, katere denar je mednarodni denar oziroma rezervna valuta. To pa je že blizu ideji Keleherja (1999), ki poudarja, da mora biti mednarodni posojilodajalec v skrajni sili sposoben izdajati rezervno valuto.

3.5.2. Mednarodni bančni sklad

V prejšnjem primeru bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili imel praktično neomejen dostop do mednarodne likvidnosti, saj bi jo sam lahko izdajal. Druga rešitev pa predpostavlja možnost, da bi bila ta institucija oblikovana kot sklad z omejenim dostopom do mednarodne likvidnosti. Glavna razlika med obema oblikama je ta, da so v drugem primeru finančna sredstva zagotovljena konkretnim bankam, ki zaidejo v likvidnostne težave in ne trgu. To se lahko izvaja na dva načina. Pri prvem se sredstva mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili uporabijo za financiranje operacij diskontnega okna (discount window lending) domače centralne banke. Pri drugem pa institucija podpre jamstvo za vloge, denominirane v tuji valuti pri domačih bankah.

Pri prvem načinu, torej operacijah diskontnega okna, si domače banke, ki so predmet navala na banke, skušajo sposoditi finančna sredstva od domače centralne banke. Le-ta izbere med njimi le resnično solventne bank in jim posodi potrebno količino tuje valute, da lahko poravnajo obveznosti do svojih deponentov. Torej je centralna banka, in ne trg, tista, ki določi katere banke so solventne. Pri svojem presojanju mora upoštevati ali bi bile banke solventne v normalnih pogojih in ne v času krize¹⁶. S tem se zagotovi, da solventne banke kljub likvidnostnim težavam obstanejo na trgu in se njihova premoženjska bilanca ne zmanjša – namesto privatnih deponentov imajo sedaj med svojimi pasivi centralno banko. Torej ne pride do krčenja bančnega sektorja na račun solventnih bank.

Drugi način pa predstavlja situacijo, kjer mednarodni posojilodajalec v skrajni sili podpre domače jamstvo za bančne vloge denominirane v tuji valuti (mednarodnem denarju). Vlada

¹⁶ Enako kot naj bi, po Bagehotovem principu, centralne banke posojale na podlagi vrednosti zastavljenega premoženja, kot je določena v normalnih časih in ne v času krize.

države, ki se znajde v finančni krizi, razglasi jamstvo za omenjene vloge pri solventnih bankah. Deponenti, ki imajo sedaj zajamčene vloge, ne čutijo več tolikšnih spodbud po navalu na solventne banke. Nesolventne banke so še vedno izpostavljene navalu, zato propadejo. In prav je, da propadejo.

Pri obeh omenjenih načinih ni nobene potrebe po tem, da bi imel mednarodni posojilodajalec v skrajni sili neomejen dostop do likvidnih sredstev. Potrebuje le finančna sredstva v višini likvidnostne vrzeli v domačem bančnem sektorju. Morda celo manjša, saj obveznosti nesolventnih bank v času krize ostanejo nepokrite (Jeanne, Wyplosz, 2001, str. 27).

Očitno je torej, da mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, ki podpira domači bančni sektor posamezne države, potrebuje precej manjša finančna sredstva kot pa tisti, ki zagotavlja likvidnost preko finančnih trgov. Deluje lahko kot sklad, ki ni nujno zelo velik. Sklepamo lahko, da če bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili deloval kot mednarodni bančni sklad, bi to vlogo lahko prevzele že kakšne izmed obstoječih mednarodnih finančnih institucij.

3.6. Potencialni mednarodni posojilodajalci v skrajni sili

Ob opisovanju in pojasnjevanju značilnosti mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili večkrat naletimo na različne predloge, katera institucija bi to vlogo lahko opravljala. Avtorji pri svojih predlogih seveda upoštevajo svoje razumevanje oblike in značilnosti mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Veliko pa je odvisno tudi od tega, kdo to vlogo v obstoječi mednarodni finančni ureditvi že opravlja. Predlogi se vrstijo od najbolj pogosto omenjanega Mednarodnega denarnega sklada in skupine G-7 do Federal Reserve sistema in Evropske centralne banke. Ker je MDS v strokovni javnosti deležen najbolj široke in kritične obravnave, bo ta možnost posebej obravnavana v petem poglavju. V nadaljevanju tega podpoglavja pa bodo predstavljene ostale tri institucije.

3.6.1. Federal Reserve kot potencialni mednarodni posojilodajalec v skrajni sili

Federal Reserve oziroma ameriška centralno-bančna oblast že opravlja funkcijo domačega posojilodajalca v skrajni sili za ameriški bančni sistem. Niso pa redki predlogi, da bi ta institucija opravljala tudi funkcijo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Takšen predlog najdemo izrecno omenjen v Keleher (1999), implicitno pa tudi v Jeanne in Wyplosz (2001), kjer avtorja govorita o globalni centralni banki oziroma centralni banki države, katere valuta je mednarodna valuta.

Ena izmed značilnosti obstoječega mednarodnega finančnega sistema je potreba po in obstoj rezervnih valut. Pomembnejše valute pogosto služijo kot mednarodni denar in mednarodne rezerve. Ključno vlogo pri tem igra ameriški dolar, ki je gotovo najpomembnejši mednarodni

denar in rezervna valuta¹⁷. Kadar pride do pomanjkanja ali povečanega povpraševanja po mednarodni likvidnosti, gre ponavadi prav za povečano povpraševanje po dolarju kot rezervni valuti. Takšni primeri kažejo na potrebo po sprejemanju odgovornosti s strani Federal Reserve, da ravna kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili. Le-ta bi moral zaježiti negativne učinke pomanjkanja mednarodne likvidnosti.

Federal Reserve ima sposobnost delovanja kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili. Kadar pride do pomanjkanja rezervne valute, ima Federal Reserve možnost kreiranja mednarodnih rezerv oziroma denarja (torej dolarjev), s čimer zadosti povečanemu povpraševanju po mednarodni likvidnosti. Zato lahko deluje kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili. Poleg tega lahko Federal Reserve svojo nalogo opravlja hitro, preko izvajanja operacij odprtega trga. S tem se tudi izogne možnosti, da bi posojal nesolventnim bankam.

Keleher (1999, str. 7-9) torej poudarja, da odgovornost za opravljanje funkcije mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili leži na centralnih bankah držav, ki izdajajo rezervno valuto. Ker je ameriški dolar dominantna rezervna valuta, Federal Reserve pa edina institucija, ki lahko izdaja dolarje, pade večji del te odgovornosti prav na Federal Reserve. Z opravljanjem te funkcije lahko Federal Reserve prepreči, da bi pomanjkanje rezervne valute v pogojih povečanega povpraševanja po mednarodni likvidnosti privedlo do potencialne svetovne finančne krize. Avtor tudi trdi, da bi Federal Reserve moral jasno in izrecno priznati prevzem te vloge. S tem bi prevzel nase mednarodno odgovornost še preden do finančne krize dejansko pride. Ko se le-ta enkrat pojavi, bi bilo vsem jasno, kako bo Federal Reserve reagiral. S tem ne samo odpravi nejasnosti v zvezi z opravljanjem te funkcije, pač pa tudi poveča zaupanje investitorjev v varnost njihovih naložb in stabilnost finančnih sistemov. Res je sicer, da tako tudi povzroči pojav moralnega tveganja, vendar bi ta problem lahko zmanjšal, tako da bi jasno dal vedeti, da bo likvidnost zagotovil le trgu in ne nesolventnim finančnim institucijam.

Federal Reserve bi odločitve o posredovanju sprejemal na podlagi raznih indikatorjev, ki bi kazali na pojav likvidnostnih problemov. Ker morajo biti odločitve mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili sprejete zelo hitro (v roku nekaj ur, največ nekaj dni), morajo biti podatki čim bolj dostopni in ažurni. Avtor predlaga uporabo podatkov o svetovnem gibanju cen blaga, bilateralnih in efektivnih deviznih tečajih dolarja in donosih mednarodnih obveznic. Skupaj bi ti podatki lahko dali nekakšno sliko o gibanju svetovne likvidnosti¹⁸.

¹⁷ Pojav evra zna te stvari nekoliko spremeniti, saj bo verjetno postopoma postajal čedalje pomembnejša valuta v mednarodnem finančnem sistemu in slej ko prej začel predstavljati »težave« dolarju pri obdržanju njegovega primata. Potem bo potrebno resneje pogledati tudi možnost, da bi Evropska centralna banka postala mednarodni posojilodajalec v skrajni sili. Vendar pa že na ravni monetarne unije nima jasnega mandata posojilodajalca v skrajni sili, kaj šele da bi to vlogo opravljala za celoten mednarodni finančni sistem.

¹⁸ Poudaril bi, da so lahko te informacije dostopne tudi drugim potencialnim mednarodnim posojilodajalcem v skrajni sili, zato to ne predstavlja nekakšne prednosti Federal Reserve.

3.6.2. ECB¹⁹ kot potencialni mednarodni posojilodajalec v skrajni sili

Na ECB, kot izvajalca te funkcije, lahko gledamo tako z mednarodnega kot nacionalnega vidika. Po eni strani je ECB res centralna banka 12 držav Ekonomske in monetarne unije (EMU), pri čemer nacionalne centralne banke teh držav služijo kot njeni agenti. Ker gre za več držav, bi lahko ECB poimenovali mednarodni posojilodajalec v skrajni sili v primeru, ko opravlja to funkcijo za omenjeno skupino držav. Po drugi strani je ECB centralna banka enotnega denarnega področja – podobno kot Federal Reserve. Zato bi bilo bolj smiselno govoriti, da je ECB lahko nacionalni posojilodajalec v skrajni sili, kot mednarodni pa se pojavlja v enakem smislu kot Federal Reserve. Ker je namen tega poglavja govoriti o mednarodnem in ne nacionalnem posojilodajalcu v skrajni sili, o slednjem le na kratko.

