

**UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

DANIJEL NURKOVIĆ

**VPLIV POLITIČNIH SPREMEMB NA OCENE DRŽAVNEGA
TVEGANJA V LATINSKI AMERIKI: PRIMER ARGENTINE,
BRAZILIJE IN VENEZUELE**

DIPLOMSKO DELO

LJUBLJANA 2008

**UNIVERZA V LJUBLJANI
FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

DANIJEL NURKOVIĆ

MENTORICA: DOC. DR. ANDREJA JAKLIČ

**VPLIV POLITIČNIH SPREMENB NA OCENE DRŽAVNEGA
TVEGANJA V LATINSKI AMERIKI: PRIMER ARGENTINE,
BRAZILIJE IN VENEZUELE**

DIPLOMSKO DELO

LJUBLJANA 2008

Vpliv političnih sprememb na ocene državnega tveganja v Latinski Ameriki: primer Argentine, Brazilije in Venezuele

Državno tveganje je pojem, ki v osnovi in v najširšem smislu označuje tveganje, da bi podjetje, vlagatelj, posojilodajalec zaradi vstopa na trg druge države poslabšal svoj poslovni rezultat. Od tod naprej se opredelitve v strokovni literaturi razidejo in poudarjajo različne vidike tovrstnega tveganja. Diplomsko delo se opre na opredelitev, ki poudarja kreditno sposobnost države in meri tveganje v smislu verjetnosti, da država zaradi določenih gospodarskih in političnih okoliščin ne bi bila več zmožna ali ne bi več želela poravnati svojih obveznosti do tujine. Spremljanje takšnega tveganja je postalo v devetdesetih letih še posebej aktualno in je pomenilo pomemben kazalec mednarodnega gospodarskega sodelovanja. Pomembno vlogo v tem procesu je odigrala tudi Latinska Amerika, ki se je v devetdesetih letih ponovno odprla in pod pokroviteljstvom mednarodnih finančnih institucij, njihovih načrtov in programov pomoči opomogla od dolžniške krize. Ob koncu desetletja je bila regija ponovno posebej prizadeta v finančnih krizah, značilnih za to obdobje. V večini primerov je pretrese na gospodarskem področju spremljala tudi sprememba na političnem prizorišču. Ključno vprašanje našega diplomskega dela je, kako so takšne spremembe sprejeli mednarodni kapitalski trgi, ki reagirajo na spremembe v oceni državnega tveganja. Hipotezo negativne reakcije kapitalskih trgov na prevzem oblasti levo usmejenih vlad potrjujem.

Ključne besede: državno tveganje, bonitetne agencije, ocena bonitete, Latinska Amerika.

Influence of Political Changes on Country Risk Assessment in Latin America: The Case of Argentina, Brazil and Venezuela

Country risk is a term most broadly encompassing a risk that a company's, an investor's or a creditor's business will suffer if it enters a foreign market. Definitions of country risk differ widely in economics, emphasizing different aspects of the risk. In our thesis we accept the definition of country risk as a risk that a given country is not capable or willing to honour its external financial obligations because of certain economic or political circumstances. At the beginning of the 1990s estimating such risk became a very important task and an indicator of international economic cooperation. Latin America played a significant role in this process, when under the auspices of international financial institutions it opened up to such flows again after being hit hard by debt crisis a decade before. At the end of the decade, the region was hit by new financial crises of this period. In most cases, economic and financial distress was accompanied by changes in the political arena. The crucial question of this thesis is how such changes were accepted by international capital markets, showing their sentiment through credit ratings. We confirm the hypothesis that the capital markets react negatively when left-wing parties win elections.

Key words: country risk, rating agencies, ratings, Latin America.

Kazalo

1. Uvod.....	6
2. Pojem državnega tveganja	8
2.1 Problem splošne opredelitve državnega tveganja	8
2.2 Različni pogledi na pojem državnega tveganja.....	9
2.3 Povzetek različnih pogledov in opredelitev državnega tveganja	11
3. Teoretična osnova opredelitvam državnega tveganja	15
3.1 Pristop elastičnosti.....	16
3.2 Absorpcijski pristop	18
3.2.1 Osnova pristopa	18
3.2.2 Dodatne posledice absorpcijskega pristopa.....	19
3.3 Monetarni pristop	22
3.4 Pristop portfeljske bilance.....	23
3.5 Analiza deležev	24
4. Finančne, gospodarske in politične razmere v Latinski Ameriki v zadnjem desetletju.....	28
4.1 Argentina.....	28
4.2 Brazilija	35
4.3 Venezuela	40
5. Metodologija.....	48
5.1 Pristop kreditnih »ratingov«.....	48
5.2 Pristopi k merjenju državnega tveganja z uporabo modelov verjetnosti prekinitve plačevanja obveznosti.....	50
5.2.1 Model kreditne migracije.....	51
5.2.2 Model razlik v obrestnih merah.....	54
5.2.3 Model uporabe koncepta opcij	56
5.2.4 Metrika države.....	58
6.ocene državnih tveganj.....	61
6.1 Ocena državnega tveganja Argentine v letih 1998 in 2003.....	61
6.1.1 Politično tveganje	62
6.1.2 Ekonomski obeti.....	63
6.1.3 Fiskalna fleksibilnost.....	64
6.1.4 Monetarna stabilnost.....	66

6.2 Ocena državnega tveganja Brazilije v letih 2000 in 2003	67
6.2.1 Politično tveganje	69
6.3 Ocena državnega tveganja Venezuele v letih 1998 in 2004.....	71
6.3.1 Politično tveganje	72
7. Sklep	75
8. Seznam virov	79

Seznam tabel

Tabela 2.1: Povzetek različnih pogledov na opredelitev državnega tveganja	9
Tabela 2.2: Razvrstitev avtorjev opredelitev državnega tveganja	13
Tabela 5.1: Primer tranzicijske matrike	51
Tabela 6.1: Izbrani ekonomski kazalci Argentine v letu 1998 in 2003	61
Tabela 6.2: Izbrani ekonomski kazalci Brazilije v letu 2000 in 2003	67
Tabela 6.3: Izbrani ekonomski kazalci Venezuele v letu 1998 in 2004	71

1. Uvod

Začetek novega tisočletja je v Latinski Ameriki zaznamovala argentinska kriza. Optimizem in uspehe reform, ki jih je v devetdesetih letih v večino latinskoameriških držav prinesel t.i. washingtonski konsenz, je ta kriza postavila pod vprašaj in še več, mnogi so te reforme celo krivili za nastale razmere. Vzporedno s tem je v regiji tako prišlo do obrata v politični situaciji, ko so v pomembnejših državah (med njimi v Argentini, Braziliji in Venezueli) oblast postopoma začele prevzemati levo usmerjene vlade. Poleg razloga, da je v omenjenih državah do takšnih sprememb prišlo v štirih letih, ki obkrožajo mejo prehoda v novo tisočletje, je k našemu izboru teh držav ključno prispevala njihova pomembnost tako na političnem kot na gospodarskem področju, njihov regionalni vpliv in v primeru prvih dveh nenazadnje velikost sama. Namen mojega dela je tako v osnovi preveriti, kako so omenjene politične spremembe vplivale na oceno državnega tveganja, pomemben indikator mednarodnega gospodarskega sodelovanja, v treh omenjenih državah.

Moja osnovna hipoteza je sledeča. Prevzem oblasti levo usmerjenih vlad v omenjenih državah Latinske Amerike vpliva na to, da se ocene državnega tveganja v njih poslabšajo. Prva delovna hipoteza, ki sledi in poskuša odgovoriti na vprašanje, zakaj je temu tako, je, da vpliva na poslabšanje nezaupanja vlagateljev v vlade, ki napovedujejo večjo vlogo države v gospodarstvu in s tem ogrožajo svobodno delovanje trga. Sledijo delovne hipoteze, ki se ukvarjajo s konkretnimi ukrepi teh vlad, npr. privatizacija, varčevanje in socialna politika, kontrola nad kapitalom, ki vstopa in izstopa iz države, razlika v sposobnosti in pripravljenosti do servisiranja obveznosti do tujine ipd.

Bistveni del metodološkega aparata diplomskega dela bo predstavljala analiza uradnih statistik za omenjene tri države. Te se bodo uporabile za določanje vrednosti posameznih spremenljivk, izbranih na podlagi obstoječih točkovnih modelov za ocenjevanje državnega tveganja (t.i. pristop kreditnih ratingov oziroma bonitetnih ocen o državi). Državno tveganje se bo določilo za vsako od držav v dveh časovnih točkah, v obdobju pred spremembo oblasti in po njej. Na podlagi delovnih hipotez se bodo nato ugotavljali razlogi za dobljene rezultate. Raziskovalne metode, ki se bodo uporabile, so tako še primerjalna analiza in analiza primarnih in sekundarnih virov.

Delo začnjam z definicijo državnega tveganja in predstavitevijo teoretskega okvira za njegovo ocenjevanje. Sledi oris gospodarskih oz. finančnih razmer v Latinski Ameriki in konkretna analiza v omenjenih treh državah v zadnjem desetletju, to je v obdobju od 1995 do 2005, na katerega se nanaša temeljno vprašanje dela. Nadaljujem s pregledom metodologij za ocenjevanje tveganja in z opisom uporabljene metode. Nato pa bo na vrsti raziskovanje

glavne hipoteze, kar pomeni zlasti statistično analizo, ko bomo primerjali ocene državnega tveganja za omenjene tri države v letih 1998 za Argentino in Venezuelo ter 2000 za Brazilijo z letom 2003 za Argentino in Brazilijo ter z letom 2004 za Venezuelo. Delo se bo zaključilo s pregledom rezultatov analize in ugotovitvami, koliko rezultati potrjujejo hipotezo, in razloge za to.

2. Pojem državnega tveganja

2.1 Problem splošne opredelitve državnega tveganja

Pojem tveganja v najsplošnejšem smislu povezujemo z oziranjem v prihodnost. Gre za to, da imajo naše sedanje odločitve in dejanja posledice v času, ki jim sledi. Te posledice pa, kot vemo, so lahko pozitivne ali negativne. V želji, da se izognemo negativnim posledicam, si prizadevamo obvladati tveganje, da do njih pride.

V ekonomiji tako tveganje povezujemo z izogibanjem slabim poslovnim odločitvam. V današnjem svetu, ki ga poganja globalizacija in z njo povezana spremenljivost na področju gospodarstva, ko vse več podjetij vlaga, trguje in tekmuje zunaj svojih domačih trgov in postaja vse bolj občutljivih na dogajanja po svetu, postaja t.i. državno tveganje vse pomembnejše in vse bolj opazovano (Bouchet in drugi 2003: 2).

Pojem državnega tveganja v najširšem smislu povezujemo z vsakršnim tveganjem, ki ga prinaša kakršnokoli vključevanje podjetij v mednarodno poslovanje v primerjavi s tem, da bi ostala na domačem trgu. Negotovosti, ki jih prinaša poslovanje v tujini, se nanašajo na delo v okolju z drugačnim jezikom od domačega, na druge denarne valute, različno pravno in ekonomsko ureditev in tudi običaje ter navade. Na to lahko gledamo kot na transakcijske stroške, ki jih prinaša poslovanje s tujino (Scholtens 2004: 3). Do te mere so si o državnem tveganju edine tako rekoč vse opredelitve in tudi njihovi avtorji. Slej kot prej pa se njihovi pogledi na natančno opredelitev in operacionalizacijo tega pojma razidejo. Različni avtorji poudarjajo različne vidike takšnega tveganja in mu s tem dajejo tudi različna imena. Medtem ko nekateri govorijo o valutnem tveganju, drugi govorijo o političnem, transfernem, suverenem, ekonomskem, finančnem ali čezmejnem tveganju oz. tveganju mednarodnega poslovanja (Scholtens 2004: 6).

Soglasja o tem, kaj točno je državno tveganje, tako v akademskem kot tudi v poslovnem svetu ni. To dobro ponazarjajo tudi različna poimenovanja, med katerimi pa kljub temu v strokovni literaturi lahko opazimo določen trend. Najstarejši in najpogostejši izraz, ki se pojavlja v strokovnih člankih, je gotovo politično tveganje. Šele sedemdeseta leta prejšnjega stoletja so v uporabo počasi začela širiti izraz državnega tveganja. Od začetka se je izraz uporabljal v smislu reševanja konkretnih problemov v določenih vejah gospodarstva in v določeni državi. Koncept tveganja je razvila finančna teorija, uporabljala pa ga je zlasti bančna industrija. Takšno razumevanje in poimenovanje tveganja se je razširilo v času po mednarodni dolžniški krizi v osemdesetih letih prejšnjega stoletja. Desta (1985) ugotavlja, da

so analitiki v mednarodnih posojilnih institucijah začeli raje uporabljati izraz državno ali tudi suvereno tveganje pred političnim (Bouchet in drugi 2003: 10).

2.2 Različni pogledi na pojem državnega tveganja

Tabela 2.1: Povzetek različnih pogledov na opredelitev državnega tveganja v literaturi

Izrazi	Opredelitev tveganja	Viri tveganja	Vrsta naložbe	Zgodovinska perspektiva	Metodologija
politično tveganje	spremembe v dobičkonosnosti	vmešavanje države	tuje neposredne naložbe	1960–1970	kvalitativna
državno tveganje	negativni rezultat	nestabilnost okolja	bančni poslovniki kredit	1980	kvantitativna
čezmejno tveganje			portfeljske naložbe	1990 – ?	

Vir: prirejeno po Bouchet in drugi (2003: 10).

Z uveljavljanjem izraza državnega tveganja pa ne moremo govoriti tudi o poenotenju pogledov nanj in njegovega razumevanja. Bouchet in drugi (2003: 10) iz različnih virov literature o državnem tveganju v zgornji tabeli lepo ponazorijo raznolikost pogledov na opredelitev našega problema.

Če samo na kratko pojasnimo zgornjo tabelo (glej tabelo 2.2), naj si najprej pogledamo razlike v načinu opredelitve. Prvi govori o spremembah v dobičkonosnosti, kar pomeni, da avtorji, ki zagovarjajo takšno opredelitev, vidijo tveganje v »verjetnosti političnih ali pa kakšnih drugih dogodkov, ki bi na kakršenkoli način spremenili obete o dobičkonosnosti določene investicije« (Haendel in drugi v Bouchet in drugi 2003: 10). Na drugi strani pa je mogoče tveganje opredeliti kot možnost negativnega rezultata oziroma po Meldrumu (2000) kot potencialno zmanjšanje pričakovanega donosa (Bouchet in drugi 2003: 10–12).

Naslednja kategorija, ki ločuje pogled na tveganje v strokovni literaturi, je njegov vir. Kobrin (1979) in Desta (1985) razlikujeta med državo kot ključnim dejavnikom, ki ustvarja potencial za tveganje, in okoljem na drugi strani. Pri drugem pogledu tako tveganja ne povzročajo le napačne odločitve države oz. vlade, ampak tudi kakršnikoli dogodki v tujem okolju, ki bi lahko preprečevali učinkovito delovanje podjetja (Bouchet in drugi 2003: 13).

Vrsta naložbe tujega podjetja v državi gostiteljici je še ena kategorija, ki v literaturi ločuje poglede na državno tveganje. Investitorji, ki se odločajo za različne vrste naložb, se bodo seveda soočali tudi z različnimi vrstami tveganja, posebej značilnimi za določen tip

naložbe. Večina raziskav se, kot prikazuje tabela, osredotoča na tri različne vrste naložb. Prva so tuje neposredne naložbe, kjer različni avtorji, ki se ukvarjajo z analizo tveganja, povezanega z njimi, predvsem želijo odgovoriti na vprašanje, »kje na svetu naj postavimo tovarno« (Stobaugh v Bouchet in drugi 2003: 13). Sledijo bančni krediti, kjer se največ pozornosti posveča problemu servisiranja zunanjega dolga. Tako se avtorji na tem področju ukvarjajo zlasti z možnostjo neplačevanja dolga in nasploh s težavami pri njegovem odplačevanju. Na koncu pa so tu še portfeljske naložbe, kjer so raziskovalci poskušali razširiti portfeljsko teorijo na mednarodni nivo. Večina teh raziskovalcev trdi, da naj bi bili kapitalski trgi popolni s prostim pretokom kapitala med državami. Ob tem pa Solnik (1991) opozarja, da politično tveganje v smislu prepovedi repatriacije dobička ali pa prepovedi kapitalskih naložb s strani tuje države lahko zmanjša željo po mednarodni diverzifikaciji portfelja. Adler in Dumas (1983) tako ugotavljata, da finančna ekonomska teorija ne zna dobro razložiti nepopolnosti, ki težijo k segmentaciji mednarodnih kapitalskih trgov (Bouchet in drugi 2003: 13–14).

Razumevanje državnega tveganja moramo pogledati še skozi čas. Večinoma je bilo njegovo proučevanje v zadnjih štirih desetletjih spodbujeno predvsem s strani različnih vrst kriz¹, in sicer političnih² kriz šestdesetih in sedemdesetih let, dolžniške³ krize v osemdesetih in nenazadnje t.i. finančnih⁴ kriz devetdesetih let prejšnjega stoletja. Vsaka od njih je pustila svoj pečat v proučevanju državnega tveganja s tem, da je spodbudila objavo novih strokovnih člankov, ki so opredeljevali in se ukvarjali z državnim tveganjem v prizadevanju po naknadni pojasnitvi te ali one krize (Bouchet in drugi 2003: 15). Novo luč na razumevanje tveganja

¹ Za jasnejšo predstavbo, o kakšnih krizah je govora in kako so te različne vrste kriz vplivale na odnos do proučevanja državnega tveganja, naj na tem mestu na kratko omenimo vsako od njih.

² Politične krize 60ih in 70ih let prejšnjega stoletja so bile posledica procesa dekolonizacije, ko so številne države pridobile nazaj suverenost od svojih kolonialnih sil in so tako sčasoma začele dvomiti v koristi, ki naj bi jim jih prinašala močna tuja podjetja, prisotna na njihovem ozemlju. Takšni dvomi so višek dosegli z razkritjem, da naj bi v čilskem državnem udaru proti Allendejevi socialistični vladi leta 1973 sodelovalo tudi ameriško podjetje Mednarodni telefon in telegraf.

³ Z dolžniško krizo v 80ih letih prejšnjega stoletja običajno označimo velike težave, ki so jih imele visoko zadolžene države v razvoju pri odplačevanju svojih dolgov, in so imele v letih od 1981 – 1984 za posledico prestrukturiranje dolga kar v tridesetih državah. To je bilo obdobje, ko se je večina člankov ukvarjala z ocenami kreditne sposobnosti držav (Mrak 2002: 577).

⁴ Najprej je treba poudariti, da so se finančne (valutne in bančne) krize redno dogajale v zadnjih desetletjih, vendar pa so bile po mnenju Feldsteina (2002) takšne krize v državah v razvoju v 90ih letih bolj globalne in so imele zato tudi večje negativne posledice na svetovno gospodarsko in politično stabilnost. Poleg tega trdi tudi, da je bila narava takšnih kriz v Latinski Ameriki v 80ih bistveno drugačna od tistih v 90ih letih.

meče tudi letošnja ameriška hipotekarna kriza, ki je pokazala, da so ranljive tudi najbolj razvite države in da tveganja tudi v teh državah ni mogoče preprosto zanemariti.

Čisto na koncu tega pregleda pa naj se dotaknemo še metodološkega okvira. Tu je mogoče zarisati neke vrste ločnico med kvalitativnim in kvantitativnim pristopom do proučevanja državnega tveganja v osemdesetih letih, ko so bile večinoma kvalitativne raziskave in analize političnega tveganja zamenjane z bolj kvantitativnim pristopom, s katerim se je poskušalo izdelati različne ocene, napovedovati in tako potencialne investitorje obvarovati pred težavami, ki jih je s sabo prinašala takratna dolžniška kriza in kasneje druge finančne krize (Bouchet in drugi 2003: 16).

2.3 Povzetek različnih pogledov in opredelitev državnega tveganja

Naj si po tej sistematični obravnavi vidikov državnega tveganja pogledamo še poskuse različnih avtorjev, kako tako široko področje preučevanja, kot je državno tveganje, povezati v kolikor se le da celovito opredelitev. Ob tem moramo biti še posebej pozorni na združljivost teh opredelitev z razvrstitvijo pogledov, ki so omenjeni v prejšnjem poglavju.

Root (1973) govori o treh vidikih, in sicer o t.i. transfernem in operacionalnem tveganju ter tveganju nadzora nad kapitalom. V okvir prvega spada omejevanje prenosa sredstev, proizvodov, tehnologije in človeškega kapitala. Drugi vidik je opredeljen kot negotovost glede delovanja oz. obnašanja vlade, ki s svojo politiko in administrativnimi postopki lahko poslabša rezultate delovanja podjetja v tujini. Pod tretjo točko pa spada neenako obnašanje do tujih podjetij, možnost razlastitve in določila o nujnem deležu domačega lastništva (Scholtens 2004: 4).

Robock in Simmons (1973) govorita o političnem tveganju v mednarodnih naložbah. Po njunem mnenju to izhaja iz nihanj v poslovnem okolju, ki jih je težko predvideti, in so posledica zlasti političnih sprememb (Scholtens 2004: 5).

Levi (1990: 5) ravno tako opredeljuje državno tveganje s političnega vidika. Pri njem gre za tveganje, da podjetje ne bi prejelo plačila za svoj izvoz zaradi vojne, revolucije ali drugih političnih in družbenih dogodkov. Ob tem poudarja, da tveganje povzroča dejstvo, da kupec spada v pristojnost tuje države in je zato proti njemu težko uporabiti pravna sredstva ali mu v zameno za nespoštovanje dogovorov in obveznosti preprosto zaseči njegovo premoženje. Poleg tega je za takšno nespoštovanje lahko kriva prav ta država z nepričakovanim nalaganjem valutnih omejitev kupcu. Na koncu pa predstavljajo tveganje tudi spremembe v uvoznih carinah, kvotah in subvencijah v podporo lokalnim proizvajalcem ter nalaganje necarinskih omejitev (Scholtens 2004: 5).

Levich (1998: 156) opredeli državno tveganje v okviru ekonomskega oz. finančnega modela, in sicer kot odstopanje (deviacijo) od paritete obrestnih mer (Scholtens 2004: 5).

Pri Eunu in Resnicku (2004: 413) lahko hitro opazimo vzporednice z Levijem, saj vidita tveganje v suverenosti države in njeni moči, da spremeni »pravila igre«. Poleg tega priznavata, da je državno tveganje precej širši pojem od političnega in vključuje poleg političnega vidika še t.i. posojilno tveganje in rezultate drugih ekonomskih pokazateljev (Scholtens 2004: 5).

Shapiro (1999: 785) opredeljuje državno tveganje kot splošno raven politične in ekonomske negotovosti v določeni državi, kar vpliva na vrednost posojil in naložb v njej. Iz praktičnega vidika razume tveganje v možnosti, da posojilojemalci v določeni državi ne bi bili več zmožni redno odplačevati svojih dolgov tujim posojilodajalcem (Scholtens 2004: 5).

Madura (2003: 476) vidi tveganje v vključevanju države v mednarodno poslovanje, ko pravi, da je državno tveganje pravzaprav negativni učinek ravnanja države na pretok denarja v multinacionalnem podjetju. Hkrati razlikuje med makro in mikro ocenjevanjem državnega tveganja. Pri prvem gre za splošno oceno tveganja v državi brez upoštevanja vpliva na večnacionalna podjetja, pri drugem pa seveda za oceno, kako se tveganje odraža v poslovanju multinacionalnih podjetij (Scholtens 2004: 5).

Eitman et al. (2004: 442) loči med tveganjem, specifičnim za podjetje, tveganjem, specifičnim za državo, in tveganjem, specifičnim v globalnem svetu. Nasprotovanje med cilji države in večnacionalnimi podjetji, ki delujejo v tej državi, označuje prvi primer tveganja. Sem spadajo tveganja, ki izhajajo iz mednarodne menjave, in druga poslovna tveganja. V primeru tveganja, specifičnega za državo, gre za t.i. transferno, kulturno in institucionalno tveganje. Zadnja vrsta tveganja se nanaša na globalno raven in pomeni tveganje zaradi terorizma, antiglobalizacijskih gibanj, okoljevarstvenih skrbi, revščine in virtualnih napadov (Scholtens 2004: 5–6).

Videti je, da se koncept državnega tveganja v strokovni literaturi pojmuje zelo široko. Poudarki glede tega, kaj je tisto, na kar naj se pri preučevanju problema osredotočimo, pa so različni. Kar obsega in poudari en poskus celovite opredelitve, drugi namerno ali pa nenamerno izpusti. Najbližje, kolikor bomo prišli pri povzemanju različnih pogledov v tem diplomskem delu, je, da državno tveganje opredelimo kot tveganje, kjer posojilojemalec, uvoznik ali poslovni partner iz določene države ne bo zmožal ali pa želel izpolniti pogodbenih obveznosti, ki jih ima do tujega posojilodajalca, izvoznika ali poslovnega partnerja. Pod pogodbenimi obveznostmi pa je mišljeno vse od posojil, obveznic, delnic, izvoza, uvoza do storitev. Pri tem je treba poudariti, da se bomo v našem primeru omejili na tveganje, ki ga predstavljajo obveznosti države do partnerjev zunaj nje. To pomeni, da nas

bodo v glavnem zanimali krediti in obveznice, bolj posredno pa še uvoz in izvoz in s tem vse od trgovinskih ovir, okoljevarstvenih zakonov do spremenljivosti tečajev valut.

Po vsem tem je za nas zanimiva primerjava med naštetimi opredelitvami in razvrstitvijo različnih pogledov na državno tveganje, predstavljenih v prejšnjem razdelku. V naslednjem prikazu si bomo zato ogledali, kako uspešen je lahko poskus razvrščanja in urejanja tako širokega problema, kot je državno tveganje, kje je več in kje manj soglasja, in kakšne zaključke lahko potegnemo.

Tabela 2.2: Razvrstitev avtorjev opredelitev državnega tveganja

Izrazi	Opredelitev	Viri	Vrsta naložbe	Zgodovinska perspektiva	Metodologija
POLITIČNO: <i>Root, Robock in Simmons</i>	SPREMEMBE V DOBIČKONOSNOSTI: <i>Robock in Simmons, Levich, Eun in Resnick, Shapiro, Eitman et al.</i>	DRŽAVA: <i>Root, Levi, Eun in Resnick, Madura</i>	TNI: <i>Robock in Simmons, Levi</i>	1960–1970: <i>Root, Robock in Simmons, Levi</i>	KVALITATIVNO: <i>Madura, Eitman et al.</i>
<i>Eitman et al.</i>		<i>Eitman et al.</i>	KREDITI: <i>Levi</i>	1980: <i>Eun in Resnick, Shapiro</i>	<i>Madura, Eitman et al.</i>
DRŽAVNO: <i>Levi, Levich, E&R, Shapiro, Madura</i>	NEGATIVNI REZULTAT: <i>Root, Levi, Madura</i>	OKOLJE: <i>Robock in Simmons, Levich, Shapiro</i>	PORTFELJ: <i>Robock in Simmons</i>	od 1990 naprej: <i>Levich, Eitman et al., Madura</i>	KVANTITATIVNO: <i>Root, R&S, Levi, Levich, E&R, Shapiro</i>

Vir: prirejeno po Bouchet in drugi (2003: 10).

Med avtorji, ki jih v predstavitvi različnih opredelitev navajajo Frenkel in drugi (2004), lahko iz tabele (glej tabelo 2.3) razberemo dokaj zanimivo razporeditev. Pri tem ko opazujemo tabelo, se moramo najprej zavedati, da je vsakega posameznega avtorja težko preprosto in nedvoumno uvrstiti v določeno kategorijo in da gre pri tem le za oceno. Vseeno pa se mi zdi, da se iz razporejanja dajo ugotavljati določene smernice v opredeljevanju. Kljub temu, da je tabela že sama po sebi dovolj jasna, pa ji je vseeno vredno nameniti nekaj pozornosti. Med izrazi hitro vidimo, da se tehtnica jasno nagne na stran državnega in da

očitno počasi pridobiva na veljavi. Pri drugi kategoriji bi glede na uporabnost opredelitve v smislu negativnega rezultata v poslovnem svetu prej pričakovali več avtorjev na tej strani, a se izkaže, da več avtorjev posebej ne poudarja tveganja v smeri negativnega izida. Vir tveganja več avtorjev prej vidi izrecno v državi kot pa tudi ali samo v okolju, čeprav je tu, kot je videti tudi v razporeditvi, težje narediti jasno ločnico. Še težje pa je omenjenim avtorjem zgolj iz navedenih opredelitev prisoditi področje ukvarjanja. To je možno le pri posameznih, večina pa tega sploh ne izrazi ali pa ne poudari posebej. Zgodovinsko gledano je malo takih avtorjev, ki bi se jih preprosto uvrstilo v kategorijo zgolj po obdobju raziskovanja, ampak je tu zato prej mišljena usmeritev, ki jo avtorji uberejo in je prevladovala v določenem obdobju. Nenazadnje pa je tu še metodološka razvrstitev, kjer se iz opredelitev samih ne da razbrati, kakšno metodologijo bi avtor izbral oz. vsako razvrščanje postane zgolj ugibanje.

