

Nataša Špes*
 Sebastjan Strašek*
 Timotej Jagrič***

SLABOSTI MANAGEMENTA FINANČNIH KRIZ

Weaknesses in Management of Financial Crises

1 Uvod

Svetovna gospodarska gibanja so v zadnjih dveh desetletjih zelo podvržena procesu globalizacije, saj postaja poslovni cikel v odprtih ekonomijah vse bolj funkcija globalizacijskih procesov. Poleg pozitivnih učinkov globalizacije pa v empiričnih študijah intenzivno obravnavajo tudi njene negativne učinke. Med slednjimi izstopajo finančne krize. Različne oblike finančnih kriz, npr. bančne in valutne krize, krize »dvojčka« (sočasnost bančnih in valutnih kriz), še posebej dramatično učinkujejo na razvijajoče se in tranzicijske države. Te se soočajo z domačimi in tudi eksogenimi vzroki visoke volatilnosti bruto domačega proizvoda, ki jih mednarodni finančni trgi še potencirajo. Cene surovin in primarnih proizvodov so znatno bolj volatilne kot cene industrijskega blaga in storitev, zato so zaradi negativnih učinkov na mednarodne pogoje menjave te države pogosto prisiljene voditi deflacijsko fiskalno in denarno politiko. Dodatni pritisk na plačilne bilance predstavljajo reakcije na mednarodne kapitalske tokove. Tranzicijske države v Srednji in Vzhodni Evropi so zelo odvisne od financiranja bank mater, zato so v razmerah, ko finančna kriza pridobi globalne razmere, še posebej prizadete.

Sodobna globalizacija, predvsem finančna, je radikalno transformirala premoženjske trge in nosilce ekonomske politike soočila s problematiko ustreznega preprečevanja, managementa in reševanja finančnih kriz. V sestavku proučujemo nekatere slabosti managementa kriz s poudarkom na valutnih in bančnih krizah. Gre za tisto fazo v finančnih krizah, ko skuša ekonomska politika minimizirati destruktivni učinek krize na domači output. Pomembnost te faze potrjujejo opažanja, da novejša krize označujejo poleg značilnosti, opaženih že v predhodnih krizah, še nekateri novi momenti. Gre predvsem za tri elemente, ki sodobne finančne krize pomembno diferencirajo:

- fenomen okužbe in povečana stopnja globalizacije,
- okrepljena prisotnost t. i. samoizpolnjujočih kriz,
- okrepljena povezava premoženjskih in valutnih trgov.

Že mehiška in zlasti azijska finančna kriza sta razširili fokus analize z vloge tradicionalnih ekonomskih spremenljivk na vlogo slabosti finančnega sektorja in globalizacije finančnih trgov ter na povečano občutljivost le-teh na nenadne odlive kapitala. Povečana stopnja integriranosti nacionalnih trgov v globalizacijske procese se je v preteklih letih odrazila v enormno povečanih zasebnih neto kapitalskih tokovih v razvijajoče se države, pri čemer se je pomembno spre-

Izvleček

UDK: 338.124.4:005

V članku so proučene slabosti managementa finančnih kriz v zadnjih dveh desetletjih. Avtorji dokazujejo, da je vsaka kriza zase unikatna v tem smislu, da so njeni neposredni vzroki, karakteristike vključenih institucij ter okužbeni potencial različni, zato sugerirajo, da se morajo nosilci ekonomske politike spoprijeti s krizo na osnovi principa od primera do primera. V sklepu sugerirajo seznam ključnih elementov, ki naj bi tvorili strategijo kriznega managementa. Poudarek je na rekonstrukciji finančnega sistema. *Ključne besede:* finančne krize, management valutnih in bančnih kriz, rekonstruiranje finančnega sistema

Abstract

UDC: 338.124.4:005

The paper examines the weaknesses in management of financial crises in the last two decades. The authors argue that every crisis is unique in the sense that its immediate causes, the characteristics of the institutions involved, and the potential for contagion are different. Therefore the authors suggest that authorities should deal with each crisis on a case-by-case basis. Finally the paper offers a list of key elements that should be included as part of the crisis management strategy, such as the focus on repairing the financial system.

Key words: financial crises, management of balance-of-payment and banking crises, restructuring financial system

mag. Nataša Špes, Poravnava d.o.o, Zaloška cesta 69, 1000 Ljubljana, Slovenija. E-mail: natasa.spes@poravnava.si

dr. Sebastjan Strašek, redni profesor, Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta, Razlagova 14, 2000 Maribor, Slovenija. E-mail: sebastjan.strasek@uni-mb.si

dr. Timotej Jagrič, izredni profesor, Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta, Razlagova 14, 2000 Maribor, Slovenija. E-mail: timotej.jagric@uni-mb.si

JEL: G15, G38

menila struktura prilivov; bančna posojila so nadomestile lastniške in portfeljske investicije. Globalizacija torej vse bolj krepi pomen bilance finančnih transakcij, pri čemer smo v aktualni globalni finančni gospodarski krizi priča nenadni zaustavitvi prilivov in posledičnim težavam v receptivnih ekonomijah.

Cilj prispevka je identifikacija slabosti in napačnih izborov instrumentov oziroma ukrepov ekonomske politike v procesu managementa finančnih kriz. Članek smo strukturirali v štiri sklope. Po uvodu v drugem delu po obravnavi pristopov pri preprečevanju finančnih kriz proučujemo opažene slabosti pri managementu valutnih in bančnih kriz. V tretjem delu skušamo identificirati pglavitne slabosti delovanja Mednarodnega denarnega sklada pri managementu finančnih kriz. V četrtem delu povzemamo glavne ugotovitve in podajamo nekatere predloge za učinkovitejše delovanje strategij kriznega managementa.