ECB ima jasen cilj zagotavljati monetarno stabilnost v EMU, t.j. skrbeti za nizko stopnjo inflacije (cilj je opredeljen na ravni 0-2%). Pri tem uporablja različne instrumente monetarne politike. Vendar obstajajo številne nejasnosti glede izvajanja nadzora nad bankami in drugimi finančnimi institucijami ter izvajanja funkcije posojilodajalca v skrajni sili. Z uvedbo Evra je v Evropi prišlo do hitrejšega razvoja in večje prepletenosti finančnih trgov. Le-ti med seboj niso več »ločeni« z deviznimi tečaji. Zato se je povečala tudi potreba po evropskem posojilodajalcu v skrajni sili. To funkcijo bi v Evropi moral opravljati ESCB²⁰ na čelu s svetom ECB (Aglietta, 2000, str. 34).

Za učinkovito delovanje potrebuje posojilodajalec v skrajni sili učinkovit sistem regulacije in nadzora nad bankami in drugimi finančnimi institucijami. Seveda je smiselno, da se nadzor nad bankami izvaja na tisti ravni, ki je bankam najbližja – to je na ravni nacionalnih centralnih bank. Te pa morajo ECB pravočasno preskrbeti vse informacije, potrebne za hitro sprejemanje odločitev glede zagotavljanja likvidnosti. Decentralizacija nadzora nad bankami v EMU je smiselna, vendar morajo veljati usklajeni kriteriji. To bi bilo možno preko oblikovanja t.i. »opazovalnice sistemskega tveganja« (observatory of systemic risk), ki bi zbirala informacije, ki jih posredujejo nacionalne centralne banke in jih nato posredovala svetu ECB. Na podlagi teh informacij bi se svet odločal o nadaljnjih ukrepih. (Aglietta, 2000, str. 59-63). Ne glede na to, kako bi se v končni fazi zagotovila likvidnost – preko ECB same ali nacionalnih centralnih bank – je svet ECB tisti, ki naj sprejema odločitve o tem²¹.

Problem je, da v EMU ni dovolj jasno določena razmejitev funkcij in odgovornosti za izvajanje nadzora nad bankami in vloge posojilodajalca v skrajni sili. To med drugimi

¹⁹ Evropska centralna banka.

²⁰ Evropski sistem centralnih bank.

²¹ Obstaja tudi kritika tega pogleda, ki poudarja težave, do katerih lahko pride, če bi to funkcijo opravljala ECB. Državne nadzorne agencije (lahko tudi centralne banke) bi imele spodbude, da skrivajo podatke o dejanskem stanju neke nesolventne banke, saj računajo, da se bo ECB odločila za intervencijo. To bi pomenilo, da bi bili stroški reševanja nesolventne banke v neki državi razdeljeni med vse države EMU, namesto da bi te stroške nosila zgolj tista država, ki se za reševanje nesolventne banke tudi odloči (Aglietta, 2000, str. 56). Z izvajanjem funkcije posojilodajalca v skrajni sili bi tako ECB dejansko reševala tudi nesolventne banke.

poudarjata tudi MDS in CEPR²², ki priporočata večjo harmonizacijo standardov, nadzora nad finančnimi institucijami in transparentnost pri določitvi vloge posojilodajalca v skrajni sili (Bruni, de Boisseiu, 2000, str. 179). Ni namreč dobro razvidno ali naj to vlogo igrajo nacionalne centralne banke ali ECB.

Če ECB izvaja to funkcijo na ravni EMU, potem ne moremo govoriti o mednarodnem, temveč nacionalnem posojilodajalcu v skrajni sili, saj gre za enotno denarno področje. Lahko pa bi ECB izvajala to funkcijo tudi na mednarodni ravni in pri tem sklepanju lahko potegnemo vzporednice s Keleher (1999), ki v tej vlogi vidi Federal Reserve. S tega vidika je za mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili pomembno, da izdaja rezervno valuto, sprejme nase obveznost zagotavljanja mednarodne likvidnosti, ima sposobnost hitrega odločanja in dostop do informacij, potrebnih za sprejemanje ustreznih odločitev.

S 1. januarjem 2002 je Evro postal tudi »pravi« in ne le knjižni denar. Zamenjal je valute 12 držav EMU in postal edino zakonito plačilno sredstvo v teh državah. Glede na to, da so tudi številne druge države uporabljale nekatere izmed teh valut (zlasti DEM) v svojem notranjem plačilnem prometu, ali pa imajo vrednost domače valute vezano na eno izmed omenjenih valut, je velika verjetnost, da bo to vlogo sedaj prevzel Evro. Poleg tega zna Evro prevzeti tudi pomembnejšo vlogo pri mednarodnih transakcijah in postati ena izmed pomembnejših rezervnih valut (enako kot USD). Če bo (je) Evro rezervna valuta in je ECB institucija, ki izdaja to valuto, sledi da lahko tudi ECB služi kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili. Enako kot Federal Reserve ima tudi ECB sposobnost hitrega odločanja v primeru krize in dostop do enakih (tržnih) indikatorjev, ki služijo za sprejemanje odločitev. Vprašanje pa je ali je ECB pripravljena formalno prevzeti to vlogo. Že na nacionalni ravni ni jasno ali bo izvajanje te funkcije v pristojnosti ECB in ali bo to sploh pripravljena početi. Njena glavna skrb je namreč ohranjanje (notranje) stabilnosti valute. Menim, da je malo verjetno, da bo ECB v bližnji prihodnosti pripravljena ali sposobna prevzeti to vlogo.

3.6.3. G-7 kot potencialni mednarodni posojilodajalec v skrajni sili

Rogoff poudarja, da v okviru debate o tem, katera institucija in kako bi najbolje opravljala vlogo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, ne moremo govoriti, kot da do sedaj takšna institucija še ni obstajala. Mednarodni finančni sistem že vseskozi ima posojilodajalca v skrajni sili, le da njegova vloga ni jasno in izrecno določena. V 1990-ih letih je to funkcijo opravljala skupina industrijsko razvitih držav G-7²³, ki je pri tem delovala skupaj z Mednarodnim denarnim skladom, Svetovno banko in drugimi OECD državami. Leta 1995 so Mehiki zagotovili rešilni finančni paket v znesku 50 milijard dolarjev, podobne vsote pa so ponudili tudi azijskim državam, ko je prišlo do krize.

²² Centre for Economic Policy Research.

²³ Te države so ZDA, Japonska, Nemčija, Francija, Velika Britanija, Italija in Kanada.

Zakaj G-7 opravlja to vlogo? Delno morda tudi zaradi altruizma, v glavnem pa zaradi popolnoma sebičnih interesov. Gospodarsko sodelovanje z državami v razvoju omogoča državam OECD številne koristi, ki bi bile močno ogrožene v primeru nekontroliranih kriz v državah v razvoju. Še bolj pravilna bi bila ugotovitev, da lahko finančna nestabilnost držav v razvoju močno ogrozi stabilnost in obstoj bank iz razvitih držav. Končno pa je potrebno upoštevati še resen problem politične nestabilnosti držav v razvoju. Zato ima G-7 močne spodbude za reševanje teh držav v primeru finančne krize.

Če torej G-7 deluje kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, zakaj potem sploh poteka debata o instituciji, ki naj bi prevzela to vlogo? Le-ta očitno že obstaja. Zakaj tudi debata o načinu izvajanja te funkcije? Tudi ta je že jasna. Debata je pomembna zato, ker sredstva, ki jih je skupina G-7 pripravljena zagotoviti za reševanje finančnih kriz držav v razvoju, niso zadosti velika, da bi pomagala prebroditi finančno krizo večjih razsežnosti. Dodatna kritika leti na dejstvo, da G-7 svoje vloge ne opravlja konsistentno. Številne azijske države menijo, da so bili pogoji, ki sta jih G-7 in MDS postavljala za posojila tem državam precej bolj strogi kot tisti, ki sta jih morali izpolniti Mehika in Brazilija (Rogoff, 1999, str. 11-12).

Skupina G-7 kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili verjetno nima prihodnosti, vsaj ne kar se tiče možnosti, da bi formalno prevzela nase odgovornosti, ki takšni instituciji pritičejo. Zato tudi poteka omenjena debata. Svet verjetno potrebuje institucijo, ki bo to vlogo prevzela kot mandat in ne skupine držav, ki bo to vlogo opravljala kadar in v obsegu, ki ji trenutno ustreza.

3.7. Domači in mednarodni posojilodajalec v skrajni sili

Primerjava značilnosti domačega in mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili bi bila precej olajšana, če bi imeli natančno opredelitev tako enega kot drugega. Že pri domačem posojilodajalcu v skrajni sili, instituciji ki obstaja že več kot sto let, se pojavljajo razlike v pojmovanju načina izvajanja te funkcije. Popolnoma logično je potem, da so nesoglasja glede značilnosti in oblike te institucije na mednarodni ravni toliko večja.

Na ravni neke države je praviloma centralna banka tista, ki opravlja funkcijo posojilodajalca v skrajni sili²⁴. Centralna banka, kot institucija z monopolno pravico izdajanja primarnega denarja, v primeru navala na banke zagotavlja potrebno likvidnost solventnim bankam. Že s svojo prisotnostjo in prevzemom odgovornosti za izvajanje te funkcije naj bi preprečevala sam pojav finančne panike. Kadar pa se naval na banke kaže kot zahteva deponentov po poravnavanju obveznosti v tuji valuti, je centralna banka pri zagotavljanju mednarodne likvidnosti omejena z mednarodnimi denarnimi rezervami. V tem primeru je zato potrebna prisotnost mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, ki bo sposoben zagotoviti solventnim bankam potrebno mednarodno likvidnost.