Naj na koncu povzamemo omenjene opredelitve, poudarke in razlike v razumevanju državnega tveganja in jih povežemo v celoto, ki bo ustrezala potrebam raziskovanja v tem diplomskem delu. V širšem smislu bo državno tveganje tako tveganje, da država v prihodnosti ne bi bila sposobna ali ne bi želela spoštovati svojih finančnih obveznosti do tujine.

3. Teoretična osnova opredelitvam državnega tveganja

Ekonomska in finančna osnova ocenjevanja državnega tveganja v prvi vrsti izhaja iz ugotavljanja sposobnosti države, da ustvari dovolj tuje valute, ki je potrebna za zagotavljanje potrebne količine uvoza in za servisiranje dolga, denominiranega v tuji valuti. Analiza tveganja se tako usmeri v raziskovanje vplivov, ki jih ima zunanje⁵ ravnovesje na domače⁶ ravnovesje. Težave se namreč pojavijo, ko pride do primanjkljaja tuje valute. V primeru, da pride do takšnega zunanjega neravnovesja, pomeni vzpostavljanje ponovnega ravnovesja težavno opravilo. V času zlatega standarda in v primeru fiksnih tečajev je pomanjkanje tuje valute pomenilo težavno deflacijo, zmanjšanje produkcije in tudi potrošnje. V sistemu drsečih tečajev pa seveda takšna neravnovesja vodijo v spreminjanje tečajev. Ob tem ne smemo pozabiti, da takšno spreminjanje ni le sprememba v ceni enega denarja v odnosu do drugega, ampak sčasoma in z različno močjo vpliva na osnove gospodarstva in s tem tudi na domače ravnotežje.

Vse to lahko v končni fazi, ko postane prilagajanje preveč boleče, vlade prisili, da zadeve dolgoročno še poslabšajo s prekinitvijo odplačevanja tujih dolgov. Kot smo ugotavljali že pri opredeljevanju, je spoštovanje obveznosti do tujine ključni sestavni del državnega tveganja, zato bo ukvarjanje s plačilno bilanco in tečajem tuje valute odločilno tudi pri analiziranju in ocenjevanju državnega tveganja. V grobem lahko tako povzamemo, da je proces ekonomskega prilagajanja, ki ga sproži zunanje neravnovesje navznoter, teoretična osnova ocenjevanja državnega tveganja. Razreševanje zunanjega neravnovesja in vplivov, ki jih ima na domače ravnovesje, je mogoče povzeti v naslednjih pristopih: učinek devalvacije relativnih cen, učinek devalvacije na dohodek oz. proizvodnjo in potrošnjo, monetarni pristop k analizi plačilne bilance, pristop portfeljskega ravnotežja in še pristop, ki izhaja iz vseh prejšnjih, in sicer je govora o pristopu razmerij, ki danes predstavljajo najpogosteje uporabljena orodja za ocenjevanje državnega tveganja (Bouchet in drugi 2003: 31).

⁵ Z zunanjim ravnovesjem mislimo na predhodno enakost med ponudbo in povpraševanjem po domači valuti na tujih trgih. Na plačilni bilanci se naknadno oboje, tako ponudba kot povpraševanje, izenačita, saj gre za računovodsko enakost. V primeru pa, da do takšne neenakosti pride predhodno, se bo ta odrazila v spremembi tečaja, če pristojni organi države na področju denarja ne bodo ukrepali.

⁶ Domače ravnovesje se tako kot običajno tudi tu nanaša na polno zaposlenost in stanje ter rast življenjskega standarda.

3.1 Pristop elastičnosti

Cilj pristopa elastičnosti je ugotavljanje učinkov devalvacije⁷ na relativne cene in s tem na plačilno bilanco. Preden se lotimo razlage, je treba opozoriti na način, kako omenjeni pristop analizira te učinke, in kakšne predpostavke pri tem sprejme. Ponudba in povpraševanje po uvozu in izvozu sta tu ključna elementa plačilne bilance in tako izvoz predstavlja tudi edino in zato celotno ponudbo tuje valute na eni strani, medtem ko uvoz predstavlja edino in celotno povpraševanje po tuji valuti na drugi strani. Iz tega sledi predpostavka, da med državami ni pretoka kapitala in da lahko država tujo valuto pridobi le z izvažanjem, potrebuje pa jo izključno zato, da z njo lahko plačuje uvoz. Z devalvacijo se tako poskuša uravnati neravnovesje, ki nastane med povpraševanjem in ponudbo tuje valute na domačem trgu. Pristop elastičnosti trdi, kot je razvidno iz njegovega imena, da je uspešnost devalvacije pri doseganju ponovnega ravnovesja odvisna od elastičnosti ponudbe in povpraševanja po izvoznih in uvoznih proizvodih.

Naj si zato tule na kratko pogledamo, kako devalvacija vpliva na trgovinsko bilanco in tečaj v odvisnosti od elastičnosti ponudbe in povpraševanja. Če si najprej pogledamo povpraševanje, vemo, da devalvacija povzroči padec cen izvoznih artiklov v tuji valuti, iz česar sledi, da bo pomenila večja elastičnost povpraševanja tudi večjo količino izvoza. Kje se bo padanje cene izvoza in naraščanje njegove količine dejansko ustavilo, je seveda odvisno od elastičnosti krivulje njegove ponudbe. To se bo zgodilo kasneje, če bo njena elastičnost večja in počasneje, če bo njena elastičnost manjša. Posledica tega je seveda ta, da nakazuje manjša elastičnost ponudbe manjše povečanje izvoza in manjše znižanje njegove cene. Manjša količina izvoza pa spet posledično pomeni tudi manjšo rast ponudbe tuje valute in njeno manjšo elastičnost. Večja elastičnost ponudbe izvoza nakazuje seveda obratno sliko, to je večje znižanje cene izvoza, večje povečanje njegove količine in tako tudi večjo rast ponudbe tuje valute in posledično njeno večjo elastičnost. Vidimo, da je elastičnost ponudbe tuje valute tako odvisna od elastičnosti povpraševanja⁸ po izvozu zunaj in od njegove elastičnosti ponudbe⁹ doma (Bouchet in drugi 2003: 32).

⁷ Devalvacija v mednarodnih finančah običajno pomeni odločitev vlade v sistemu fiksnih deviznih tečajev o zmanjšanju vrednosti domače valute v primerjavi s tujo.

⁸ Naj tu omenimo, da je določanje elastičnosti povpraševanja zelo težavna ali celo nemogoča naloga, kar je tudi eden od večjih slabosti tega pristopa. Okvirno pa lahko rečemo, da je ta odvisna od tipa izdelka, tržnega deleža izvoznika, bogastva uvoznika in nenazadnje tudi trgovinskih ovir.

⁹ Tudi tu je treba omeniti problem določanja elastičnosti, je pa elastičnost ponudbe okvirno tudi odvisna od tipa izdelka, od njegove produkcijske funkcije, torej, kakšne se zaloge surovin, ki so potrebne za njegovo izdelavo,

Zdaj nam ostane, da si na drugi strani pogledamo še elastičnost povpraševanja po tuji valuti. Takoj lahko sklenemo, da bo ta odvisna od elastičnosti ponudbe in povpraševanja po uvozu. Tu je učinek devalvacije ravno obraten, to je povečanje cen uvoženih izdelkov v domači valuti in s tem posledično tudi zmanjšanje njihove količine. Od tod tudi sledi, da bo pomenila večja elastičnost povpraševanja po uvozu ob povečanju cen večje zmanjšanje njegove količine. Koliko pa se bosta dejansko povečala cena in zmanjšala količina uvoza, pa bo spet odvisno od elastičnosti njegove ponudbe. V tem primeru bo namreč ravno obratno kot pri izvozu, in sicer večja ko bo njena elastičnost, manj se bo povečala cena in zmanjšala količina. To pa pomeni počasnejše zmanjševanje povpraševanja po tuji valuti in njegovo manjšo elastičnost. Na drugi strani pa bo manjša elastičnost ponudbe uvoza povzročila večje povečanje cene uvoza in s tem tudi večje zmanjšanje njegove količine. Od tu pa po pristopu elastičnosti sledi zaključek, da se povpraševanje po tuji valuti hitreje zmanjšuje, kar pomeni njegovo večjo elastičnost. Na koncu je seveda treba opozoriti na posebne lastnosti uvoženih izdelkov. V opombah na prejšnji strani smo na kratko pojasnili, od česa je odvisna elastičnost izvoznih proizvodov. Uvozu pa je treba nameniti posebno pozornost, saj je elastičnost povpraševanja po uvozu odvisna (poleg tipa proizvoda, kupne moči domačega trga in trgovinskih ovir) tudi od ponudbe uvoznih substitutov, ki jih proizvede domače gospodarstvo. Višje cene uvoženih izdelkov iz tujine običajno zato povzročijo prehod na povečano nakupovanje domačih substitutov, kar kupce naredi bolj občutljive na cene uvoznih izdelkov in poveča elastičnost povpraševanja po uvozu. Kar pa se tiče elastičnosti ponudbe uvoza, pa je treba poudariti, da je večina držav na svetu t.i. *price taker*-jev. To pomeni, da je njihov delež na svetovnem tržišču premajhen, da bi lahko s svojo ponudbo vplivali na ceno. Tako je predpostavka o zelo visoki, če že ne dejansko neskončni elastičnosti ponudbe uvoza veljavna za večino držav, razen za nekaj velikih, najbogatejših držav (Bouchet in drugi 2003: 33).

Zaključek, ki ga povzamemo iz tega pristopa, je torej v tem, da se z devalvacijo cene izvoza na tujem zmanjšajo in v odvisnosti od elastičnosti povpraševanja po izvozu povzročijo tudi ustrezno povečanje njegove količine, cene uvoza doma pa se povečajo in spet v odvisnosti od elastičnosti povpraševanja po uvozu povzročijo ustrezno zmanjšanje njegove količine. Koliko se bo cena uvoza doma oz. izvoza na tujem dejansko povečala oz. zmanjšala, je v teoriji¹⁰ sicer odvisno od njune elastičnosti ponudbe, a kot smo omenili zgoraj, lahko v obeh primerih večinoma sklepamo, da je elastičnost ponudbe neskončna, zato na ceno

nato pa še kvalificirana delovna sila, ki je na voljo ipd.

¹⁰ V teoriji tako kombinirani učinki cenovnih elastičnosti določajo uspeh devalvacije pri ponovni vzpostavitvi zunanega ravnotežja.

praktično nima vpliva. Marshall – Lernerjev pogoj tako pravi, da je devalvacija vedno uspešna pri izboljšanju oz. vzpostavljanju ravnotežja v trgovinski bilanci, če je vsota elastičnosti povpraševanja po izvozu in uvozu večja kot ena. Preden zares preidemo na t.i. absorpcijski pristop, je treba opozoriti, da ima pravkar povzet pristop tudi številne resne slabosti. Med prvimi slabostmi sicer dobre kratkoročne teoretične razlage o odzivu bilance tekočega računa na spremembe v tečaju so gotovo empirične pomanjkljivosti, saj je ocenjevanje elastičnosti povpraševanja po različnih proizvodih zaradi spreminjanja cen, količin in tipov izdelkov, ki se izvažajo in uvažajo, zelo težavno. Kljub temu Mednarodni denarni sklad (MDS) izdaja ocene elastičnosti za svoj model svetovne trgovine (Deppler in Ripley v Bouchet in drugi 2003: 33). Poleg tega je tu še problem z doslednostjo in zmedenostjo, ki izhajata iz uporabe nacionalne in tuje valute pri merjenju različnih spremenljivk. Pozabiti ne smemo tudi na to, da zanemarljiva časovni vidik in gibanje kapitala. Njegova največja šibka točka pa je gotovo to, da ne upošteva učinkov, ki jih ima devalvacija na dohodek in porabo (Bouchet in drugi 2003: 33).

3.2 Absorpcijski pristop

3.2.1 Osnova pristopa

Drugi pristop, ki ga omenjamo pri teoretični obravnavi državnega tveganja, imenovan absorpcijski, je pravzaprav nadaljevanje in dopolnitev pristopa elastičnosti in na njem tudi gradi (Alexander v Bouchet in drugi 2003: 33). Izhaja iz prepričanja, da so elastičnosti, s katerimi imamo opravka pri pristopu elastičnosti, le delne elastičnosti, ker gre za učinke sprememb cen na zahtevano in ponujeno količino, samo kadar druge pomembne spremenljivke ostanejo nespremenjene. Nadgradnja je torej v tem, da tokrat opazujemo učinke sprememb cen na količino, ko se hkrati zaradi devalvacije spreminjata tudi dohodek in poraba (Bouchet in drugi 2003: 34).

Na eni strani tako najprej opazujemo spremembe v dohodku, kar lahko na ravni države posplošimo v bruto nacionalni proizvod (BNP). Devalvacija vpliva na dohodek v okviru naslednjih treh pojmov:

- pogoji menjave (t.i. terms of trade)
- elastičnost povpraševanja in vprašanje gospodarskega potenciala
- alokacija (razdeljevanje) virov.

Poslabšanje pogojev menjave, ki je odvisno od elastičnosti ponudbe¹¹ izvoza in uvoza,

¹¹ Večja kot je elastičnost, večje je tudi poslabšanje pogojev menjave.

seveda zmanjšuje domači dohodek. Elastičnost povpraševanja, na katero vpliva dejstvo, ali gospodarstvo deluje blizu svojih zmogljivosti ali ne, lahko povzroči, da se povečanje povpraševanja po izvozu in uvoznih substitutih ob devalvaciji odrazi v večjem produktu, zaposlenosti ipd. (kadar je gospodarstvo še dovolj oddaljeno od popolne zmogljivosti) ali pa na drugi strani (kadar je že blizu nje, kar posledično pomeni majhno elastičnost ponudbe), da se povečanje povpraševanja zaradi neelastičnosti ponudbe pretvori v povečanje cen. Najpomembnejši učinek, ki ga povzroči devalvacija na dohodek, pa je gotovo njen vpliv na alokacijo virov. V primeru, da bo sprememba cen produkcijske faktorje preusmerila v sektorje, kjer so ti faktorji lahko donosnejši, bo devalvacija na dolgi rok povečala dohodek.

Absorpcija, po čemer ima pristop tudi ime, se nanaša na celotno porabo virov v gospodarstvu. Ta se lahko razdeli na zasebno in vladno porabo, zraven pa spadajo tudi celotne bruto naložbe vključno s spremembami v vrednostnih papirjih. Učinek, ki ga imajo spremembe cen na absorpcijo, se najprej pokaže v prerazporeditvi dohodka v domačem gospodarstvu. Proizvajalci izvoznih¹² kot tudi uvoznih¹³ izdelkov doma zabeležijo povečanje dohodka v odvisnosti od elastičnosti, ki jih obravnava že prejšnji pristop. Na drugi strani pa potrošniki občutijo devalvacijo kot povečanje cen in s tem tudi zmanjšanje realnega dohodka. Naslednji pomemben učinek se kaže v nagnjenosti investorjev, da prodajajo delnice in obveznice in tako povzročijo padec njihovih cen. To posledično pomeni povečanje obrestne mere, kar ima za končni učinek zmanjšanje potrošnje in naložb, ki jih nadomesti varčevanje.

V zadnjih dveh odstavkih smo pokazali številne različne vplive devalvacije na dve novi spremenljivki, s katerima je dopolnjen absorpcijski pristop, in sicer dohodek in poraba oz. absorpcija. Vprašanje, na katerega odgovor iščemo na koncu, je spet, kdaj bo devalvacija pozitivno vplivala na vzpostavitev ponovnega ravnotežja v ponudbi in povpraševanju po tuji valuti. To se bo zgodilo, ko bodo učinki devalvacije povzročili večje povečanje dohodka v primerjavi z absorpcijo (Bouchet in drugi 2003: 34).

3.2.2 Dodatne posledice absorpcijskega pristopa

Preden zaključimo z absorpcijskim pristopom, je treba dodati še nekaj razlage glede posebnosti, ki jih vključuje v svojo obravnavo, in zanimive posledice, ki jih te posebnosti prinašajo s sabo. Kot prvo je treba poudariti pomembno razlikovanje v absorpcijskem pristopu, in sicer med izdelki¹⁴, s katerimi se trguje, in izdelki¹⁵, s katerimi se ne trguje. Tu

¹² V tem primeru mislimo ne samo na izdelke, ki se dejansko izvozijo, ampak tudi na njihove bližnje substitute.

¹³ Tudi tu so mišljeni poleg izdelkov, ki se uvozijo, še njihovi substituti.

¹⁴ Za jasnejše razlikovanje naj dodam, da med izdelke, s katerimi se trguje, spadajo t.i. izvozni in uvozni

opazimo jasno nadgradnjo pristopa elastičnosti. Z njim namreč pokažemo, da se z devalvacijo cene trgovinskih izdelkov dvignejo bolj kot cene netrgovinskih izdelkov. Gre za to, da bo cena izvoznim izdelkom narasla bolj, če bo elastičnost povpraševanja po njih v tujini višja, medtem ko bo na drugi strani elastičnost njihove ponudbe doma manjša. Zadnja bo povzročila višji dvig cen izvoznim izdelkom doma. Po drugi strani pa bo cena uvoznim izdelkom doma narasla bolj, če bo elastičnost povpraševanja po njih doma manjša, večja pa bo elastičnost njihove ponudbe zunaj. To pomeni, da bo zmanjšano povpraševanje po uvozu doma zaradi relativno višje cene povzročilo manjše znižanje cene uvoza na tujem in posledično tudi v domači valuti kljub devalvaciji¹⁶. Višje cene trgovinskih izdelkov na obeh straneh, pri uvozu in izvozu, imajo za posledico povečanje domačega dohodka.

Na prvi pogled se tako zdi, da je povpraševanje po netrgovinskih izdelkih izključno domače in na njihove cene tako devalvacija nima vpliva. A ob natančnejšem pregledu odnosov med različnimi dejavniki hitro ugotovimo, da temu ni tako. Najprej na njihovo ceno neposredno vpliva vložek uvoženih vmesnih proizvodov, surovin ipd. Posredno pa povpraševanje po netrgovinskih izdelkih krojijo cene trgovinskih izdelkov preko delovne sile, ki je potrošnik trgovinskih izdelkov. Ob povečanju njihove cene se zniža realni dohodek delovne sile, kar vodi v zahteve po povečanju plač in v višje stroške proizvodnje netrgovinskih izdelkov. Če zadeve še nekoliko bolj sistematično pogledamo tako, da si zamislimo dve skupini, in sicer skupino proizvajalcev trgovinskih izdelkov in skupino potrošnikov obeh vrst izdelkov, ki tekmujeta za svoj dobrobit, pridemo do zelo zanimivega rezultata. Prvi s povečanjem cen trgovinskih izdelkov pridobijo na dohodku in so torej zmagovalci, medtem ko so na drugi strani potrošniki teh izdelkov na slabšem, so pravzaprav poraženci. Če pa predpostavimo, da so proizvajalci trgovinskih izdelkov, ki pridobijo, hkrati tudi potrošniki netrgovinskih izdelkov, pa stvar o zmagovalcu in poražencu ni več tako nedvoumna. Zmanjšanje njihovega realnega dohodka ob povišanju cen trgovinskih izdelkov se tako pretvori tudi v zmanjšano povpraševanje po netrgovinskih izdelkih. Na koncu je vprašanje, ali z devalvacijo prebivalci več pridobijo kot proizvajalci ali več izgubijo kot

proizvodi in storitve. Za lažjo razlago bomo nadalje to vrsto izdelkov poimenovali TRGOVINSKI izdelki.

¹⁵ Tu pa je treba dodati, da gre za izdelke in storitve, ki so proizvedeni doma in doma tudi porabljeni, hkrati pa niso bližnji substituti uvoznim in izvoznim izdelkom in storitvam. Tem izdelkom bomo zato dali ime NETRGOVINSKI izdelki.

¹⁶ Kot smo že omenili, ima devalvacija sicer učinek povišanja relativne cene uvoza doma, a moramo opozoriti, da to posledično pomeni tudi zmanjšanje ponudbe v tujini, kar vodi v nižje cene uvoza v tuji valuti in nato seveda tudi v domači. Večja kot bo elastičnost ponudbe zunaj, manjše bo njeno zmanjšanje cene ob zmanjšanju povpraševanja.

potrošniki. Običajno je prvi učinek devalvacije ravno ta, da se v celoti zmanjša povpraševanje po netrgovinskih izdelkih. Netrgovinski sektor tako razloži protislovje, da devalvacija najprej, do odziva na bilanci tekočega računa, povzroči recesijo (Pearce in Gerakis v Bouchet in drugi 2003: 36).

Naslednja zadeva, na katero opozarja absorpcijski pristop, je t.i. učinek bogastva. Temu so izpostavljene zlasti države, ki izvažajo surovine. Njihov prihodek je običajno oškodovan zaradi zelo nizke elastičnosti ali skorajšnje neelastičnosti ponudbe. Izvoz različnega blaga pa je na dolgi rok velikokrat lahko omejen z obdelovalno površino, mineralnimi zalogami, medtem ko na kratki rok izvoz omejujejo rudniki, izviri, črede ipd. Vse to ob devalvaciji vodi v povečevanje bogastva lastnikov teh virov, čeprav se zaradi omejenosti končna proizvodnja ne poveča. Lastniki tako izrabljajo povečanje cen za kopičenje bogastva, kar slabo vpliva na alokacijo virov, saj se prihodek ne usmerja v naložbe, ki bi povečale tudi količino proizvodnje (Bouchet in drugi 2003: 36–37).

Naprej moramo omeniti še strateški¹⁷ uvoz, ki si zasluži to ime zato, ker vodi v večkratno zmanjšanje trenutnega dohodka v državi v primerjavi s padcem njegove ravni. Tu je še časovni zamik, ki ključno vpliva na težavnost prerazdelitve dohodka, sproženega z devalvacijo. Daljši kot je odziv ponudbe na povečanje povpraševanja, dlje bo trajal prenos dohodka od potrošnikov k proizvajalcem izvoznih izdelkov. Iz omenjenega lahko torej sklenemo, da sprememba tečaja s prerazporeditvijo virov vpliva na strukturne spremembe v gospodarstvu. V primeru, da vlada ne ustavi ali zavre učinkov devalvacije, ta prej ali slej vodi v preusmeritev virov iz sektorja v sektor. Reorganizacija bo imela posledice na proizvodnjo in rast. Pozitivni učinki se bodo hitreje odrazili v gospodarstvu, ki ima dovolj zalog še neizkoriščenih virov in potenciala, saj tako ne bodo potrebne prevelike naložbe, da se zadovoljijo nove potrebe. Težava je v tem, da so običajno ob spremembah potrebne velike naložbe, ki povzročijo, da negativni učinki precej prehitijo pozitivne, kar vodi v politične in socialne napetosti, ko se v gospodarstvu vprežejo močne sile s strani poražencev v delitvi novega dohodka, ki bi se radi oprijeli svojih starih privilegijev in obdržali svoj prejšnji življenjski standard. Ključno vprašanje je tako v času (Bouchet in drugi 2003: 37–38).

To vprašanje razrešuje pojem t.i. J-krivulje. Kot smo že omenili tekoči račun plačilne bilance potrebuje čas, da se odzove na spremembe v cenah v odvisnosti od elastičnosti in s tem na spremembe v dohodku in absorpciji. Potek časovnega odziva bilance tekočega račun lahko zavzame številne oblike. Najpogosteje med njimi opazimo obliko J-krivulje. To pomeni, da je odziv na začetku poslabšanje bilance tekočega računa, nato pa sledi postopno

¹⁷ Strateški uvoz se nanaša na vmesne proizvode, ki vzdržujejo trenutno raven proizvodnje ali proizvode, ki omogočajo proizvodnjo in so potrebni za vzdrževanje ravni proizvodnje v prihodnosti.

izboljševanje. Njeno utemeljevanje ponavadi izhaja iz dejstva, da se zunanji pogoji menjave poslabšajo hitreje, kot se jim količine uvoza in izvoza lahko prilagodijo (Dornbush in Krugman; Baldwin in Krugman v Bouchet in drugi 2003: 38). Razlaga za takšno zaostajanje pri odzivu količin na spremembe v cenah je v tem, da pričakovanje povišanja cen trgovinskih izdelkov takoj po devalvaciji povzroči začasno zamenjavo potrošnje netrgovinskih izdelkov za trgovinske. Ekonomski subjekti hitijo z nakupi trgovinskih izdelkov, preden se ti podražijo, s čimer izzovejo začasno zmanjšanje izvoza in povečanje uvoza (Gelach v Bouchet in drugi 2003: 38). Učinek J-krivulje seveda lahko povzročijo številne kombinacije kratkoročne in dolgoročne elastičnosti povpraševanja in ponudbe. Kar si velja tu zapomniti, je, da je učinek J-krivulje odvisen od različnih časovnih zamikov v procesu prilagajanja devalvaciji in da poslabša neravnovesje v ponudbi in povpraševanju po tuji valuti, kadar do njega pride (Bouchet in drugi 2003: 38).

3.3 Monetarni pristop

Bistvo monetarnega pristopa v primerjavi s prejšnjima dvema, ki ju lahko poimenujemo tudi tradicionalna pristopa, je v tem, da monetarni pristop poleg prilagoditev v toku¹⁸ upošteva tudi prilagoditve v količini denarja v obtoku. Koncept zaloge domačega denarja tako najpomembneje vpliva na ravnovesje v plačilni bilanci. Analiza se osredotoča na ponudbo in povpraševanje po domači valuti. Pristop temelji na kvantitativni teoriji denarja, kar pomeni, da ponudbo domače valute nadalje povezuje z ravniyo cen.

Strogo proporcionalno odvisnost cen od ponudbe utemeljuje v naslednji razlagi. Nominalni bruto nacionalni produkt (*BNP*) razdelimo na dva dela, ki ju označimo s *P* in *Y*, pri čemer je *P* povprečna raven cen in *Y* merilo pretoka blaga in storitev ali tudi realni prihodek. Na drugi strani pa nominalni *BNP* izrazimo s hitrostjo (*v*), s katero kroži količina denarja v obtoku, in s samo zalogo domačega denarja (*MO*). S tem pridemo do t.i. Fisherjeve enačbe:

$$BNP = P Y = v MO \text{ (Marchal in Lecaillon v Bouchet in drugi 2003: 39).}$$

Da od tu pokažemo odvisnost cen od zaloge denarja pa je samo še en korak. Za to sta potrebni naslednji predpostavki, in sicer da sta *Y* in *v* na srednji rok konstanti. Utemeljitev za prvo je v hipotezi o trenutni in tudi prihodnji polni izkoriščenosti gospodarstva, utemeljitev za drugo pa je v prepričanju, da določeni vzorci obnašanja in institucionalne značilnosti gospodarstva, ki se postopoma razvijejo, naredijo *v* konstanto. Sledi preoblikovanje zgornje enačbe v naslednjo obliko: $P = v/Y MO$. Ob upoštevanju omenjenih predpostavk hitro

¹⁸ Med prilagoditve v toku štejemo izvoz, uvoz, dohodke in potrošnjo.

opazimo, da je P sorazmeren z MO (Bouchet in drugi 2003: 39).

Vse to je pomembno, ker je količina denarja v obtoku ali tudi ponudba domače valute povezana z zunanjim sektorjem preko nakupov in prodaje tuje valute. Da bi razložil ravnovesje v plačilni bilanci, je monetarni pristop pozoren na odnos med zalogo denarja, cenami in ravnotežje realnih tokov denarja. Stabilno povpraševanje po denarju v zaprtem sistemu svetovnega gospodarstva tako omogoča optimalne cene, oblikovane na mednarodnem trgu, in vsak odklon od njih zaradi carin, subvencij ipd. je razumljen kot vzrok za neoptimalno razporeditev virov v gospodarstvu in ovira ravnovesju v plačilni bilanci (Polak in Argy v Bouchet in drugi 2003: 39). V končni fazi nas monetarni pristop privede do t.i. pogoja za monetarno stabilnost. Za nas na tem mestu ni potrebna natančna izpeljava v smislu enačbe, povedati je treba le, da je zaloga denarja, ki je usklajena z ravnovesjem v zunanjem sektorju, odvisna od vloge uvoza v celotnem gospodarstvu in od hitrosti, s katero denar v gospodarstvu kroži. Od tu ven pa izpeljemo tudi zunanje ravnotežje.

3.4 Pristop portfeljske bilance

Portfeljski pristop v osnovi nadgradi monetarni pristop v tem, da za razliko od monetarnega pristopa doda funkcijo povpraševanja poleg ponudbe in v obravnavo vključi trg obveznic (Kouri in Porter v Bouchet in drugi 2003: 41). Pristop pokaže, kako se spreminjata ponudba in povpraševanje po obveznicah in kakšne posledice ima to na obrestno mero in tečaj, ki se kratkoročno razlikuje od napovedi monetarnega pristopa (Bouchet in drugi 2003: 41).

Najlažje pristop prikažemo na primeru, ko centralna banka kupi domače obveznice in se tem poveča ponudbo domačega denarja na trgu. Monetarni pristop bi napovedal depreciacijo domače valute za toliko, kolikor se je povečala ponudba domačega denarja. Portfeljski pristop pa se v tem primeru ozre še na učinek, ki ga ima ta poteza na trgu obveznic. Zmanjšanje ponudbe obveznic povzroči presežno povpraševanje po njih, kar se pokaže v povečanju cen obveznic in zmanjšanju obrestnih mer. Manjše obrestne mere pa s pozitivnim učinkom na naložbe, produkcijo in cene vplivajo na oblikovanje tečaja, ki kratkoročno zaniha od dolgoročnega ravnotežja (Bouchet in drugi 2003: 41).