2 Slabosti managementa finančnih kriz

V pogledu preprečevanja finančnih kriz ali vsaj zmanjšanja njihovih negativnih učinkov so si analitiki enotni, da je treba izboljšati regulacijo finančnih ustanov v porajajočih se ekonomijah, da bi na ta način zagotovili večjo transparentnost in boljši monitoring bančnih portfeljev, ter da je potrebno takojšnje korektivno ukrepanje, ko grozi nevarnost. Od tu dalje so si stališča analitikov zelo nasprotujoča. V nadaljevanju si pogledjmo tri najbolj izpostavljena:

- »Plavanje s tokom« (stališče ameriškega zakladništva). Gre za t. i. liberalno stališče oziroma stališče prostega trga, ki ga zagovarja ameriško zakladništvo. Zagovarjanje liberalizacije kapitalskega računa je po tem gledanju omogočanje kapitalu, da išče najbolj produktivne investicijske naložbe. Pri tem Summers (1998) pripoznava nevarnost liberalizacije kapitalskih tokov v primeru popačenih spodbud in se zavzema za to, da mora kapitalsko odpiranje spremljati razvoj zdravega domačega finančnega sistema. Ta pristop zavrača različne oblike omejevanja kapitalskih tokov, češ da povzročajo več škode kot koristi.
- Mednarodna monetarna reforma: pristop »first best«. Primerno protiutež globalnim kapitalskim trgov predstavlja globalizacija kontrol, razvitih na nacionalnem nivoju - to so mehanizmi, kot sta npr. zavarovanje depozitov in vloga posojilodajalca v skrajni sili. Postavlja se vprašanje, ali lahko IMF deluje kot učinkovit posojilodajalec v skrajni sili. Celo zagovorniki najbolj radikalnih reform imajo tu odklonilno stališče, saj naj bi bili IMF-ovi postopki prepočasni, da bi v vsakem primeru preprečili naval na banke, poleg tega pa je po teh stališčih neprimerno povečevati vire in diskrecijske pravice IMF-a, saj naj bi te že bile premočne in preveč nepredvidljive (Radelet in Sachs 1998).
- Mednarodna monetarna reforma: pristopi »second best«. Bistvo takih pristopov je v pripoznavanju dejstva, da je bila finančna liberalizacija predhodnica

nevarnega kopičenja kratkoročne devizne izpostavljenosti (npr. azijska kriza), zato je hiter premik v smer popolne odprtosti kapitalskih trgov v porajajočih se ekonomijah napačen. Ti pristopi temeljijo na stališču, da ni nobene močne empirične evidence o tem, da je gospodarska rast držav v razvoju v funkciji neomejenega dostopa do kratkoročnih prilivov kapitala iz tujine. Zato ti pristopi podpirajo dolgoročne kapitalске tokove in se zavzemajo za omejevanje kratkoročnih mednarodnih tokov samo za financiranje kratkoročnih transakcij. V tem kontekstu teče razprava o dveh mehanizmi, in sicer o kontroli kapitalskih prilivov (kot npr. v Čilu) in o eksplícitnem nadzoru.

Dimenzije globalne finančne krize leta 2007 sugerirajo, da se zaradi omejene moči zgodnjih opozorilnih signalov za preprečevanje kriz nosilci ekonomske politike vse bolj soočajo z vprašanji kvalitetnega managementa krize. Krizni management lahko definiramo kot vrsto aktivnosti, ki jih povzemajo nosilci ekonomske politike s ciljem obvladovanja finančne krize in izogibanja potencialno razdiralnim učinkom na finančni sistem ali realno ekonomijo. Finančne krize imajo številne skupne elemente, hkrati pa je vsaka kriza zase unikatna, z neposrednimi učinki, z značilnostmi vključenih institucij, s potenciali okužbe itd. Da bi lahko ustrezno upoštevali te specifične elemente, se je nacionalna ekonomska politika prisiljena soočiti s krizo na principu »od primera do primera« (»case-by-case«).

Vloga kriznega managementa postane aktualna, ko preprečevanje kriz ni bilo uspešno oziroma ko finančne in nefinančne ustanove zaidejo v težave. Krizna praksa diferencira štiri faze managementa finančnih kriz:

1. identificiranje značilnosti problemov in njihovih možnih učinkov,
2. izmenjava informacij,
3. koordinacija,
4. odločanje o aktivnostih.

V fazi identificiranja problema gre za pridobivanje vrste vitalnih informacij. V prvo skupino sodijo informacije, ki bi morale biti brez težav dostopne nadzornikom. S tem so mišljena najnovejša bilančna in dohodkovna poročila, ki so potrebna za pridobitev vpogleda v potencialni učinek izpostavljenosti tveganju, informacije o likvidnostnem profilu (vključno s podatki o dospelosti pogodb, ki so indikator, kako dolgo se bo lahko finančna ustanova upirala razmeram finančnega stresa). V drugo skupino sodijo informacije, ki ob izbruhu problema morda niso dostopne, jih pa bodo nadzorniki in centralna banka zelo verjetno potrebovali v poteku razmaha krize. Gre za odzivnost finančnih ustanov na kritične razmere in odzivnost nasprotne strani, kot so stranke, klirinške hiše itd. V tretji skupini so informacije, ki omogočajo oblastem oceniti učinek kriznih razmer na druge finančne ustanove in trge. Te povezave utegnejo pomembno ogroziti finančno stabilnost, še posebej, če je ustanova pomembna v meddeželnem smislu.

Zaradi rastočega pomena okužbenih kriz se zdi izmenjava informacij vse bolj pomembna, še posebej mednarodna, pri čemer so ključni temeljni principi: (1) da med nadzorniki ne sme biti nikakršnih ovir za sodelovanje in izmenjavo informacij, (2) da mora biti zaupnost izmenjanih informacij zavarovana, (3) da morajo nadzorne institucije imeti proaktivni odnos do sodelovanja. Omenjeni principi so sicer vključeni v direktive EU (European Commission 2001), vendar pa v kritičnih razmerah izmenjava ni obligatorna, pač pa je diskrecijska pravica prepuščena prizadehim državam.