²⁴ Čeprav, kot poudarja Fischer (1999), to sploh ni nujno.

Tako domači kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili lahko likvidnost zagotavljata bodisi trgu bodisi posameznim finančnim institucijam. Obe možnosti imata svoje prednosti in slabosti. Pri zagotavljanju likvidnosti trgu se institucija izogne nevarnosti, da bi likvidnost priskrbela nesolventni banki. Trg je tisti, ki bo opravil alokacijo likvidnosti, tržni udeleženci pa nimajo nikakršnih spodbud za reševanje nesolventnih bank. Pomanjkljivost te možnosti je v tem, da je potrebno na ta način zagotoviti precej več likvidnosti. Pri drugi možnosti seveda velja ravno obratno – potrebno je zagotoviti manj likvidnosti, a paziti, da je ne zagotavljamo nesolventnim bankam.

Pri obeh institucijah se pojavlja vprašanje ali vnaprej prevzeti odgovornost za zagotavljanje likvidnosti ali ne. V prvem primeru se pojavi problem moralnega tveganja. Če bodo deponenti in drugi upniki vedeli, da so njihove naložbe varne, saj bo neka institucija poskrbela za likvidnost bank, ko le-te zaidejo v likvidnostne težave, potem bodo imeli manjše spodbude za nadzor nad bankami. Banke bodo zato pripravljene sprejemati večje tveganje kot bi ga sicer. V drugem primeru pa lahko odsotnost posojilodajalca v skrajni sili hitreje privede do finančne panike – stabilnost finančnega sistema je manjša, prav tako tudi zaupanje investitorjev.

Prav tako za obe instituciji velja, da mora biti njuno delovanje pregledno in konsistentno. Osredotočiti se morata na reševanje le solventnih bank, nesolventne pa pustiti propasti (ne glede na razne politične pritiske). Ima pa domači posojilodajalec v skrajni sili eno prednost pred mednarodnim. Pri zmanjševanju problema moralnega tveganja je ključnega pomena, da ima posojilodajalec v skrajni sili v rokah regulacijo in nadzor nad delovanjem finančnih institucij. Domača centralna banka ima praviloma dober nadzor nad domačimi finančnimi institucijami. Pri mednarodnem posojilodajalcu pa nastane problem, saj nima v rokah instrumentov za regulacijo in izvajanje nadzora v posameznih državah. Redko katera država bi namreč nadzor nad domačimi bankami prepustila neki tuji ali nad-nacionalni instituciji. Tudi če bi mednarodna institucija imela takšno možnost, bi jo vseeno morala uveljavljati preko domače institucije – verjetno centralne banke.

Kot vidimo, obstajajo med domačim in mednarodnim posojilodajalcem precejšnje podobnosti. Pri obeh se pojavljata dilemi, kako zagotoviti likvidnost in ali vnaprej določiti pravila interveniranja ali ne. Je pa pri domačih centralnih bankah vsaj jasno, da le-te lahko izdajajo primarni denar in s tem likvidnost, medtem ko mednarodna institucija tega praviloma ne more početi²⁵ (pri tem zanemarimo vprašanje ali je to sploh potrebno). Poleg tega lahko domače centralne banke izgradijo sistem regulacije in nadzora nad domačimi finančnimi institucijam, medtem ko se mora mednarodna institucija pri tem zanašati prav na pomoč domačih centralnih bank.

²⁵ Razen če upoštevamo Federal Reserve, ki izdaja dolarje – mednarodni denar in rezervno valuto.

3.8. Prihodnost mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili

Odgovora na vprašanje, kaj se bo v prihodnosti dogajalo z mednarodnim posojilodajalcem v skrajni sili, verjetno ni mogoče podati preprosto. Lahko da bo to vlogo prevzela kakšna že obstoječa institucija (npr. MDS ali Federal Reserve). Lahko se oblikuje tudi neka popolnoma nova institucija, katere naloga bo zgolj opravljanje te funkcije. Malo pa je verjetno, da te vloge ne bi opravljal nihče. Mednarodni posojilodajalec v skrajni sili v prihodnosti gotovo bo obstajal. Države in finančne institucije bodo še naprej prejemale podporo v primeru likvidnostnih težav zaradi potencialnih posledic za celoten mednarodni finančni sistem, če te institucije (države) bankrotirajo. Vendar pa je ključnega pomena, da se s prenovo mednarodne finančne ureditve skuša zagotoviti, da se bodo potrebe po vmešavanju s strani te institucije zmanjšale. Torej je potrebno zagotoviti red in disciplino v delovanju finančnih institucij, kakor tudi ustrezen nadzor nad njihovim delovanjem, da bi zmanjšali pogostost pojavljanja finančnih kriz.

Kako lahko zmanjšamo potrebo po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili? Z večjim poudarkom na privatnem sektorju in delovanju tržnega mehanizma. Potrebno je razviti ustrezne tržne instrumente, ki bodo bolj odsevali razmerje med tveganjem in donosnostjo. Cene teh instrumentov bi morale pravilno odražati tveganje bankrota (default risk), ki se mu privatni investitor izpostavlja. Privatni investitor bi tako bil primerno nagrajen za sprejem večjega tveganja, vendar pa bi to storil zavestno, zato v primeru finančne krize tudi ne bi bilo potrebe po reševanju (bailing out) teh investitorjev. Poleg tega bi se privatni investitorji lahko zavarovali z instrumenti za zavarovanje pred tveganjem. Toda problem nastane, ker privatni investitorji nimajo nobenih spodbud za zavarovanje pred tveganjem, saj bo v primeru likvidnostnih težav na pomoč priskočila neka institucija in rešila privatne investitorje, kot je bila praksa do sedaj (Mann, 1998, str. 5; 1999, str. 3). Večji prevzem odgovornosti s strani privatnega sektorja je torej ena izmed ključnih zahtev za prihodnost, če želimo zagotoviti normalno delovanje mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili.

Omenjajo se tudi možnosti, da v primeru likvidnostne krize obstajajo alternative mednarodnemu posojilodajalcu v skrajni sili. Za preprečevanje finančne panike bi tako služile omejitve na pritek kratkoročnega (špekulativnega) kapitala iz tujine in fleksibilni devizni tečaji. Pri obvladovanju finančne panike obstaja možnost prekinitve plačevanja dolgov in dogovor o restrukturiranju dolžniških obveznosti. V primeru likvidnostne krize pa obstaja tudi možnost dodatnega financiranja s strani upnikov, pri čemer bi ta novi dolg imel prednost pri poplačilu (Sachs, 1999, str. 186).

4. Moralno tveganje

Eden izmed ključnih problemov delovanja posojilodajalca v skrajni sili, na nacionalni ali mednarodni ravni, je pojav moralnega tveganja (moral hazard). Posojilodajalec v skrajni sili namreč s tem, ko zagotavlja podporo finančnim institucijam v primeru likvidnostnih težav, dejansko spodbuja te institucije, da se obnašajo manj odgovorno – torej sprejemajo bolj

tvegane odločitve kot bi jih sicer. Tudi deponenti oziroma posojilodajalci finančnih institucij imajo zato manjše spodbude za nadzor nad poslovanjem le-teh. Zato so očitki glede pojava moralnega tveganja ena izmed osrednjih točk kritikov funkcije posojilodajalca v skrajni sili, predvsem na mednarodni ravni. V nadaljevanju bo najprej predstavljen problem moralnega tveganja na splošno, nato pa še v povezavi z izvajanjem te funkcije.

4.1. Asimetrične informacije

Moralno tveganje je eden izmed dveh vidikov problema asimetričnih informacij. Drugi je napačna izbira (adverse selection). Asimetrične informacije se nanašajo na dejstvo, da ima ena oseba, udeležena v neki transakciji, na voljo manj informacij kot druga oseba, zato ne more sprejeti ustrezne odločitve. Tipičen primer tega je tako imenovani problem principala in agenta. Manager neke institucije, agent, ima na voljo popolne informacije o poslovanju tega podjetja, za razliko od lastnika – delničarja oziroma principala, ki ima na voljo zgolj (omejene) informacije, katere mu posreduje manager. Od managerja je torej odvisno, ali bo tudi lastnik imel na voljo vse informacije in ali bodo te pravilne.

Napačna izbira²⁶ je tisti vidik problema asimetričnih informacij, do katerega lahko pride še pred pričetkom transakcije. Glede na to, da je namen tega poglavja predstaviti problem moralnega tveganja v povezavi s posojilodajalcem v skrajni sili, o napačni izbiri le na kratko. Posojilojemalci z nizko bonitetno oceno so praviloma tisti, ki bi najraje najeli posojilo pri banki. Tržna obrestna mera je namreč za njih ugodna, za tiste z nižjim kreditnim tveganjem pa neugodna – previsoka²⁷. Zato slednji ne bodo pripravljene najeti posojila, tisti z višjim kreditnim tveganjem pa bodo. Se pravi, da se bo stranka, ki predstavlja največje tveganje, najraje odločila za takšno transakcijo. Problem napačne izbire torej poveča tveganje, zato se bo zmanjšala pripravljenost posojilodajalcev, da dajejo posojila oziroma bodo posojila pripravljene dati le po višji obrestni meri. Pri tej višji obrestni meri pa se bo spet zmanjšalo število posojilojemalcev, ki so pripravljene najeti posojilo. Nekaj preostalih, še dobrih, posojilojemalcev bo odpadlo, in ostali bodo le še tisti z večjim kreditnim tveganjem. Zato bo banka spet povečala obrestno mero, po kateri je pripravljena posojati in spet bo del posojilojemalcev odpadel. V končni fazi na trgu ostanejo samo še tisti, ki imajo najnižje bonitetne ocene in so pripravljene najeti posojila tudi po zelo visokih – a za njih vseeno ugodnih – obrestnih merah. Napačna izbira torej privede do krčenja kreditne aktivnosti.