V bolj matematičnem smislu pa si moramo pogledati naslednje spremenljivke, ki so funkcije domače in tuje obrestne mere: bogastvo v obliki denarja, domačih obveznic in tujih obveznic. Tečaj tuje valute je v tem pogledu torej odvisen od povpraševanja po domačih obveznicah in domačem denarju ter od domačih in tujih obrestnih mer. Ob predpostavki

pristopa, da je vsak od trgov posamezne vrste premoženja v ravnovesju¹⁹, lahko zapišemo bogastvo države kot vsoto povpraševanja po domačem denarju, po domačih obveznicah in po tujih obveznicah. Od tod izrazimo povpraševanje po tujih obveznicah in nato od tod dalje še tečaj domače valute, ki je pozitivno povezan z bogastvom države in tujo obrestno mero in obratno povezan s povpraševanjem po tujih obveznicah in z domačo obrestno mero. Rezultat tega je, da povečanje varčevanja in s tem bogastva države poveča povpraševanje po vseh vrstah premoženja. To pomeni, da država v večji meri menja domačo valuto za tujo, ko kupuje tuje obveznice, s tem pa domača valuta v primerjavi s tujo deprecira. Enak učinek dobimo ob povečanju tuje obrestne mere, saj se s tem poveča tudi nakup tujih obveznic. V primeru povečanja ponudbe tujih obveznic bodo te cenejšje, to pa bo zmanjšalo bogastvo rezidentov te države. Ko bodo prodajali te obveznice in menjali tujo valuto za domačo valuto, se bo njena cena povečala, torej bo aprecirala. Enak učinek je ob rasti domače obrestne mere (Bouchet in drugi 2003: 41–42).

3.5 Analiza deležev

Prejšnji pristopi k preučevanju plačilne bilance določajo spremenljivke, ki predstavljajo ekonomsko in finančno osnovo analize državnega tveganja. Do prave ocene tveganja pridemo šele s podrobno analizo zgoraj v teoriji utemeljenih spremenljivk in njihovih kombinacij, ki se izrazijo v številnih deležih. Ob tem lahko govorimo o delitvi med ekonomsko in finančno platjo državnega tveganja.

V prvi nas zanimajo dogodki v razvoju nacionalnega gospodarstva, ki imajo vpliv na izid določene mednarodne ekonomske ali finančne transakcije. Cilj ekonomske analize je tako priti do ocene tekoče in prihodnje ekonomske situacije v državi, ki se pridobi iz spremenljivk, uporabljenih v zgoraj predstavljenem pristopu devalvacije, kar je običajno v uporabi tudi pri domači makroekonomski analizi. Med te spremenljivke tako uvrstimo take, ki se nanašajo na domače gospodarstvo kot tako, to so bruto domači ali tudi nacionalni proizvod, bruto domače naložbe, bruto domače fiksne naložbe, zasebna in javna poraba, bruto domače varčevanje, vrzel v virih ali bilanca tekočega računa, ponudba denarja, vladni proračunski primanjkljaj in še dva indeksa, ki merita porabo, Paaschejev in Laspeyrov. Drugi del spremenljivk, ki se nanašajo na plačilno bilanco, pa je sestavljen iz izvoza in uvoza dobrin in storitev, trgovinske bilance, ponovno bilance tekočega računa, indeksa cen izvoza in uvoza, tečaja in mednarodnih državnih rezerv (Bouchet in drugi 2003: 42–43).

¹⁹ Ravnovesje v portfeljskem pristopu pomeni izenačenje ponudbe in povpraševanja po vsaki vrsti finančnega premoženja, to je domačega denarja, tuje in domače obveznice.

Same po sebi te spremenljivke ne povejo dovolj, zato se za ustrezno sliko domače ekonomske situacije uporabljajo deleži. Med njimi so najpomembnejši tisti, ki ocenjujejo perspektivo domače gospodarske rasti. Naj jih na kratko povzamemo v naslednjih povedih. Bruto domače fiksne naložbe proti BDP-ju izražajo količino domačih naložb v gospodarstvu. Predpostavka ob tem je, da bodo višje naložbe posledično vodile tudi v višjo gospodarsko rast. Koliko bo to res, pa je naprej odvisno od mejne produktivnosti kapitala, kar bi lahko opisali kot povečanje vlaganja denarja, ki je potrebno, da se produkt države poveča za eno enoto domače valute. Manjši kot ta delež je, boljša je lahko napoved gospodarske rasti. Sledi neto kapitalski uvoz v primerjavi z bruto domačimi fiksnimi naložbami (BDFN). Večje kot je to razmerje, bolj je gospodarstvo jasno odvisno od tujine. Skupaj z bruto domačim varčevanjem v primerjavi z BDFN dobimo dobro sliko, kako je gospodarstvo odvisno od tujih virov. Ob tem pa moramo biti seveda previdni pri sklepih. V splošnem nizek zadnji delež pomeni večjo odvisnost. To je seveda, kar se tiče državnega tveganja, slabo. Na drugi strani pa je lahko tudi rezultat možnosti za velike dobičkonosne naložbe oz. pripravljenosti tujine do posojanja. To ni nujno slabo. Ob tem je potrebno pogledati na stran porabe. V primeru, da takšnih dobičkonosnih naložb ni, je nizek delež posledica nagnjenosti k večji porabi, ki se financira s posojanjem iz tujine.

Monetarni pristop nas opozarja na naslednje pomembne spremenljivke, ki so povezane z njegovim ključnim konceptom stabilnosti cen: odstotno povečanje ponudbe denarja v primerjavi z odstotnim povečanjem v BDP-ju in vladni proračunski primanjkljaj v odnosu do BDP-ja. Glede na monetarni pristop hitro vidimo, da nam prvi napoveduje prihodnjo inflacijo, s katero je močno povezano gibanje tečaja. V drugem pa gre ob predpostavki, da se primanjkljaj financira s tiskanjem novega denarja, za kazalec povečanja ponudbe denarja. Ob nezaželenosti cenovnih sprememb je pomembno, da sta oba deleža in s tem tudi povečanje ponudbe denarja in primanjkljaj čim nižja. Plačilno bilanco obravnavajo naslednji deleži, ki temeljijo na pristopu elastičnosti. Prvi med njimi je odstotna sprememba izvoza v odnosu do odstotne spremembe v svetovnem BNP-ju oz. BNP-ju glavnih držav porabnic, ki izraža dohodkovno elastičnost povpraševanja po izvozu. Sledi ji odstotna sprememba v uvozu v odnosu do odstotne spremembe v BDP-ju. Ta kaže dohodkovno elastičnost povpraševanja po uvozu. Za plačilno bilanco je bolje, da je dohodkovna elastičnost povpraševanja po izvozu višja, kot je dohodkovna elastičnost povpraševanja po uvozu, kar se bo zgodilo takrat, kadar bosta oba deleža visoka. Tem sledi še količina uvoza proti BDP-ju, izvoz blaga proti celotnemu izvozu in uradne rezerve proti uvozu. Večji kot je delež uvoza v gospodarstvu slabše je, ravno tako je zaradi negotovosti cen blaga slabše, če v izvozu prevladuje blago, kolikšno količino uvoza pokrijejo rezerve pa je pravzaprav pomemben kazalec likvidnosti, ki

se obravnava tudi pod finančnimi spremenljivkami (Bouchet in drugi 2003: 44).

Potem ko smo si pogledali spremenljivke in deleže, ki prikazujejo splošno ekonomsko situacijo v državi, to je ekonomsko plat državnega tveganja, izraženega preko splošnih kazalcev domače makroekonomske analize in preko plačilne bilance države, je čas, da se osredotočimo še na finančno plat. Njeno bistvo je v tem, da oceni, kako bo država sposobna v dani in prihodnji ekonomski situaciji pokriti finančne obveznosti, ki jih ima do tujine. Finančni del tveganja uvaja nove spremenljivke, ki jih v splošnem lahko izrazimo v celotnem zunanjem dolgu²⁰ na eni strani in celotnem servisiranju dolga²¹ na drugi strani. Deleže, ki opisujejo finančno situacijo v državi, dobimo iz zgoraj omenjenih spremenljivk v kombinaciji z makroekonomskimi in plačilno-bilančnimi kazalci. Tvorijo se najpogostejši finančni deleži, ki jih uporablja in objavlja tudi Svetovna banka. Med njimi so: celotni zunanji dolg proti izvozu, celotni zunanji dolg proti BNP-ju, uradne rezerve proti celotnemu zunanjemu dolgu, uradne rezerve proti uvozu, dolgoročni javni in javno zajamčeni neplačani ter izplačani dolg proti izvozu ter še enkrat enake vrste dolg proti BNP-ju. Sledijo še deleži v zvezi s servisiranjem dolga, in sicer celotno servisiranje dolga proti izvozu, celotno servisiranje dolga proti BNP-ju, plačila obresti proti izvozu, plačila obresti proti BNP-ju in še uradne rezerve proti dolgoročnemu javnemu in javno zajamčenemu, neplačanemu ter izplačanemu dolgu (Bouchet in drugi 2003: 45–46).

Uporaba finančnih deležev pri ocenjevanju in analizi finančnega dela tveganja pa ima en pomemben problem, in sicer da nobeden od omenjenih deležev nima prave teoretične podlage. Deleži, ki se nanašajo na zunanji dolg, se uporabljajo za oceno finančnega vzvoda²² v nacionalnem gospodarstvu. Spremenljivke bilance stanja, ki se v poslovnih financah uporabljajo za določitev finančnega vzvoda, so v nacionalnem gospodarstvu nadomeščene s približkoma – BNP in izvoz. Kako uspešno bodo ti finančni deleži prikazali finančno stanje države, je seveda tako odvisno od tega, kako natančno BNP in izvoz odražata bilanco stanja določenega gospodarstva. Previdni moramo biti tudi pri deležih, ki se nanašajo na servisiranje dolga. S primerljivimi deleži v poslovnih financah se razlikujejo predvsem v tem, da ne gre za neto spremenljivke. Deleži na ravni države namreč vključujejo BNP in izvoz. Na koncu je treba omeniti še deleže, ki vključujejo rezerve. Služijo predvsem kot dopolnilo finančnemu

²⁰ Celotni zunanji dolg dobimo iz posameznih spremenljivk, in sicer dolgoročnega javnega in javno jamčenega neplačanega in izplačanega dolga, dolgoročnega zasebnega nejamčenega dolga, kratkoročnega dolga in uporabe kredita mednarodnega denarnega sklada.

²¹ Celotno servisiranje dolga se naprej deli na odplačevanje obresti in glavnice.

²² Finančni vzvod je izraz, ki pove, do kolikšne mere investitor ali določeno podjetje uporablja sposojeni denar (InvestorWords 2007).

vzvodu in spominjajo na delež likvidnosti. V primeru države takšen delež meri zmožnost države, da vzdrži raven uvoza s trenutno razpoložljivo gotovino (Bouchet in drugi 2003: 46).

Nazadnje je treba v zvezi z analizo deležev omeniti tudi nove analitične deleže, ki poskušajo preseči pomanjkljivosti zgoraj omenjenih deležev. Clark (1991, 2002) razvije okvir, v katerem so spremenljivke in deleži za države, kompatibilni s poslovno finančno teorijo. Te spremenljivke so merilo mednarodne tržne vrednosti gospodarstva, dobičkov in donosa. V kombinaciji z informacijami o tujem dolgu dobimo deleže, ki se uporabljajo v standardni finančni analizi. Na ravni države imamo tako celotni zunanji dolg proti makroekonomski tržni vrednosti, makroekonomski dobiček proti plačilom obresti, vsota makroekonomskega dobička in deprecijacije proti vsoti plačila obresti in glavnice ter makroekonomski dobiček proti makroekonomskemu dobičku manj plačilo obresti. Prvi opisuje kapitalsko strukturo gospodarstva, druga dva prikazujeta, do kakšne mere so trenutne finančne obveznosti pokrite s trenutnim prihodkom. Pomembna razlika s prejšnjimi deleži je v tem, da ta dva uporabljata neto izvoz, torej razliko med izvozom in uvozom. Tretja pa predstavlja ranljivost države, da poravnava obveznosti do tujine, ne zaradi pomanjkanja tujih virov, ampak zaradi spremenljivosti v pričakovanem dobičku (Bouchet in drugi 2003: 47).

Pri analizi deležev je treba nazadnje poudariti, da moramo biti pri njihovi interpretaciji skrajno previdni. Prenašanje spremenljivk iz klasične finančne teorije v okvir države pomeni pristati na številne predpostavke in približke, kot smo videli na primeru izvoza in neto izvoza. Teoretične osnove na ravni države ni, ugotavlja se le kompatibilnost s poslovno finančno teorijo. Velikokrat pri interpretaciji pomaga tudi analiza trendov in primerjava med državami, ki so si med sabo podobne. Pri primerjavi je potrebno poglobljeno poznavanje držav in njihovih vlad, da lahko prav presodimo rezultate. Ob vseh omenjenih problemih pa moramo vseeno dodati, da so deleži uporabni in popularni, v sodobni analizi državnega tveganja pa igrajo zelo pomembno vlogo (Bouchet in drugi 2003: 47).

4. Finančne, gospodarske in politične razmere v Latinski Ameriki v zadnjem desetletju

Latinska Amerika je v devetdesetih letih zadnjega stoletja in začetku enaindvajsetega doživela številne politične, gospodarske in finančne pretrese. Kot taka je še posebej primerna za opazovanje državnega tveganja. V delu se posvetim trem državam, ki imajo pomembno vlogo v gospodarstvu na regionalni ravni, in ki so se jih omenjene spremembe v tem času še posebej dotaknile: Argentini, Braziliji in Venezueli. Posebej nas zanima, kako se je zasuk političnih preferenc v levo v teh državah ob koncu devetdesetih let in začetku tega stoletja, ki je bil med drugim gotovo posledica razočaranja večine volivcev nad neoliberalnimi programi, ki so jih s podporo in tudi pod pokroviteljstvom mednarodnih finančnih institucij izvajale njihove prejšnje vlade, kazal v ocenah državnega tveganja. Vzroke za preobrat gre gotovo iskati tudi drugje, ravno tako pa se je treba vprašati, zakaj so reformni programi razočarali. Naša hipoteza je, da so bile omenjene politične spremembe pospremljene s precejšnjim nezaupanjem, ki se je kazalo v poslabšanju ocen državnega tveganja.

4.1 Argentina

Naša podrobnejša obravnava Argentine se začinja s ponovno izvolitvijo Carlosa Saúla Menema na mesto predsednika republike na volitvah maja 1994. Začetek njegovega drugega mandata je zaznamoval odhod starega novega ministra za gospodarstvo Dominga Cavalla, ki je v letu 1991 izpeljal pomemben, daljnosežen program ekonomske stabilizacije. Njen najpomembnejši del je bila prav gotovo t.i. dolarizacija argentinskega gospodarstva z uvedbo nove valute, pesa, katerega ena enota je zamenjala 10.000 avstralov in se izenačila z ameriškim dolarjem. Cilju narediti konec kronični bolezni argentinskega gospodarstva, inflaciji, so sledili še načrti privatizacije, pomemben cilj programa pa je bila tudi izboljšava vladnih financ s pomočjo ukrepov, ki bi zmanjšali izogibanje plačevanju davkov, in s proračunskim paktom, sklenjenim s kmetijskim sektorjem. Omenjeni reformni program je v začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja Argentini prinesel veliko naklonjenost Združenih držav. Menem je postal vodilni liberalni latinskoameriški reformator, država pa glavna zaveznica ZDA v tem delu sveta. V letu 1992 je dobila obljubo o pomembnem zmanjšanju dolga v okviru t.i. Bradyjevega²³ plana (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 69).

²³ To je plan prestrukturiranja dolga, zlasti za države v Latinski Ameriki ki je bil po dolžniški krizi leta 1982 v tem delu sveta preprosto preveliko breme za njihovo gospodarstvo, da bi ga bile sposobne same servisirati. Plan

Pred zgodbo o uspehu, ki so jo s Cavallom na čelu gospodarskega ministrstva in njegovim planom konvertibilnosti prinesla devetdeseta leta, je bilo za Argentino burno obdobje²⁴ političnih nemirov, gospodarskih težav in celo vojne. Reševanja katastrofalne gospodarske situacije, ki jo je po umiku vojske z oblasti zaznamovala predvsem hiperinflacija, velika zadolženost in stagnacija, se je lotila oktobra 1983 demokratično izvoljena vlada Raúl Alfonsína. Politiki postopne oživitve gospodarstva sta sledila dva poskusa t.i. heterodoksnega šoka, prvi leta 1985 in drugi 1987, oba pod imenom Austral Plan. Strogi varčevalni ukrepi, ki sta jih oba brez uspeha želela uvesti, z namenom, da bi obvladala visokoletečo inflacijo, so izzvali ostre odzive sindikatov in pripeljali do socialnih nemirov in stavk. Neuspešni poskusi obvladovanja gospodarske situacije so ob iztekanju Alfonsínovega mandata ustavili vsakršno financiranje Argentine s strani Svetovne banke in drugih multilateralnih finančnih institucij (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 68).

Volitve maja 1989 so na vrh prvič pripeljale peronističnega kandidata Carlosa Saúla Menema. Njegov prvi mandat so zaznamovala prizadevanja za liberalizacijo, trud za celjenje še odprtih ran državljanske vojne in uspešna uvedba plana konvertibilnosti oz. dolarizacije gospodarstva, s katerim smo našo obravnavo Argentine začeli. (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 68) Zaježitev inflacije je imela zelo blagodejen vpliv na gospodarstvo, ki je v letu 1993 doseglo rekordno količino produkcije, njegov BDP pa je na letni ravni rasel za 6 odstotkov. Na žalost pa je leto 1994 ponovno prineslo težave in obrat v drugo smer. Devalvacija mehiškega pesa, znana tudi kot "tequila učinek", je v letu 1995 povzročila padec rasti za 4 odstotke. Vlada se je, v želji, da podpre peso, odzvala z omejitvijo

se imenuje po ameriškem finančnem ministru Nicholas F. Bradyju in je uvedel številne novosti na področju prestrukturiranja, kot so t.i. Bradyjeve obveznice. Te so se kasneje uporabljale tudi v drugih krizah.

²⁴ Argentino, državo, ki se je v drugi polovici 19. stoletja, po uspešni združitvi in masivnem dotoku priseljencev in kapitala, razvila v kmetijsko velesilo sveta, so leta po drugi svetovni vojni s prihodom vojske in njenega polkovnika Juana Dominga Peróna na oblast pripeljala v obdobje številnih političnih kriz, državnih udarov in na koncu tudi državljanske vojne. Perónovo prizadevanje za industrializacijo in sindikalizem je sicer prineslo resnične koristi zapostavljenim, najrevnejšim prebivalcem države, a je na drugi strani zanemarilo tradicionalno moč in prednost argentinskega gospodarstva, kmetijstvo. Leta 1955 ga je nezadovoljstvo z njegovo politiko in avtorsko naravo režima v udaru odneslo s položaja direktno v izgnanstvo. Sledila so leta, ko so se na vrhu menjavali generali in si prizadevali zatreti ne maloštevilne Perónove privržence. Gospodarska situacija se je kljub reformnim poskusom ob veliki politični nestabilnosti nezadržno slabšala. Dokončno pa je država zdrsnila v kaos in tako rekoč državljansko vojno ob Perónovi vrnitvi v domovino poleti leta 1973. Ustavilo jo je šele posredovanje vojske leta 1976, ki se je tokrat odločila dokončno uničiti Perónovo dediščino in njegovo gibanje. Po najbolj pesimističnih ocenah je čistka terjala od deset do petnajst tisoč žrtev. Zadolževanje in precenjenost valute sta po krizi ustvarila lažni občutek blaginje, ki se je po vojni leta 1982 z Veliko Britanijo za Falklandske oz. Malvinske otoke končal z gospodarsko katastrofo in koncem desetletne vojaške oblasti.

javnih izdatkov, česar negativna posledica je bilo povečanje brezposelnosti in s tem socialni nemiri v večjih mestih, zato je ukrepom dodala še program ekonomske okrepitve v vrednosti 7 milijard ameriških dolarjev, ki si jih je sposodila doma in v tujini (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 75).

Na predvečer volitev maja 1995 je Menem lahko postregel s šibko gospodarsko situacijo po mehiški krizi in že precej obsežnimi varčevalnimi ukrepi. Kljub temu, da je to vse prej kot obetajoči recept za zmago, je Menemu že v prvem krogu volitev²⁵ z 49,9% glasov uspelo zagotoviti nov predsedniški mandat, velikemu porastu na vzporedno potekajočih regionalnih in parlamentarnih volitvah²⁶ pa je bila priča tudi njegova peronistična stranka (Partido Justicialista – PJ). Položaj, v katerem se je Menem znašel po gladki zmagi, pa je bil daleč od zavidljivega. Ob odhodu²⁷ gospodarskega ministra Dominga Cavalla, zaslužnega za uspešno uresničitev plana konvertibilnosti, iz povečini ohranjenega vladnega kabineta, se je država še vedno reševala iz težav, izhajajočih iz posledic mehiške krize (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 69). Zbir ukrepov, ki jih je vlada sprejela ob spopadanju z njo, med drugim tudi ponovno sposojanje, je že leta 1996 obrodil sadove. Gospodarska rast je leta 1996 dosegla 5,5% in 8,1% leto kasneje (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 75).

Kljub temu pa je Menemu začela hitro padati priljubljenost. Nezadovoljstvu s še vedno trajajočimi varčevalnimi ukrepi, ki so izzvali nemire, so se leta 1997 pridružila poročila o domnevni korupciji v vladi. Dokončno pa se je razočaranje nad predsednikom razmahnilo leta 1998, ko so vztrajale visoke številke brezposelnih, predsednikova glavna skrb pa je

²⁵ Volilni sistem v Argentini je v obliki, kot jo poznamo danes, določila ustava iz avgusta leta 1994. Sprejela jo je 305-članska ustavodajna skupščina, ki so jo volivci izvolili neposredno aprila istega leta. V primerjavi s prejšnjo ureditvijo je mandat predsednika skrajšala iz šest na štiri leta, dovolila mu je enkratno ponovno izvolitev, prenesla določene pristojnosti na vodjo kabineta in, kar je še zanimivo, predvidela je drugi krog volitev v primeru, ko nihče od kandidatov ne dobi vsaj 45% oddanih glasov ali 40% v posebnem primeru, kadar prvi zasledovalec kandidata z največ prejetimi glasovi, ne prejme vsaj 30% oddanih glasov (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 69).

²⁶ Ista ustava določa tudi volitve v argentinsko zakonodajno telo – Congreso Nacional – in predstavniška telesa provinc. Dvodomen Congreso Nacional, sestavljen iz 72-članskega Senada in 257-članske Cámara de Diputados, se deloma voli vsake dve leti. V prvi dom je vsake dve leti za šestletni mandat neposredno izvoljena tretjina poslancev, v drugi dom pa se za štiriletni mandat neposredno izvoli polovica poslancev (Central Intelligence Agency 2008).

²⁷ Predsednik je Cavalla zamenjal, ker se je ta javno pritoževal nad pomanjkanjem podpore v vladi za njegove predloge reform. Ob sklicu Ekonomskega in socialnega sveta, kjer naj bi se zbrali poslovneži in predstavniki sindikatov in pomagali pri sooblikovanju gospodarske politike, je Cavallo predsednika obtožil celo ponovnega vmešavanja države v gospodarstvo. Kmalu po odstavitvi je ustanovil svojo lastno stranko.

postalo prizadevanje za možnost ponovne, že druge zaporedne izvolitve. Ob tem se je v njegovi stranki vnel odkrit boj za vodstvo med njim in guvernerjem province Buenos Aires Eduardom Duhaldejem (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 69). Dodatno pa je predsednikovo delo otežila sodna preiskava primerov sistematične kraje otrok v času velikega obračunavanja režima s privrženci peronizma v drugi polovici sedemdesetih let.

Po vsem tem bi težko rekli, da je bila prepričljiva zmaga opozicijskega²⁸ kandidata Fernanda de la Rúa na predsedniških volitvah oktobra 1999 veliko presenečenje. Najbližja nasledovalca sta bila kandidat peronistov Eduardo Duhalde in bivši gospodarski minister kot kandidat svoje nove stranke Akcija za republiko (Acción por la República - AR) Domingo Cavallo. Opozicija je požela uspeh tudi na vzporedno potekajočih volitvah v Congreso Nacional, kjer sta v spodnjem domu ATJE-ju do absolutne večine zmanjkala le dva sedeža. Novi predsednik je bil takoj po zaprilegi soočen z resno gospodarsko krizo. Devalvacija brazilskega reala na začetku 1999 je imela za Argentino kot eno najpomembnejših brazilskih trgovskih partneric (World Trade Organization 2007a izredno negativne posledice (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 70).

Nova vlada se je reševanja hitrega drsenja države v vse večje primanjkljaje lotila z ostrimi varčevalnimi ukrepi. V proračunu, ki ga je sprejela za naslednje leto, je predvidela zmanjšanje javne porabe za 1,4 milijarde ameriških dolarjev. Temu sta sledila še načrt obsežne davčne reforme in nova pravila v delitvi zveznih dohodkov. V okviru soočanja s težavami je padla tudi aprila 2000 sprejeta kontroverzna sprememba zakona o zaposlovanju. Ta je na ulice pognala delavce, zaposlene v javnem sektorju, sledili sta tudi dve 24-urni stavki. Gospodarska situacija in socialne razmere so se v letu 2001 slabšale iz meseca v mesec. Država si je z vse pogostejšimi napovedmi o klestenju proračuna prizadevala zaustaviti odliv sredstev iz državne blagajne in tako zmanjšati dolžniško breme. Omejevanje zapravljanja pa je dopolnjevala s finančno pomočjo s strani MDS-ja. Ob tem je treba poudariti, da je bila finančna pomoč pogojena z določenimi fiskalnimi cilji²⁹, ki jih je bila država dolžna doseči. V obdobju od decembra 1999 pa do maja 2001 je Argentina sklenila tri

²⁸ Tradicionalni rival peronistične stranke (Partido Justicialista) je bila stranka UCR (Union Cívica Radical), na tokratnih volitvah pa se je povezala v skupino opozicijskih strank pod imenom Zveza za delo, pravičnost in izobraževanje s špansko kratico ATJE – Alianza para el Trabajo, la Justicia y la Educación.

²⁹ Fiskalne cilje v obliki največjega dovoljenega primanjkljaja so med pogoji za finančno pomoč spremljale tudi konkretne zahteve po sprejetju določene zakonodaje. Med najostrejšimi primeri sta gotovo ukinitve trenutne državne pokojninske sheme in zamrznitev vsakega prenosa zveznih sredstev na raven provinc. (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 70)

takšne sporazume o finančni pomoči z MDS-jem, v skupni vrednosti 61,4 milijarde ameriških dolarjev (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 75).

Do spremembe v politiki je prišlo marca 2001 s ponovnim imenovanjem Dominga Cavalla na položaj gospodarskega ministra. Ta se je namesto za zmanjševanje porabe odločil za povečanje davkov, ki bi po njegovih napovedih zmanjšali proračunski primanjkljaj za 3 milijarde ameriških dolarjev. Ob koncu istega meseca je Congreso Nacional sprejel t.i. Zakon o konkurenčnosti, ki je vladi na podlagi 76. člena ustave poveril posebne pristojnosti na področju obdavčevanja in določenih administrativnih ukrepov, s čimer bi vlada postala bolj prožna v davčni politiki in varčevalnih ukrepih. Upanje v ureditev razmer je hitro plahnelo, aprila je minister napovedoval vezavo pesa tako na dolar kot tudi na evro, maja je vlada obveznice z zapadlostjo v letu 2006 in v vrednosti 29,5 milijard ameriških dolarjev zamenjala za dolgoročne obveznice z zapadlostjo med leti 2006 in 2031, julija je Congreso Nacional še enkrat sprejemal zakonodajo o proračunski disciplini provinc, avgusta pa se je državi z MDS-jem uspelo dogovoriti o predčasnem izplačilu 1,2 milijarde ameriških dolarjev pomoči, ki je bila predvidena za mesec kasneje, torej september. Kljub precejšnjim pomislekom in zadržanosti nove ameriške administracije pod vodstvom Georgea W. Busha in dejstvu, da se je situacija slabšala praktično iz dneva v dan, je vladi uspelo zagotoviti si dodatnih 8 milijard ameriških dolarjev posojila, četrtrič v zadnjem letu in pol (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 70).