Ko izbruhne kriza, je potrebna koordinacija na medsektorski in na meddržavni ravni med različnimi oblastmi, da bi se izognili morebitni medsebojni nekonsistentnosti v izvedenih aktivnostih. Učinkovita koordinacija predpostavlja, da so že pred tem identificirani subjekti koordinacije in njihove vloge. Za banke, zavarovalnice in podjetja s področja trgovanja z vrednostmi papirji je običajno subjekt, ki izvaja nadzor, tudi koordinator. V drugih primerih pa bi morali nadzorniki koordinatorja nemudoma informirati, če se pojavijo krizne razmere.

V pogledu odločanja o aktivnostih - kljub temu, da direktive EU niso eksplicitne - velja implicitno, da so domača država in njene institucije odgovorne za odločanje v kriznem managementu na svojem teritoriju. Internacionalizacija pa povzroča, da postajajo finančne ustanove sistemsko pomembne za gostiteljevo državo. Če se kriza pojavi v takšni instituciji, je potrebna koordinacija oziroma sodelovanje območnih oblasti z oblastmi gostitelja, kajti njihovi interesi pogosto niso nujno enaki.

2.1 Management valutnih kriz

Valutna oziroma plačilno-bilančna kriza se pojavi, kadar špekulativni napad na valuto povzroči močno devalvacijo ali depreciacijo valute ali pa prisili monetarne oblasti v državi, da branijo valuto z velikim zmanjšanjem deviznih rezerv ali z ostrim porastom obrestnih mer. Velike valutne kolapse je moč pripisati delovanju dveh dejavnikov, tj. dospelostnemu neujemanju in neodločnosti nosilcev ekonomske politike.

Če je izguba zunanje vrednosti valute kombinirana z dospelostnim neujemanjem (maturity mismatch), vodijo takšne razmere v veliko potencialno povečanje tveganja (Dornbusch 2001). Investitorji se zavedajo tega dejstva, zato skušajo pravočasno ubežati iz valute in pripadajočega premoženja. Ker gre za množični beg investorjev, je rezultat tega močno poslabšanje vrednosti premoženja in valute. Resno bilančno neujemanje še dodatno povečuje nevarnost velike izgube vrednosti valute. Dospelostno neujemanje pomeni, da bo kriza globoka, kar povzroča, da se investitorji umikajo iz posojilnih trgov in zavračajo nadaljnje kreditiranje podjetij. Problemi asimetrične informiranosti (tj. moralni hazard in negativna selekcija) postajajo skrajno zaostreni in posojanje je prekinjeno. To pa vodi v porast obrestnih mer in v valutni zlom.

Značilnost obnašanja vlad je njihovo počasno reagiranje in neodločnost pri soočenju s kriznim reševanjem. Ta neodločnost pomeni, da investitorji ne verjamejo, da se bo vlada držala svojih obljub o zoperstavljanju krizi. Ob pomanjkanju novih prilivov kapitala se zato pojavlja kontinuirana izguba vrednosti premoženja in valute. Pomanjkanje pripravljenosti sprejeti trde reformne ukrepe Mednarodnega denarnega sklada pomeni, da bo pomoč zastala ter da se bodo investitorji še naprej izogibali krizni državi. Tipični primer je napaka Rusije v krizi leta 1998, ko ruska vlada ni sprejela pogojev IMF-a, kar je rusko krizo dramatično zaostri. Obratni primer predstavlja Koreja, ki se je uspešno dogovorila z IMF, zavarovala velike dolge, kar je znatno zmanjšalo tveganje bankrotov in asimetrično informiranost, in začela uspešno restrukturirati gospodarstvo, kar je privedlo v ponovno vrnitev investorjev.

Zaradi visokega deleža izvoza in uvoza ter mednarodnih kapitalskih tokov lahko velika nihanja tečaja sprožajo znatna nihanja v realni ekonomiji. Eventualna depreciacija bo v razmerah visokega zadolževanja znatno prizadela finančni sistem. V takšnih razmerah monetarne oblasti pokažejo »strah pred plavanjem« (Calvo in Reinhert 2002), kar se odraža v odporu do dovoljevanja popolnoma proste fluktuacije nominalne in realne tečaja.

Novjša raziskovanja (Calvo in Mishkin 2003) kažejo, da je razprava o izbiri režima deviznega tečaja v zvezi s finančnimi krizami brezplodna oziroma drugotnega pomena glede na razvoj dobre fiskalne, finančne in monetarne politike v razvijajočih gospodarstvih. To pomeni, da naj bi bilo manj pozornosti posvečene vprašanju izbire med fiksnim in fleksibilnim tečajem in dosti več vprašanju institucionalnih reform v gospodarstvu. Ne glede na ta očitke so krize v devetdesetih znova potrdile ugotovitev, da princip »nemogoče trojnosti« (»impossible trinity«) povzroča, da fiksni devizni tečaj ni obstojen v razmerah odprtosti kapitalnega računa. Princip nemogoče trojnosti definira nekonstantnost hkratnega obstoja odprtosti kapitalnega računa, režima fiksnega deviznega tečaja in neodvisne denarne politike.

Proces globalizacije je s povečanjem kapitalskih tokov povzročil, da se je izjemno povečal pomen deviznih rezerv države pri obrambi valute. Primerne višine deviznih rezerv po nekaterih ocenah (Kawai, Newfarmer in Schmuckler 2003) ne gre več meriti z njihovo pokritostjo uvoza, temveč z velikostjo potencialnih kapitalskih odlivov. Guidotti (1999) sugerira, da naj bi se devizne rezerve oblikovale v skladu z naslednjimi pravili: rezerve naj bi bile večje, če je deficit tekočega računa visok (npr. več kot 2 % BDP), če je tečaj fiksni in torej bolj občutljiv za šoke ter če je gospodarstvo kronično nagnjeno k nestabilnosti, npr. zaradi odvisnosti pri izvozu ali kroničnih šokov v pogojih menjave (terms of trade).