Moralno tveganje pa je tisti vidik problema asimetričnih informacij, do katerega pride po tistem, ko je do transakcije že prišlo. Posojilojemalec ima namreč lahko spodbude, da se obnaša bolj tvegano, kot bi posojilodajalec želel, in le-temu to zamolči. Kot že rečeno, je tipičen primer tega pojava problem principala in agenta. Managerji skrivajo informacije pred lastniki in raje zasledujejo svoje lastne, osebne interese, kot pa interese lastnikov podjetja.

²⁶ Napačno izbiro in kako vpliva na učinkovito delovanje trga, je predstavil George Akerlof v svojem članku na primeru trga rabljenih avtomobilov.

²⁷ Predpostavka je, da posojilodajalec – banka – ne more ločiti med dobrim in slabim posojilojemalcem.

Podobno je pri posojilu. Posojilodajalec najame posojilo, na primer, za razširitev proizvodnje, s čimer se posojilodajalec – recimo banka – strinja. Ko pa posojilo enkrat dobi, ga porabi za popolnoma druge namene. Uporabi ga za neko bolj tvegano aktivnost, čeprav ve da posojilodajalcu to ne bi bilo všeč (Mishkin, 1997, str. 201-215).

4.2. Moralno tveganje in (mednarodni) posojilodajalec v skrajni sili

Moralno tveganje je tudi spremljajoči pojav delovanja posojilodajalca v skrajni sili tako na nacionalni kot na mednarodni ravni. Pojav je nevaren, saj poveča verjetnost, da pride do izbruha finančne krize. Ker finančne institucije (ali države) vedo, da obstaja neka institucija, ki jim bo priskočila na pomoč v primeru likvidnostnih težav, se obnašajo bolj tvegano kot bi se sicer. To pomeni, da dajejo posojila tudi komitentom, ki bi jih sicer smatrale kot neustrezne in v portfelj vključujejo vrednostne papirje, ki so jih prej imele za preveč tvegane. Posojilodajalci (deponenti) teh institucij (bank) pa ne čutijo nikakršne potrebe po njihovem nadzoru, saj vedo, da bodo njihove naložbe varne, ker obstaja posojilodajalec v skrajni sili, ki bo njihovim dolžnikom priskrbel likvidna sredstva. Pojav je enako nevaren na ravni države, kjer kot posojilodajalec v skrajni sili deluje centralna banka, kot na mednarodni ravni, kjer pa so posledice ponavadi bolj opazne – vsaj širši javnosti. Toda v obeh primerih takšna institucija mora obstajati, saj s tem preprečuje pojav finančne panike in nevarnost, da bi problemi ene finančne institucije okužili tudi druge in s tem povzročili krizo širših razsežnosti.

V okviru tega konteksta lahko moralno tveganje opredelimo kot malomarno in neprevidno delovanje²⁸ finančnih institucij, katerih tveganje je pokrito z zavarovanjem (v tem primeru zavarovanje predstavlja posojilodajalec v skrajni sili). Pravilno bi bilo, da bi institucije, ki prevzemajo večje tveganje, bile izpostavljene večji izgubi, če se stvari ne obrnejo v zeleno smer. Proti tveganju bi se seveda lahko same zavarovale z ustreznimi instrumenti, ki bi jih prodajale za to specializirane institucije. Le-te bi tudi skušale pravilno oceniti tveganje in tako določiti ceno omenjenim instrumentom. A ker finančne institucije vedo, da lahko breme zavarovanja prevalijo na druge, ta princip ne deluje.

Na mednarodnih finančnih trgih se vsekakor srečujemo z moralnim tveganjem, saj je kar nekaj institucij (npr. MDS, FED, G-7), ki želijo s svojim delovanjem preprečiti izbruh finančne krize. Vendar s svojim ravnanjem nosijo del odgovornosti za samo nevarnost, da bo do krize prišlo, saj spodbujajo neodgovorno ravnanje finančnih institucij. Moralno tveganje v povezavi z mednarodnim (s)posojanjem lahko izhaja iz treh virov (Christiansen, 2001, str. 115-116):

²⁸ Tipičen primer takšnega ravnanja je že omenjena neprevidnost pri posojanju.

- a) državno moralno tveganje (sovereign moral hazard) – v tem primeru vlade držav dolžnic ne skrbijo za ustrezno finančno in fiskalno disciplino, saj pričakujejo tujo pomoč v primeru likvidnostnih težav;
- b) moralno tveganje investitorjev (investor moral hazard) – gre dejansko za prekomerno posojanje dolžnikom, ki imajo sicer zelo nizko bonitetno oceno, a investitorji pričakujejo, da bodo dolžniki v primeru likvidnostnih težav dobili likvidna finančna sredstva s strani mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili;
- c) moralno tveganje dolžnikov (debtor moral hazard) – dolžniki si prekomerno sposojajo od tujih in domačih posojilodajalcev, saj pričakujejo finančno pomoč (od doma in iz tujine) v primeru likvidnostnih težav. Dejansko naj bi večji del finančnih sredstev, ki jih je npr. MDS namenil Mehiki leta 1995, država porabila za poravnavo dolgov domačih finančnih institucij do tujine. Takšno ravnanje gotovo še povečuje problem moralnega tveganja.

Moralno tveganje v neki državi lahko izhaja iz kateregakoli od omenjenih virov, ponavadi kar vseh. Seveda je od značilnosti države, investitorjev in dolžnikov odvisno kateri prevladujejo. Moralno tveganje v mednarodnih financah ima torej izvor tako v državah dolžnicah kot upnicah, del odgovornosti pa nosijo tudi mednarodne organizacije.

Države dolžnice povzročajo moralno tveganje preko oblikovanja formalnih in neformalnih shem zavarovanja oziroma implicitnih obljub zavarovanja depozitov, ki jih deponenti držijo pri bankah. To ni zgolj značilnost držav v razvoju, temveč praktično vseh držav na svetu. Države dolžnice niso pripravljene pustiti svojih bank, vsaj večjih ne²⁹, da propadejo. S tem bi omajale zaupanje v varnost in stabilnost finančnega sistema. V državah v razvoju je kot dodatni razlog moralnega tveganja tekem 90-ih let nastopala še njihova zaveza za vzdrževanje fiksnega režima deviznega tečaja (pegged exchange rate regime). Države so predpostavljale, da so njihovi devizni tečaji fiksni in stabilni, s tem pa bistveno vplivale na odnos investitorjev do prevzemanja tveganja. Države praviloma moralno tveganje omejujejo preko razvitih mehanizmov nadzora in regulacije nad delovanjem finančnih institucij. Toda v mnogih državah je problem ali pomanjkanje volje in pripravljenosti³⁰ za uvedbo teh mehanizmov ali pa nezadostno poznavanje le-teh.

Tudi države upnice lahko pripomorejo k zaostritvi problema moralnega tveganja in sicer preko delovanja svojih vlad. Sicer ne klasičen, a vseeno pomemben, je primer, ko vlade obljubijo bankam garancije za posojila, ki jih bodo banke dale preferenčnim posojilojemalcem oziroma zelenim državam. Te države so seveda določene na podlagi deloma gospodarskih, predvsem pa političnih interesov države in ne na podlagi presojanja bank o kreditni sposobnosti držav. Drugi primer pa je že omenjeno načelo »too big to fail«. Nekaterne banke so dejansko prevelike, da bi jih država lahko pustila propasti. Njihov propad bi za seboj potegnil propad tudi drugih bank in resno ogrozil stabilnost domačega finančnega

²⁹ Načelo »too-big-to-fail« je del realnosti v praktično vseh državah.

³⁰ Problem držav v razvoju naj bi bil ta, da večje finančne institucije obvladuje nekaj večjih družin, ki imajo ponavadi tesne stike z vladajočo garnituro. Zato računajo na pomoč države v primeru likvidnostnih težav. To seveda spodbuja neodgovorno obnašanje.

sistema. Če takšne banke zaidejo v likvidnostne težave zaradi svojega neodgovornega ravnanja – prekomernega posojanja institucijam v državah v razvoju – jim bo država zagotovila finančna sredstva za umiritev likvidnostnih težav. Ker banke pričakujejo takšno gesto s strani vlade, se lahko obnašajo manj dogovorno kot bi se sicer. Podoben učinek ima tudi obstoj shem zavarovanja depozitov.

Končno pa k moralnemu tveganju pripomore tudi delovanje mednarodnih (finančnih) institucij, ki so prevzele nase mandat za opravljanje funkcije mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Z zagotavljanjem finančnih sredstev državam, ki zaidejo v likvidnostno krizo, še pripomorejo k že tako akutnemu problemu moralnega tveganja. Ker država ali finančne institucije v teh državah pričakujejo tovrstno pomoč, sprejemajo bolj tvegane odločitve kot bi jih v primeru, da takšne institucije ne bi bilo.

Obstaja torej več virov moralnega tveganja v mednarodnih financah in eden izmed njih je tesno povezan z delovanjem posojilodajalca v skrajni sili, tako na mednarodni kot nacionalni ravni (v državi dolžnici ali upnici). Ne glede na to, katera institucija je bolj primerna za opravljanje te funkcije na mednarodni ravni, mora paziti, da s svojim delovanjem ne povzroča pretiranega moralnega tveganja. V celoti se temu gotovo ni moč izogniti, a z natančno določenimi pogoji za pridobitev likvidnosti ter zagotovitev ustreznega delovanja mehanizmov regulacije in nadzora v posameznih državah, bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili lahko ta problem spravil na minimum.