Avgust 2001 je bil hkrati tudi mesec, ko je kriza začela dobivati otipljiv obraz. Uslužbenci javnega sektorja v provinci Buenos Aires, ki so zaslužili več kot 740 ameriških dolarjev na mesec, so začeli del plače dobivati v »patacones«,³⁰ posebnih bonih za nakup določenih dobrin (BBC Mundo 2001). Dokončno pa se je situacija zaostrija jeseni, ko so prebivalci v strahu pred najhujšim začeli v vse večjem obsegu dvigovati svoje prihranke iz bank, jih pretvarjati v ameriške dolarje in potem pošiljati v tujino. Ustavile so se tudi vse naložbe, odtok kapitala iz države pa je postajal vse močnejši. Država se je v stanju čedalje večje nemoči zatekla k drastičnemu ukrepu, neformalno znanemu kot »corralito«,³¹ in uvedla omejitve na dvigovanje gotovine kot tudi omejitve na gibanje kapitala in s tem v praksi ukinila konvertibilnost (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 70). Ob

³⁰ Patacones so postali ena od mnogih pomožnih valut, veljavna v provinci Buenos Aires, ki so jih kasneje uvedle tudi druge province po državi in so se uporabljale za plačevanje storitev, hrane, odplačevanje kreditov in blaga, določenega s programom uvedbe, ni pa se dalo z njimi npr. poravnati računa za telefon, bencina in zdravil.

³¹ Corralito je ukrep, ki ga je vlada sprejela kot odziv na t.i. tek na banke, od tod tudi neformalno ime ukrepa – corra je velelna oblika glagola correr, v slovenščini teči.

vsem tem pa se je MDS odločil zadržati izplačilo dogovorjene pomoči, zapadle decembra 2001, v vrednosti 1,26 milijarde ameriških dolarjev. Državo, zlasti velika mesta, so zajele množične demonstracije s simboličnim tolčenjem po praznih loncih z zahtevami po odstopu predsednika in vlade, ki so se sčasoma sprevrgele v razbijanje poslopij bank, tujih podjetij ipd. Višek so dosegle v obdobju od 15. do 21. decembra, ko je oboroženo posredovanje policije v Buenos Airesu terjalo celo 27 življenj in nazadnje 21. pripeljalo ne le do odstopa, ampak dobesedno do pobega predsednika De la Rúa iz njegove rezidence, t.i. Case Rosade (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 70).

V naslednjih štirinajstih dneh se je zvrstilo pet začasnih predsednikov. De la Rúa je ob odsotnosti podpredsednika, ki je s položaja odstopil že leto pred tem, po ustavi avtomatično nadomestil predsednik senata, član peronistov Ramón Puerta. Skupna seja domov Congreso Nacional je začasno do razpisa novih volitev, ki so bile predvidene za obdobje od marca 2002 pa tja do oktobra 2003, ko bi se De la Rúa iztekkel mandat, izvolila priljubljenega peronističnega guvernerja province San Luis Adolfa Rodrígueza Sáa. Ta je obljubil obdržati konvertibilnost in vezavo pesa na dolar, in sicer s pomočjo uvedbe nove valute z imenom argentino, ki bi ne bil konvertibilen in bi bil ob dolarju in pesu tretja valuta. Uvedbo takšne tretje valute je večina razumela kot devalvacijo v preobleki in tako v Congresu Nacional ni dobila zadostne podpore. Ob nadaljevanju nemirov je bil Sáa dva dni pred koncem leta prisiljen odstopiti. Že naslednji dan je zaradi domnevnega slabega zdravja predsednik Senata Ramón Puerta predal položaj začasnega predsednika vodji Poslanske zbornice Eduardu Camañu, dokler ni v prvih dneh novega leta 2002 Congreso Nacional, ponovno na skupni seji, začasno izvolil peronističnega predsedniškega kandidata na volitvah 1999, Eduarda Duhaldeja. Njegova vlada je že naslednji dan tudi uradno razglasila moratorij na odplačevanje večjega dela javnega dolga v višini 81 milijard ameriških dolarjev, še tri dni kasneje pa je s privoljenjem senata končala desetletje dolgo vezavo pesa na ameriški dolar v razmerju ena proti ena (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 70–71). Uradno je bil tečaj po devalvaciji najprej postavljen na 1,4 pesa za dolar, ko pa je vlada popolnoma sprostila režim, je vrednost pesu padla na preko 4 pese za dolar (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 76).

Dramatičnemu koncu leta 2001 in začetku 2002 je sledilo težavno leto pogajanj za nova sredstva z MDS-jem, brez katerih si ni bilo mogoče predstavljati gospodarskega okrevanja in poplačila zadržanih dolgov. Do prvega premika je prišlo šele januarja naslednje leto, ko se je začasni Duhaldejevi vladi z MDS-jem uspelo izposlovati začasni 8-mesečni dogovor o prestrukturiranju njenega dolga tej ustanovi. Dokončno pa je nova sredstva uspelo v pogajanjih z MDS-jem zagotoviti šele novi vladi Néstorja Kirchnerja septembra 2003. Šlo je

za posojilo v vrednosti 12,5 milijard ameriških dolarjev, ki naj bi se odplačali v naslednjih treh letih. V času pogajanj z MDS-jem so potekali tudi razgovori Argentine z zasebnimi posojilodajalci, katerih posojila so predstavljala največji del odloženega dolga (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 71–72).

V času pogajanj so državo pretresali socialni nemiri, posledica padajoče ravni produkcije in s tem povezane naraščajoče brezposelnosti. Začasna vlada Duhaldeja je bila ves ta čas precej nemočna pri obvladovanju situacije, razpeta med pritiske MDS-ja po korenitih reformah, s katerimi je pogojeval nadaljnja nujno potrebna sredstva za oživitev gospodarstva, in nepripravljenostjo državljanov trpeti še strožje, že tako dolgotrajne varčevalne ukrepe. En takšnih je bil načrt, po katerem bi se zamrznjene bančne depozite zamenjalo za državne obveznice, ki aprila 2002 ni uspel dobiti zadostne podpore senata. Poleg tega se je borila še z rabsodbami sodišč, ki so za neustavne razglašala administrativne varčevalne ukrepe prejšnje vlade (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 71).

Kriza je učinkovala tudi na burno politično dogajanje v državi. Za ureditev razmer so bile najpomembnejše predčasne volitve, da bi dale legitimnost novi vladi. Po dogovoru med vladami provinc in zvezno vlado so bile predvidene za 27. april 2003. V pripravi na volitve so bila razhajanja v vladajoči peronistični stranki tako velika, da se prvič v času obstoja ni uspela poenotiti glede enega skupnega predsedniškega kandidata. Stranka je razpadla na različne frakcije, iz njih pa so izšli trije kandidati. Med njimi je gotovo najbolj zanimiv bivši predsednik Carlos Saúl Menem, saj je bilo po državi razširjeno splošno prepričanje, da sta bili ravno njegovi vladi tisti, v katerih gre iskati korenine za nastalo gospodarsko katastrofo. Ob njem sta bila na strani peronistov še Néstor Kirchner, guverner s pripisanimi atributi poštenosti in dobrim finančnim vodenjem province Santa Cruz in spet bivši začasni predsednik Adolfo Rodríguez Saa. Zmagovita stranka na prejšnjih volitvah, Radikalna državljanska unija (Unión Cívica Radical – UCR) je bila po katastrofi decembra 2001 tako osramočena, da sta dva od njenih članov raje kandidirala kot neodvisna kandidata. Med njima je gotovo bolj znani obrambni in kratek čas tudi gospodarski minister v De la Rúevi vladi, Ricardo López Murphy. Rezultati so pokazali na veliko podporo peronistom, saj sta se v drugem krogu uvrstila na prvem mestu Carlos Saúl Menem s 24,34% glasov, na drugem pa Néstor Kirchner z 21,99% glasov. Tik pred drugim krogom volitev, ki je bil predviden 18. maja, je ob javnomnenjskih raziskavah, ki so Kirchnerju napovedovale zmago s 63% glasov, Menem umaknil svojo kandidaturo (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 71–72).

Gospodarstvo, ki je počasi začelo kazati znake okrevanja že od novembra 2002, je po volitvah še naprej napredovalo. Številke glede gospodarske rasti, nezaposlenosti, inflacije in

tečaja so se počasi začele obračati na boljše (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 72). Zasluge za to gre pripisati že Duhaldejevi začasni vladi, ki je bila uspešnejša, kot se je pričakovalo, in je omejila izdatke centralne vlade in prepričala guvernerje provinc, da jim ne preostane nič drugega, kot da sprejmejo trdo proračunsko disciplino. Naloga nove vlade v naslednjih letih je bila tako predvsem pomiritev pritiskov mednarodnih finančnih institucij in posojilodajalcev z zahtevami močno prizadetega argentinskega ljudstva (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 76).

4.2 Brazilija

Na sredini prejšnjega desetletja se je Brazilija znašla na pomembnem prehodu, ki je obetal spremembo, zaznamoval pa ga je prihod novega predsednika republike. Šibak in nestabilen prehod v demokracijo, ki se je leta 1985 začel s padcem avtokratskega vojaškega režima, je za sabo puščal leta bolj ali manj posrečenih, po večini kratkotrajnih poskusov reševanja katastrofalne politične in gospodarske zapuščine prejšnjega režima. Ob padcu avtokratskega režima so iz dotedanje enotne opozicije nastale številne politične stranke, ki so v svoje vrste sprejele tudi pripadnike bivše režimske stranke. To je seveda pomenilo veliko razdrobljenost političnega prostora in politični sistem, ki ni bil sposoben izvoliti dovolj močnega predsednika republike, da bi s podporo strank v parlamentu lahko uresničil obljubljene in nujno potrebne socialne in gospodarske reforme, ki bi zmanjšale prevelike razlike v delitvi dohodka, inflacijo, zagnale gospodarsko rast in uravnale državni proračun. Položaj pa so še bolj poslabšali korupcijski škandali, ki so konec leta 1992 pripeljali celo do »impičmenta« takratnega predsednika Fernanda Collor de Mella (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 184–185).

Čas prehodne vlade Itamarja Franca je za svoj vzpon z velikim uspehom t.i. Plana Real³² izkoristil njen finančni minister Fernando Henrique Cardoso. Njegova zmaga v prvem krogu³³ na volitvah ob koncu leta 1994 je tako obetala veliko spremembo na boljše. Poleg tega je bila znak, da so se brazilski volivci raje odločili za nadaljevanje začrtane poti do zmerne reforme kot pa za radikalne spremembe ali konzervativen odziv (South America, Central

³² Plan Real je ime za program ekonomskih reform, glavni del katerega je bila uvedba (julija 1994) nove valute reala, fiksiranega na ameriški dolar.

³³ Druge neposredne volitve predsednika republike po končanju vojaške diktature, ki so potekale oktobra 1994, so pomenile merjenje moči med sredinskim kandidatom, izbranim s strani vlade, poslovnih krogov in vojske, Cardoso, in levo usmerjenim Luizom Ináciom ("Lulo") da Silva. Prvi je prejel 54,3% veljavnih glasov, drugi pa 27%.

America, and the Caribbean 2005: 186).

Planu Real in njegovemu začetnemu uspehu z drastičnim zmanjšanjem hiperinflacije³⁴, ki je imel za posledico povečanje realnega dohodka revnejših skupin in povečanje kupne moči nasploh, naj bi po Cardosovih predvolilnih obljubah sledile tudi številne, vseobsegajoče reforme, s katerimi bi utrdili pozitivne učinke Plana na gospodarstvo in socialne razmere v državi. Njihov namen je bil v pospešitvi modernizacije gospodarstva in sistema socialnega varstva, za bolj neposreden cilj pa je bilo postavljeno tudi reševanje takratne proračunske krize brazilske zvezne vlade. V gospodarstvu je bila najpomembnejša liberalizacija, in sicer zlasti energetskega sektorja in telekomunikacij. Spremljala naj bi jo reforma javnega sektorja, ki bi spremenila predvsem plače in pogoje dela javnih uslužbencev. Na socialnem področju je bila predvidena omejitev različnih ugodnosti, ukinitve možnosti zgodnje upokojitve za določene skupine in združitve neskladnih pokojninskih shem. Cilj zmanjševanja socialnih razlik naj bi bil uresničen tudi s poudarkom na doseganju pravičnejšega, bolj enakomerno razporejenega lastništva obdelovalnih površin na podeželju. V celoti naj bi se spremenil davčni in proračunski režim zvezne vlade, ki bi vključeval razširitev davčne baze, eden najpomembnejših delov davčne reforme pa bi bilo zmanjšanje prenosa zveznih sredstev na državno in občinsko raven (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 186).

Iz povedanega je opaziti veliko zagnanost in optimizem novega predsednika. V naslednjih letih se je izkazalo, da je bilo zadnjega preveč, prvo pa se je preusmerilo v druge, za državo precej neugodne, teme. Povzamemo lahko, da je bil izmed vseh področij uspeh dosežen samo v napovedani liberalizaciji. Izostajanje napredka v praktično vseh drugih predvolilnih obljubah, ki bodisi niso dobile podpore v parlamentu bodisi do njega sploh niso prišle, je vodilo v kopičenje makroekonomskih problemov (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 186–187).

Za posebno težko nalogo se je izkazalo prizadevanje vlade, da bi izvajala učinkovit nadzor nad proračunskim primanjkljajem. Ustavno določene obveznosti zvezne vlade do zveznih držav in lokalnih skupnosti so pri tem predstavljale največjo oviro. Počasen napredek pri uresničevanju reforme javne uprave in sistema socialne varnosti je pomenil, da breme držav in lokalnih skupnosti ni moglo biti olajšano z drugimi vzvodi. Vse to je vodilo v

³⁴ Visoka inflacija je bila ena od največjih težav, ki jih je Braziliji zapustil vojaški režim. Naglo je začela naraščati po dolžniški krizi leta 1982. Od takrat pa do uvedbe Plana Real je država poskušala s podobnimi načrti, med njimi naj omenimo t.i. Cruzado Plan leta 1986 in t.i. Collor Plan leta 1990, ustaviti, v najbolj kritični točki, marca 1990, skoraj 5.000% letno stopnjo inflacije. Uspehi obeh omenjenih načrtov so bili zelo kratkotrajni in pred uvedbo Plana Real je inflacija ponovno dosegala skoraj 2.500% letno stopnjo.

kopičenje notranjih in zunanjih primanjkljajev, kar je leta 1997, leto vzhodnoazijske krize, povzročilo resne skrbi mednarodnim investitorjem. Pojavilo se je vprašanje, ali se bo vladi uspelo izogniti devalvaciji reala. Pri vsem tem je zanimivo, da se je vlada v istem letu ukvarjala še z eno zadevo, in sicer z zagotavljanjem parlamentarne podpore za ustavno spremembo, po kateri bi predsednik lahko ponovil svoj mandat. To ji je julija 1997 tudi uspelo, vprašanje pa je, kakšna je bila cena, ki jo je Cardoso³⁵ plačala drugim koalicijskim strankam (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 187).

Zaskrbljenost mednarodnih finančnih trgov in s tem nujnost napredka pri obljubljeni strukturni reformi je v začetku leta 1998 le spodbudila parlament, da je sprejel, čeprav šele po dopolnilih, nujno potrebno zakonodajo na področju socialnega varstva in javne uprave. Uspeh vlade ob sprejetju reform je napovedoval velike možnosti za Cardoso³⁶ drugi mandat po volitvah, predvidenih oktobra. Hitro pa se je izkazalo, da je vse to prišlo nekoliko prepozno in ob, na žalost, zelo neugodnem času. Leto 1997 je bilo zaznamovano z vzhodnoazijsko krizo, avgusta 1998 pa je prišlo do razglasitve moratorija na odplačevanje notranjega dolga v Rusiji. Obe krizi sta pokazali na veliko ranljivost brazilskega gospodarstva navzven in navznoter. Kljub recesiji, v katero je zapadla država v drugi polovici 1998, je Cardoso z intenzivno kampanjo v zadnjem hipu in z zatrjevanjem o tehnični usposobljenosti svoje ekipe na ekonomskem področju postal prvi brazilski predsednik, ki je bil izvoljen³⁶ drugič zapored. Pozitiven odziv na njegovo ponovno izvolitev tako zunaj kot znotraj države ni pomagal pri polzenju države v vse resnejšo krizo. Neuspeh vlade pri iskanju podpore za njeno davčno reformo, ki bi spremenila področje pokojninskih prispevkov javnih uslužbencev, je situacijo dokončno zaostril (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 187).

To je pomenilo kršenje ciljev "zategovanja pasu", ki si jih je vlada zadala novembra 1998 ob sklenitvi sporazuma z Mednarodnim denarnim skladom (MDS) za 41 milijard ameriških dolarjev. Vladi je ostalo le še reševanje z monetarnimi vzvodi. Omenjene težave so vodile v množično odtekanje tujega kapitala iz države. Dodatno pa ga je spodbudila tudi razglasitev moratorija zvezne države Minas Gerais na odplačevanje dolga zvezni vladi, kar je povzročilo strahove pred enakim ravnanjem drugih opozicijskih visoko zadolženih zveznih držav. Sledilo je dvigovanje vse večjih vsot s centralne banke, kar je vodilo v nevarno zmanjševanje mednarodnih deviznih rezerv in 13. januarja 1999 pripeljalo vlado v situacijo, ko je bila prisiljena ukiniti vezavo reala na ameriški dolar. Pričakovanja o katastrofi v smislu

³⁵ PSDB – Partido da Social Democracia Brasileira

³⁶ Volitve so potekale 4. oktobra in so Cardoso prinesle 53,1% glasov že v prvem krogu. Sledil pa mu je spet Luiz Inácio (Lula) da Silva s 31,7%.

velike recesije, povečane inflacije in nestabilnosti tečaja se k sreči v Braziliji po devalvaciji niso uresničila. BDP je leta 1999 celo narasel za 0,8%, gospodarstvo pa je napredovalo ob 4,5% letni stopnji tudi naslednje leto. Inflacija je znašala 4,9% in 7,1% v letu devalvacije in po njem, tečaj pa se je po krizi ustavil tik pod dvema realoma za dolar (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 187).

Razloge za takšno pozitivno presenečenje je iskati na več mestih. Najprej gre omeniti zamenjavo vrha centralne banke, ki je končal obdobje intenzivne monetarne politike; potem je pomembno dejstvo, da je uvoz predstavljal le 10% BDP-ja, da je bila država v recesiji že pred devalvacijo; da se je le dva meseca pred njo z MDS-jem dogovorila o znatnem paketu³⁷ pomoči; in nenazadnje, da mednarodni finančni trgi niso zagnali tako velike panike, kot jo je bilo pričakovati. Po drugi strani pa je bila kriza velik vir pritiska na delovanje parlamenta in orodje v rokah vlade, ki je morala skozenj spraviti pomembno zakonodajo, ki bi v obliki davčne in strukturne reforme posegla v korenine brazilskih ekonomskih težav (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 191). Krizi je tako novembra 1999 dejansko sledilo sprejetje t.i. Fator Previdenciária³⁸ in še pol leta kasneje zakona³⁹ o davčni odgovornosti. Kljub nekaterim uspehom pa Cardosovi vladi ni uspelo dobiti podpore za potrebno vseobsegajočo prenovo davčnega sistema (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 187).

Leta, ki so sledila krizi, so zaznamovali predvsem številni korupcijski škandali, v katere so bili vključeni uradniki in politiki tako rekoč z vseh ravni oblasti, od županov in poslancev do sodnikov. Ustanovljene so bile številne parlamentarne komisije, ki so po pravilu odkrивale nepravilnosti in poneverbe⁴⁰ visokih vsot, ki so se znašle v rokah, v katere niso bile nikoli uradno namenjene. Sledili so odstopi in odstavitve s položajev, tudi na ministrski ravni. Kombinacija politične krize, izzvane s škandali, in poslabšanja ekonomske situacije, spodbujene s krizo v Argentini, je pomenila vse prej kot pozitivne obete vladajoče koalicije

³⁷ Pri paketu pomoči s strani MDS-ja je treba omeniti, da je bil ta v brazilskem primeru pripravljen pristati na precej bolj prožne pogoje, kar je bila predvsem posledica lekcije, ki se je je naučil iz vzhodnoazijske krize.

³⁸ Fator Previdenciário je vzpostavil večjo usklajenost med prispevki za socialno varnost in izplačevanjem pokojnin v privatnem sektorju.

³⁹ Omenjeni zakon je predpisal strožja pravila glede državnih in občinskih proračunov. Za prekomerno zapravljanje je predvideval zelo stroge kazni.

⁴⁰ Naj konkretno omenimo dva odmevnejša med številnimi primeri: vpletenost sodnika, senatorja in nekdanjega svetovalca predsednika v načrt, kako poneveriti 170 milijonov realov, namenjenih za izgradnjo nove stavbe sodišča, in nepojasnjeno izginotje 4 milijard realov iz razvojnih agencij za amazonsko in severovzhodno regijo, v kar sta bila vpletena tudi minister za nacionalno integracijo in guvernerka Maranhãa ter kandidatka za predsednico Roseana Sarney.

na predsedniških volitvah, predvidenih za oktober 2002 (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 188).

Zmago na volitvah je v drugem krogu⁴¹ vendarle slavil voditelj opozicijske stranke na levici, Delavske stranke (Partido dos Trabalhadores, PT), Luiz Inácio (Lula) da Silva. Njegovo izvolitev je na tujem spremljala velika zaskrbljenost. Predsednikovo ozadje in pretekla politična kariera sta kazali na borca za pravice in socialni položaj najrevnejših prebivalcev obrobij mest in kmetov brez lastne posesti. V mesecih pred volitvami je Cardosoova predvolilna kampanja zunaj in znotraj podpihovala strah pred obeti da Silvove zmage, ki so vzbudili dvome v sposobnost države, da bi obvladala svoj visoki dolg. Skrbi, da bi država lahko sledila svoji južni sosedu, so vodile v depreciacijo reala, zmanjševanje mednarodnih denarnih rezerv in končno v alarmantne ocene državnega tveganja (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 188–189).

Predvidevanjem in napovedim je sledilo presenečenje, predsednik je presenetil celo lastne vrste. Ekonomisti v njegovi vladi so se brez zadržkov zavzeli za brezkompromisno varčevanje in s tem poželi veliko odobravanje v MDS-ju in na mednarodnih finančnih trgih. Vlada si je za prvo nalogo zadala spremeniti sistem socialnega varstva, ki je bil nagnjen k ustvarjanju velikega primanjkljaja. Predlogi socialne in davčne reforme so vsebovali ostre varčevalne ukrepe, za velik del levo usmerjene predsednikove stranke veliko preostre in celo krivoverne v primerjavi s stališči stranke v zadnjih dvajsetih letih. Reforma bi tako posegla zlasti v določene ugodnosti javnih uslužbencev, še bolj pa v pravila njihove upokojitve in nenazadnje v višino pokojnine. Predvideno je bilo tudi njeno obdavčenje in zmanjšanje v določenih posebnih primerih. Kljub kontroverznosti je da Silvi uspelo pridobiti dovolj parlamentarne podpore za oba sklopa reform, za socialno šele s podporo opozicijskih poslancev (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 189).

Optimističnemu in zagnanemu začetku nove vlade, ki si je uspela zagotoviti dovolj visoko podporo, tudi s številnimi poslanci izven koalicije, za svoj ambiciozen program, je po dveh letih sledila vrsta neuspehov. Zataknilo se je pri uresničevanju reforme socialnega varstva, del katere je ustavno sodišče razglasilo za neustavno, prišlo je do nesoglasij v oslabljeni koaliciji, čemur so sledili odstopi treh ministrov, leta 2005 pa je izbruhnila za predsednika zelo obremenjujoča afera, saj naj bi bila njegova stranka vpletena v shemo kupovanja glasov v parlamentu (Kingstone 2007). Aferi je sledilo televizijsko opravičilo predsednika, ki naj ne bi vedel za dogajanja v stranki, in, kot se je izkazalo leto dni kasneje

⁴¹ V drugi krog volitev sta se uvrstila voditelj opozicijske delavske stranke Luiz Inácio (Lula) da Silva, ki je to pot kandidiral že četrtič zapored, in kandidat Cardosoove stranke José Serra. Da Silva je drugič prejel kar 61,3% veljavnih glasov.

na volitvah 2006, mu je v drugem krogu vseeno ponovno uspelo pridobiti zaupanje več kot 60% brazilskih (BBC News 2006a).

Po ponovni prepričljivi zmagi je novi stari predsednik prišel na dan z novim paketom ekonomskih reform, katerih namen je bil zlasti v zmanjšanju davkov in spodbujanju javnih naložb. Vprašanje pa je, ali se bo na ta način vzdrževala dovolj visoka gospodarska rast, ki bo nudila nova delovna mesta, kar bo skupaj z zmanjševanjem dolžniškega bremena največji izziv vladi v novem mandatu. Slednje je posredno izpostavljeno ves čas naše obravnave gospodarske situacije v državi. Nezdostni ukrepi in napredek pri uresničevanju težko doseženih davčnih in socialnih reform vodijo v vse večji in vse težje obvladljiv dolg. Plan Real je, kljub žalostnemu koncu leta 1999, sicer res odpravil eno največjih ovir brazilskemu razvoju, inflacijo, vendar pa je v neugodnem ozračju domačih političnih afer in številnih kriz na mednarodnih finančnih trgih pustil in celo okrepil dolžniško obremenitev države, s krajšimi vmesnimi olajšanji v začetku in ob koncu osemdesetih let.

4.3 Venezuela

Tudi v Venezueli so se, tako kot že v prejšnjih dveh primerih, državljani soočili s pomembnimi spremembami, ki so zajele državo ob začetku devetdesetih let prejšnjega stoletja. Leta 1992 sta državo pretresla dva neuspela poskusa državnega udara, ki ju je izpeljalo gibanje za bolivarsko revolucijo (Movimiento Bolivariano Revolucionario 200 – MBR-200) mladega podpolkovnika Huga Cháveza Fríasa. Kljub temu, da državni udar ni uspel, je pošteno zamajal vlado predsednika Carlosa Andrésa Péreza Rodrígueza, ki ga je kongres maja 1993 na podlagi sumov korupcije odstavil s položaja. Za december istega leta so bile razpisane volitve, ki so naredile konec 36-letni politični tradiciji⁴² izmenjevanja dveh najpomembnejših strank na oblasti (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 865).

Takšna tradicija je sicer državi pred skoraj štirimi desetletji prinesla zeleno politično stabilnost in mir, vendar pa je hkrati ustvarila cel kup negativnih posledic. Stranki sta se v teh

⁴² Leta 1957 je bila med socialdemokratsko stranko Demokratične akcije (Acción Democrática – AD) in krščansko stranko Neodvisni odbor za politično in volilno organiziranje (Comité de Organización Política Electoral Independiente – COPEI) sklenjena Pogodba iz Punta Fija, kjer sta prej tekmujoči stranki sklenili politično zaveznitvo, ki je med drugim vključevalo dogovor o delitvi položajev v vladi in zavezo k spoštovanju rezultata demokratičnih volitev. Do soglasja med sicer nasprotujočima si strankama je prišlo v želji po dokončnem izkoreninjenju več kot stoletje trajajočega avtokratičnega vladanja bogate politične elite in v zadnjem desetletju tudi vojske (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 864).

letih globoko usidrali na oblasti in razširili mrežo svojih ljudi na vseh pomembnih političnih položajih, v interesu katerih je bil obstanek takšnega sistema. Podporo si je zlahka zagotovil v šestdesetih in sedemdesetih letih, saj so bila to leta visoke gospodarske rasti in izobilja, ki so ga omogočile visoke cene⁴³ nafte. Z odkritjem velikih zalog nafte ob koncu 19. stoletja je postalo venezuelsko gospodarsko kronično odvisno od gibanja cen tega tako pomembnega energetskega vira. Danes so zaloge ocenjene na 87,04 milijard sodčkov in Venezuelo v svetovnem merilu uvrščajo na šesto mesto (OPEC 2007). Problemi so se začeli kopičiti v začetku osemdesetih let, ko je cena nafte padla, z njo pa tudi prihodki države, posledica česar je bilo povečevanje in težje obvladovanje dolžniškega bremena ter vse večje nezadovoljstvo s sistemom, zaznamovanim s korupcijo in klientelizmom, ki sta se razbohotila v tem obdobju (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 864–865).

Ravno zaradi zadnjih atributov sistema je trajalo skoraj desetletje in pol, da je do dejanskih sprememb v oblastni strukturi leta 1994 tudi prišlo. Zmaga Rafaela Caldere Rodrígueza na volitvah konec leta 1993 je pomenila, da predsedniškega mesta prvič po letu 1958 ne bo zasedla nobena od strank AD in COPEI. Stranki sta sicer še vedno ostali pomembni politični sili v kongresu, kjer sta obdržali večino sedežev, vendar je bil to prvi korak, ki je naznanil konec njune politične premoči. Caldera je zmagal s programom nasprotovanja moči strank in neoliberalnih gospodarskih reform. Na žalost pa se je že v prvem mesecu svojega predsedovanja soočil z resno krizo v venezuelskem bančnem sektorju, ki se je začela s sesutjem druge največje komercialne banke v državi. Vlada je morala posredovati še v petnajst drugih bankah in finančnih institucijah, ki so se soočale z likvidnostnimi težavami. Vse to je prispevalo k poglobljanju širše gospodarske krize, ki jo je država najprej poskušala reševati s fiksiranjem tečaja domače valute in cenovnimi kontrolami, a se je morala kmalu vdati pritisku vse večjih težav in odstopiti od svojih predvolilnih obljub. Julija 1996 je vlada z MDS-jem sklenila t.i. stand-by aranžma v višini 1,4 milijarde ameriških dolarjev, ki je predvidel vrsto gospodarskih in strukturnih reform pod imenom Agenda Venezuela. Državljanji so svoje nezadovoljstvo s programom izrazili na ulicah, vlada pa je morala za njegovo podporo v parlamentu sklepati kompromise z neprijateljnimi AD-jem in sindikatom (Confederación de Trabajadores de Venezuela – CTV) pod njegovim okriljem (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 865).