Velik problem za raven deviznega tečaja predstavlja nenadni odlivi kapitala in zaustavitev prilivov. Zato je treba vzdrževati takšen režim deviznega tečaja, ki bo imel

zadostno fleksibilnost pri prilagajanju zunanjim šokom. Goldstein (2002) predlaga režim »upravljanega drsenja plus«. Gre za kombinacijo »upravljanega drsenja«, tj. sistema z občasnimi intervencijami, ki naj omejujejo prekomerne kratkoročne fluktuacije deviznih tečajev, ne da bi jih spremljal javno objavljeni cilj deviznega tečaja, in »plus«, tj. inflacijsko ciljanje in agresivno ukrepanje za zmanjšanje valutnega neujemanja (currency mismatch). Ukrepi za zmanjšanje valutnega neujemanja vključujejo: periodično objavljane velikosti kratkoročnega zunanjega dolga (kot delež v deviznih rezervah), razvoj poglobljenega trga kapitala, reguliranja zadolževanja v tuji valuti.

2.2 Management bančnih kriz

Bančno krizo lahko opredelimo kot pretres, ki se na finančnem trgu zgodi zaradi večanja negativne selekcije in moralnega hazarda. Finančni trgi tako postanejo nesposobni učinkovito kanalizirati sredstva k tistim, ki bi ta sredstva potrebovali, sredstva pa dobijo podjetja, ki imajo izredno tvegane naložbe, njihovo prihodnje poslovanje pa je dokaj vprašljivo. Učinki bančne krize na gospodarsko rast so praviloma močnejši kot učinki valutne krize, saj se bančna kriza izredno hitro širi po finančnem sistemu in zelo naglo preskoči v realni sektor.

Sistemske bančne krize imajo močan okužbeni naboj, zato sta preprečevanje in management teh kriz še posebej pomembna v njihovih zgodnjih fazah. Da bi bilo ukrepanje pravočasno in pravilno odmerjeno, sugerira Fischer (2001) njegovo razčlenitev v tri faze:

- ukrepi, ciljani na zaustavitev panike in stabilizacijo sistema,
- ukrepi restrukturiranja finančnega sistema in finančnih institucij,
- ukrepi normaliziranja sistema po končanem restrukturiranju.

V procesu nastajanja sistemske finančne krize se v bančnem sistemu, pa tudi v celotnem gospodarskem sistemu, odražajo nekatere tipične slabosti: slabo makro-ekonomsko upravljanje, prekomerno prevzemanje tveganj pri poslovanju (zanašanje na jamstva, politične zveze, prijateljske in sorodstvene vezi itd.), bilančni problemi (prekomerna kreditna ekspanzija, napačno vrednotenje sredstev itd.), slaba regulacija in nadzor.

Izbruh krize je povezan z umikom močnih kreditorjev in depozitorjev s trga, kar sproža učinek navala na banke. V tej fazi je ključna vloga centralne banke, ki mora zagotoviti ustrezno raven likvidnosti. Povečana likvidnost mora biti sterilizirana, sicer bi se lahko izgubila kontrola nad monetarno politiko. V tej fazi je vloga centralne banke tudi v jasnem izrekanju za garantiranje vlog depozitorjem in pravic kreditorjev. Na ta način učvrsti zaupanje v finančni javnosti, hkrati pa si kupuje čas za razvoj strategije urejenega restrukturiranja nesolventnih bank. V trenutni globalni finančni krizi je bilo s tega vidika ukrepanje

nosilec ekonomske politike pravočasno in v zadostni višini jamstev, kar je preprečilo umik depozitov in posledični beg kapitala iz posameznih držav. Zavedati se je treba, da je vloga centralne banke pri umirjanju razmer omejena, saj nima primernih orodij za boj zoper vzroke krize, temveč zgolj za odpravljanje njenih znamenj.

V drugi fazi monetarne oblasti pristopajo k restrukturiranju finančnega sistema in finančnih institucij. Najkompleksnejši del restrukturiranja predstavlja morda management neizterljivih dolgov, zato bančno restrukturiranje ne sme potekati izolirano od podjetniškega. Vse odločitve v tej fazi morajo potekati v okviru enotnih in popolnoma transparentnih kriterijev. Le na ta način bo moč med seboj jasno ločevati med institucijami, ki imajo potencial preživetja, in drugimi.

Tretja faza je dejansko faza okrevanja, kjer se predhodno podržavljene banke ponovno privatizirajo. Ta faza je pogosto razvlečena, saj želi država maksimirati donos pri prodaji svojega deleža.

Finančne krize na prelomu tisočletja (azijska, ruska, latinskoameriške itd.) ter globalna finančna kriza 2007 so postavile tri pomembne nauke za reševanje bančnih kriz:

- politično vodenje,
- potrebo po hitrem prehodu k bančnemu reševanju,
- potrebo po pripravljenem projektu za management kriz že pred njihovim nastankom.