5. MDS kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili

Kot potencialni mednarodni posojilodajalec v skrajni sili se najpogosteje omenja MDS. In prav okoli tega predloga poteka najbolj burna razprava. Na eni strani imamo zagovornike te ideje, na drugi strani pa nasprotnike, ki menijo, da je potrebno to vlogo MDS-a močno omejiti ali MDS celo odpraviti. Ali MDS danes opravlja to vlogo ali ne, ni več vprašanje. Bolj pomembno je ali naj jo opravlja tudi v prihodnosti. Če da, potem bi moral imeti jasno določen mandat, ki ga zavezuje k opravljanju te funkcije. Vendar spet – kdo naj bo tisti, ki mu bo ta mandat podelil?

Že hiter sprehod skozi literaturo na tem področju pokaže, kako različna so lahko in so stališča avtorjev že samo v enem delu razprave o reformi mednarodnega finančnega sistema. V nadaljevanju bom najprej predstavil, kako zagovorniki vidijo delovanje MDS-a kot mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili in kakšne naj bi bile njegove značilnosti. Nato pa bodo predstavljene še kritike tega pogleda. Čeprav večina kritikov dejansko samo kritizira predloge drugih, se med njimi najdejo tudi tisti, ki zraven podajo še svoja razmišljanja o potrebi po takšni instituciji.

5.1. Delovanje MDS-a kot posojilodajalca v skrajni sili

MDS je bil prvotno ustanovljen iz popolnoma drugih razlogov, vendar pa je sprememba mednarodnega finančnega sistema povzročila in zahtevala tudi spremembo delovanja te institucije. Tako se danes MDS vse večkrat omenja kot potencialni mednarodni posojilodajalec v skrajni sili. Ne samo, da bi to vlogo lahko opravljal, ampak jo vse bolj pogosto tudi dejansko opravlja. To se je pokazalo, z različno mero uspešnosti, v primeru mehiške, azijske in ruske krize.

MDS lahko deluje kot posojilodajalec v skrajni sili, čeprav ni mednarodna centralna banka oziroma ne more izdajati svojega denarja – mednarodne likvidnosti. Sposobnost izdajanja denarja namreč ni ključna značilnost posojilodajalca. MDS deluje kot krizni posojilodajalec in tudi kot krizni manager. Kot krizni posojilodajalec sicer res nima sam sposobnosti izdajanja likvidnosti, vendar pa ima v lasti precejšnja finančna sredstva, ki jih lahko posodi svojim članicam v primeru likvidnostnih težav. Potrebno je sicer omeniti, da se je relativna velikost teh sredstev s časom močno zmanjšala. Če bi imel MDS danes enako količino finančnih sredstev relativno glede na BDP svojih članic kot leta 1945, bi bil več kot trikrat večji. Če ta sredstva primerjamo glede na obseg svetovne trgovine, bi bil celo več kot devetkrat večji. Kljub temu ima MDS na voljo dovolj sredstev, ki jih lahko pridobi preko izdajanja posebnih pravic črpanja (SDR – Special Drawing Rights), sposojanja po General in New Arrangement to Borrow (GAB in NAB), pa tudi preko zadolževanja na kapitalskih trgih, možnosti, ki je ni še nikoli izkoristil. Prav tako MDS lahko deluje kot krizni manager, ki koordinira sodelovanje različnih držav in institucij pri oblikovanju finančnega paketa, ki je potem namenjen neki konkretni državi.

Vendar pa MDS z zagotavljanjem likvidnostnih sredstev državam, ki zaidejo v likvidnostne težave, povzroča moralno tveganje, problem, ki se ga na ravni posamezne države skuša minimizirati s pomočjo večjega nadzora in regulacije finančnih institucij. Ta problem bi na mednarodni ravni skušali odpraviti s pogojevanjem. Samo tiste države, ki izpolnijo neke vnaprej določene kriterije, še posebej kriterije v zvezi z urejenostjo in delovanjem bančnega sistema, si lahko v primeru likvidnostnih težav izposojajo od MDS-a. Na ta način bi spodbudili države k hitrejšemu uveljavljanju mednarodnih (bančnih) standardov. Če jih ne bi sprejele, potem tudi ne bi bile upravičene do pomoči v primeru likvidnostne krize. To bi dejansko pomenilo, da bi tudi MDS moral upoštevati te pogoje in odkloniti pomoč državam, ki pogojev ne izpolnjujejo (Fischer, 1999, str. 8-12).

Korak v tej smeri že predstavljata nova finančna aranžmaja MDS-a – SRF in CCL (Supplemental Reserve Facility in Contingent Credit Lines), saj predstavljata način povečevanja kredibilnosti držav in zmanjševanja verjetnosti finančnih kriz (Giannini, 1999, str. 26). Države morajo namreč izpolniti določene pogoje, da so upravičene do sredstev iz teh aranžmajev, kar pomeni tudi sprejemanje ukrepov za večjo stabilnost gospodarstva. Ti ukrepi pa lahko povečajo zaupanje investitorjev in zmanjšajo pogostost pojavljanja finančnih panik. S stališča MDS-a kot posojilodajalca v skrajni sili je pomemben zlasti aranžma CCL, ki naj bi

za države članice dejansko predstavljal nekakšno obrambo oziroma zavarovanje pred izbruhom finančne krize. Državi članici MDS namreč omogoča dostop do finančnih sredstev v višini 500 do 700 odstotkov njene kvote, kar je precej več od sredstev, ki so jih države lahko dobile do sedaj³¹. Takšna višina sredstev državi že lahko omogoči lajšanje njenih likvidnostnih težav. Vendar pa je dostop do sredstev tega aranžmaja visoko pogojevan³² – se pravi, ne gre za avtomatični dostop do likvidnosti v primeru izbruha finančne krize – zato gre bolj za načelen dostop do teh sredstev kot pa realno možnost koriščenja le-teh. To potrjuje tudi dejstvo, da do leta 2000 niti ena od držav članic ni sklenila CCL aranžmaja (Mrak, 2002, str. 653). CCL torej predstavlja pravi korak v smeri zmanjševanja moralnega tveganja – instrument, ki daje državi dostop do likvidnosti le, če doseže določene standarde. Države imajo zato večje spodbude, da te standarde uveljavijo. Pogoj je seveda ta, da se tudi MDS drži teh določil in državam, ki pogojev ne izpolnijo, ne da posojila.

MDS naj bi torej že deloval kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, saj zagotavlja likvidnost državam v primeru likvidnostnih težav. Njegova uspešnost pri opravljanju te vloge naj bi bila očitna zlasti v primeru azijske krize. Azijski privatni sektor je bil pred pričetkom krize močno zadolžen, večji del dolga pa je bil denominiran v tuji valuti. Kriza v Aziji je nastopila prav zaradi neustreznega ravnanja privatnega sektorja. Ob začetku krize, leta 1997, je MDS priskočil na pomoč – državam je zagotovil dovolj posojil, da so se izognile bankrotu in ohranile dostop do mednarodnih kapitalskih trgov. Na ta način so države lahko še naprej sproti poravnave svoje dolžniške obveznosti in ni bilo nobene potrebe po prekinitvi plačevanja dolga in razglasitvi moratorija (Hale, 1998, str. 9).

Podobno sliko dajejo tudi podatki iz tabele 2 o vrstah in višini finančnih aranžmajev, ki jih je MDS odobril državam v primeru finančnih kriz. V teh primerih je MDS dejansko deloval kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, saj državam ni preskrbel kratkoročnih posojil za reševanje problema plačilnobilančnega primanjkljaja, temveč za poravnavanje kratkoročnih dolgov v tujih valutah. Pri tem je največ finančnih sredstev dobila Koreja leta 1997 – 15,5 milijarde SDR, sledita pa Brazilija leta 1998 (13 milijard) in Mehika leta 1995 (12 milijard).

³¹ Države so do sedaj lahko dobile največ 300% svoje kvote preko Stand-by in Extended Fund Facility (EFF) aranžmajev, pri čemer je to kumulativna omejitev. V vsakem posameznem letu je lahko država dobila največ 100% kvote po obeh aranžmajih. Preko Enhanced Structural Adjustment Facility pa je država lahko dobila 185% svoje kvote.

³² Države, ki so zainteresirane za CCL, morajo izpolnjevati dva sklopa kriterijev:

- (I) Predkvalifikacijski kriteriji; (a) MDS mora biti prepričan, da država vodi politiko vzdržnega plačilnobilančnega primanjkljaja, (b) država mora imeti pozitivno oceno konzultacije po členu IV in mora zagotoviti izpolnjevanje ključnih mednarodnih standardov, (c) država mora imeti »konstruktivne odnose« s privatnim sektorjem, in (d) država mora predložiti finančni program, po katerem bo reševala potencialni izbruh finančne krize.
- (II) Kriteriji po izbruhu krize; Sklenitev CCL še ne pomeni avtomatičnega dostopa države do sredstev iz tega aranžmaja v primeru krize. Črpanje sredstev bo omogočeno na osnovi ocene MDS-a o tem: (a) ali so finančne potrebe države res takšne vrste, da opravičujejo koriščenje CCL, in (b) ali je bil finančni program, ki ga je država predložila kot pogoj za sklenitev CCL, resnično izveden (Mrak, 2002, str. 653).

Še posebej zanimivo je, če finančne aranžmaje primerjamo glede na višino kvot teh držav v času prejema finančnih sredstev. Zopet izstopa Koreja – vrednost aranžmaja je več kot osemnajstkratnik njene kvote, v primeru Mehike in Brazilije pa predstavljajo aranžmaji 688 in 600 odstotkov kvote države.