Leto 1997 je s povišanjem cen nafte dovolilo, da so se reforme nekoliko pozabile, vendar

⁴³ Cene nafte so narasle po arabskem naftnem embargu leta 1973, kar je sovpadlo z nacionalizacijo naftne industrije (leta 1976 so se iztekle še zadnje koncesije privatnega sektorja) v Venezueli in je po nekaterih ocenah povečalo prihodke državne blagajne celo za 170%. (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 865)

pa je zato naslednje volilno leto postreglo s toliko večjimi težavami, ko je bil potreben poseg v državne izdatke, ki so se morali zmanjšati za šest milijard ameriških dolarjev. Volitve decembra 1998 so soočile dva popolnoma nasprotujoča si vodilna kandidata, za katerima so stale nove, neobremenjene politične stranke. To sta bila Henrique Salas Römer, ki ga je podpirala njegova lastna stranka Projekt Venezuela (Proyecto Venezuela – PRVZL) in Hugo Chávez Frías, na strani katerega je bilo zavezništvo strank Patriotski pol⁴⁴ (Polo Patriótico – PP). Prvi je zagovarjal neoliberalne reforme in širšo regionalno avtonomijo, medtem ko je drugi takšnim reformam ostro nasprotoval z zavzemanjem za bolivarsko⁴⁵ revolucijo, ki bi spremenila ustavo in institucionalno ureditev. S svojo populistično in nacionalistično držo, z nasprotovanjem trenutni vladi in njeni ekonomski politiki ter starim političnim strankam iz obdobja t.i. puntofijizma si je pridobil veliko podporo nepriviligiranih skupin prebivalstva (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 866).

Ob vse bolj očitni Chávezovi priljubljenosti je tik pred volitvami Salas Römer dobil tudi podporo AD-ja in COPEI-ja, ki sta umaknili podporo svojima kandidatom in z manevriranjem na vsak način poskušali onemogočiti Cháveza. Volitve so pokazale, da takšna podpora v zadnjem hipu ni prav nič pomagala in je bila zaradi diskreditiranosti omenjenih strank celo škodljiva, saj je Chávez zmagal s prepričljivim rezultatom 56,2% veljavnih glasov proti 40%. Chávezov Patriotski pol se je za najuspešnejšega izkazal tudi na parlamentarnih volitvah, saj je dobil tretjino veljavnih glasov tako v senatu kot v poslanski zbornici (International Republican Institute 1999).

Leto po volitvah je bilo zaznamovano zlasti s Chávezovo obljubo po spremembi ustavne ureditve. Aprila so se državljani na plebiscitu z 81,5% glasov odločili, da bodo julija izvolili 131-člansko ustavodajno skupščino, ki je pripravljala nov predlog ustave od avgusta do decembra, ko je bil ta z 71% glasov na še enem referendumu tudi potrjen. V ustavodajni skupščini je po odločitvi AD-ja in COPEI-ja, da ne sodelujeta na volitvah vanjo, kar 121 sedežev zasedla Chávezova koalicija. Glavne spremembe, ki jih je uvajala nova ustava, so precej radikalno posegle v ureditev in zajemajo naslednje točke:

- uvedba enkrat obnovljivega šestletnega predsedniškega mandata (nadomestil je prejšnji

⁴⁴ Patriotski pol so sestavljale stranke Gibanje za peto republiko (Movimiento V República – MVR), ki ga je leta 1997 ustanovil sam Chávez, Domovina za vse (Patria Para Todos – PPT), frakcija ene prvih močnejših opozicijskih strank še iz časa t.i. puntofijizma Radikalni cilj (La Causa Radical – La Causa R), Gibanje k socializmu (Movimiento al Socialismo – MAS) in Komunistična partija (str. 866).

⁴⁵ Z izrazom bolivarska revolucija se je Chávez skliceval na junaka latinskoameriških osamosvojitvenih gibanj Simóna Bolívarja v začetku 19. stoletja. Bolívar si je na načelih socialne pravičnosti prizadeval za regionalno povezovanje kot protiutež vse močnejšim Združenim državam Amerike (str. 868).

neponovljivi petletni mandat),

- zamenjava dvodomnega Kongresa s 165-člansko Narodno skupščino,
- uvedba položaja podpredsednika republike,
- sprememba uradnega imena države v Bolivarsko republiko Venezuelo,
- poudarek na sodelovanju državljanov pri vladanju, del česar je možnost sklica t.i. referendumu o odpoklicu,
- ustanovitev Moralnega republikanskega sveta (varovanje ustave) in Nacionalnega volilnega sveta (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 866).

Sprejetju ustave konec leta 1999 so sledile priprave na nove volitve, kjer naj bi se po novi ustavni ureditvi izvolili tako stari kot novi položaji. V maju 2000 so bile predvidene t.i. "mega-volitve", saj naj bi bilo na njih izvoljenih prek 6.000 položajev na vseh ravneh, vendar so se kasneje po pritožbi opozicije, da gre za prezahteven tehnični podvig, le razdelile na dva dela. Pred volitvami je delo parlamenta začasno prevzel t.i. 21-članski congreso (mini-kongres), ki je hitro zapolnil številne novoustanovljene položaje z ljudmi, bolj ali manj tesno povezanimi s Chávezovo stranko MVR (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 866). Ta je sicer takšne poteze upravičevala s trditvami, da je država v obdobju velikih sprememb, a so vseeno vzbudile sum o avtoritarnih nagibih nove oblasti in pripomogle k oblikovanju številnih protivladnih skupin. Volitve predsednika konec julija 2000 niso poenotile opozicije, AD in COPEI sta se odločili, da ne predstavita lastnih kandidatov, kar je pomenilo, da je preostali dokaj nepovezani del večinoma levo usmerjenih opozicijskih strank podprl edinega resnega izzivalca Cháveza, Francisca Aria Cárdenasa, ki je bil leta 1992 tudi sovoditelj vojaškega puča in tako Chávezov kolega, dokler se ob vse večjih očitkih o predsednikovih avtoritarnih nagibih nista dokončno razšla.

Volitve so kljub nezavidljivi gospodarski situaciji recesije ob padcu cen nafte v letu 1999 in kljub velikemu odlivu kapitala iz države prinesle veliko večino veljavnih glasov (59,7%) trenutnemu predsedniku Chávezu. Njegov blok strank je hkrati v novi narodni skupščini dosegel tripetinsko večino in si s tem zagotovil dovolj glasov za številna pomembna nova imenovanja in za uspešno uveljavljanje svojega predvidenega programa. Delo skupščine se je tako začelo s precej kontroverzno potezo, ki je predsedniku v obdobju od novembra 2000 do istega meseca v naslednjem letu podelila pristojnost vladanja z dekreti na precej širokem področju (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 867).

Naslednje leto in pol po Chávezovi ponovni izvolitvi so se postopoma zaostrovale politične napetosti v državi, ko so si na ulicah drug proti drugemu zrlí Chávezovi nasprotniki in zavezniki. K temu je veliko prispeval zbir zakonov, ki jih je predsednik z dekreti uvedel

novembra 2001. Vsebovali so spremembe na več področjih, med katerimi so najpomembnejši gotovo šolstvo, kmetijstvo, organiziranost sindikatov in naftna industrija. S tem si je vlada nakopala nasprotovanje številnih skupin, katerih interesi so bili s spremembami prizadeti, od učiteljev, katoliške cerkve in veleposestnikov do delavcev. Prizadete skupine so Chávezovim vladnim reformam najpogosteje očitale njihovo avtoritarno naravo. Predsednikov ostri ton do nasprotnikov in nepripravljenost na kakršnakoli pogajanja glede uzakonjenih dekretov sta vodila v krhanje njegove lastne koalicije in v zmanjšanje njene moči v skupščini, a je s svojo odločnostjo vlada še okrepila podporo med najrevnejšimi sloji prebivalstva. Na ulicah se je krepilo nasilje v vse pogostejših navzkrižnih demonstracijah. Opozicija, v katero so bile povezane politične stranke, sindikat CTV in Fedecámaras,⁴⁶ je decembra 2001 in januarja naslednje leto organizirala prvi splošni stavki. Tretjič, 11. aprila 2002, so opozicijski pritiski dosegli vrhunec, Chávezovi privrženci so se pred predsedniško palačo spopadli z demonstranti, kar je še isti dan privedlo do državnega udara (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 868).

Ob novici, da je predsednik varnostnim silam ukazal streljati na demonstrante, je vrhovni poveljnik vojske general Lucas Rincón Romero naznanil, da je predsednik odstopil in bil takoj nato aretiran skupaj z ostalimi pomembnimi člani vlade. Oblast je prevzela začasna vojaška hunta, na čelu katere je bil predsednik Fedecámaras Pedro Carmona. Ko pa je hunta hitro imenovala kabinet, sestavljen iz desno usmerjenih ekonomistov, razpustila demokratično izvoljeno narodno skupščino in regionalne skupščine ter ukinila ustavo, so tako vojska kot sindikati umaknili podporo novi vladi. Naslednji dan, 13. aprila, sta sledila upor v predsedniški gardi in množične demonstracije, ki so zahtevale vrnitev demokratično izvoljenega predsednika, kar se je naslednji dan tudi res zgodilo (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 868).

Ob ponovnem prevzemu oblasti je Chávez zanikal, da bi kdaj odstopil in hkrati obljubil, da si bo prizadeval za doseganje večjega konsenza in pomiritev političnih napetosti v družbi. Prvi ukrep, ki je kazal na iskrenost predsednikovih namer, je bila ustanovitev številnih odborov za promocijo nacionalnega dialoga, med naslednje spravne poteze pa je spadala tudi vrnitev odstranjenih managerjev državne naftne družbe Petróleos de Venezuela, SA (PDVSA) in zamenjava določenih ministrov. Kljub dobrim nameram in ukrepom predsedniku ni uspelo zmanjšati družbene razdvojenosti. Opozicija je celo ustanovila organizacijo Coordinadora Democrática – CD, da bi povezala vse skupine, ki so nasprotovale Chávezu (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 868).

⁴⁶ Fedecámaras je kratica za Federación Venezolana de Cámaras y Asociaciones de Comercio y Producción in je organizacija, ki predstavlja interese gospodarstva. Gre pravzaprav za gospodarsko zbornico.

Septembra 2002 se je v mediacijo vključila mednarodna skupnost, in sicer v obliki t.i. skupine treh, ki so jo sestavljali Carterjev center, Organizacija ameriških držav in Program Združenih narodov za razvoj. Kljub dodatnemu naporu, ki je bil vložen v pomiritev družbenih napetosti, je napredek v zelo težkih okoliščinah⁴⁷ izostajal, kar se je najbolj nazorno ponovno pokazalo novembra 2002, ko je opozicija z zahtevo po Chávezovem odstopu organizirala splošno stavko do preklica. Ta je dejansko trajala do februarja 2003 in je državi naredila ogromno gospodarsko škodo. Vlada je beležila izpad 6 milijard ameriških dolarjev v dohodku od izvoza nafte, ki jo je bila prisiljena celo uvažati. Januarja 2003 je v mediacijo vstopila tudi skupina šestih držav, imenovana Prijatelji Venezuele⁴⁸. V času stavke sta obe skupini zunanjih mediatorjev močno pritisnili na obe strani, kar je maja 2003 vendarle prineslo dogovor, da se po tem, ko preteče pol Chávezovega mandata (avgusta 2003) skliče t.i. referendum o odpoklicu, kot ga je predvidela nova ustava. To pa je glede na določila ustave o tem referendumu za opozicijo pomenilo še zelo dolgo pot do Chávezove odstranitve (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 868).

Konec stavke in sklenitev za opozicijo ne ravno ugodnega dogovora je okrepilo vlado, ki je zaradi sodelovanja v stavki odpustila 18.000 od 33.000 zaposlenih v državni naftni družbi PDVSA. Kljub temu je po stavki ponovni zagon proizvodnje nafte uspešno stekel. Hkrati pa so se začele težavne priprave na referendum. Opozicija je mrzlično zbirala podpise, da bi jih čimprej zbrala preko 2,4 milijona, kar predstavlja 20% vseh volivcev, kolikor jih je bilo po ustavi potrebno, da bi se referendum sploh razpisal. Odpoklic predsednika pa bi uspel šele, ko bi ga na referendumu podprl večji delež volivcev, kot ga je podprl na zadnjih predsedniških volitvah leta 2000. V našem primeru je govora o 59,7% veljavnih glasov. Ob tem gre seveda opozoriti, da odpoklic pomeni le, da se trenutnemu predsedniku konča mandat in so v naslednjih 30 dneh razpisane nove volitve, kjer bi bilo možno, da bi po razsodbi sodišča, ki bi moralo še odločati o ustavnosti njegove ponovne kandidature, stari predsednik kandidiral in ponovno zmagal. Po zapletih glede veljavnosti prekmalu zbranih podpisov je Nacionalni volilni svet junija 2004 le potrdil, da jih je prejel dovolj, in referendum je bil razpisan 15. avgusta 2004 (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 868).

V ozračju velike družbene razdvojenosti so na ta dan volivci ob visoki 70-odstotni volilni udeležbi Chávezu z 59% veljavnih glasov potrdili predsedniški mandat, ki se je začel julija 2000. Kljub poročilom številnih neodvisnih opazovalcev o verodostojnosti in veljavnosti

⁴⁷ Delo skupine treh je najbolj oteževalo dejstvo, da je bila opozicija globoko razklana, s skrajnim delom, ki je zahteval Chávezov odstop za vsako ceno, in z zmernim, ki si je prizadeval za t.i. referendum o odpoklicu, uveden z novo ustavo.

⁴⁸ Skupino so sestavljale naslednje države: ZDA, Brazilija, Mehika, Čile, Španija in Portugalska.

referenduma, čeprav z opozorili o precejšnji površnosti pri izvedbi, je opozicija takoj prišla na dan s številnimi obtožbami o goljufiji in na vrhovno sodišče vložila pritožbo z zahtevo po razveljavitvi. Referendum tako ni veliko prispeval k razrešitvi politične in družbene krize v državi (Carter Center 2005). V mesecih, ki so sledili referendumu, so se s strani opozicije nadaljevale ostre obtožbe o avtoritarnih nagibih⁴⁹ Chávezove vlade (US Embassy in Caracas 2008).

Gospodarska situacija se je po končanem obdobju največjih političnih napetosti od konca 2001 do začetka 2003 začela postopoma izboljševati. Veliko rast, ki je leta 2004 dosegla celo 18,3 odstotka, je bilo po trimesečni stavki normalno pričakovati. Dvomestno rast pa je venezuelsko gospodarstvo dosegalo tudi naslednji dve leti. To bi bil seveda velik dosežek za latinsko-ameriško državo, vendar je v primeru Venezuele prvotni razlog za takšen rezultat nafta. Njene cene so v teh letih vztrajno rasle (Weisbrot in Sandoval 2007: 7).

Visoki prihodki od nafte so vladi omogočili uresničevanje njenih temeljnih ciljev na področju socialne politike, ki jih je predsednik povzel v frazi "socializem za 21. stoletje". Poraba na socialnem področju se je v času od Chávezovega prevzema oblasti do danes, če upoštevamo tudi prispevek državne naftne družbe, skoraj potrojila. Država je sredstva porabila za organizacijo številnih misij, ki so bile ustanovljene na področju zdravstvenega varstva, subvencioniranja prehrane in izobraževanja. Pri ocenjevanju uspešnosti takšnih programov so mnenja deljena, dejstvo pa je, da se je po krizi v letih 2002/03 merjena⁵⁰ stopnja revščine znižala tudi precej pod raven pred Chávezovim prevzemom oblasti (Weisbrot in Sandoval 2007: 9–11).

Na vprašanje o vzdržljivosti takšnega razvoja v Venezueli ima večina analitikov pripravljen odgovor, ki se je v tej državi že nekajkrat izkazal za resničnega. Gospodarska rast na račun visokih cen nafte, ki gre z roko v roki z neprevidnim in prevelikim zapravljanjem države, je prej ali slej obsojena na bankrot. Tokrat se s takšnim posploševanjem ne strinjajo vsi. Ob podrobnejšem pregledu najpomembnejših makroekonomskih kazalcev trdijo, da Venezuela tokrat lahko brez večjih težav vzdrži padec cen nafte. Prvič država v tokratni ekspanziji zapravlja manj in bolj previdno s podcenjenimi proračunskimi napovedmi cene nafte, nato sta tu velik plus tekočega dela plačilne bilance in velike mednarodne denarne

⁴⁹ Med najodmevnejše spadajo obtožbe, da je vlada seznam podpisnikov peticije za referendum o odpoklicu uporabila za maščevanje, tako da je podpisnike odpuščala iz vladnih služb, jim zavračala storitve, kot so izdaja potnega lista in osebne izkaznice, in jim onemogočala novo zaposlitev. Leta 2006 je bila s strani opozicije na to temo vložena tudi zahteva o presoji zadeve na Medameriški komisiji za človekove pravice.

⁵⁰ Nekateri viri trdijo, da je dejanski napredek pri lajšanju revščine še večji od izmerjenega, saj zaradi narave izboljšav na področju zdravstvenega varstva in izobraževanja teh ni mogoče ovrednotiti.

rezerve, ki znašajo 14 odstotkov BDP-ja, kar je tako rekoč izenačeno z njenim celotnim javnim zunanjim dolgom. Tudi ob vprašanju zaskrbljujočega povečevanja inflacije v zadnjem letu in še bolj problematične dolgoročne precenjenosti domače valute, ki najbolj prispeva h ključnemu strukturnemu problemu Venezuele, preveliki odvisnosti od nafte, je odgovor v "ugodnem" plačilno-bilančnem položaju države, ki ji daje veliko fleksibilnost pri spopadanju s tovrstnimi problemi (Weisbrot in Sandoval 2007: 14–19).

Ne glede na dilemo o tem, kako se bo trenutna s strani države spodbujena ekspanzija iztekla, je Hugo Chávez na predsedniških volitvah decembra 2006 s skoraj 63 odstotki glasov dobil jasno podporo za uveljavitev svojih načrtov (BBC News 2006b). Leto 2007 je tako do sedaj že uresničilo številne pomembne obljube. Nacionalizirani so bili še preostali projekti črpanja nafte in odkrivanja novih kapacitet v obetajočem pasu reke Orinoko, sledila je nacionalizacija najpomembnejše venezuelske telekomunikacijske družbe (Compañía Anónima Nacional de Teléfonos de Venezuela – CANTV), na vidiku pa so tudi banke (BBC News 2008). Poleg nacionalizacij pa je predsednik predlagal spremembo ustave, ki bi omogočila uresničevanje njegovih naslednjih drznih podvigov. Med bolj kontroverznimi predlaganimi spremembami so bile gotovo ukinitve omejitve le enkratne ponovne izvolitve predsednika, podaljšanje mandata in ukrepi za krepitev vloge države na gospodarskem področju (BBC News 2007b). Spremembe niso bile izglasovane (BBC News 2007a).

5. Metodologija

Pestrost opredelitev državnega tveganja in teoretičnih podlag zanj se mora na koncu nujno odraziti tudi v različnih metodoloških pristopih k njegovemu preučevanju, ki največkrat pomenijo kar njegovo merjenje. Operacionalizacija problema je tudi tu, tako kot pri vseh drugih problemih družboslovja, zelo zahtevna. Večplastnost koncepta vodi v boj med nasprotujočima metodološkima poloma, kvalitativno proti kvantitativno. Medtem ko politični in socialni elementi tveganja težko prenesejo poskuse privzemanja kvantitativne metode, jo preostali, največkrat prevladujoči ekonomsko-finančni pol zahteva. Poskus razvoja vseobsegajoče metodologije za merjenje državnega tveganja je tako vnaprej obsojen na kritike z ene ali iz druge strani. Pregled takšnih poskusov bo v nadaljevanju lepo pokazal težavnost iskanja najuspešnejše metodologije.

Zavedati se je treba, da v vse kompleksnejši strukturi finančnega sistema zavzema obvladovanje tveganja čedalje bolj pomembno vlogo. Finančne odločitve, ki jih sprejemajo tako gospodinjstva, podjetja kot tudi vlade in finančne institucije, slonijo na prizadevanjih po čim boljšem upravljanju s tveganjem. Potreb po razvijanju novih tehnik, kako meriti vpliv tveganja, kako ga proučiti in nadzorovati, tako ne bo zmanjkalo. Nasprotno, zahtevala se bodo nova in vse bolj kompleksna matematična in računalniška orodja, pritisk na to, kako razviti najbolj točno metodologijo, bo vse večji. Namen našega pregleda metodologij pa ne bo iskanje najtočnejšega modela s čim manj posplošitvami in približki, saj bi to zahtevalo znanje zelo kompliciranih metod verjetnosti in statistike, ki so šele v procesu razvijanja in pomenijo izziv zadnji tehnologiji na področju računalništva (Crouhy in drugi 2004: xiii). V tem delu želimo tako na obstoj takšne metodologije le opozoriti, posvetili pa se bomo tistim, ki so smiselni za obravnavo našega problema in obseg tega dela.

5.1 Pristop kreditnih »ratingov«

Tipična mešanica kvalitativnega in kvantitativnega pristopa je razvrščanje držav glede na njihovo privlačnost za tuje neposredne naložbe ali, bolj natančno, glede na njihovo kreditno sposobnost. Gre za tradicionalni, prevladujoči pristop k ocenjevanju državnega tveganja, ki države postavi v vlogo študentov, katerim je na podlagi njihovih sposobnosti in znanja podeljena določena ocena v naboru vnaprej določenih možnih ocen. Na tem pristopu temeljijo storitve, ki jih zainteresiranim vlagateljem ponujajo številne bonitetne agencije (angl. rating agencies). Med njimi sta najbolj znani gotovo Standard & Poor's in Moody's. Poleg teh so tu še različna podjetja specializirana za rangiranje tveganja kot je BERI ali PRS

in izvozne kreditne agencije kot so Coface, Exim-Bank ipd. Razlika med njimi je v tem, da se »rating agencije« osredotočajo na kreditno sposobnost, drugi dve skupini ponudnikov takšnih storitev pa bolj splošno ocenjujejo tveganje za potencialne naložbe. V tem smislu lahko pristop razdelimo na t.i. »globalni oz. kreditni rating držav« (Bouchet in drugi 2003: 79).

Glede na opredelitev državnega tveganja v tem diplomskem delu nas bo zanimala metodologija »kreditnega rangiranja držav«, katere namen je oceniti sposobnost in pripravljenost države, da spoštuje svoje finančne obveznosti do tujine. Državno tveganje se lahko nanaša na finančno situacijo oz. zadolženost podjetij, ki delujejo znotraj določene države ali pa samo na njeno vlado. V primeru, da ocenjujemo kreditno sposobnost vlade, govorimo pravzaprav o državnem tveganju, o čemer bo govora v tem delu.

Metodološka osnova tega pristopa je iskanje tistih kritičnih značilnosti države, naj bodo to ekonomske, socio-politične ali pa finančne, ki vplivajo na njeno sposobnost servisiranja dolga oz. drugih finančnih obveznosti do tujine.⁵¹ Ko so te značilnosti ugotovljene, se iz njih oblikuje spremenljivke, ki se jim določi obtežena vrednost glede na njihovo pomembnost. Končna ocena, ki je podeljena državi, je tako seštevek vrednosti posameznih spremenljivk in pove, kolikšna je verjetnost, da država preneha s plačevanjem svojih obveznosti tujini v primerjavi z drugimi ocenjenimi državami (Bouchet in drugi 2003: 101).

Ključni del tega metodološkega pristopa je torej v določanju elementov, ki vplivajo na to, ali bo država zmogla poravnati svoje obveznosti do tujine ali ne. Tu pa je tudi največji problem tega pristopa, saj je jasno določiti te elemente ob nejasni teoretični osnovi in opredelitvi tveganja zelo težko. Iz tega sledi, da je toliko metodologij rangiranja držav, kot je njihovih ocenjevalcev. Metode, kako oceniti tveganje, so torej zgolj empirične in temeljijo na vnaprej določenem arbitrarnem seznamu elementov, ki se jim pripisuje različna stopnja pomembnosti (Bouchet in drugi 2003: 79). Kljub temu, da se od ocenjevalca do ocenjevalca, kjer imamo v mislih zlasti »rating agencije«, način, kako oceniti posamezne dejavnike tveganja, kakšno težo jim pripisati in kako prevesti njihov vpliv v skupno oceno, lahko precej razlikuje, obstaja med njimi precejšnje soglasje, kaj tisti ključni dejavniki sploh so (Bouchet in drugi 2003: 109).

Bouchet in drugi (2003: 109) glavne elemente tveganja povzamejo v naslednji obliki. Tveganje v osnovi razdelijo na politično in socialno na eni strani in ekonomsko na drugi. Dejavniki prvega so politična učinkovitost, korupcija, politična nestabilnost, notranji nemiri ali konflikt, s čimer ocenjevalec preuči notranje politično prizorišče, zunanja politika pa se oceni glede na potencialni zunanji konflikt oz. tuje vmešavanje v državo. Ekonomsko tveganje pa se pogleda z vidika domače ekonomije, kamor spada raven ekonomske razvitosti,

⁵¹ Bonitetno oceno agencije pripravijo posebej za servisiranje obveznosti v tuji valuti in posebej v domači.

dohodek na prebivalca, gospodarska rast, delež naložb v bruto domačem produktu, inflacija, fiskalna in denarna politika ter stanje bančnega sistema in zunanjsega ravnovesja, kamor spadata zunanji dolg in plačilna bilanca. Prvo se oceni s pomočjo razmerja med dolgom in izvozom, breme servisiranja dolga, struktura dolga in zgodovina težav pri vračanju dolga, pri plačilni bilanci pa se pogleda tekoči račun v odnosu do bruto domačega produkta, pogoje menjave, rast stopnje izvoza, dostop do tujih kapitalskih trgov in mednarodni kapitalski tokovi (Bouchet in drugi 2003: 109–110).

Kljub uporabnosti in priljubljenosti »ratingov« v paleti metodoloških pristopov k ocenjevanju državnega tveganja je treba opozoriti, da so izpostavljeni številnim napakam, ki so vgrajene v sistem. Najpomembnejša med njimi je gotovo zanašanje na subjektivno presojo ocenjevalca, kateri dejavniki in kako močno bodo prispevali k spremembam v stopnji tveganja. Kar jasno nakazuje na vprašljivo izbiro dejavnikov in s tem učinkovitost oz. natančnost »ratingov«, so rezultati regresijskih analiz Cantorja in Packerja (1996) ter Monforta in Mulderja (2000), ki so preverjali, kakšno razlagalno moč imajo posamezni dejavniki na spremembo ocene tveganja. Izkazalo se je, da je osemdeset in več odstotno nihanje v vzorcu ocenjenih držav mogoče pojasniti s precej manj spremenljivkami, kot jih pri ocenjevanju uporabljajo »rating agencije« (Bouchet in drugi 2003: 105). Na dodatno problematičnost metodologije kažejo tudi pretekli dogodki oz. finančne krize, ki jih »ratingi« niso uspeli napovedati in še več, ocene tveganja so se tik pred njimi celo izboljšale (Bouchet in drugi 2003: 107). Temu je treba dodati, da »ratingi« večinoma uspejo ločiti med zelo varnimi in tveganimi državami, težave nastopijo pri tistih, ki so vmes, za katere pa bi investitorji »ratinge« najbolj potrebovali (Bouchet in drugi 2003: 110).

5.2 Pristopi k merjenju državnega tveganja z uporabo modelov verjetnosti prekinitve plačevanja obveznosti

Druga skupina metodoloških pristopov k ocenjevanju državnega tveganja vključujejo v osnovi kvantitativne metode, s katerimi se tveganje, da bi prišlo do prekinitve plačevanja obveznosti (angl. default), izmeri, ne več samo z oceno, ampak natančno s številko. Za to se uporabljajo različni ekonometrični in matematični modeli, s katerimi se poleg verjetnosti prekinitve plačevanja obveznosti, določijo tudi maksimalna raven dolga, volatilitnost in t.i. kreditna »value-at-risk« (VaR) (Bouchet in drugi 2003: 133). Pomembna razlika s prejšnjimi pristopi je tudi v tem, da gre pri vseh omenjenih metodah konkretno za ocenjevanje različnih instrumentov dolga, kot so npr. obveznice oz. portfelji in posojila tako držav kot podjetij, ki izdajajo dolg, in ne za ocenjevanje kreditne sposobnosti posameznih držav.