Politično vodenje. Management finančnih kriz vključuje soočenje s številnimi politično in pogosto tehnično kompleksnimi vprašanji (Fischer 2001). Tipičen primer je razporeditev bremen, kjer se mora država odločiti o deležu prenosa bremena na kreditorje in depozitorje oziroma na samo državo. Rekonstruiranje bank prizadene različne interese, zato analitiki upravičeno opozarjajo na potrebo po spretnosti političnega vodenja, ki je nujno v fazi zakonodajnega procesa. Modro oziroma spretno politično vodenje je pomembno nenazadnje pri vzdrževanju zaupanja domače javnosti in doseganju zaupanja mednarodnih finančnih trgov. V tej fazi je pomembno, da ni nepotrebnega odtekanja informacij, kajti zmanjšanje zaupanja lahko bistveno podraži zadolževanje države in s tem neposredno vpliva na podražitev kreditiranja v celotni verigi do realnega sektorja. Management in reševanje krize sta bila vedno najbolj uspešna takrat, ko ju je vodila politično in finančno neodvisna ustanova. Švedski pristop v finančni krizi v devetdesetih v tem pogledu označujejo (Cherny, Ergungor 2009) kot vzorčni primer primerne izbora, ki je prispeval k temu, da je Švedska iz krize izšla brez t. i. zombijskih bank in prehudih izpadov gospodarske rasti.

Potreba po hitrem prehodu k bančnemu reševanju. Analitiki se strinjajo, da je zgodnja faza krize odločilna za uspešen razplet bančne krize; gre za fazo, ko je politični interes za razrešitev krize morda najvišji, zato je takrat podana najboljša možnost za uskladev različnih interesov.

Hitra in odločna odzivnost oblasti ima tudi ustrezne pozitivne učinke na stopnjo zaupanja javnosti. V kasnejši fazi razpleta krize, ko se namreč finančni sektor in makro-ekonomske razmere stabilizirajo, je za nosilce ekonomske politike dosti težje doseči in vzdrževati politično podporo; povrne se namreč samozadovoljstvo, pogosto pa tudi ocena, da je bila potreba po reformnih ukrepih pretirana (Fischer 2001). Zavlačevanje z ukrepi utegne enormno povečati fiskalne stroške sanacije. Japonske izkušnje iz krize v devetdesetih letih sugerirajo, da izjemno nizke obrestne mere, fiskalne spodbude ter neučinkovite gotovinske injekcije v tako hudi sistemski bančni krizi niso zadosten okvir ukrepov, dokler bančni sektor ni razbremenjen slabih kreditov in toksičnih papirjev. Ameriška hipotekarna kriza s scenarijem cenenege denarja, ki je privedel v formiranje delniškega in nepremičninskega balona in njunega poka, ter prenos krize v bančni sektor predstavljata ponovitev japonske zgodbe, kjer so nosilci ekonomske politike prav tako podcenili, kako poguben je lahko kolaps nepremičninskega trga za domače banke.

Predhodno pripravljen projekt managementa krize. Predhodno pripravljen projekt managementa krize predstavlja, da se oblasti zavedajo kompleksnosti oziroma zahtevnosti procesa ter da so vnaprej poznane odgovornosti oziroma pristojnosti ukrepanja na različnih ravneh odločanja. Fischer (2001) posebej opozarja na pripravljenost projektov, ki zadevajo učinkovito reševanje nesolvabilnosti in restrukturiranja dolgov ter na usklajevanje domačih regulatornih in nadzornih standardov z mednarodno uveljavljeno prakso. Ne gre prezreti tudi vloge Mednarodnega denarnega sklada - zaradi vsakoletnih izkušenj z bančnimi krizami lahko ocene in mnenja IMF-a pomembno prispevajo k postavitvi učinkovitejšega sistema managementa kriz, še posebej bančnih (Fischer 2001). V ta sklop spadata tudi pravočasno razmišljanje o projektu t. i. slabe banke, ki bi prevzela slabe dolgove, in priprava nanj. Cilj tega projekta je očiščenje bilanc bank in njihova nagla vrnitev k ponovnemu kreditiranju. Razlike pa so v pristopu h konceptu slabe banke: za razliko od poddržavljanja bank, kjer bi država v imenu davkoplačevalcev prevzela ne samo slabe kredite bank, temveč tudi lastniške deleže dolžnikov, gre pri konceptu slabe banke za ustanovitev slabe banke, ki odkupi slabe kredite poslovnih bank. Prednosti de facto poddržavljanja slabih kreditov in bančnih terjatev (lastniških upravičenj) so po Damjanovem (2009) predlogu slovenske slabe banke številne: (1) očiščenje bilanc poslovnih bank in ponovno ustvarjanje možnosti za delovanje bank kot finančnih posrednikov, (2) država pridobi lastniške deleže v poslovnih bankah in terjatve iz naslova slabih kreditov v zameno za očiščenje bilanc, (3) poddržavljanje je omejeno le na obseg slabih kreditov bank v njeni bilančni vsoti, (4) poslovne banke se rešijo skrbi ob ukvarjanju s problematičnimi dolžniki.

Rogoff (2009) gre v tem pogledu dlje, saj predlaga, da je banke treba poddržaviti v celoti, ne samo v obsegu slabih terjatev. Problematičen je predlog, po katerem bi država

pridobila prednostne delnice in ne navadnih - na ta način bi bilo preprečeno povečanje neposredne udeležbe države v finančnem in realnem gospodarstvu. Tudi tu je Rogoffov koncept radikalnejši, saj bi stečaj pod nadzorom banke potekal tako, da bi delničarji banke morali svoje delnice odstopiti državi in v zameno dobili obveznice.

Empirične analize bančnih kriz (Nakaso 2001) kažejo na velik pomen uporabe javnih sredstev pri brzdanju kriz. Izkušnje Švedske v bančni krizi 1991-1992 sugerirajo hitro odzivnost države z javnimi sredstvi. Za razliko od Švedske pa je za Japonsko (1997) značilen dolg časovni zamik od prvih znakov finančne nestabilnosti do zaznave, da gre za resno bančno krizo, in s tem do uporabe javnih sredstev. Šele 2002, šest let po izbruhu krize, je reformist Koizumi začel drastični nadzor in čiščenje bilanc ter delno nacionalizacijo bank. Celoten odpis v obdobju od 1992 do 2005 je znašal kar 19 % letnega bruto domačega proizvoda Japonske.