Tabela 2: Finančni aranžmaji MDS-a v času finančnih kriz (v mio SDR³³)

	Kvota	Finančni aranžma	Leto odobritve	Odobrena vsota	Črpana vsota
Brazilija	2.170,80	Stand-by	1998	13.024,80	9.470,75
		od tega SRF	1998	9.117,36	6.512,40
Mehika	1.753,30	Stand-by	1995	12.070,20	8.758,02
Tajska	573,90	Stand-by	1997	2.900,00	2.500,00
Indonezija	1.497,60	EFF	1998	5.383,10	3.797,70
		Stand-by	1997	8.338,24	3.669,12
Koreja	799,60	Stand-by	1997	15.500,00	14.412,50
		od tega SRF	1997	9.950,00	9.950,00

Vir: <http://www.imf.org/external/np/tre/tad/exfin1.cfm>

Tabela 3: Finančni paketi za reševanje finančnih kriz (v mlrd USD)

	MDS	ZDA (ESF ¹)	BIS ²	Skupina Svetovne banke	Regionalne razvojne banke	Bilateralni viri ³	Skupaj
Mehika	17,7	20	10			1,1	48,8
Tajska	4			1,5	1,2	10,5	17,2
Indonezija	11,2			5,5	4,5	21,1	42,3
Koreja	21,1			10	4,2	23,1	58,4
Brazilija	18		4,5	4,5	4,5	14,5	46
Rusija^{4,5}	11,2			3		9,9	24,1

¹ Exchange Stabilization Fund

² Banka za mednarodne poravnave (Bank for International Settlement)

³ Sem sodijo različne države, lahko tudi ZDA, če niso izrecno omenjene (primer Mehike).

⁴ Rusija je dejansko koristila le prvo tranšo sredstev MDS-a, saj ruski parlament ni sprejel davčne reforme, za katero se je država obvezala v programu ekonomske stabilizacije.

⁵ 3,0 milijarde USD bi zagotovila Svetovna banka skupaj z EBRD.

Vir: Mrak, 2002, str. 613-625.

Podatki v tabeli 3 napeljujejo na misel, da MDS deluje bolj kot krizni manager in ne toliko kot krizni posojilodajalec. Skupne višine finančnih paketov, ki so jih dobile države v primeru finančnih kriz, so namreč precej višje od posojil MDS-a. Mehika je dobila skupaj skoraj 50 milijard USD, pri tem je delež MDS-a manj kot polovico. Še bolj izrazite so te razlike v primeru Brazilije, Koreje in Indonezije. MDS torej posodi le del sredstev, potem pa – zlasti s pomočjo ZDA – pomaga pri oblikovanju finančnih paketov, v katere sredstva prispevajo tudi

³³ SDR je košarica valut, v kateri je USD udeležen s 45%, EUR – 29%, JPY – 15% in GBP 11%. Vrednost SRD je trenutno 1,23923 USD (1. februar 2002).

druge države in institucije. Deluje kot nekakšen katalizator, s pomočjo katerega se naberejo finančna sredstva za pomoč državam, ki se soočajo s finančno krizo. Sklenjeni programi ekonomske stabilizacije, ki so pogoj za sklenitev omenjenih aranžmajev z MDS-om, namreč vlivajo zaupanje v kredibilnost obljub držav in vzpostavljajo stabilnosti v njihovih gospodarstvih.

Zagovorniki MDS-a kot posojilodajalca v skrajni sili ne podajajo zgolj razlogov za, ampak tudi odgovarjajo na kritike drugih. Krugman (1998) pri odgovoru na kritike povleče vzporednice z domačim gospodarstvom. Tako kot na ravni posamezne države potrebujemo posojilodajalca v skrajni sili, ki posoja denar bankam v primeru navala in ki s svojo prisotnostjo zmanjšuje nevarnost finančne panike, tako potrebujemo tudi na mednarodni ravni takšno institucijo – in trenutno to vlogo opravlja MDS. Potreba po mednarodnem posojilodajalcu z globalizacijo in vse tesnejšim prepletanjem finančnih trgov celo vse bolj narašča. MDS bi svojo nalogo sicer lahko opravljal bolje. Dejansko včasih zagotovi sredstva za podporo bančne varnostne mreže, ki v končni fazi reši tudi nesolventne in nepredvidne banke. To je pač posledica tega, da – za razliko od domačih centralnih bank – MDS lahko postavlja pogoje državi (oziroma institucijam) le, kadar ji zagotavlja finančna sredstva. Vendar pa, poudarja Krugman, je »MDS vse kar imamo in to je precej boljše kot pa imeti nič«.

5.2. Kritike MDS-a kot posojilodajalca v skrajni sili

Pri številnih avtorjih lahko zasledimo bolj ali manj ostre kritike delovanja MDS-a kot posojilodajalca v skrajni sili. Kritike segajo od dejstva, da to sploh ni cilj MDS-a do tega, da ne zadovoljuje ključnih značilnosti, ki bi jih kot takšna institucija moral imeti. Nekateri gredo celo tako daleč, da zagovarjajo kar odpravo MDS-a kot institucije, ki je že preživela svojo uporabnost in v obstoječem, sploh pa prenovljenem, mednarodnem finančnem sistemu nima kaj iskati.

Kritike MDS-a kot posojilodajalca v skrajni sili bi lahko razvrstili v naslednje skupine:

- a) delovanje v neskladju s prvotnim namenom,
- b) (ne)sposobnost MDS-a za izdajanje denarja oziroma mednarodnih rezerv,
- c) počasnost sprejemanja odločitev v MDS-u pri soočanju s finančno krizo,
- d) (ne)transparentnost opravljanja te funkcije in
- e) zagotavljanje likvidnosti za reševanje nesolventnih institucij ter s tem ustvarjanje moralnega tveganja.

Prva kritika se nanaša na dejstvo, da MDS trenutno opravlja funkcije, ki so izven obsega njegovega delovanja, kot je bil določen na konferenci v Bretton Woodsu. Leta 1944 je MDS dobil jasno opredeljen cilj. Zagotavljati spoštovanje pravil v sistemu fiksnih deviznih tečajev glede spremembe deviznih tečajev v primeru temeljnih neravnotežij in zagotavljati državam članicam kratkoročna posojila za pomoč v primeru kratkoročnih plačilnobilančnih primanjkljajev. S propadom brettonwoodske mednarodne denarne ureditve leta 1971 naj bi

MDS izgubil svoj prvotni cilj. Od takrat naprej išče svoje novo poslanstvo in našel ga je v funkciji mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Problem je, da to ni niti njegov namen niti ni opravljanju te funkcije prilagojen (Schwartz, 1998a, str. 5). Ne samo, da MDS ni imel (in nima) mandata za opravljanje te naloge, ampak so njegovi »oblikovalci« celo izrecno zavrnilo možnost mednarodnega posojilodajalca ali globalne centralne banke (Keleher, 1999, str. 5).

Druga kritika se nanaša na (ne)sposobnost MDS-a za izdajanje mednarodnega denarja oziroma rezervne valute. MDS ne more biti mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, saj ne more izdajati mednarodnega denarja. In prav to države potrebujejo – mednarodni denar. MDS je pri zagotavljanju likvidnosti omejen s sredstvi, ki jih ima na voljo – kvotami in sposojanjem (preko GAB in NAB). Ko teh sredstev enkrat zmanjka, MDS ne more kreirati novih. Torej ni pripravljen na soočanje z večjo globalno finančno krizo ali hkraten pojav finančnih kriz v večjih delih sveta. MDS sicer lahko kreira SDR, vendar pa le-te (še) niso splošno sprejete kot rezervna valuta. Poleg tega lahko to stori le ob dovoljenju držav članic (Keleher, 1999, str. 6). Prav zaradi te nezmožnosti izdajanja mednarodnega denarja poimenuje Hanke (2000, str. 1) to funkcijo MDS-a kot »psevdo-posojilodajalec v skrajni sili«.

Tretja kritika se ukvarja s hitrostjo MDS-a pri sprejemanju odločitev v primeru izbruha finančne krize. Da bi bilo delovanje posojilodajalca v skrajni sili učinkovito, mora le-ta hitro sprejemati odločitve in zagotoviti likvidnost institucijam, ki so v likvidnostnih težavah, čim hitreje (v roku nekaj ur, največ nekaj dni). Na nacionalni ravni je to izvedljivo. Potrebna je namreč odločitev sveta guvernerjev centralne banke, ki je pristojen za sprejemanje tovrstnih odločitev. Smiselno bi bilo, da bi tudi na mednarodni ravni odločitve sprejeli z enako naglico. Vendar pa način, na katerega MDS zagotavlja mednarodno likvidnost preko finančnih aranžmajev, tega ne omogoča, zlasti ker je večina aranžmajev dostopna le po visoki stopnji pogojevanja. Ko država članica v primeru likvidnostnih težav zaprosi za posojilo, se pričnejo dolgotrajna pogajanja o programu ekonomske stabilizacije in pogojih za odobritev posojila³⁴. Šele po končanih pogajanjih in poslanem pismu o nameri, torej opravljenem postopku, je država upravičena do posojila MDS-a. Takšno početje lahko traja tedne, tudi mesece, zato finančna sredstva ne pridejo v državo dovolj hitro, da bi se morda preprečil izbruh finančne krize večjih razsežnosti (Schwartz, 1998a, str. 6).

Za posojilodajalca v skrajni sili je pomembna tudi preglednost njegovega delovanja. Pogoji, ki jih postavlja za zagotavljanje likvidnosti morajo biti jasni, natančni in znani vnaprej. Ne pa dogovorjeni v procesu pogajanj, tako kot v primeru MDS-a. Na MDS sploh letijo kritike o skrivnostnosti njegovega delovanja. Kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili si česa takega ne bi smel dovoliti.

³⁴ Dodaten problem predstavlja tudi dejstvo, da prav zaradi visokega pogojevanja države pogosto močno odlašajo preden zaprosijo MDS za pomoč.