5.2.1 Model kreditne migracije

Model kreditne migracije bi lahko poimenovali tudi model verjetnosti prekinitve plačevanja obveznosti na osnovi preteklih podatkov. Osnovna ideja tega modela je torej poskus ocenjevanja verjetnosti prekinitve plačevanja obveznosti iz podatkov o preteklem neplačevanju dolgov in selitvah ocenjevanih instrumentov dolga na »rating« lestvici, kakršno uporabljajo »rating« agencije, omenjene v prejšnjem poglavju. Cilj modela na koncu pa je oceniti porazdelitev sprememb v vrednosti portfelja dolžniških instrumentov kot so obveznice in posojila v določenem časovnem obdobju, ki običajno traja eno leto. Gre za poskus analogije s tržnim⁵² VaR modelom, ki ga v tem primeru poimenujemo kreditni VaR in ocenjuje t.i. kreditno tveganje, tveganje, da bo sprememba v »ratingu« določenega dolžniškega instrumenta povzročila padec v njegovi neto sedanji vrednosti (Crouhy in drugi 2001: 319).

Preden ocenimo, ali je prevod tržnega na kreditni model sploh možen in kakšna je cena takšnega prevoda, naj si za lažjo predstavlo malo bližje pogledamo, kako model sploh deluje. V praksi je idejo kreditne migracije uporabila banka JP Morgan, ko je leta 1997 izdelala svojo lastno metodologijo za ocenjevanje državnega tveganja imenovano »CreditMetrics«. Začne se z oceno tvegane vrednosti ene same obveznice, in sicer tako, da najprej določi »rating« sistem z lestvico ocen in verjetnostmi prehajanja med posameznimi ocenami v določenem časovnem okviru, kar imenujemo tudi tranzicijska matrika. Sestavi se jo lahko na osnovi svojega lastnega ali tudi notranjega »rating« sistema, ki ga imajo običajno izdelane banke ali pa privzamemo sistem »rating« agencije (Crouhy in drugi 2001: 321). V spodnji tabeli si bomo pogledali primer takšne matrike, ki jo je pripravil Standard & Poor's:

Tabela 5.1: Primer tranzicijske matrike

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CC/C	SD
AAA	97,9	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AA	3,7	94,1	1,4	0,0	0,5	0,5	0,0	0,0
A	0,0	3,2	94,7	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
BBB	0,0	0,0	8,6	87,4	2,9	1,1	0,0	0,0
BB	0,0	0,0	0,0	6,4	86,1	5,0	1,5	1,0
B	0,0	0,0	0,0	0,0	11,0	83,1	3,9	1,9
CC/C	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,6	41,2	41,2

Vir: *Standard & Poor's (2007)*.

⁵² Model tržne »value-at-risk« (VaR) ocenjuje t.i. tržno tveganje, tveganje, da bodo spremembe cen in mer na finančnem trgu povzročile padec vrednosti vrednostnega papirja oz. portfelja (Crouhy in drugi 2001: 177).

Iz tabele lahko razberemo, da obstaja 97,9% verjetnost, da bo instrument, ki je ob začetku leta ocenjen z najvišjo oceno AAA, ob koncu leta tudi ostal v isti kategoriji. Verjetnost, da bi bila ob koncu leta obveznica v stanju prekinitve plačevanja obveznosti, je nič. Časovna obdobja, za katera se standardno izdelajo matrike, so poleg enega še tri, pet, sedem in deset let. Verjetnosti temeljijo na preteklih podatkih o prehajanju, v našem primeru gre za obdobje od leta 1975 do 2006.

Določitvi »rating« sistema in časovnega okvira sledi vrednotenje obveznice v odvisnosti od t.i. krivulje donosa⁵³« značilne za njeno oceno v »rating« sistemu. V našem primeru uporabimo t.i. enoletno terminsko krivuljo donosnosti obveznic z ničelnim kuponom (Investopedia 2008). Pove nam pričakovane donose v času do zapadlosti obveznice, ki jih bo čez eno leto prinesla obveznica, uvrščena v določen razred v »rating« sistemu. S pomočjo podatkov o donosih lahko sedaj po naslednjem obrazcu izračunamo enoletno vnaprejšnjo ceno obveznice. Najprej, če ostane v istem razredu v »rating« sistemu, nato pa še cene za premik v vsakega od razredov na »rating« lestvici:

$$V_j = c + \frac{c}{1 + r_1} + \frac{c}{(1 + r_2)^2} + \frac{c}{(1 + r_3)^3} + \dots + \frac{c + g}{(1 + r_n)^n}$$

V – cena obveznice čez eno leto

j – ocena v »rating« sistemu, npr. BB

c – vrednost kupona

r₁...r_n – pričakovan donos na obveznico v letih 1,2...n do zapadlosti

g – glavnica

n – leto zapadlosti (Crouhy in drugi 2001: 327).

Po teh izračunih dobimo toliko cen obveznice, kolikor je razredov v »rating« lestvici. Povejo, kolikšna bo cena obveznice čez eno leto, če njena ocena kreditne kvalitete na »rating« lestvici ostane enaka in kakšna bo njena cena, če bi se njena kreditna kvaliteta premaknila v vsakega od razredov na »rating« lestvici. V primeru prekinitve plačevanja

⁵³ Krivulja donosnosti, v angl. yield curve, je preprostejše ime za “časovno strukturo obrestnih mer”, v angl. term structure of interest rates, in merilo tržnih pričakovanj o prihodnjih obrestnih merah oz. donosu glede na trenutne razmere na trgu. Predstavljena je v obliki grafa, kjer imamo na x-osi čas do zapadlosti, na y-osi pa donos. Njena oblika je pomemben kazalec pričakovanj o prihodnjem stanju gospodarstva in o trendu gibanja rasti. Mejnik “krivuljam donosnosti” različnih vrednostnih papirjev, so krivulje ameriških državnih obveznic z enako zapadlostjo, za katere se predpostavlja, da so tveganja proste. Odmik od njihovih krivulj imenujemo kreditni razmik, v angl. credit spread, in v času višjih obrestnih mer in padajoče rasti je ta razmik precej večji kot pa obratno, ko je gospodarstvo v ekspanziji in so obrestne mere nižje.

obveznosti ne računamo verjetnosti, ampak privzamemo t.i. mero povračila glavnice, ki je standardna in odvisna od prioritete vračila dolga. Vsaka od teh cen pa je verjetna toliko, kot to zanjo napoveduje tranzicijska matrika. Na koncu iz cen obveznice za vsako kreditno kvaliteto razberemo porazdelitev sprememb v ceni obveznice, ki nam pokaže precejšen odmik od normalne porazdelitve v levo. Prvi percentil porazdelitve pa nam pove, kolikšna je kreditna VaR za to obveznico (Crouhy in drugi 2001: 328–330).

Kar smo prikazali v prejšnjih dveh odstavkih, je osnovna ideja uporabe tega pristopa, ki pa se nadgrajuje, ko želimo oceniti spremembe v gibanju cen portfelja. Za začetek spet vzamemo obveznici z različnima kreditnima kvalitetama in poskušamo ugotoviti verjetnosti, da migrirata med kreditnimi kvalitetami. V primeru, da je sprememba v kreditni kvaliteti ene od obveznic popolnoma neodvisna od druge, lahko njuni posamezni verjetnosti preprosto zmnožimo med seboj in dobimo njuno skupno verjetnost migracije, kar nam da pravzaprav skupno migracijsko matriko. Na žalost pa imamo v praksi opravka z večjimi portfelji, kjer nikakor ne moremo predpostaviti, da sprememba kreditne kvalitete ene obveznice v portfelju ne bo nič vplivala na spremembo kreditne kvalitete drugih obveznic. Čas gospodarske recesije pomeni poslabšanje v kreditni kvaliteti številnih podjetij, s čimer naraste tudi možnost, da prekinitve plačevanja obveznosti enega podjetja za sabo potegne še druge. Podobno je kreditna kvaliteta podjetij znotraj iste panoge ali pa geografskega področja bolj povezana. Pri obravnavi portfelja, moramo tako posebno pozornost posvetiti povezanosti med kreditnimi kvalitetami posameznih obveznic v portfelju. Ključna naloga je ugotoviti, od česa je odvisna povezanost med kreditnimi kvalitetami posameznih obveznic. Model »CreditMetrics« rešitev najde v naslonitvi na Mertonov⁵⁴ teoretični okvir. Spremembe v kreditni kvaliteti se poveže z donosom na premoženje izdajatelja dolga. Pri tem je potrebna še ena predpostavka, in sicer vrednost premoženja izdajatelja dolga se enači s ceno delnic. Statistična povezanost med donosi na delnice različnih dolžnikov se prevede na povezanost med spremembami njihovih kreditnih kvalitet. Ob upoštevanju mere povezanosti se izračunajo skupne verjetnosti prehajanja med kreditnimi kvalitetami. (Crouhy in drugi 2001: 332).

⁵⁴ Merton je znan po tem, da je leta 1974 razvil pristop določanja cen opcij in to uporabil kot osnovo pri oblikovanju modela za določanje cen vrednostnih papirjev korporacij. Bistvo tega modela je v predpostavki, da ima podjetje zelo preprosto kapitalno strukturo, in sicer financirano je s strani delnic ali kakršnihkoli drugih vrednostnih papirjev, ki vzpostavljajo lastniško pravico na eni strani in preprostega dolžniškega instrumenta z ničelnim kuponom z določeno imensko vrednostjo in zapadlostjo ter trenutno tržno vrednostjo na drugi strani. V tem okviru pride do prekinitve plačevanja obveznosti ob zapadlosti dolga samo takrat, ko je vrednost premoženja podjetja nižja od obljubljene imenske vrednosti dolžniškega instrumenta (Crouhy in drugi 2001: 333).

Porazdelitev donosa na delnice dolžnika se poveže z razredi kreditnih kvalitiet, in sicer graf normalne standardne porazdelitve se razreže na dele tako, da ti sovpadajo z razredi kreditnih kvalitiet. Osnova za to dejanje seveda najdemo v Mertonovem teoretičnem okviru, ki premoženje dolžnika poenostavi tako rekoč le na delnice in obveznice in prekinitve plačevanja obveznosti vidi le v primeru, ko vrednost prvih pade pod imensko vrednost drugih. Višji kot je donos na delnice torej, manjša bo verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti. Ker pa imamo tu opravka s portfeljem, pomeni, da bomo na osnovi statistične povezanosti med donosi na delnice posameznih dolžnikov v portfelju morali izračunati skupno normalno porazdelitev donosov na delnice v tem istem portfelju. Pri tem uporabimo matematične metode kot sta dekompozicija Choleskega in Monte Carlo simulacije. Končni izid je porazdelitev vrednosti portfelja in kreditni VaR oz. izračun cene kapitala (Crouhy in drugi 2001: 335–339).

Po podrobnejšem pregledu modela je jasno, da je kljub želji zajeti čimveč kompleksnosti državnega tveganja podlegel številnim poenostavljenim predpostavkam. Glavne pomanjkljivosti kreditnega VaR pristopa, v primerjavi s tržnim, so v osnovi tri, in sicer prvič je porazdelitev vrednosti portfelja precej daleč od normalne, saj premik na lestvici kreditnih kvalitiet navzdol in po možnosti prekinitve plačevanja obveznosti pomeni bistveno slabši donos za vlagatelja kot pa premik navzgor. Drugič je težava v merjenju učinka razpršitve portfelja, saj je težko oceniti statistično povezanost med spremembami v kreditnimi kvaliteti dolžnikov. Ali je res možno enačiti donos na premoženje dolžnika z donosom na delnice? In tretjič, informacije o posojilih so manj popolne od informacij o instrumentih, s katerimi se trguje. Nato pa so tu še težave glede predpostavke o tem, da so vsi dolžniki znotraj istega razreda na lestvici »rating« sistema enako tvegani in da zgodovinski podatki o verjetnostih prehoda dolžnikov med razredi na lestvici odražajo resnično tveganje v trenutni situaciji (Crouhy in drugi 2001: 320). To pomanjkljivost skuša delno odpraviti t.i. model »CreditPortfolioView«, ki verjetnosti prehajanja nadgrajuje s pogojevanjem glede na določene makroekonomske kazalce (Crouhy in drugi 2001: 345).

5.2.2 Model razlik v obrestnih merah

V prejšnjem modelu smo si pogledali, kako oceniti državno tveganje na podlagi zgodovinskih podatkov o prehajanju instrumentov dolga iz enega razreda oz. kreditne kvalitete na lestvici »rating« sistema v drugo. Kreditne migracije so služile kot osnova za določitev porazdelitve prihodnjih cen obveznice oz. portfelja in s tem VaR. Verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti je bila torej predpostavljena na osnovi preteklih podatkov. Ideja modela, ki si ga bomo pogledali sedaj, pa je, da je možno verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti izpeljati

iz razlike v krivuljah donosnosti⁵⁵ tvegane obveznice z ničelnim kuponom in tveganja proste obveznice z ničelnim kuponom za vsako kreditno kvaliteto v »rating« sistemu (Bouchet in drugi 2003: 133–134).

Osnovo nam tudi v tem modelu predstavlja »rating« sistem, ki ga lahko privzamemo od agencije ali pa izdelamo internega. Za vsak razred v sistemu določimo krivuljo donosnosti, ki jo bomo nato, ko bomo ocenjevali verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti posamezne obveznice, uvrščene v določen razred, primerjali s krivuljo tveganja proste obveznice. Pri tem je treba pojasniti še dve stvari, in sicer prvič, večina obveznic nima ničelnega kupona in ga izplačuje letno. Krivulja donosnosti za obveznice z ničelnim kuponom je tako ocenjena na podlagi obveznic, ki izplačujejo kupon, običajno s pomočjo metod kot sta t.i. »bootstrapping« oz. »spline« regresija⁵⁶. Drugič pa je treba določiti, kaj je tveganja prosta obveznica. To je obveznica, za katero se predpostavlja, da je njena verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti na osnovi preteklih podatkov in verodostojnosti izdajatelja enaka nič. Običajno se kot take uporabi dolžniške papirje ameriške zvezne vlade, v primeru našega modela pa vse več analitikov uporablja krivuljo donosnosti LIBOR⁵⁷, da bi se izognili umetno nizkim donosom ameriških državnih obveznic, ki jih povzroča poseben davčni režim (Bouchet in drugi 2003: 134). Postopek ocenjevanja verjetnosti v tem modelu, je potem, ko poznamo omenjene predpostavke, preprost in ga povzemamo v naslednjem odstavku.

Osnova je primerjava cene obveznice, katere verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti želimo oceniti, s ceno tveganja proste obveznice z isto zapadlostjo. Pri tem je strošek tveganja, da obveznica pride v stanje prekinitve plačevanja obveznosti, enak razliki med cenama obeh vrst obveznic. Državno tveganje je potemtakem samo posledica razlike v donosu. Preden lahko izračunamo verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti potrebujemo še podatek o meri izterjave v primeru, ko do prekinitve plačevanja obveznosti pride. Tako dobimo naslednjo formulo:

⁵⁵ Gre za krivulje donosnosti obveznic z ničelnim kuponom, ki predstavljajo obrestne mere/donos ničelnega kupona v primerjavi s časom do zapadlosti. To tudi pomeni, da tovrstne krivulje odražajo pričakovane obrestne mere v prihodnosti, saj obveznice z ničelnim kuponom izplačujejo donos ob zapadlosti (Bouchet in drugi 2003: 134).

⁵⁶ V podrobnosti omenjenih metod se na tem mestu ne bomo spuščali, ker niso potrebne za razumevanje modela. Več informacij o metodama pa je možno najti v Bouchet in drugi (2003: 134).

⁵⁷ LIBOR je angleška okrajšava za "London Interbank Offered Rate". Gre za obrestno mero, ki jo ponuja Britanska zveza bankirjev (BBA angl. okrajšava), skupina londonskih bank za depozite z določeno zapadlostjo v ameriških dolarjih. Je tudi mejnik, ki ga uporablja večina bank, posredniških hiš, vlagateljev in kapitalskih trgov povsod po svetu, ko želijo določiti strošek posojanja denarja oz. finančnih derivatov. Je pa tudi osnova za določanje cen t.i. "evrodolgov" (Bouchet in drugi 2003: 256).

$$q(T) = \frac{1 - e^{-T(y(T) - y_F(T))}}{1 - x}$$

Tu je:

$q(T)$ – verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti tvegane obveznice v času od 0 do T let,

$y_F(T)$ – donos na tveganja prosto obveznico z zapadlostjo v času T let,

$y(T)$ – donos na tvegano obveznico z zapadlostjo v času T let,

x – mera izterjave v primeru prekinitve plačevanja obveznosti v odstotkih (Bouchet in drugi 2003: 135).

Kot lahko vidimo, model, ki pri napovedovanju prekinitve plačevanja obveznosti uporablja razliko v krivuljah donosnosti, ni preveč zapleten in zato enostaven za uporabo. Seveda pa ima tako kot vsak model tudi ta določene omejitve. Prvi med njimi je gotovo to, da je za ocenjevanje državnega tveganja uporaben samo v državah, kjer je možno trgovanje z obveznicami, nato je tu predpostavka, da so vsi instrumenti dolga enako tvegani znotraj določenega razreda v »rating« sistemu, da imajo enako verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti in premikanja na lestvici. Pozabiti pa ne smemo tudi na to, da popolnoma enačimo tveganje prekinitve plačevanja obveznosti z razlikami v donosu. Te so lahko samo približek za oceno tveganja, saj obstajajo še drugi dejavniki, med njimi likvidnost, ki vplivajo na razlike v donosu (Bouchet in drugi 2003: 133–135).

Ko od bližje pogledamo model razlik v obrestnih merah, hitro ugotovimo vzporednice s prejšnjim modelom kreditne migracije. Kar opazimo najprej, je ponovna uporaba »rating« sistema in določenih predpostavk, ki so povezane z njim. Na drugi strani pa so razlike v obrestnih merah in krivulje donosnosti v obeh primerih uporabljene z različnim ciljem. V prejšnjem modelu z njihovo pomočjo ocenimo t.i. kreditni VaR oz. porazdelitev cen obveznice ali portfelja, medtem ko tu z uporabo razlik v donosu napovemo samo verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti, ki je v prejšnjem modelu ocenjena na podlagi zgodovinskih podatkov. Podlago za merjenje državnega tveganja na ta način je logika, da višji donos na naložbe v dolžniške instrumente pomeni povračilo za izpostavljenost višjemu tveganju.

5.2.3 Model uporabe koncepta opcij

Naslednji model, ki poskuša kar se da natančno v številskem smislu oceniti državno tveganje, za svojo osnovo, ponovno na podlagi Mertonovega teoretičnega okvira, vzame koncept opcije. Cena tveganja, da bo določen dolžniški instrument prišel v stanje prekinitve plačevanja obveznosti, je predstavljeno kot cena prodajne opcije na vrednost terjatev dolžnika

z izklicno ceno in zapadlostjo, ki je enaka glavnici in zapadlosti dolžniškega instrumenta. Predpostavka modela je, da posojilodajalec oz. dolžnik posojilodajalcu izroči svoje terjatve v vrednosti glavnice dolga. Posojilodajalec nato kupi prodajno opcijo na terjatve dolžnika, ki daje njenemu lastniku možnost, da ob zapadlosti⁵⁸ dolžnikove terjatve proda po ceni, ki je določena vnaprej in je v našem primeru enaka glavnici dolžniškega instrumenta. Posojilodajalec je tako zavarovan pred prekinitvijo plačevanja obveznosti, saj mu opcija daje pravico, da proda terjatve dolžnika po ceni, ki je enaka glavnici, ki jo je posodil (Crouhy in drugi 2001: 359).

Dolžnik se tako v stanju prekinitve plačevanja obveznosti znajde takrat, ko vrednost njegovih terjatev pade pod znesek glavnice dolga. Ceno tveganja se da tako oceniti s pomočjo pristopa določanja cen opcij, ki ga je leta 1974 predstavil Merton. Uporabi se Black–Scholes-ova formula, ki ceno opcije določi na naslednji način:

$$P_0 = -N(-d_1)V_0 + Fe^{-rt}N(-d_2),$$

kjer je

P_0 – cena opcije na začetku, v času 0,

N – kumulativna normalna standardna porazdelitev,

V_0 – vrednost dolžnikovih terjatev v času 0,

F – glavnica,

r – obrestna mera, ki je tveganja prosta,

t – zapadlost,

$d_{1,2}$ – meri volatilnosti donosov na terjatve dolžnika (Crouhy in drugi 2001: 362).

Izpeljava formule bi namen našega pregleda metodologij za ocenjevanje državnega tveganja močno preseгла, zato jo bomo preprosto privzeli in nadaljevali s ključnimi deli pristopa in nekaterimi njegovimi razširitvami.

Do sedaj smo tako ocenili tveganje v smislu cene, ki bi jo moral plačati posojilodajalec, da bi to tveganje odpravil. Nas pa zanima, kako je v to ceno vključeno tveganje v smislu verjetnosti, da dolžnik ne bo uspel poravnati svojih obveznosti. $N(d_2)$ v zgornji formuli predstavlja verjetnost, da bo vrednost dolžnikovih terjatev večja od zneska glavnice dolga. Iz tega po osnovnem zakonu verjetnosti sledi, da bo verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti

⁵⁸ Na tem mestu je potrebno dodatno pojasnilo, saj obstajata dva tipa opcij, in sicer ameriški, ki dovoli unovčenje opcije pred iztekom njene zapadlosti, in evropski, ki tega ne dovoli. V primeru našega modela gre za ocenjevanje državnega tveganja gre za evropsko opcijo.

enaka $1 - N(d_2)$ oz. $N(-d_2)$. KMV⁵⁹, družba, ki se ukvarja s svetovanjem in razvijanjem programske opreme in je razvila metodologijo ocenjevanja državnega tveganja na podlagi koncepta opcije in Mertonovega modela, poimenuje d_2 rizično-nevtralna razdalja do prekinitve plačevanja obveznosti in $N(-d_2)$ rizično-nevtralna pričakovana pogostost prekinitve plačevanja obveznosti, v angl. EDF (Expected Default Frequency). Pridevnik rizično-nevtralna je potreben, ker se verjetnost ocenjuje na podlagi obrestnih mer na t.i. tveganja prost dolg, ki je značilen na primer za obveznice ameriške zvezne vlade. Prednost koncepta EDF je v natančnosti in obravnavi vsakega posameznega primera za razliko od modelov, ki ocenjujejo državno tveganje na podlagi razvrščanja subjektov v razrede. EDF je torej ocena tveganja, da bo subjekt prišel v stanje prekinitve plačevanja obveznosti, izražena v odstotkih. Njegova težava pa je, da je za izračun EDF-ja potreben podatek o vrednosti terjatev dolžnika in njihovi volatilnosti. Te podatke je zelo težko pridobiti, zato namesto terjatev, v primeru, ko dolžnik javno trguje s svojimi delnicami, pridobimo podatke o vrednosti delnic dolžnika in oceniti njihovo volatilnost na osnovi preteklih podatkov in matematičnih ter ekonometričnih metod kot so različne parametrične in neparametrične tehnike (Bouchet in drugi 2003: 136).

5.2.4 Metrika države

V tem poglavju smo do sedaj govorili o modelih, ki poskušajo oceniti državno tveganje v smislu napovedovanja verjetnosti prekinitve plačevanja obveznosti. Njihov skupni cilj je na različne načine tveganju pripisati točno določeno številko. Pomembno pa je poudariti, da se vsi ti modeli ukvarjajo s ugotavljanjem verjetnosti prekinitve plačevanja obveznosti dolžnika v splošnem smislu, torej to ni nujno država, ampak tudi podjetja, ki izdajajo dolžniške instrumente kot so obveznice in najemajo posojila od bank. V večini primerov so modele, kot npr. metrika kredita (»Creditmetrics«), razvile prav banke same, saj največji del njihovih storitev predstavlja prav dolg in je v njihovem interesu, da so sposobne čimbolj natančno oceniti tveganje, da bo dolžnik oz. njihova stranka, ki ji posojajo denar, sposobna tega ob zapadlosti tudi vrniti. Boljši in natančnejši model ocenjevanja tveganja je tako njihova primerjalna prednost.

Pri tem pa se postavlja vprašanje, kako je potrebno obstoječe modele prilagoditi, v primeru, ko je potencialni dolžnik država in ko želimo z istimi modeli oceniti tveganje prekinitve plačevanja obveznosti za državo. Metrika države (»CountryMetrics«) je tako

⁵⁹ KMV je kratica, ki predstavlja inicialke priimkov ustanoviteljev KMV korporacije leta 1989, in sicer Stephen Kealhofer, John McQuown in Oldrich Vasicek (Crouhy in drugi 2001: 399).

poskus uporabe metodologije, ki temelji na Mertonovem teoretičnem okviru, na primeru države. Vrednost terjatev in njihove volatilnosti je težavno oceniti že, ko imamo opravka s podjetjem. V primeru podjetja vemo, da se lahko uporabi ceno delnic, v primeru države pa je seveda bolj zapleteno. Uporabi se metodologija, ki jo predlaga Clark (1991, 2002) in vključuje opredelitev relevantnih tokov kapitala v ameriških dolarjih v odnosu do plačilne bilance (Bouchet in drugi 2003: 137).

Mednarodna vrednost terjatev določenega gospodarstva na začetku obdobja t , merjena v USD (V_t) je določena na osnovi naslednjih spremenljivk:

EX – celotni izvoz, ki ne vključuje dohodka od naložb, merjen v USD,

M – celotni uvoz, ki ne vključuje dohodka od naložb, merjen v USD,

Mc – uvoz izdelkov namenjenih za potrošnjo merjen v USD,

CO – lokalna potrošnja merjena v USD,

b – celotni dohodek, pridobljen od prodaje končnih dobrin in storitev, proizvedenih v določenem gospodarstvu, merjen v USD,

$$b_t = EX_t + CO_t - Mc_t,$$

a – celotni izdatki določenega gospodarstva za nakup končnih izdelkov in storitev merjeni v USD,

$$a_t = M_t + CO_t - Mc_t,$$

$R = 1+p$, kjer p predstavlja notranjo mero donosa določenega gospodarstva.

V_t je osnovi teh spremenljivk mogoče izračunati po naslednjem obrazcu:

$$V_t = E[(b_t - a_t) + (b_{t+1} - a_{t+1})R^{-1} + \dots + (b_n - a_n)R^{-(n-t)}],$$

kjer je E matematično upanje (Bouchet in drugi 2003: 138–139). Ko imamo enkrat ocenjeno mednarodno tržno vrednost določenega gospodarstva, nam to služi kot podlaga za oceno mere donosa gospodarstva in njene volatilnosti ali tudi standardne deviacije. V kombinaciji s podatki o obrestni meri na tveganja prosti dolg kot so na primer obveznice ameriške zvezne vlade ali LIBOR, nominalni vrednosti preostalega tujega dolga in njegove zapadlosti lahko izračunamo $N(-d_2)$, kar smo v zgornjem podpoglavju definirali kot verjetnost prekinitve plačevanja obveznosti. Poleg tega pa se model »CountryMetrics« lahko uporabi tudi za oceno še dodatnih treh pomembnih spremenljivk, in sicer premija teoretičnega finančnega tveganja, najvišji znesek tujega dolga in implicirano volatilnost gospodarstva.

Prva se izračuna na osnovi razlike med zahtevano mero donosa, ki se oceni s pomočjo Black–Scholes-ove formule in tveganja prosto obrestno mero in je splošna mera kreditnega zaupanja v gospodarstvo določene države. Spremenljivka najvišji znesek tujega dolga si prizadeva oceniti znesek dolga, ki izenači stroške novega zadolževanja s splošno mero

donosa gospodarstva. Na osnovi teh podatkov je mogoče oceniti ali gre v primeru plačilno-bilančne krize za problem likvidnosti, kadar je znesek dolga preveč pod svojim maksimumom, ali gre za problem solvence, kadar je znesek dolga blizu ali celo nad maksimumom. In nazadnje je tu še implicirana volatilitnost, ki oceni tveganost terjatev države kot se odraža v cenah obveznic, s katerimi se trguje na trgu. Za izračun se ponovno uporabi Black–Scholes-ova formula (Bouchet in drugi 2003: 138–139).

6. Ocene državnih tveganj

6.1 Ocena državnega tveganja Argentine v letih 1998 in 2003

Tabela 6.1: Izbrani ekonomski kazalci Argentine v letu 1998 in 2003

Kazalec	Valuta/ Količina	1998	2003
Politično tveganje		3	4
Ekonomski obeti: struktura		2	5
Nominalni BDP	USD/Milijard	299	129
Nominalni BDP na prebivalca	USD/Enot	8020	3410
Delež uvoza v BDP	Odstotek	10	25
Delež izvoza v BDP	Odstotek	13	14
Carinska stopnja	Odstotek	11,6	12
Ekonomski obeti: rast		4	3
Gospodarska rast	Odstotek	4	9
Rast prebivalstva	Odstotek	1	1
Fiskalna fleksibilnost		4	5
Proračunska bilanca v BDP	Odstotek	0,3	2
Dohodki iz davka na blago in storitve v celotnih prihodkih	Odstotek	53,5	25
Plačilo obresti v BDP	Odstotek	29,7	40
Monetarna stabilnost		4	5
Inflacija	Odstotek	-2	10
Zunanja fleksibilnost: likvidnost		6	6
Bruto potrebe po zunanjem financiranju proti bruto deviznim rezervam	Odstotek	110	N/A
Kratkoročni zunanji dolg proti bruto deviznim rezervam	Odstotek	751	560
Zunanja fleksibilnost: neto zunanji dolg javnega sektorja		4	5
Neto zunanji dolg javnega sektorja v BDP	Odstotek	34,6	12,5
Neto zunanji dolg javnega sektorja kot delež deviznih prihodkov od izvoza blaga in storitev	Odstotek	330	394

Viri: *South America, Central America, and the Caribbean (2005), CIA World Factbook*

(2008), *Transparency International* (2008), *Freedom House* (2007), *World Bank* (2008), *World Trade Organization* (2007a), *International Monetary Fund* (2008), *World Trade Organization* (2008), *Government finance statistics CD-ROM* (2006), *BBC News* (2003), *Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de Argentina* (2007), *Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de Argentina* (1999), *Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de Argentina* (2004).