Centralne banke so vir informacij, ki utegnejo biti ključne pri uspešnem managementu kriz. Še posebej t. i. makro-občutljive informacije naj bi centralne banke prenašale tudi drugim relevantnim oblastem. Pravočasna izmenjava najnovejših informacij med posameznimi institucijami je odločilnega pomena. Tako so se npr. v Veliki Britaniji zakladništvo, FSA (Financial Services Authority) in centralna banka (Bank of England) sporazumeli o medsebojni izmenjavi informacij in diferenciranju pristojnosti oziroma odgovornosti v primeru krize.

Finančni trgi so v zadnjih letih postali vse manj transparentni in vse bolj nerazumljivi. Razvoj novih, vse bolj kompleksnih finančnih derivatov je bil voden vzporedno s trgovanjem na trgih OTC, z majhno stopnjo regulacije in informacij ali brez tega. Nezmožnost primerne ovrednotenja teh kompleksnih instrumentov, nezmožnost ocene potencialnih izgub, pomanjkanje zaupanja v te trge zahtevajo prenos trgovanja na organizirane trge ob hkratni standardizaciji teh papirjev. Standardizacija bi omogočila primerjavo papirjev s podobnimi karakteristikami in tako omogočila njihovo večjo likvidnost.

3 Kritika kriznega managementa Mednarodnega denarnega sklada

Vloga IMF kot managerja v krizah zahteva kritično presojo. Med ekonomisti prevladuje mnenje, da IMF ni sposoben soočenja s finančnimi krizami v sodobnih razmerah finančne globalizacije. Zmote IMF so številne: napačne ocene stanja, enaka obravnava popolnoma različnih razmer (npr. Indonezija 1997, Koreja 1997/98), kar je vodilo v predpisovanje podobnih makroekonomskih politik in strukturnih reform kljub popolnoma različnemu stanju temeljnih spremenljivk, enaki recepti za države kljub očitni razliki v naravi kriz (npr. zasebni dolg v Aziji/javni dolg v Latinski Ameriki), zahteve po nadaljnji prekomerni liberalizaciji trgovine in kapitalskih tokov, kljub temu da so države postale občutljive za krizo ravno zaradi prekomer-

nega odpiranja, vprašljivost reševanja zasebnega kapitala - seme za bodoči moralni hazard itd.

Ravnanje Mednarodnega denarnega sklada oziroma njegov krizni management lahko ocenjujemo kot zelo kontradiktoren (Lane et al. 2001). Vloga IMF-a v tranziciji nekdanje Sovjetske zveze v tržno ekonomijo je bila kritizirana v smislu uvajanja tipične tržne šok terapije v državi, kjer ni bilo političnih in ekonomskih institucij tržne ekonomije. Ob slabem poznavanju ruske zgodovine in ignoriranju politične realnosti gibanj za samostojnost v nekdanjih sovjetskih republikah je IMF vztrajno priporočal enotni blok rublja. Zahteva IMF-a po hitri privatizaciji industrije in drsečem deviznem tečaju je majhni skupini oligarhov omogočila prevzeti kontrolo nad prejšnjimi državnimi podjetji ter spodbudila razmah korupcije in organiziranega kriminala.

Tehnike kriznega managementa IMF-a v mehiški krizi 1994-1995 so kljub hitri odzivnosti doživele močno kritiko. Krizno reševanje lahko interpretiramo predvsem kot reševanje finančnih špekulantov, stroški reševanja pa so se prenesli na davkoplačevalce v zahodnih državah.

V azijski krizi 1997 je bil IMF znova tarča kritike (Bustel, Garcia in Olivie 1999). Tokrat ni šlo samo za ponovne obtožbe o reševanju bogatih investorjev, temveč tudi za obtožbe o uporabi napačnega pristopa k reševanju kriz. Kritiki opozarjajo, da je IMF uporabil enako »zdravilo« kot v predhodnih krizah v Mehiki in drugod kljub temu, da so bili simptomi v tej krizi bistveno drugačni. Azijska kriza je bila bolj kriza zelo zadolženege zasebnega sektorja kot pa kriza napačnega upravljanja javnih financ. Posamezni ekonomisti so zato dokazovali, da azijske države niso potrebovale ekonomskega stiskanja (restrikcije), pač pa ekspanzivno politiko, ki bi preprečila, da bi finančna kriza postala globoka socialna in ekonomska kriza. IMF je ta osnovni ekonomski argument ignoriral, hkrati pa je ignoriral tudi realnost krhkih političnih in socialnih sistemov, npr. v Indoneziji. Reševanje IMF-a v Aziji ne samo, da ni ustavilo finančne panike, temveč se je kriza celo poglobila in razširila na druge države.

Tudi v argentinski krizi 2001 je bil IMF deležen kritike. Država je bila namreč pod strogim nadzorom IMF-a že celo desetletje, pa se je zgodil kolaps valute, ne da bi IMF predhodno podal kakršno koli opozorilo. Kot v Aziji tudi v primeru argentinske krize kritiki opozarjajo na nepotreben restriktivni značaj ukrepov in s tem povezane ekonomske probleme države.

Finančne krize v Mehiki, Vzhodni Aziji, Rusiji in Braziliji so pozornost nosilcev ekonomske politike usmerile na novo vrsto globalnega ekonomskega problema. Zasebni kapitalski tokovi niso postali samo bolj volatilni, znatno se je razširil tudi spekter investorjev. Na ta način je mnogo držav postalo znatno bolj občutljivih za krize, katerih žarišče je zunaj njihovih meja.