Končno pa kritike letijo tudi na dejstvo, da se sredstva, ki jih MDS zagotavlja državam v finančni krizi, pogosto uporabijo za reševanje tako nesolventnih bank v državah v razvoju kot tudi mednarodnih bank, ki posojajo svoja sredstva tem državam. Vendar to ni naloga posojilodajalca v skrajni sili. Le-ta naj bi izrecno zagotavljal likvidnost zgolj solventnim institucijam. S takšnim ravnanjem MDS ustvarja velik problem moralnega tveganja in predstavlja grožnjo stabilnosti mednarodnega finančnega sistema (Calomiris, 1998, str. 275). V skladu z logiko tržnega mehanizma, bi tisti, ki tvega, lahko ustvaril dodaten dobiček, a tudi precej izgubil, če se stvari ne obrnejo v pričakovano smer. Vendar je to tveganje, ki ga sprejme in je zanj odgovoren sam. Enako bi morale banke, ki poslujejo mednarodno, same nositi odgovornost za izgubo, ki se pojavi v primeru finančne krize v državah v razvoju. Vendar pa vlade razvitih držav niso pripravljene pustiti svojim bankam propasti, zato preko MDS-a in drugih finančnih paketov zagotovijo finančna sredstva državam z likvidnostnimi težavami, ki jih te uporabijo za poravnavo dolgov do tujih upnikov – pretežno bank iz razvitih držav. Zato te banke nimajo nikakršne spodbude, da bi pazile na tveganje, ki se mu izpostavljajo, saj bo MDS zagotovil državam v razvoju finančna sredstva, da bodo njihovi dolgovi lahko poplačani. Takšna je bila, na primer, situacija v Mehiki. Če bi takrat banke in druge finančne institucije same prevzele nase breme izgub, bi bile precej bolj previdne v primeru Azije. Zaradi zgoraj opisanega ravnanja pa ne vidijo nobene potrebe po tem (Meltzer, 1998, str. 2). MDS sicer pri tem pravi, da opravlja funkcijo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili, vendar njegovo ravnanje pravi drugače. MDS dejansko opravlja vlogo reševanja (bailing out) nesolventnih finančnih institucij v državah v razvoju, s tem pa ohranja neprevidno ravnanje bank iz razvitih držav.

Kritike na račun MDS-ovega delovanja kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili so precej prepričljive. Opravljanje te funkcije res ni njegova naloga, odločanje je počasno, s svojim delovanjem pa verjetno res pripomore k pojavu moralnega tveganja. Obstoječa ureditev torej ne deluje. Vendar to še ne pomeni, da mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili ne potrebujemo. Tudi ne pomeni, da to ne more biti MDS. Očitno so pač potrebne temeljite spremembe v njegovem delovanju in opredelitvi njegovega mandata.

Kot že rečeno, nekateri avtorji kritik poleg tega dodajo tudi svoje predloge glede prihodnosti MDS-a in vloge mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Meltzer (1998, str. 4) tako priznava problem, do katerega lahko pride v državah v razvoju, kjer je večji del dolga denominiran v tuji valuti. Če si institucije v teh državah naenkrat ne morejo več izposojati sredstev za poravnavo kratkoročnega dolga, lahko kljub solventnosti postanejo nelikvidne – torej nesposobne za poravnavanje tekočih obveznosti. Rešitev bi bil pravi posojilodajalec v skrajni sili. Za razliko od MDS-a le-ta ne bi podpiral omenjenih institucij, pač pa bi jim zaračunaval kazensko obrestno mero (torej obrestno mero, ki je nad tržno) in zahteval v zameno zastavo dobrega premoženja. Po omenjenih pogojih bi sredstva zagotavljal tistemu, ki bi to hotel. Kazenska obrestna mera bi odvrčala posojilojemalce od sponjanja pri posojilodajalcu v skrajni sili, razen v primeru resničnih težav. Zahteva po zastavi dobrega premoženja pa bi spodbudila banke in druge finančne institucije, da imajo v lasti takšno

premoženje. S tem bi zmanjšal tveganje ter povečal varnost in solventnost. Za razliko od MDS-a pravi posojilodajalec v skrajni sili ne bi spodbujal moralnega tveganja.

Tudi Schwartz (1998b, str. 2) poudarja napake MDS-a pri opravljanju te vloge. Ne more izdajati denarja, deluje prepočasi, predvsem pa povzroča moralno tveganje. MDS je s propadom brettonwoodskega sistema izgubil svoj namen in ga išče od takrat dalje. Sedaj ga je našel – v povzročanju moralnega tveganja. Mednarodni finančni sistem ne bo trpel, če nima MDS-a, ki bi reševal nesolventne institucije. Države v razvoju so zašle v finančne krize tudi že v preteklosti. Utrpele so izgubo, prav tako tudi investitorji v teh državah. Vendar so si vsi sčasoma opomogli in šli naprej. Svet ni propadel zaradi tega. Schwartzova meni, da rešitev ni v reformi MDS-a, pač pa preprosto v njegovi opustitvi.

Niskanen (1999, str. 332-333) podobno kot prejšnji avtorji navaja napake v sodobnem delovanju MDS-a. Poudarja, da MDS ni prilagojen opravljanju funkcije mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Vendar meni, da obstaja možnost, da bi v prihodnosti MDS to vlogo opravljal v vseh pogledih, le da ne bi izdajal denarja. To pa bi zahtevalo temeljne spremembe v delovanju MDS-a. Pogoji za pridobitev posojil bi morali biti vnaprej objavljeni še pred izbruhom finančne krize. Za vse bi veljali enaki pogoji in se ne bi prikrojili posamezni državi v procesu pogajanj. Če države teh pogojev ne bi izpolnjevale, jim MDS ne bi smel dati posojila. Posojila bi moral dajati v skladu z Bagehotovim principom – po kazenski obrestni meri in z zastavo dobrega premoženja. Takšna bi morala biti reforma njegovega delovanja. Toda avtor hkrati poudarja, da takšnega projekta verjetno ne bo moč speljati.

Potrebno je priznati, da imajo tako kritiki kot zagovorniki MDS-ovega opravljanja funkcije mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili trdne argumente. Po eni strani je res, da sprva MDS ni bil ustanovljen za opravljanje te vloge in organizacijsko temu ni prilagojen. Sprejemanje odločitev je preveč okorno, da bi omogočalo hitro in učinkovito delovanje v primeru likvidnostnih težav. Prav tako je res, da njegovo delovanje ustvarja moralno tveganje. Toda tudi na nacionalni ravni centralna banka ustvarja moralno tveganje z delovanjem kot posojilodajalec v skrajni sili, a se verjetno ne najde veliko tistih, ki zagovarjajo odpravo te vloge. To pa zato, ker je centralna banka našla načine za minimiziranje moralnega tveganja preko razvitih sistemov regulacije in nadzora nad finančnimi institucijami. Enako moč bi potreboval tudi MDS, a je zaenkrat nima. Predlog, da bi MDS kot mednarodni posojilodajalec v skrajni sili moral biti sposoben izdajati denar ima svoj smisel. A bolj kot to je pomembno, da ima dostop do zadostne količine finančnih sredstev. Glede na to, da je zelo majhna verjetnost, da bo v bližnji prihodnosti obstajala mednarodna institucija, ki bo izdajala mednarodni (globalni) denar, je v skladu z omenjenim predlogom edina možnost, da bi mednarodni posojilodajalec v skrajni sili bila centralna banka, ki izdaja ključno rezervno valuto (na primer Fed). A še manjša je verjetnost, da bodo države pripravljene prepustiti nadzor nad poslovanjem domačih finančnih institucij tuji centralni banki. Prav tako nima smisla, da bi posamezna centralna banka sploh prevzela odgovornost za zagotavljanje likvidnosti celotnemu mednarodnemu finančnemu sistemu. Gotovo je bolje, da to funkcijo opravlja mednarodna institucija. In zakaj ne bi bil to prav MDS?

6. Sklep

Že več kot sto let obstaja na nacionalni ravni funkcija posojilodajalca v skrajni sili, ki jo tradicionalno opravlja centralna banka. Le-ta v primeru navala na banke, ki je pojavna oblika finančne panike, zagotovi likvidnost bankam, ki so postale nelikvidne, a so še vedno solventne. Tako prepreči, da bi pojav panike povzročil propad solventnih bank. A centralna banka z igranjem te vloge povzroča problem moralnega tveganja, saj banke – računajoč na pomoč centralne banke v primeru likvidnostnih težav – prevzemajo večja tveganja, kot bi jih sicer. Tudi deponenti bank niso toliko pozorni na kakovost bančnih naložb, saj se zavedajo obstanka posojilodajalca v skrajni sili, ki bo bankam zagotovil finančna sredstva za poravnavo njihovih obveznosti. Za minimiziranje moralnega tveganja centralna banka uporablja predvsem mehanizme regulacije in nadzora nad poslovanjem bank in drugih finančnih institucij.

Tudi na mednarodni ravni se lahko (in se) pojavi finančna panika, ki se kaže kot nenadne visoke zahteve po poravnavanju obveznosti držav – zlasti držav v razvoju – v tuji valuti do predvsem tujih upnikov. Tudi v tem primeru lahko države in njihove institucije postanejo nelikvidne, saj imajo na razpolago omejeno količino tujih valut. Zaradi vse večje prepletenosti finančnih trgov pojav finančne krize lahko okuži tudi druge države, zato jo je potrebno pravočasno omejiti. Od tod izvira potreba po mednarodnem posojilodajalcu v skrajni sili, ki naj državam v primeru finančne panike zagotovi mednarodno likvidnost in omogoči poravnavanje zapadlih obveznosti. Takšna institucija bi že s svojo prisotnostjo, pa tudi delovanjem, zmanjševala pogostost pojavljanja finančnih kriz.