6.1.1 Politično tveganje

V Argentini se je leta 1998 po devetih letih na oblasti počasi začel iztekati drugi mandat razvpitega predsednika Carlosa Saúla Menema, ki je na argentinskem političnem prizorišču pustil pomemben pečat. Gre za predsednika, ki je po dolgotrajni državljanski vojni in katastrofalni gospodarski situaciji, ki ji je sledila v osemdesetih letih, izpeljal uspešen program gospodarskih reform in s tem državo usmeril na pot stabilizacije, demokratizacije in blagostanja.

Do leta 1998 je država lepo okrevala tako na političnem kot ekonomskem področju. Počasi so se celile psihološke rane državljanske vojne in represije vojaške oblasti, ob tem procesu pa so bili s spremembo političnega sistema narejeni pomembni koraki k večji demokratizaciji in z njo tudi politični stabilnosti. Najpomembnejši med njimi je sprejem nove ustave avgusta 1994, ki je skrajšala predsednikov mandat iz šestih na štiri leta, uvedla položaj šefa kabineta, predvidela drugi krog volitev in ustanovila Svet sodnikov (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 69). Prvi dve spremembi lahko razumemo kot prizadevanje za zmanjšanje koncentracije moči v procesu odločanja, zadnje pa kot korak k večji neodvisnosti sodne veje oblasti. Pomemben znak stabilnosti je bil tudi uspešen in miren postopek prevzema oblasti na prvih volitvah leta 1989, prvič brez pritiska vojske, in nato leta 1995 demokratična ponovna izvolitev dotedanjšega predsednika po novi ustavi, vendar je v tako kratkem obdobju in na osnovi komaj dveh primerih težko splošno oceniti, kako stabilni so mehanizmi prevzemanja oz. nasledstva vodilnega položaja v državi. Kar pa le lahko povzamemo iz dane situacije v Argentini leta 1998, je, da se vzpostavlja postopek prevzemanja oblasti, ki je značilen za stabilno in demokratično državo – zmaga na neposrednih in enakopravnih volitvah. Država je po koncu vojaške diktature leta 1983 zamenjala le dva predsednika in oba sta končala⁶⁰ svoja mandata. Etnična in verska sestava prebivalstva Argentine ravno tako ni problematična v smislu tveganja notranjih političnih

⁶⁰ Če smo čisto natančni, je prvi civilni predsednik po letih vojaške oblasti, Raúl Alfonsín, svoj takrat še šestletni mandat končal pet mesecev prezgodaj, julija 1989, a to je bilo že dva meseca potem, ko je bil demokratično izvoljen novi predsednik, Carlos Saúl Menem, ki je takoj prevzel oblast, namesto ob koncu leta (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 68).

konfliktov, saj kar 97% prebivalstva pripada beli rasi s koreninami v Italiji ali Španiji in 92% ljudi se razglašajo za rimokatolike (CIA World Factbook 2008). Glavni problem Argentine na področju političnega tveganja predstavlja predvsem korupcija: indeks CPI⁶¹ je 3.0 (Transparency International 2008). Še en pomemben kazalec na področju političnega tveganja je ocena svobode tiska: indeks svobode tiska⁶² je 36 (Freedom House 2007).

Leto pred tem se je v roku 14 dni zvrstilo kar pet predsednikov, a situacija se je do leta 2003 že nekoliko umirila. Pod vprašajem je bila neodvisnost sodstva, sodniki naj bi bili naklonjeni bivšemu predsedniku Ménemu. Takšni očitki so argumente dobili v razsodbi vrhovnega sodišča, ki je za neustavnega razglasil ukrep vlade o prepovedi dvigovanja depozitov, sprejetim novembra 2001. Notranjepolitično je država izjemno nestabilna, veliko je protestov in nemirov zaradi slabe ekonomske situacije; se je pa situacija začela postopoma umirjati. Poslabšala pa sta se kazalca svobode tiska – indeks je znašal 39 točk (Freedom House 2007) – in korupcije – CPI je znašal 2.5 točke (Transparency International 2008).

6.1.2 Ekonomski obeti

Argentinski BDP, kot najpomembnejši približek ravni razvitosti gospodarstva države kot celote in tako tudi odpornosti⁶³ proti nenadnim političnim in ekonomskim šokom, je bil leta 1998 približno 299 milijard ameriških dolarjev, kar znaša 8020 dolarjev na prebivalca (World Bank 2008). Na odprtost države mednarodni trgovini, naslednjemu pomembnemu pokazatelju ekonomske strukture, kažeta izvoz, ki je predstavljal 10% BDP-ja, in uvoz, ki je znašal 13%, kar kljub temu, da se je Argentina v zadnjih letih precej odprla navzven, tako regionalnim kot drugim trgovinskim partnerjem, še vedno kaže na njeno premajhno integracijo v globalni trg prebivalca (World Bank 2008). Glavni napredek je bil dosežen v okviru Mercosur-ja, saj so bile ukinjene določene carinske omejitve za občutljive izdelke kot so plastika, oblačila in jeklo. Povprečna carina v kmetijskem sektorju je znašala 9,5%, kar je pod splošnim povprečjem, v industrijskem pa so ostajale na precej višji in nadpovprečni ravni z 13,8%. Precejšnje je še vedno zatekanje k necarinskim trgovinskim oviram v smislu anti-

⁶¹ Corruption perception index se sestavi na podlagi razgovorov in ima najboljšo možno oceno 10 in najslabšo možno oceno 0.

⁶² Indeks svobode tiska je sestavljen iz treh podkategorij, v obravnavo katerih se na tem mestu ne bomo spuščali, saj je za nas pomembna le splošna ocena. Omenimo naj le to, da je možen zbir točk 100 in da nižje število točk pomeni višjo stopnjo svobode.

⁶³ V ozadju je intuitivno razmišljanje, da bogat dolžnik običajno pomeni manjše tveganje kot reven. Številne študije pa kažejo, da je BDP na prebivalca še vedno najpomembnejša spremenljivka pri pojasnjevanju državnega tveganja (Bhatia 2002: 15).

dumpinga in spreminjanja davkov, povezanih s trgovino (World Trade Organization 2007a). Kmetijstvo ravno tako še vedno predstavlja večji del izvoza in tu bi lahko govorili o nekoliko preveliki odvisnosti od sektorja. Podatki o deležu depozitov in domačih kreditov v BDP-ju, ki kažejo na raven finančne intermediacije gospodarstva, znašajo 21,5% in 24,2% (International Monetary Fund 2008).

Gospodarska rast je bila v letu 1998 4-odstotna, napovedi za naslednja leta pa so kazale trend padanja rasti na raven iz leta 1996, glavni vzrok za dvome pa so zlasti trgovinske posledice, ki jih bosta za Argentino imeli krizi v Braziliji, Rusiji in Aziji. Obeti za višje dohodke države in tudi zaposlenost tako niso najboljše.

Leta 2003 je BDP Argentine znašal 129 milijard ameriških dolarjev, kar znaša 3410 na prebivalca, kar je bistveno manj kot pred petimi leti in državo izpostavlja temu primerno večjemu državnemu tveganju (International Monetary Fund 2008). Delež izvoza in uvoza v BDP-ju tokrat kažeta na nadaljnji napredek Argentine pri odpiranju na svetovni trg, saj v primerjavi z letom 1998 znašata prvi 25%, drugi pa 14% prebivalca (World Bank 2008). Slabše pa so se uresničile napovedi o zmanjšanju carin, ki so v povprečju z več kot 12% še vedno ostajale na precej višji ravni od načrtovane. Sestava izvoza še vedno opozarja na precejšnjo premoč prehrabnenih izdelkov, ki predstavljajo več kot tretjino celotnega izvoza, in s tem povezanosti argentinskega gospodarstva s kmetijstvom (World Trade Organization 2008). Zanimivi so tudi podatki o deležu depozitov in domačih kreditov v BDP-ju, ki kažejo na raven finančne intermediacije gospodarstva in leta 2003 znašajo 18,7% in 10,9%, kar je precej manj od njunih ravni pred petimi leti. Velikost javnega sektorja ostaja še vedno približno enako breme (International Monetary Fund 2008).

Gospodarska rast Argentine je tokrat več kot dvakrat večja kot v naši prejšnji oceni in znaša kar 9%, obeti zanjo v prihajajočih letih pa ostajajo vsaj tako optimistični. Po strašnem padcu v prejšnjem letu in ukrepih, med njimi na primer prekinitve vezave valute na ameriški dolar, ki so bili ob tem sprejeti, to tudi ni presenetljivo. Rast je bila torej prej posledica velike devalvacije kot pa povečane produktivnosti, kar je pomenilo manj svetlo napoved za zmanjšanje brezposelnosti prebivalca (World Bank 2008).

6.1.3 Fiskalna fleksibilnost

Argentina je leta 1998 sicer beležila proračunski presežek, a le v vrednosti 0,3% BDP, kar je gotovo odraz padca gospodarske rasti v istem letu. Ta številka se sicer zelo popravi, če pogledamo primarni proračunski presežek, ki znaša že solidnih 2,5% (International Monetary Fund 2006).

Pri tem nas zanima, kakšne so možnosti države, da mobilizira svoj prihodek, na kar delno

kaže podatek o davčni obremenitvi, ki v Argentini leta 1998 znaša 6,7% delež v BDP-ju. Na strani prihodka je potrebno omeniti še, da so davki na blago in storitve predstavljali največji delež v celotnem prihodku, in sicer kar 53,5%. Drugi prihodki, kamor spadajo različne kategorije, med njimi naj omenimo obresti, dividende javnih podjetij, dohodki od lastništva in dohodke od potencialne privatizacije, predstavljajo fleksibilnejši del prihodka in s tem možnost dodatne mobilizacije v tem letu znašajo 12,7 – odstotni delež v celoti (International Monetary Fund 2006).

Na drugi strani pa je treba pogledati, ne le koliko, ampak tudi kako so pridobljena sredstva porabljena, in sicer bolj natančno kje so pritiski po porabi največji in kako so rigidni. Največji odhodki v vladnih financah so leta 1998 v Argentini predstavljale obresti, in sicer 29,7%, temu sledijo stroški plač zaposlenih vladnih uslužbencev, takoj zatem pa so transferji enotam na drugih ravneh oblasti, v našem primeru provincialnim vladam, ki so znašali skoraj 22% celotnega odhodka. Če pogledamo še funkcionalno razporeditev sredstev, ugotovimo, da je največ sredstev vlada namenila zagotovitvi splošnih javnih storitev, sledita pa ji postavki izobraževanja in obrambe z dokaj veliko prednostjo slednjega (International Monetary Fund 2006).

Tudi v letu 2003 je Argentina beležila presežek v primarnem proračunu, in sicer v vrednosti približno 2% BDP, vendar je tu zanimiva primerjava tega podatka s proračunsko bilanco, od katere ne odštejemo plačila obresti. V tem primeru bi imela Argentina skoraj dvakrat tolikšni primanjkljaj. Pri tem se je potrebno spomniti, da je država pred letom dni prenehala odplačevati svoje obveznosti do tujine, kar ji je omogočilo, da je dejansko akumulirala takšen presežek in si s tem zagotovila dobro izhodišče za pogajanja za pomoč s strani MDS-ja (BBC News 2003).

V obupanih poskusih povečati vladne prihodke ob poglobljajoči se krizi, se je vlada Fernanda de la Rúa v letu 2001 odločila za precejšnje povečanje davčne obremenitve. Ta v letu 2003 tako znaša 9,7%, kar pomeni 3-odstotno povečanje v primerjavi z letom 1998 in opozarja na to, da je vlada pretiravala v obremenitvi svojih državljanov in s tem tvegala dejansko zmanjšanje svojih davčnih prihodkov. Ti so se ob uspešnem gospodarskem okrevanju okrepili, najbolj med njimi pa so se povečali davki iz naslova mednarodne trgovine in transakcij, ki se so v primerjavi z letom 1998 več kot potrojili in so skoraj dohiteli dohodke iz naslova davkov na blago in storitve, ki so v tem letu predstavljali le še približno četrtno celote, komaj odstotek ali dva več od davkov od mednarodne trgovine in transakcij. Drugi prihodki pa so tudi v tem letu predstavljali podoben odstotek, in sicer 12% celote, kar kaže na podobno situacijo glede možnosti dodatne mobilizacije prihodka s to razliko, da so se v tem letu precej povečala sredstva na račun dohodka od dividend javnih podjetij (International

Monetary Fund 2006).

Na strani odhodkov imamo tudi v letu 2003 pravzaprav podobno situacijo, z ogromnim stroškom, ki ga predstavljajo obresti, in sicer malo manj kot 40% celotnih vladnih izdatkov. Pri tem gre opozoriti, da so podatki v Vladnih finančnih statistikah pri Mednarodnem denarnem skladu, od koder jemljemo podatke za našo obravnavo, za leto 2003 zbrani po drugačni metodologiji, in sicer na t.i. dodani osnovi (angl. accrual basis), ki dokumentira obveznost v trenutku, ko se ta ustvari in ne šele takrat, ko je izvedena dejanska gotovinska transakcija. To pomeni, da so obresti, ki bi jih Argentina morala plačevati, če ne bi razglasila moratorija, vključene v statistiko. O tem, kako bo poravnala te obveznosti se je Argentina tekom leta 2003 pogajala najprej z Mednarodnim denarnim skladom, nato pa še z njenimi privatnimi posojilodajalci. Ogromno povečanje pri izdatkih v tem letu predstavljajo transferji vladam na provincialni in regionalni ravni, skoraj tretjino celote, kar nas opozarja na eno od ključnih šibkosti argentinske fiskalne politike, ki je predstavljala enega od pomembnih razlogov za vse splošno finančno krizo, ki je izbruhnila konec leta 2001 (International Monetary Fund 2006).

Na funkcionalni razporeditvi odhodkov je največji delež še vedno namenjen splošnim javnim storitvam, kar ni presenetljivo, glede na to, da v to kategorijo spadajo tudi transakcije servisiranja javnega dolga. Precejšnjo izgubo v deležu izdatkov je beležila tudi obramba, na žalost pa je približno enako zmanjšanje utrpelo tudi izobraževanje. Leta 2003 je zanimiv tudi podatek o izdatku za socialno varstvo, ki se je iz 11% leta 1998 dvignilo na skoraj 14% celote, saj je država s tem poskušala umiriti katastrofalne socialne razmere v državi, prizadeti od tako resne finančne krize (International Monetary Fund 2006).

6.1.4 Monetarna stabilnost

Ključni element monetarne spremenljivke je ugotoviti vpliv monetarne politike oz. politike tečaja domače valute na skupno oceno, ki je najbolje in najširše povzet v meri inflacije, običajno osnovane na potrošniških cenah. V primeru Argentine v letu 1998 pravzaprav govorimo celo o deflaciji v višini kar 2% (World Bank 2008). Spomniti se je treba, da je bila država takrat v režimu prilagodljivega fiksne deviznega tečaja vezave pesa na dolar in si je s tem praktično ukinila avtonomnost na monetarnem področju. V primeru, da je bila njena domača valuta precenjena, je imela centralna banka malo možnosti, da bi jo uravnotežila. Ob tem se zastavlja vprašanje primernosti režima deviznega tečaja, ki ga je Argentina uvedla leta 1991 kot osnovo ekonomskega stabilizacijskega programa. Običajno država, ki ima vezano valuto dobi enako monetarno oceno kot jo ima valuta, na katero je vezana, v tem primeru dolar. Ocena o neodvisnosti vladajočega odbora centralne banke, v

tem primeru ni relevantna. Bolj pomembna pa je ocena mednarodnih rezerv kot del ponudbe denarja, ki je leta 1998 znašala 27,5% (International Monetary Fund 2008) in servisiranja zunanjega dolga, saj so rezerve v režimu fiksnega tečaja neposreden vir vzdrževanja vezave valute. Inflacija kot najbolj vseobsegajoč približek učinkovitosti monetarne politike, finančne stabilnosti in tudi politične in institucionalne učinkovitosti nas tu opozarja, da je prišlo do precejšnjega odmika od ravnovesja (Bhatia 2002: 21).

Leto po argentinski katastrofi, kot bi lahko poimenovali leto 2002, je inflacija sicer ravno dosegla neprijetno dvomestno številko 10%, vendar v danih okoliščinah okrevanja in 31-odstotni inflaciji v prejšnjem letu, to ni tako alarmanten podatek prebivalca (World Bank 2008). Lahko bi celo rekli, da je znak olajšanja po strahovih, da bo inflacija ob nenadnem dvigu povpraševanja po argentinskem izvozu po opustitvi režima fiksnega tečaja popolnoma ušla izpod nadzora. Država je bila v opustitev dobesedno prisiljena ob nevarnosti popolne zaplenitve rezerv, ki so leta 2003 dosegle 12,1% (International Monetary Fund 2008) celotne ponudbe denarja, kar predstavlja več kot razpolovitev v primerjavi z ravniyo leta 1998, a vendarle pomeni vzpodbuden vzpon iz pristanka na dnu leta 2002. Poseben problem monetarni stabilnosti poleg inflacije pa je leta 2003 predstavljal predvsem bančni sektor, ki je izgubil ogromne vsote preden je vlada s prepovedjo dvigovanja depozitov ustavila odtok sredstev in preprečila popolno sesutje bančnega sistema.

6.2 Ocena državnega tveganja Brazilije v letih 2000 in 2003

Tabela 6.2: Izbrani ekonomski kazalci Brazilije v letih 2000 in 2003.

Kazalec	Valuta/ Količina	2000	2003
Politično tveganje		4	4
Ekonomski obeti: struktura		4	5
Nominalni BDP	USD/Milijard	599,811	492,264
Nominalni BDP na prebivalca	USD/Enot	3.604,477	2.837,346
Ginijev koeficient	Število	0,588	0,576
Delež uvoza v BDP	Odstotek	12	12
Delež izvoza v BDP	Odstotek	10	15
Carinska stopnja	Odstotek	13,7	N/A
Ekonomski obeti: rast		3	5
Gospodarska rast	Odstotek	4,4	-0,2
Rast prebivalstva	Odstotek	1	1
Fiskalna fleksibilnost: dohodek, odhodek		3	3

Proračunska bilanca v BDP	Odstotek	2	2,6
Dohodki iz mednarodne trgovine v celotnih prihodkih	Odstotek	3,6	N/A
Plačilo obresti v BDP	Odstotek	8,0	9,6
Dohodek od privatizacije v celotnih prihodkih	Odstotek	8,3	N/A
Neto potrebe po izposojanju (v BDP)	Odstotek	4,5	5,0
Fiskalna fleksibilnost: dolg in breme obresti		5	5
Dolg splošne vlade v BDP	Odstotek	37,9	37,4
Bruto plačila obresti v primerjavi s celotnimi odhodki	Odstotek	37,0	40,6
Monetarna stabilnost		4	5
Inflacija	Odstotek	7,1	14,8
Zunanja fleksibilnost: likvidnost		3	4
Bruto potrebe po zun. financiranju proti bruto deviznim rezervam	Odstotek	123	162
Bruto devizne rezerve proti kratkoročnemu zunanjemu dolgu	Odstotek	122	177
Zunanja fleksibilnost: Neto zunanji dolg javnega sektorja		3	4
Neto zunanji dolg javnega sektorja v BDP	Odstotek	9,0	10,7
Neto zunanji dolg javnega sektorja kot delež deviznih prihodkov od izvoza blaga in storitev	Odstotek	172	223
Letni obseg servisiranja obresti kot delež deviznih prihodkov od izvoza blaga in storitev	Odstotek	N/A	22,9
Zunanja fleksibilnost: zunanji dolg privatnega in bančnega sektorja		4	3
Zunanji dolg privatnega (finančnega in nefinančnega) sektorja kot delež deviznih prihodkov od izvoza blaga in storitev	Odstotek	167	78

Viri: International Monetary Fund (2004), World Institute for Development Economics Research – WIDER (2007), Suranovic (2006), South America, Central America, and the Caribbean (2005: 201), Banco Central do Brasil (2004), Banco Central do Brasil (2001),

6.2.1 Politično tveganje

Brazilija se je v času po desetletjih vojaške diktature do leta 2000 uspešno preobrazila v dokaj stabilno demokracijo. Razen pretresa v prvi polovici devetdesetih let prejšnjega stoletja, ko je bil zaradi korupcijskega škandala odstavljen predsednik Collor de Mello, so se na oblasti po, prvič še posrednih, nato pa od ustavnih sprememb leta 1988 dalje, neposrednih volitvah zamenjali trije predsedniki. Indeks organizacije Freedom House, ki meri splošno raven demokracije in svobode držav,⁶⁴ v Braziliji leta 2000 znaša 3 za politične pravice in ravno toliko za državljanske svoboščine in ji dodeljuje skupno oceno delno svobodne države (Freedom House 2008). Temu primerljiv je tudi indeks svobode tiska, ki v splošnem v tem letu znaša za Brazilijo 33 točk (Freedom House 2007) in jo tako uvršča med delno svobodne države.

Najpomembnejša funkcija v državi je funkcija predsednika republike, ki je vodja izvršne veje oblasti, izvoljen za štiri leta skupaj s podpredsednikom države. Učinkovitost predsednika je kljub moči njegovega položaja močno odvisna od podpore strank v dvodomnem Congresu Nacional, sestavljenem iz Poslanske zbornice in Senata. Politični prostor Brazilije je namreč vse od obnove demokracije zelo razdrobljen, šibke, majhne politične stranke, ki so nagnjene k velikemu rivalstvu pa je dediščina, ki vztraja še iz časov pred vojaško diktaturo. O tem pričajo burne spremembe v koaliciji leta 2000, ko je februarja vanjo vstopila PTB (Partido Trabalhista Brasileira), kar je zelo zmotilo PFL (Partido da Frente Liberal), največjo partnerico vladajoči PSDB (Partido da Social Democracia Brasileira), a je že avgusta istega leta spet izstopila iz nje. Po krizi leta 1999 si je Cardosoova vlada prizadevala skozi parlament spraviti vseobsegajočo prenovo davčnega sistema, a ji to ni uspelo (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 187).

Eden ključnih problemov in groženj politični stabilnosti v Braziliji pa je seveda tako kot drugod v njenem bližnjem sosledstvu korupcija. Leto 2000 je že v začetku postreglo s svežim korupcijskim škandalom (šlo je za poneverbo sredstev, namenjenih izgradnji nove stavbe zveznega sodišča), ki je odnesel s položaja dva ministra. Še večji škandali pa so sledili v prihodnjih dveh letih. Indeks percepcije korupcije, ki ga objavlja organizacija Transparency International, je Brazilijo leta 2000 s 3,9 točkami (Transparency International 2008) uvrstil na

⁶⁴ Indeks svobode v svetu, ki je razdeljen na kategoriji političnih pravic na eni in državljanskih svoboščin na drugi strani, je en od dveh indeksov organizacije Freedom House. Kombinacija ocen (v razponu od 1 do 7, kjer 1 pomeni največjo raven svobode, 7 pa najmanjšo) obeh kategorij na koncu da oceno splošnega statusa v državi, in sicer svoboden, delno svoboden ali nesvoboden.

49. mesto. Število točk med 3 in 5, ki ji je bilo dodeljeno, kaže na raven resnega problema percepcije korupcije v državi, na neučinkovitost sodnega sistema in pomeni grožnjo gospodarskemu razvoju.

Nastop novega levo usmerjenega predsednika Inacia Luiza (Lule) da Silve na začetku leta 2003 je glede na predvolilne obljube obetal številne spremembe. V Congressu Nacional so večino dobile stranke, ki so podpirale Da Silvo, 218 v spodnjem domu in 31 v zgornjem, a še vedno precej premalo do absolutnih večin, 257 in 41. Kljub temu je predsedniku do začetka novega mandata Congressu Nacional uspelo pridobiti podporo in glasove iz strank, ki so na predsedniških volitvah nastopale samostojno ali podpirale drugega kandidata, med njima sta najpomembnejši PMDB (Partido do Movimento Democrático Brasileiro, stranko bivšega enotnega opozicijskega gibanja v času vojaške diktature) in PPB (Partido Progressista Brasileiro). S tem sta vlada in predsednik v Congressu dobila zadostno podporo, celo dovolj veliko za spremembo ustave, torej tudi za uresničevanje njunega zagnanega reformnega načrta. Spet se je seveda izkazalo, da je ideološke oz. strankarske discipline malo, saj je vladi mukoma uspelo ob koncu leta pridobiti podporo za sicer res kontroverzne reforme šele s pomočjo opozicijskih poslancev (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 189).

Indeksi v tem letu kažejo na drugačno situacijo kot leta 2000. Svobode tiska je nazadovala za 5 točk, njen indeks je znašal 38 točk (Freedom House 2007) in državo spet uvrstil med delno svobodne. Napredek naj bi kazal indeks splošne ravni svobode, z 2 točkama za človekove pravice in 3 točkami za državljanske svoboščine (Freedom House 2008), državo pa naj bi to prestavilo celo na raven svobodnih držav. Popolnoma enaka naj bi v tem letu ostala percepcija korupcije, njen indeks je spet znašal 3,9 točke (Transparency International 2008), sicer z nekoliko večjo možnostjo odstopanja, čeprav z več narejenimi raziskavami. Povzamemo seveda lahko, da napredka na področju zmanjševanja percepcije korupcije ni bilo narejenega. V začetku leta 2004 so na dan prišli dokazi o domnevnem nezakonitem financiranju predsedniške kampanje oktobra 2002.

Ob tem pa naj omenimo, da grožnjo notranji varnosti v Braziliji že desetletja povzročata Movimento dos Sem Terra (Gibanje kmetov brez zemlje), ki so se leta 1996 krvavo spopadli z veleposestniki. Konec leta 2003 pa je gibanje sporočilo, da zaradi nezadostnega uresničevanja njihovih zahtev v dogovoru, ki so ga sklenili z vlado, prekinja premirje (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 190).

6.3 Ocena državnega tveganja Venezuele v letih 1998 in 2004

Tabela 6.3: Izbrani ekonomski kazalci Venezuele v letih 1998 in 2004.

Kazalec	Valuta/ Količina	1998	2004
Politično tveganje		4	6
Ekonomski obeti: struktura		3	4
Nominalni BDP	USD/Milijard	95.841	104.122
Nominalni BDP na prebivalca	USD/Enot	4.122,188	4.018,594
Ginijev koeficient	Število	0,479	0,454
Delež uvoza v BDP	Odstotek	23	19
Delež izvoza v BDP	Odstotek	21	36
Carinska stopnja	Odstotek	N/A	N/A
Ekonomski obeti: rast		5	4
Gospodarska rast	Odstotek	0,3	12,1
Rast prebivalstva	Odstotek	2	2
Fiskalna fleksibilnost: dohodek, odhodek		4	3
Proračunska bilanca v BDP	Odstotek	-2,6	-0,2
Dohodki iz mednarodne trgovine v celotnih prihodkih	Odstotek	11,5	4,8
Plačilo obresti v celotnih izdatkih	Odstotek	11,7	15,1
Fiskalna fleksibilnost: dolg in breme obresti		4	3
Dolg splošne vlade v BDP	Odstotek	21,1	22,0
Bruto plačila obresti v primerjavi s celotnimi odhodki	Odstotek	8,3	-5,3
Monetarna stabilnost		6	5
Inflacija	Odstotek	35,8	23,7
Zunanja fleksibilnost: likvidnost		3	2
Bruto potrebe po zun. financiranju proti bruto deviznim rezervam	Odstotek	77,4	48,2
Bruto devizne rezerve proti kratko-ročnemu zunanjemu dolgu	Odstotek	139,6	234,6
Zunanja fleksibilnost: neto zunanji dolg javnega sektorja		3	2
Neto zunanji dolg javnega sektorja v BDP	Odstotek	31,3	25,8

Neto zunanji dolg javnega sektorja kot delež deviznih prihodkov od izvoza blaga in storitev	Odstotek	149,2	69,0
Letni obseg servisiranja obresti kot delež deviznih prihodkov od izvoza blaga in storitev	Odstotek	10,6	-4,2
Zunanja fleksibilnost: zunanji dolg privatnega in bančnega sektorja		3	2
Zunanji dolg privatnega (finančnega in nefinančnega) sektorja kot delež deviznih prihodkov od izvoza blaga in storitev	Odstotek	59,9	34,7

Viri: International Monetary Fund (2004), World Institute for Development Economics Research – WIDER (2007), Government finance statistics CD-ROM (2006), Banco Central de Venezuela (2004), Banco Central de Venezuela (2007), International Monetary Fund (2008), International Monetary Fund (2004).