Krize v devetdesetih so sprožile razpravo o primernosti reševanja zasebnega sektorja z javnim denarjem. Opozorile so na neprimernost razmer, ko davkoplačevalci v industrijskih državah s svojimi sredstvi sanirajo oziroma rešujejo slabe investicijske odločitve zasebnega sektorja in dajejo implicitno potuho za nadaljevanje takšnega obnašanja in s tem nove krize. Razvil se je nov pristop v kriznem reševanju, ki v reševanje vključuje zasebni sektor; pristop se imenuje »bailing-in«. Poudarek je na ohranitvi zasebnih kreditorjev, da restrukturirajo svoje terjatve do zadolženih držav. Pristop torej prispeva k temu, da nosi zasebni sektor večji delež v stroških reševanja krize. IMF je ta pristop uspešno apliciral pri reševanju korejske krize.

Kritika delovanja IMF-a opozarja tudi na njegovo politiko obrestnih mer (Fernand in Noya 2006). IMF je v kriznih državah zahteval oster porast obrestnih mer, da bi se zavarovala valuta. Tako so, npr. v Koreji, realne obrestne mere porasle za več kot 20 %. IMF je porast obrestnih mer argumentiral s tremi razlogi:

- verjel je, da vsaka valuta, katere vrednost pada, pomeni politični pritisk na padec vrednosti drugih valut v regiji,
- valutna stabilnost naj bi bila potrebna za doseganje zaupanja v državo doma in v tujini,
- valutna stabilnost je potrebna za zmanjšanje dolgov.

Porast obrestnih mer je v kriznih državah vodil v veliko povečanje neizterljivih dolgov ter v velike bankrote. Valutna kriza se je zato pogosto spremenila v bančno krizo, ki pa bi zahtevala povečanje likvidnosti in znižanje obrestnih mer.

Nenazadnje je potreben razmislek o nadnacionalni, globalni finančni regulaciji. V razmerah finančne globalizacije je upravičeno pričakovati, da se bo kapital premikal v regije, kjer sta kapitalski nadzor in finančno posredništvo bolj lahkotno urejena, zato se zdi ideja o globalnem finančnem regulatorju zelo upravičena.

V zadnjih dveh desetletjih se soočamo z okrepljenim procesom globalizacije, ki je še posebej izrazit na področju finančnih trgov. Narava in management investorjev sta se v tem obdobju začela dramatično spreminjati. Obseg in delež kapitala pod kontrolo institucionalnih investorjev (vzajemni skladi, pokojninski skladi, zavarovalnice, državni investicijski skladi, *hedge* skladi itd.) sta se izjemno povečala. *Hedge* skladi so uvedli celo vrsto novih agresivnih investicijskih tehnik, ki jih je nato prevzela večina najmočnejših poslovnih in investicijskih bank. Na ta način so se finančni vzvod in finančni derivati široko uporabljali, kar je vplivalo na pospešitev prilivov in nenadnih odlivov kapitala iz držav.

Te spremembe so ustvarile takšne razmere v sektorju managementa s financami, da je ta postal bolj odvisen od donosa, manj odklonilen do tveganja in bolj nagnjen k zadolževanju. Vsi ti procesi povečujejo asimetrično informiranost, posledično povečujejo finančno volatilnost in kreirajo pogoje za izbruh in razmah finančne krize. Vrsta

valutnih, bančnih in tudi drugih tipov kriz v zadnjem desetletju prinaša za management kriz nova spoznanja in nauk, postavlja pa tudi ključna vprašanja v zvezi z vlogo IMF-a v procesu preprečevanja in reševanja kriz:

1. Kako modificirati politiko IMF-a, da bo proces reševanja kriz omogočal kriznim državam vrnitev k solidni gospodarski rasti in ponovnemu pristopu k mednarodnim kapitalskim trgom?
2. Kakšna naj bo kombinacija monetarne in fiskalne politike in kreditov IMF-a, da bo reševanje krize potekalo ob najmanjši možni ekonomski škodi?
3. Kako modificirati politiko IMF-a, da bi zahtevane strukturne reforme v kriznih državah uspele?

Gre za pomembna vprašanja, katerih ugodno reševanje lahko pomembno izboljša ekonomsko pozicijo razvijajočih se držav.

4 Sklep

Aktualna svetovna finančna kriza sproža zahteve po večji učinkovitosti strategij kriznega managementa. Vrsta ekonomistov (Roubini 2008, Goldstein 2008, Geithner 2008, Kobayashi 2008) analizira ta problem predvsem z vidika preprečitve situacije, ko bi posledična recesija namesto oblike V (npr. zastoj v ZDA v začetku tega desetletja) ali oblike U (npr. recesija v ZDA leta 1991) pridobila obliko L (Japonska v devetdesetih letih), zato lahko sklepamo, da bi učinkovita strategija kriznega managementa morala upoštevati vsaj naslednje elemente:

- Izboljšanje koordinacije med monetarnimi oblastmi in regulatorji. Cilj: pravočasna identifikacija in ukrepanje v primeru premoženjskih mehurčkov. Izbira med sistemom z enim regulatorjem (FSA v Angliji) ali mnogimi (ZDA) mora biti podvržena principu zagotavljanja ustrezne koordinacije in izmenjave informacij.
- Prenos trgovanja finančnih derivatov s trga OTC na organizirane trge. Cilj: večja preglednost derivatov.
- Zmanjšanje konflikta interesov bonitetnih agencij. Cilj: diferenciranje med njihovo svetovalno in bonitetno funkcijo. Potrebne bodo prepovedi opravljanja funkcij (npr. svetovanje in modeliranje), ki povzročajo konflikt interesov.
- Svetovna uveljavitev baselskih standardov. Cilj: zmanjšanje sistemskega tveganja v finančni industriji s pomočjo temeljite rekonstrukcije standardov Basel II (npr. problematika internih modelov izračunavanja kapitalskih ustreznosti). Številni analitiki (Roubini 2008) so mnenja, da potrebujejo standardi Basel II korenite spremembe. Posebno pozornost bo treba nameniti slabostim: da standardi kapitalske ustreznosti učinkujejo prociklično in na ta način spodbujajo kreditni bum v dobrih časih in kreditni prelom v slabih; majhen poudarek na pomembnosti managementa likvidnostnih tveganj; prekomerna naslonitev na interne modele upra-
- vljanja tveganj; prekomerna vloga bonitetnih agencij in njihovih ocen itd.
- Makroekonomske spodbude; cilj takšnih spodbud je onemogočanje oz. zmanjšanje prenosa krize iz finančnega sektorja v realnega. Glede na izkušnje nekaterih držav (Velika Britanija) to niso spodbude preko zmanjšanja davka na dodano vrednost ali davka na dobiček, temveč bolj spodbude, povezane s selektivnim državnim trošenjem.
- Močne injekcije likvidnosti v sistem (preko centralne banke); cilj je minimizirati panične prodaje in okužbe ter preprečiti, da problem likvidnosti preraste v problem solventnosti.
- Rekonstrukcija finančnega sistema s pomočjo kapitalskih vložkov in povečanja transparentnosti in razkritja podatkov. Cilj tega elementa je zmanjšanje negotovosti v pogledu kreditne kredibilnosti.
- Ciljna pomoč nepremičninskemu sektorju. Cilj je zmanjšati velikost in težo problema zaseda nepremičnin dolžnikom in s tem zmanjšati učinek na trend padanja cen nepremičnin.
- Regulacijsko popuščanje (npr. preko zmanjšanja zahtev kapitalskih ustreznosti). Cilj je zagotovitev likvidnosti in podpora nepremičninskemu trgu.
- Vzpostavitev sistema, ki bi prisiljeval originatorske in investicijske banke, da bi pri sebi zadržale del kreditnih tveganj. Cilj je enakomernejša razporeditev tveganj v finančnem sektorju in povečanje spodbude za originatorje, da skrbneje spremljajo kreditno sposobnost posojilojemalcev.
- Razširitev »dežnika« kontrole in nadzora na nebančne finančne institucije. Cilj je preprečiti prenos finančnega posredništva izven kontrole regulatorjev in posledično zmanjšanje sistemskega tveganja. Vpeljati je treba regulacijski in nadzorni sistem, ki bo imel podobne standarde, kot so že uveljavljeni v bančnem sektorju (standardi razkritij, kapitalske zahteve, tipi nadzora itd.).
- Reforma sistema nagrajevanja bankirjev. Cilj je zmanjšanje moralnega hazarda, kajti velik del njihovih dohodkov je v obliki bonusov, vezanih na kratkoročni dobiček, kar sproža prekomerno izpostavljanje tveganju. Primeren sistem nagrajevanja bi moral tesno vezati individualne nagrade z individualnimi investicijskimi/posojilnimi odločitvami. Uveljavljeni sistemi nagrajevanja so se namreč pokazali kot pomemben dejavnik izkrivljenja posojilnih in investicijskih odločitev na finančnih trgih.

Literatura

1. Bustelo, P., C. Garcia in I. Olivie (1999). Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999). Madrid: Complutense Institute for International studies.
2. Calvo, G. in C. Reinhert (2002). Fear of Floating. NBER Working Papers 7993.
3. Calvo, G. in F. Mishkin (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, NBER Working Papers 9808.
4. Cherny, K. in E. Ergungor (2009). Sweden as a useful model of successful financial crisis resolution. Dosegljivo: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3293>, 27. 4. 2010.
5. Damjan, J. (2009). Slovenska slaba banka, drugič. Dosegljivo: <http://razgledi.net/blog/2009/02/09/slovenska-slaba-banka-drugic/>, 27. 4. 2010.
6. Dornbusch, R. (2001). A Primer on Emerging Market Crises. Dosegljivo: <http://www.mit.edu/people/rudi/papers.html>, 20. 12. 2008.
7. European Commission (2001). Report on Financial Crisis Management. Economic Papers, No. 156.
8. Fernando, L. in N. Noya (2006). IMF Policies for Financial Crises Prevention in Emerging Markets. Dosegljivo: <http://www.g24.org/lono0306.pdf>, 15. 1. 2009.
9. Fischer, S. (2001). Financial Sector Crisis Management. World Bank Seminar.
10. Geithner, T. (2008). The Current Financial Challenges: Policy and Regulatory Implications. New York. Federal Reserve Bank of New York, March.
11. Goldstein, M. (2008). Addressing the Financial Crisis. Dosegljivo: www.iie.com/publications/papers/Goldstein1008.pdf, 4. 1. 2009.
12. Goldstein, M. (2002). Managed Floating Plus. Washington D.C. Institute for International Economics.
13. Guidotti, P. (1999). Currency Reserves and Debt. Washington DC: World Bank Conference.
14. Kawai, M., R. Newfarmer in S. Schmuckler (2003). Financial crises: Nine lessons from East Asia. Eastern Economic Journal 31: 185-207.
15. Kobayashi, K. (2008). Lessons from Japan's failure. Dosegljivo: www.voxeu.org/index.php?q=/2483, 18. 1. 2009.
16. Lane, T. in S. Phillips (2001). IMF Financing and Moral Hazard. Finance & Development. Junij, No. 2.
17. Nakaso, H. (2001). The Financial Crisis in Japan during the 1990's: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt. BIS Papers, No. 6.
18. Radelet, S. in J. Sachs (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Brookings Papers on Economic Activity: 1-90.
19. Roubini, N. (2008). Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization. RGE monitor, March 31, 1-9.
20. Rogoff, K. (2002). Moral hazard in IMF loans. How big a concern? Finance and Development 39 (3): 1-14.
21. Summers, L. (1998). Go with the Flow. FT, Marec 11.