A na mednarodni ravni ni institucije, ki bi bila podobna centralni banki v posameznem gospodarstvu. Svet nima globalne centralne banke, ki bi izdajala mednarodni denar in lahko delovala kot posojilodajalec v skrajni sili. Torej mora to vlogo igrati nekdo drug – lahko nova ali pa že obstoječa institucija.

Vsekakor naj bi to vlogo opravljal mednarodna (finančna) institucija z dostopom do dovolj velike količine finančnih sredstev, da bo lahko državam v primeru finančnih kriz zagotovila zadosti likvidnosti. Pri tem je potrebno upoštevati možnost, da se krize lahko hkrati pojavijo na več koncih sveta. Prav tako mora ta institucija imeti sposobnost hitrega interveniranja v primeru finančne panike. Vendar pa te vloge ne more igrati katerakoli nacionalna centralna banka (npr. Federal Reserve ali ECB) iz večih razlogov. Prvič, nobena centralna banka ne sme biti »prisiljena« prevzemati odgovornosti za zagotavljanje likvidnosti kjerkoli drugje kot v svoji državi. Čeprav je njena valuta rezervna valuta, to ne pomeni, da mora zato igrati vlogo mednarodnega posojilodajalca v skrajni sili. Drugi, še bolj tehten razlog, pa izhaja iz naslednjega razmišljanja. Nobena država ne bo z veseljem prepustila regulacije in nadzora nad domačimi bankami komurkoli drugemu kot svoji centralni banki. A mednarodni posojilodajalec potrebuje – za zmanjševanje moralnega tveganja – prav to. Če države že bodo pripravljene prepustiti nadzor kakšni drugi instituciji, to prav gotovo ne bo centralna banka kakšne druge države, temveč kvečjemu nadsionalna institucija.

Kdorkoli že bo mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, mora imeti široko podporo udeleženih držav in pri svojem delu tesno sodelovati z nacionalnimi centralnimi bankami, saj lahko te najboljše uveljavljajo regulacijo in nadzor nad domačimi bankami. Ker svetovne centralne banke ni, nacionalne pa te funkcije ne morejo opravljati, bo to morala storiti kakšna nova ali pa ena izmed že obstoječih mednarodnih finančnih institucij. In zakaj ne bi bil to prav MDS?

MDS bi lahko bil mednarodni posojilodajalec v skrajni sili, a za učinkovito opravljanje te vloge so potrebne temeljite reforme v njegovem delovanju. Moral bi imeti večjo podporo držav članic; hitreje sprejemati odločitve, če želi preprečiti ali omejiti posledice finančnih panik; zagotoviti sodelovanje s in med centralnimi bankami za večjo regulacijo in nadzor nad bankami; ter dejansko zagotavljati finančna sredstva le v primeru likvidnostnih in ne tudi solventnostnih težav. Katerakoli institucija že bo prevzela nase odgovornost izvajanja te funkcije – in ena bo morala – bo vsekakor potrebno poskrbeti, da njeno delovanje ne bo še povečalo pogostosti pojavljanja finančnih kriz.

7. Literatura

1. AGLIETTA Michel: A lender of last resort for Europe. Goodhart Charles, ed., Which lender of last resort for Europe? London: Central Banking Publications Ltd., 2000, str. 31-67.
2. BRUNI Franco, DE BOISSIEU Christian: Lending of last resort and systematic stability in the Eurozone. Goodhart Charles, ed., Which lender of last resort for Europe? London: Central Banking Publications Ltd., 2000, str. 175-195.
3. CALOMIRIS Charles W.: The IMF's imprudent role as lender of last resort. *Cato Journal*, Washington, 17 (1998), 3, str. 275-294.
4. CAPIE Forest: The evolution of central banking. [URL: <http://patriot.net/~bernkopf/capie.html>], 20.12.2001.
5. CHRISTIANSEN Hans: Moral hazard and international financial crises in the 1990s. *Financial Market Trends*, Paris, marec 2001, 78, str. 115-139.
6. DORNBUSCH Rudiger, FISCHER Stanley, STARTZ Richard: *Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2001. 571 str.
7. FISCHER Stanley: Modern central banking. Goodhart Charles, ed., *The future of central banking*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994, str. 262-308.
8. FISCHER Stanley: On the need for an international lender of last resort. IMF. [URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>], 03.01.1999.
9. FOLKERTS-LANDAU David, GARBER Peter M.: The ECB: a bank or a monetary policy rule? Canzoneri Matthew B., ed., *Establishing a central bank: issues in Europe and lessons from the US*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992, str. 86-110.
10. FRAZER William: *The central banks: the international and European directions*. Westport: Praeger Publishers, 1994. 261 str.
11. GIANNINI Curzio: The IMF and the lender-of-last-resort function: an external view. *Finance & Development*, Washington, 36 (1999), 3, str. 24-27.
12. GOODHART Charles, CAPIE Forest, SCHNADT Norbert: The development of central banking. Goodhart Charles, ed., *The future of central banking*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994, str. 1-231.
13. GOODHART Charles: *The central bank and the financial system*. London: Macmillan Press Ltd., 1995. 528 str.
14. HALE David D.: the IMF, now more than ever: the case for financial peacekeeping. *Foreign Affairs*, New York, 77 (1998), 6, str. 7-13.
15. HANKE Steve H.: Please, no more 'new' IMFs. Cato Institute. [URL: <http://www.cato.org/dailys/03-21-00.html>], 21.03.2000.
16. JEANNE Olivier, WYPLOSZ Charles: The international lender of last resort: How large is large enough? NBER Working Paper 8381. Cambridge: NBER, 2001. 37 str.
17. KATADA Saori N.: The Japanese government in two Mexican financial crises: An emerging international lender-of-last-resort? *Pacific Affairs*, Vancouver, 71 (1998), 1, str. 61-79.

18. KELEHER Robert: An international lender of last resort, the IMF, and the Federal Reserve. United States Congress. [URL: <http://www.house.gov/jec/imf/lolr.htm>], feb. 1999.
19. KRUGMAN Paul: The indispensable IMF. New York Times, New York, 15.05.1998 (late edition), str. 25.
20. MANN Catherine L.: An international lender of last resort and the international financial markets. Institute for International Economics.
[URL: <http://www.iie.com/papers/mann0498.htm>], 27.04.1998.
21. MANN Catherine L.: Market mechanics to reduce the need for IMF bailouts. Institute for International Economics. [URL: <http://www.iie.com/policybriefs/news99-4.htm>], feb. 1999.
22. MELTZER Allan H.: Asian problems and the IMF. United States Congress.
[URL: <http://www.house.gov/jec/hearings/imf/meltzer.htm>], 24.02.1998.
23. MISHKIN Frederic S.: Lessons from the Asian crisis. NBER Working Paper 7102. Cambridge: NBER, 1999. 24 str.
24. MISHKIN Frederic S.: The economics of Money, Banking and Financial Markets. New York: Harper Collins, 1997.
25. MRAK Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2002. 708 str.
26. NISKANEN William A.: Reshaping the global financial architecture: is there a role for the IMF? Cato Journal, Washington, 18 (1999), 3, str. 331-334.
27. PADOA-SCHIOPPA Tommaso: EMU and Banking Supervision. Goodhart Charles, ed., Which lender of last resort for Europe? London: Central Banking Publications Ltd., 2000, str. 13-30.
28. RIBNIKAR Ivan: Monetarna ekonomija I. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999, 380 str.
29. ROBINSON Kenneth J., SHORT Genie D.: Bank Deposit Guarantees: Why Not Trust the Market. Dowd K., Timberlake R. H., ed., Money and the Nation State. Transactions Publishers, 1997, str. 213-233.
30. ROGOFF Kenneth: International institutions for reducing global financial instability. NBER Working Paper 7625. Cambridge: NBER, 1999. 37 str.
31. SACHS Jeffrey S.: The international lender of last resort: What are the alternatives? Little Jane Sheldon, Olivei Giovanni P., ed., Rethinking the international monetary system. Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1999, str. 181-188.
32. SCHWARTZ Anna J.: Is there a need for an international lender of last resort? Cato Journal, Washington, 19 (1999), 1, str. 1-6.
33. SCHWARTZ Anna J.: Time to terminate the ESF and the IMF. Cato Institute.
[URL: <http://www.cato.org/pubs/fpbriefs/fpb-048.pdf>], 26.08.1998a.
34. SCHWARTZ Anna J.: Time to terminate the IMF. Cato Institute.
[URL: <http://www.cato.org/dailys/10-06-98.html>], 06.10.1998b.

8. Viri

1. URL: <http://www.imf.org/external/np/tre/tad/exfin1.cfm>, 01.02.2002.

Slovar izrazov

Adverse selection – napačna izbira

Bailing out – reševanje

Constructive ambiguity – konstruktivna dvoumnost

Contagion – okužba

Crisis lender – krizni posojilodajalec

Crisis manager – krizni manager

Debtor moral hazard – moralno tveganje dolžnikov

Default risk – tveganje bankrota

Destructive ambiguity – destruktivna dvoumnost

Discount window lending – operacije diskontnega okna

Good collateral – dobro premoženje

International currency – mednarodna valuta

International lender of last resort – mednarodni posojilodajalec v skrajni sili

Investor moral hazard – moralno tveganje investitorjev

Lender of last resort – posojilodajalec v skrajni sili

Moral hazard – moralno tveganje

Observatory of systemic risk – opazovalnica sistemskega tveganja

Open market operations – operacije odprtega trga

Pegged exchange rate regime – režim fiksne devizne tečaja

Penalty rate – kazenska obrestna mera

Reserve currency – rezervna valuta

Safety net – varnostna mreža

Sovereign moral hazard – državno moralno tveganje

Special drawing rights (SDR) – posebne pravice črpanja

Swap arrangements – sporazumi o zamenjavi (valut)

Twin crisis – dvojna kriza