6.3.1 Politično tveganje

Venezuela je nekoliko drugačen primer od prej obravnavanih držav, ki sta se v začetku osemdesetih obe otresli vojaškega režima in začeli graditi temelje demokratičnemu sistemu. V Venezueli je do takšnega preobrata prišlo že v petdesetih letih prejšnjega stoletja, ko je bila ravno v želji po večji stabilnosti in dokončnem izkoreninjenju vpliva vojske v političnem sistemu, sklenjena Pogodba iz Punta Fija. Ta je za skoraj štiri desetletja na oblast z izmenjevanjem pripeljala stranki AD in COPEI. Leta 1998 bi tako lahko rekli, da se v Venezueli že desetletja po demokratičnih volitvah na oblasti menjavata dve stranki, kar je največkrat izkušnja držav z večinskim volilnim sistemom. Stvari od bliže niso tako preproste. Država je namreč še pred petimi leti doživela poskus državnega udara. Bil je posledica izbruha velikega nezadovoljstva s sistemom, v katerem se je zdelo, da sta si vladajoči stranki za vedno prikrojili državo, kjer je cvetela korupcija, vse pomembne gospodarske skupine pa so bile kronično odvisne od njune volje (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 864–865).

Leta 1998 se je sicer že zaključeval mandat prvega predsednika po desetletjih, ki ni bil član nobene od prejšnjih vladnih strank. Videti je bilo, da bodo v Venezueli po izsiljenemu koncu nadvlade strank AD in COPEI vendarle slišani tudi glasovi drugih strank, ki bodo enakopravno tekmovali za oblast in s tem okrepile napredek k večji demokratičnosti države.

Indeks splošne svobode, kjer se ocenjuje stanje na področju političnih pravic in državljskih svoboščin je za Venezuelo leta 1998 znašal 2 točki za prvo kategorijo in 3 točke za drugo in jo s tem uvrstil med svobodne države (Freedom House 2008). Slabše je pokazal indeks svobode tiska, ki je z 33 točkami (Freedom House 2007) državo uvrstil med delno svobodne. Politično ozračje se je pred volitvami, predvidenimi ob koncu leta, močno zaostriilo, ko sta kandidatura in dobri obeti za zmago Huga Cháveza njegove nasprotnike tako rekoč naenkrat poenotila.

Precej bolj pesimistično sliko pa kaže indeks percepcije korupcije. Ta je z 2,3 točkami (Transparency International 2008) državo po percepciji korupcije uvrstil na sam rep ocenjevanih držav v tistem letu in opozoril, da se korupcijo dojema kot neobvladljivo razbohoteno, kar je gotovo še vedno posledica desetletja dolge vpetosti praktično vseh elementov družbe v sistem odvisnosti od strankarske birokracije, ki ga štiri leta spremembe na predsedniški funkciji niso mogla izkoreniniti.

Šest let po volitvah, ki so pomenile test novega demokratičnega reda v Venezueli, se je država poskušala rešiti iz mukotrpne politične krize, neposredne posledice burnih dogodkov aprila 2002, ko sta nezadovoljstvo in frustracija opozicije ob ihtavih, tako rekoč revolucionarnih spremembah že leta 1998 in nato leta 2000 ponovno izvoljenega predsednika Huga Chaveza, privedla do državnega udara. Razmere so se sicer že tri dni po njem bolj ali manj umirile z vrnitvijo demokratično izvoljenega predsednika, ni pa se pomirilo do skrajnosti zaostreno politično vzdušje, kjer so si na popolnoma različnih bregovih stali Chávezovi privrženci in nasprotniki. Na pomoč je priskočila skupina pogajalcev od zunaj, ki si je za cilj zadala sklenitev kompromisa v skoraj popolnoma razklani družbi. Rezultat njihovih prizadevanj je bil osrednji dogodek leta 2004, in sicer referendum o odpoklicu predsednika republike, predvidenem v novi ustavi iz leta 1999 (South America, Central America, and the Caribbean 2005: 868–869).

Po številnih zapletih glede izvedbe referenduma, je bil ta sredi avgusta le izpeljan in še enkrat potrdil mandat na volitvah 2000 izvoljenemu predsedniku Chávezu, ki je na valovih ponovne jasne podpore odločno začrtal svoje namere o vodenju države nasproti socializmu 21. stoletja, opozicija pa ga je še naprej obtoževala avtoritarnih nagibov, goljufij in poneverb rezultatov referenduma. Težko bi torej rekli, da je bil namen pomiritve družbe s tem dosežen. Pri tem je treba omeniti, da je venezuelska družba sama po sebi etnično precej raznolika, večino predstavljajo mestici in mešanica med mulati in mestici, sledi prebivalstvo s predniki iz Evrope in Afrike, manjše pa je število po ocenah kar 38 različnih avtohtonih ljudstev (Encyclopedia Britannica 2008). Vir velike in ognjevite podpore predsedniku Chávezu predstavljajo namreč zlasti zapostavljene manjšinske skupine, ki so bile izpuščene iz sistema

privilegijev iz časov t.i. puntofijizma.

Stranke so ostale na popolnoma različnih bregovih, referendum je dal predsedniku nov zagon pri sprejetjem nove ustave začetem procesu vse večje centralizacije države in koncentracije moči v njegovih rokah, kar se je gotovo odrazilo v oceni splošne svobode, merjene z indeksom političnih pravic in državljanskih svoboščin, ki je dosegel 3 in 4 točke (Freedom House 2008) in državo uvrstil med delno svobodne, dokončno zaskrbljujoče pa so bile ocene svobode tiska, kjer je indeks s kar 68 točkami (Freedom House 2007) državo uvrstil visoko med nesvobodne države. Enako kritična je bila ponovno ocena percepcije korupcije z indeksom, ki je s še večjo zanesljivostjo ostal popolnoma enak kot leta 1998, in sicer 2,3 točke (Transparency International 2008).

7. Sklep

Gibanja mednarodnih tokov kapitala so postala v devetdesetih letih prejšnjega stoletja s svojo nepredvidljivostjo še posebej zanimivo področje preučevanja. Ključen dejavnik, ki jih upoštevajo privatni lastniki kapitala, predvsem institucionalni vlagatelji, so postale ocene državnega tveganja, ki jih dajejo bonitetne agencije (denimo Moody's, Standard & Poor's, Fitch) in tako v veliki meri določajo smer gibanja kapitala. Na to kaže dejstvo, da se je v tem času število držav, ki jim agencije določajo oceno, močno povečalo, še posebej med državami v razvoju.

Latinska Amerika, ki je zavzela pomemben delež v gibanjih tokov kapitala v smeri držav v razvoju v sedemdesetih letih in bila v naslednjem desetletju temu primerno prizadeta, je zaradi obnovitve in kasneje ponovne bolj ali manj nenadne presahnitve teh tokov še posebej zanimiv predmet opazovanja tudi v devetdesetih letih in v novem tisočletju. Tako nas je v tem delu zanimalo, v kakšnih okoliščinah je prišlo do takšnega preobrata in predvsem kakšne posledice je to imelo na politično in gospodarsko situacijo v tem delu sveta, konkretnije v največjih dveh državah, Braziliji in Argentini, in v tem času morda v politično najturbulentnejši, Venezueli. Naša hipoteza je bila, da so politične spremembe v levo v teh državah povzročile poslabšanje ocen državnega tveganja.

Analiza v našem diplomskem delu je pokazala, da smo prelivanje sprememb na političnem prizorišču v preučevanih državah v ocene državnega tveganja kot tudi prelivanje v nasprotni smeri, in sicer da spremembe v oceni državnega tveganja potencialnim vlagateljem govorijo ravno tako o političnih spremembah v teh državah, v splošnem pravilno predvideli, če so se naše napovedi uresničile vsaj v dveh od treh obravnavanih držav.

Argentina nas je zaradi posebnih okoliščin, v katerih se je država znašla na prehodu v novo tisočletje, v obravnavi še posebej zanimala in smo ji v analizi s spremljajočimi komentarji namenili posebno pozornost. Primerjali smo razmere v letu 1998, ko se je iztekal mandat predsedniku Menemu, ki je takrat predstavljal posebitev argentinske zgodbe o uspehu, in v letu 2003, ko je bil po hudi krizi na položaj predsednika spomladi izvoljen Nestor Kirchner, relativno neznan guverner skrajno južne province Santa Cruz, z jasnimi kritičnimi stališči in prepričanjem o tem, da je bila politika neoliberalnih reform v prejšnjem stoletju zgrešena. Pogoje MDS-ja je strogo odklanjal. Oceni državnega tveganja v naši analizi za omenjeni leti sta pokazali, da je kar šest od osmih ocenjenih spremenljivk v oceni leta 2003 v primerjavi z letom 1998 nazadovalo. Enaka je ostala ocenjena zunanja likvidnost, izboljšala pa se je le gospodarska rast, kar pa je po več letih hude recesije tudi razumljivo in je prvi znak, da je država le krenila na pot okrevanja.

Naslednji primer je Brazilija, kjer ravno tako lahko potrdimo, da se je sprememba na oblasti ob koncu leta 2002 prelila tudi v poslabšanje ocene državnega tveganja. Pri tem je leta 2003 v primerjavi z letom 2000 pet spremenljivk v oceni tveganja nazadovalo, tri so ostale enake, to so politično tveganje, fiskalna fleksibilnost glede na dohodke in odhodke in fiskalna fleksibilnost glede na dolg in breme obresti, le ena pa se je izboljšala, in sicer privatni dolg. Naj pri tem izpostavimo, da se je največje poslabšanje zgodilo pri inflaciji, ki se je podvojila, pri gospodarski rasti beležimo celo negativni rezultat, posebej pa velja omeniti še poslabšanje zunanje likvidnosti. Predsednik Luiz Inácio («Lula») da Silva je bil leta 2002 izvoljen kot vodja stranke Partido dos Trabalhadores – PT (Delavska stranka) in je imel za sabo kariero sindikalnega vodje, ki se je zagnano boril za pravice delavcev desetletja pred tem.

Nazadnje pa prikazujemo še primer Venezuele, za katero se je izkazalo, da pri njej naša hipoteza ne drži. Ocena državnega tveganja se je v letu 2004 namreč izboljšala v primerjavi z oceno iz leta 1998, preden je predsednik Chávez prevzel oblast. Pri tem naj opozorimo, da je analiza pokazala, da je Venezuela nekoliko drugačen primer od prejšnjih dveh, saj je v njej do ostrega zasuka v levo prišlo že prej, in sicer v začetku leta 1999, potem pa je država zašla v nekoliko drugačno krizo, kakršni sta prizadeli Argentino in Brazilijo, in je bila v osnovi političnega značaja, ko je leta 2002 pripeljala do vojaškega udara. Leta 2004 se je izboljšalo se je kar sedem spremenljivk, poslabšali pa le dve, to sta bili ekonomska struktura, kjer o poslabšanju pravzaprav težko govorimo iz podatkov samih, in politično tveganje, ki je pričalo o nepremostljivi razdvojenosti venezuelske družbe. Veliko povečanje izvoza v BDP in BDP na prebivalca na približno isti ravni bi težko upravičila poslabšanja, če ne bi vedeli, kako močno je venezuelsko gospodarstvo odvisno od cen nafte, ki so se v tem letu precej dvignile v primerjavi z letom prej in tako kakršnihkoli, v našem primeru niti ne tako velikih, izboljšav ni mogoče pripisati spremembam na boljše v strukturi gospodarstva. Kljub napredku v primerjavi z letom 1998 pa je skoraj 24-odstotna inflacija škodljivo visoka. Naj ob tem poudarimo, da med napredkom pri spremenljivkah izstopa dolg obeh vrst in z njim povezan strošek servisiranja obresti, ki se je v večini primerov več kot razpolovil.

Iz predstavljenega je jasno razvidno, da se naša hipoteza ni potrdila v primeru Venezuele. Ob vprašanju, zakaj je temu tako, nas analiza najprej privede do posebnih okoliščin, v katerih se je znašla Venezuela na začetku novega tisočletja v primerjavi z ostalima preučevanima državama, in sicer vojaški udar, nepojasnjene okoliščine, v katerih se je zgodil, in politične in gospodarske posledice, ki so temu sledile, ponujajo prvi odgovor na zastavljeno vprašanje. Leta po udaru, ki je trajal samo tri dni, so imela za posledico sumničenje in napadalen, na trenutke tudi represiven odnos vlade do opozicije, ki se je odzvala s protesti in na koncu večmesečno stavko ob koncu leta 2002 in ob začetku leta 2003, kar je popolnoma ohromilo

gospodarstvo in mu prizadejalo izredno škodo. Leto 2004, ki ga ocenjujemo, je tako ravno leto po velikem zastoju gospodarstva in je normalno pričakovati, da bodo ob ponovnem zagonu in ob ugodnih razmerah višjih cen nafte gospodarski kazalci boljši, kot bi bili sicer, politično prizorišče pa z dogovorom med opozicijo in vlado o referendumu o odpoklicu predsednika ravno tako zajame kanec upanja, da se bodo izjemne napetosti v družbi le začele umirjati.

Ob koncu pregleda rezultatov naše analize se ustavimo ob razlogih za potrditev delne potrditve glavne hipoteze, ki se odražajo v delovnih hipotezah. V njih smo na začetku trdili, da bonitetne agencije s svojimi metodologijami o ocenjevanju tveganja vlagateljem odsvetujejo izpostavljenost državam, ki napovedujejo večjo vlogo države v gospodarstvu in tako večje izdatke države, premalo varčevanja, premajhno odpiranje države navzven in tako slabšo konkurenčnost ter strukturne pomanjkljivosti, ki naj bi bile v veliki meri ravno posledica nepopolnega razporejanja produkcijskih virov v državi. V našem primeru vidimo, da so države, ki se politično s spremembo na oblasti zavežejo drugačni viziji razvoja, za to večinoma kaznovane, razen v posebnem primeru, ko se znajdejo v nepredvidljivih okoliščinah, v kakršnih se je pri nas Venezuela. Tako nas rezultati te analize ponovno pripeljejo pravzaprav do vprašanja, v kolikšni meri je v razvoj metodoloških pristopov ocenjevanja državnega tveganja vpletena ideologija. Glede na to, da jasne opredelitve tveganja, kot smo ugotavljali v prvem poglavju, ni, in da je zato izbor spremenljivk in poudarek pri njihovi interpretaciji ravno tako nejasno določen, je razumljivo, da ideološki nagib v eno ali drugo smer lahko vpliva na končno oceno tveganja. Tekom tega diplomskega dela smo si sicer pogledali tudi druge ekonometrično in matematično bolj zapletene metodologije za ocenjevanje tveganja, ki zaradi njihove v osnovi bolj objektivne narave obljublajo manjšo ideološko pristranost, vendar pa te ni mogoče izključiti, saj nekatere izmed njih, kot je na primer pristop kreditne migracije, za svojo osnovo, kljub temu, da gre kasneje v procesu ocenjevanja za sicer res bolj zapleten matematični postopek, uporabljajo prav bonitetne ocene agencij

Po vsem tem je tako mogoče posumiti, da so ocene tveganja, ki smo jih dobili v naši analizi, ideološko neoliberalno obarvane in kažejo na veliko nagnjenost bonitetnih agencij in njihove metodologije v smeri nenaklonjenosti alternativnim vizijam razvoja držav, ki jih ponujajo v različni meri radikalnosti levo usmerjene vlade, in ki so v tem delu sveta na pragu novega tisočletja ravno zaradi razočaranja nad dokaj univerzalnim izvajanjem neoliberalnih reform v prejšnjem desetletju pod pokroviteljstvom in mentorstvom mednarodnih finančnih institucij in držav, ki te obvladujejo, začele postopoma prevzemati to celino.

Čisto na koncu je treba še opozoriti, da smo se pri raziskovalnem delu in preverjanju

hipoteze soočili z določenimi omejitvami, ki jih je potrebno omeniti na tem mestu. Prvič, kot je jasno razvidno iz prvega poglavja diplomskega dela, je državno tveganje izjemno težko definirati, in celo finančna teorija si glede tega ni enotna. Drugič, posledica tega je, da različni avtorji zagovarjajo različne definicije, na podlagi katerih razvijejo tudi različne metodologije, med katerimi smo si mi izbrali pristop bonitetnih ocen (angl. credit rating). Pri tem je pomislek ta, da ni jasno, katere spremenljivke bi bilo treba upoštevati in kakšno pomembnost bi jim pripisali. Pristop zahteva veliko podatkov, ki so velikokrat težko dosegljivi. Ravno zaradi omenjenih težav smo morali razpon preučevanja sprememb v Argentini, Braziliji in Venezueli omejiti na izbor zgolj dveh let, in sicer leta pred prevzemom oblasti levo usmerjenih vlad in leto po njem. Ker je do prevzema v različnih državah prišlo ob različnem času, tako letnice niso iste in se po naključju prekrivajo v nekaterih primerih, poskušali pa smo vseeno čimbolj omejiti časovno razliko med posameznimi državami.

8. Seznam virov

Adler, M. in B. Dumas (1983): International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis. *Journal of Finance* 38(3), 925–984.

Alexander, S. S. (1952): Effects of a Devaluation on a Trade Balance. *Staff Papers* II(2), 263–287.

Baldwin, R. in P. Krugman (1987): The Persistence of the U.S. Trade Deficit. *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1–43.

Banco Central de Venezuela (2004): *Estadísticas del Sector Externo, Septiembre 2004. Serie 1997–2002. Capítulo II – Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa.*

Dostopno na

http://www.bcv.org.ve/cuadros/series/SectorExterno/ProgramaActEstMac/Capitulo_II_valor.xls (20. maj 2008).

Banco Central de Venezuela (2007): *Estadísticas del Sector externo, Junio 2007. Anuario 2003–2005*, 36–63. Dostopno na

<http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/anuasectorexterno03-05.pdf> (20. maj 2008).

Banco Central do Brasil (2001): *2000 – Annual report*. Dostopno na <http://www.bcb.gov.br/?AR2000> (15. maj 2008).

Banco Central do Brasil (2004): *2000 – Annual report*. Dostopno na <http://www.bcb.gov.br/?AR2000> (15. maj 2008).

Banco Central do Brasil (2008): *Net public debt*. Dostopno na <http://www.bcb.gov.br/?NPDBREAKDOWN> (15. maj 2008).

BBC Mundo (2001): *Argentina paga en „patacones“*. Dostopno na http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_1502000/1502694.stm (17. avgust 2007).

BBC News (2003): *Q&A: Argentina's economic crisis*. Dostopno na <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/1721061.stm> (20. avgust 2007).

BBC News (2006a): *Brazil re-elects President Lula*. Dostopno na <http://news.bbc.co.uk/2/hi/americas/6095820.stm> (22. avgust 2007).

- BBC News (2006b): *Chavez wins Venezuela re-election*. Dostopno na <http://news.bbc.co.uk/2/hi/americas/6205128.stm> (10. maj 2008).
- BBC News (2007a): *Chavez puts brave face on defeat*. Dostopno na <http://news.bbc.co.uk/2/hi/americas/7124547.stm> (10. maj 2008).
- BBC News (2007b): *Venezuela referendum on Sunday*. Dostopno na http://www.bbc.co.uk/caribbean/news/story/2007/11/071130_venezref.shtml (10. maj 2008).
- BBC News (2008): *Venezuela raises foreign oil tax*. Dostopno na <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7349986.stm> (17. april 2008).
- Bhatia, Vir Ashok (2002): *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*. *IMF Working Papers* WP/02/170. Dostopno na www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf (15. september 2006).
- Bouchet, Michel Henry, Ephraim Clark in Bertrand Gros Lambert (2003): *Country Risk Assessment*. West Sussex, Anglija: John Wiley & Sons Ltd.
- Cantor, R. in F. Packer (1996): *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*. *Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York)* 2(2), 37–53.
- Carter Center (2005): *Observing the Venezuela Presidential Recall Referendum*. Dostopno na <http://www.cartercenter.org/documents/2020.pdf> (7. september 2007).
- Central Intelligence Agency World Factbook (2008): *Argentina*. Dostopno na <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ar.html> (28. april 2008).
- Clark, E. (1991): *Cross Border Investment Risk: Application of Modern Portfolio Theory*. London: Euromoney Publications.
- Clark, E. (2002): *International Finance*. London: Thomson.
- Crouhy, Michel, Dan Galai in Robert Mark (2001): *Risk Management*. Peking: McGraw-Hill Companies and Peking University Press.
- Deppler, M. C. in D. Ripley (1978): *The World Trade Model: Merchandise Trade Flows*. *Staff Papers* XXVIII(1), 147–206.
- Desta, A. (1985): *Assessing Political Risk in Less Developed Countries*. *European Economic Review* 30(3), 40–53.

- Dornbush, R. in P. Krugman (1976): Flexible Exchange Rates in the Short Term. *Brookings Papers on Economic Activity* 3, 537–575.
- Eitman, D. K., A. I. Stonehill in M. H. Moffett. (2004): *Multinational Business Finance*, 10th edition. Boston, MA: Addison Wesley.
- Encyclopedia Britannica (2008): *Venezuela: Immigration and ethnic composition*. Dostopno na <http://www.britannica.com/eb/article-32719/Venezuela> (12. maj 2008).
- Eun, C. S. in B. G. Resnick (2004): *International Financial Management*, 3rd edition. Boston, MA: Irwin McGraw-Hill.
- Feldstein, M. (2002): Economic and Financial Crisis in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 8837. Dostopno na <http://www.nber.org/papers/w8837> (15. maj 2007).
- Freedom House (2007): *Freedom of the Press Historical Data: Scores and Status Data 1980–2006, Americas*. Dostopno na <http://www.freedomhouse.org/uploads/fop/historical/SSAmericas.xls> (24. april 2008).
- Freedom House (2008): *Freedom in the World Historical Data*. Dostopno na <http://www.freedomhouse.org/uploads/fiw/FIWAllScores.xls> (25. april 2008).
- Frenkel, Michael, Alexander Karmann in Bert Scholtens, ur. (2004): *Sovereign Risk and Financial Crises*. Berlin in Heidelberg, Nemčija: Springer-Verlag.
- Gelach, S. (1989): Intertemporal Speculation, Devaluation and J-Curve. *Journal of International Economics* 27, 335–345.
- Gerakis, A. S. (1964): Recession in the Initial Phase of a Stabilisation Program: The Experience of Finland. *Staff Papers* XI(1), 434–445.
- Haendel, D., G. T. West in R. G. Meadow (1975): *Overseas Investment and Political Risk*. Philadelphia: Foreign Policy Research Institute.
- International Monetary Fund (2004): *World Economic Outlook Database: Report for Selected Countries and Subjects*. Dostopno na http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/data/dbcoutm.cfm?SD=1998&ED=2004&R1=1&R2=1&CS=3&SS=2&OS=C&DD=1&OUT=1&C=213-223-299&S=NGDP_RPCH-NGDP_R-NGDP-NGDPD-NGDP_D-NGDPRPC-NGDPPC-NGDPDPC-PPPWGT-

[PCPIPCH-PCPI-BCA_NGDPD-BCA&CMP=0&x=47&y=7](#) (13. maj 2008).

International Monetary Fund (2006): *Government finance statistics CD-ROM 2006*. Washington, DC: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (2008): *International Financial Statistics Browser*. Dostopno na <http://www.imfstatistics.org/imf/> (29. april 2008).

International Republican Institute (1999): *Venezuela's 1998 Presidential, Legislative, and Gubernatorial Elections*. Dostopno na <http://www.iri.org/lac/venezuela/pdfs/1998VenezuelaEOEng.pdf> (25. avgust 2007).

Investopedia (2008): *Advanced Bond Concepts: Term Structure of Interest Rates 2008*. Dostopno na <http://www.investopedia.com/university/advancedbond/advancedbond4.asp> (15. februar 2008).

InvestorWords (2007): *Financial Leverage*. Dostopno na http://www.investorwords.com/1952/financial_leverage.html (7. junij 2007).

Kingstone, Steve (2006): *Lula bid derailed by 'dossier affair'*. V BBC News. Dostopno na <http://news.bbc.co.uk/2/hi/americas/5399944.stm> (22. avgust 2007).

Kobrin, S. J. (1979): Political Risk: A Review and Reconsideration. *Journal of International Business Studies* 10(1), 67–80.

Kouri, P. J. K. in M. G. Porter (1974): International Capital Flows and Portfolio Equilibrium. *Journal of Political Economy* May/June, 443–467.

Levi, M. D. (1990): *International Finance*, 2nd edition. New York: McGraw-Hill.

Levich, R. M. (1998): *International Financial Markets*. Boston, MA: Irwin McGraw-Hill.

Marchal, J. in J. Lecaillon (1967): *Les Flux Monétaires*. Paris: Editions Cujas.

Madura, J. (2003): *International Financial Management*. Mason, OH: Thomson South-Western.

Meldrum, D. H. (2000): Country Risk and Foreign Direct Investment. *Business Economics* 35(1), 33–40.

Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de Argentina (1999a): *Deuda total del sector público nacional composición por monedas – Cuadro 32*. Dostopno na <http://www.mecon.gov.ar/boletin/4totrim98/cuadro32.htm> (25. maj 2008).

Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de Argentina (1999b): *Deuda total del sector público nacional por instrumento y tipo de plazo – Cuadro 26*. Dostopno na <http://www.mecon.gov.ar/boletin/4totrim98/cuadro26.htm> (25. april 2008).

Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de Argentina (2004): *Deuda del sector publico nacional composicion por moneda – Cuadro 45*. Dostopno na <http://www.mecon.gov.ar/onp/html/boletin/4totrim03/pdf/fisc45.pdf> (25. april 2008).

Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos de Argentina (2007): *Proyeccion anual del principal de la deuda publica por tipo de acreedor – Cuadro 16*. Dostopno na <http://www.mecon.gov.ar/boletin/4totrim98/cuadro26.htm> (25. april 2008).

Monfort, B. in C. Mulder (2000): Using Credit Ratings for Capital Requirements on Lending to Emerging Market Economies: Possible Impact of a New Basel Accord. *IMF Working Paper* WP/00/69.

Mrak, Mojmir (2002): *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV Založba

Murphy, Martin (2007): *Venezuela referendum on Sunday*. Dostopno na http://www.bbc.co.uk/caribbean/news/story/2007/11/071130_venezref.shtml (10. maj 2008).

OPEC (2007): *Annual Statistical Bulletin*. Dostopno na <http://www.opec.org/library/Annual%20Statistical%20Bulletin/interactive/FileZ/Main.htm> (24. avgust 2007).

Pearce, I. F. (1961): The Problem of the Balance of Payments. *International Economic Review* II(1), 1–28.

Polak, J. J. in V. Argy (1977): Credit Policy and the Balance of Payments. V *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, 205–225. Washington: International Monetary Fund.

Robock, S. in K. Simmons (1973): *International Business and Multinational Enterprise*. Homewood, IL: Irwin.

Root, F. (1973): *Analyzing political risks in international business*. Multinational

Enterprise in Transition. Princeton, NJ: Darwin Press.

Shapiro, A. (1999): *Multinational Financial Management*, 6th edition. London: Prentice Hall.

Solnik, B. H. (1991): *International Investments*, 2nd edition. Reading, MA: Addison – Wesley.

Scholtens, Bert (2004): Country Risk Analysis: Principles, Practices and Policies. V Frenkel, Michael, Alexander Karmann in Bert Scholtens (ur.): *Sovereign Risk and Financial Crises*, 3–28. Berlin in Heidelberg: Springer-Verlag.

South America, Central America, and the Caribbean (2005): *Regional Surveys of the World*. London: Europa Publications.

Stobaugh, R. B. (1969): Where in the World Should We Put that Plant? *Harvard Business Review* 47(1), 129–136.

Suranovic, Steven M. (2006): *International Trade Policy and Theory. Measuring Protectionism: Average Tariff Rates Around the World*. Dostopno na <http://internationalecon.com/Trade/Tch20/T20-1.php> (13. maj 2008).

Transparency International (2008): *Corruption Perception Index*. Dostopno na http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/ (1. maj 2008).

US Embassy in Caracas (2006): *Country Reports on Human Rights Practices – 2005: Venezuela*. Dostopno na <http://caracas.usembassy.gov/site/www2796.html> (10. maj 2008).

Weisbrot, Mark and Luis Sandoval (2007) *The Venezuelan Economy in the Chávez Years*. V Center for Economic and Policy Research. Dostopno na http://www.cepr.net/documents/publications/venezuela_2007_07.pdf (13. maj 2008).

World Bank (2008): *Quick Query*. Dostopno na <http://ddp-ext.worldbank.org/ext/DDPQQ/member.do?method=getMembers&userid=1&queryId=135> (27. april 2008).

World Institute for Development Economics Research – WIDER (2007): *World Income Inequality Database, May 2007*. Dostopno na <http://62.237.131.23/wiid/wiid.htm> (13. maj 2008).

World Trade Organization (2007a): *Tariff Profiles 2006: Argentina*. Dostopno na http://www.wto.org/english/tratop_e/tariffs_e/tariff_profiles_2006_e/arg_e.pdf (30. april 2008).

World Trade Organization (2007b): *Trade Policy Reviews: Brazil November 2000*. Dostopno na http://www.wto.org/english/tratop_e/tpr_e/tp140_e.htm (17. avgust 2007).

World Trade Organization (2008): *Trade Profiles: Argentina*. Dostopno na <http://stat.wto.org/CountryProfile/WSDBCountryPFView.aspx?Language=E&Country=AR> (29. april 2008).