

## GLOBALNI FINANSIJSKI INTERESI: ULOGA MMF-A U RASPLAMSAVANJU I GAŠENJU AZIJSKOG FINANSIJSKOG POŽARA 1997. GODINE

### Global Financial Interests: The Role of IMF in Starting and Fighting a Asian Financial Fire in 1997

*ABSTRAKT U radu se ističe teza da se oštrina i dubina azijske krize mogla ublažiti putem umerenih prilagođavanja i primene adekvatnih ekonomskih mera za prevazilaženje krize. Preterane su tvrdnje zvaničnika MMF-a da se kriza isključivo može opravdati dubokim makroekonomskim distorzijama i veoma zastupljenom korupcijom. Neoboriva je činjenica da je zemlje regiona karakterisala makroekonomska neravnoteža, slabe, nedovoljno razvijene finansijske institucije i neadekvatna prudenciona kontrola poslovanja finansijskog sektora, široko zastupljena korupcija i neadekvatan pravni sistem sa slabom sprovodljivošću zakona. Ipak se, sa druge strane, razmera i oštrina finansijskog požara koji je devastirao ekonomije pet azijskih zemalja ne može objasniti i opravdati isključivo navedenim neravnotežama i nedostacima. Panika koja je zahvatila međunarodne investitore, greške u sprovođenju ekonomskih politika zemalja domaćina i neadekvatne ekonomske mere za prevazilaženje finansijskih nevolja preporučene od strane MMF-a su simultano isprovocirali paniku i produbili krizu u znatno većoj meri nego što je to bilo neophodno i neizbežno.*

*KLJUČNE REČI finansijska kriza, panika, asimetrična informisanost, moralni hazard.*

*ABSTRACT In our opinion severeness and deepness of Asian crisis could have been largely avoided with relatively moderate adjustments and appropriate policy changes. Explanations of IMF that crisis was provoked by deep macroeconomic distortions and high level of corruption, is, in our opinion, overstated to a great extent. It's evident that there were macroeconomic imbalances, weak financial institutions and prudential regulation, widespread corruption and inadequate legal environment with poor law enforcement. However, magnitude and severeness of financial fire that devastated five Asian economies can't be explained and justified with those imbalances solely. A combination of international investor's panic, policy mistakes by the host governments and poorly designed international programs for overcoming financial troubles, provoked panic and deepened the crisis much more than it was both, necessary and inevitable.*

*KEY WORDS financial crisis, panic, asymmetric information, moral hazard.*

Finansijska kriza koja je zahvatila zemlje istočne i jugoistočne Azije (ZIJA) kasnih devedesetih bila je globalnija i potencijalno opasnija po svetsku političku i ekonomsku stabilnost od svih kriza u prošlosti. Požar je buknuo jula 1997. godine u Tajlandu i munjevitom se brzinom proširio na Maleziju, Južnu Koreju, Filipine i Indoneziju. Kriza je dobro uzdrmla, ali ne i nokautirala Japan, Tajvan, Hong Kong i Singapur. Azijska kriza je specifična po tome što je pogodila zemlje koje su decenijama beležile najveće stope privrednog rasta u svetu i što je izazvala najveće troškove sanacije u istoriji. Troškove su zajedno podnele države pogođene krizom, inostrani privatni nefinansijski i finansijski subjekti i nadnacionalne finansijske institucije. Takođe, među njima se može na ravne časti podeliti krivica za izbijanje finansijskog požara koji je devastirao ekonomije pet azijskih zemlja.

Azijska kriza je, pored dužničke krize osamdesetih godina prošlog veka, bez preterivanja, najoštrija finansijska kriza koja je ikada pogodila zemlje u razvoju (ZUR). Pronaći uzroke krize nije lak posao. Brojni radovi su napisani na ovu temu u kojima su pojedini autori zauzimali svoje stavove. Po nama, uzrok krize ne može se objasniti pomoću jednog ili dva faktora. Uzročnika je mnogo i snaga njihovog dejstva je bila izuzetna, upravo zahvaljujući njihovom simultanom delovanju koje je ponekad u velikoj meri zbunjivalo finansijske analitičare. U tome se može i pronaći odgovor zašto kriza nije bila anticipirana iako je bilo dosta znakova koji su je najavljivali. Mišljenja smo da je do krize došlo zahvaljujući neodrživom deficitu tekućeg računa, snažnom kapitalnom prilivu kratkoročnih kredita i neadekvatno sprovedenom procesu finansijske liberalizacije i deregulacije koja je u sadejstvu sa neadekvatnom supervizijom finansijskog sektora imala poguban uticaj na nedopustiv porast moralnog hazarda u sistemu.<sup>1</sup> Kada je mehur konačno pukao, na

---

<sup>1</sup> Problem asimetrične informisanosti (asymmetric information problem) na finansijskom tržištu se odnosi na problem kada jedna strana ima više informacija koje se tiču pravilnog investicionog izbora od druge strane. Drugim rečima, individue koje imaju pristup privatnim informacijama (informacije koje nisu javno dostupne, a koje se tiču racionalne alokacije kapitala), a koje su poznate samo njima i eventualno njihovim najbližim saradnicima su zapravo informacioni monopolisti. Transparentnost tržišta se postiže samo u situacijama kada su informacije svima na tržištu jednako dostupne. U slučaju asimetrične informisanosti, kao što dokazuje Akerlof (1970), štetna selekcija (adverse selection) sprečava da se tržište uopšte uspostavi ili vodi ka formiranju tržišta niskog kvaliteta. Moralni hazard je takođe značajan činilac koji vodi ka suboptimalnoj alokaciji finansijskih resursa.

Štetna selekcija (adverse selection) je problem asimetrične informisanosti koji se stvara pre nego što je transakcija obavljena. Problem se javlja kada oni koji se nalaze na strani tražnje novčanih sredstava poseduju više informacija od onih koji se nalaze na strani ponude. U toj situaciji često investitori nisu u stanju da naprave razliku između dobrih kompanija, sa visokim očekivanim profitima uz nizak rizik, i loših, sa niskim očekivanim profitima uz visoki rizik.

Moralni hazard (moral hazard) je problem asimetrične informisanosti koji nastaje pošto je na tržištu transakcija obavljena. Moralni hazard je rizik da će se menadžeri odnosno zajmoprimci odlučiti na akcije koje su sa aspekta vlasnika kapitala, odnosno zajmodavca nepoželjne.

površinu su izbili dugo godina dobro kamuflirani fundamentalni makroekonomski problemi.

Tabela 1: Eksterno finansiranje pet azijskih privreda (u mlrd. USD).

	1994	1995	1996	1997
Bilans tekućeg računa	-24,6	-41,3	-54,9	-26
Neto eksterno finansiranje	47,4	80,9	92,8	15,2
<i>Neto privatni tokovi</i>	40,5	77,4	93	-12,1
Investicije u akcije	12,2	15,5	19,1	-4,5
SDI	4,7	4,9	7	7,2
Portfolio investicije	7,6	10,6	12,1	-11,6
<i>Privatni kreditori</i>	28,2	61,8	74	-7,6
Komercijalne banke	24	49,5	55,5	-21,3
Nebankarski privatni kreditori	4,2	12,4	18,4	13,7
<i>Neto zvanični tokovi kapitala</i>	7	3,6	-0,2	27,2
Međunarodne finansijske institucije	-0,4	-0,6	-1	23
Bilateralni krediti	7,4	4,2	0,7	4,3

Izvor: Radelet, S., and J. Sachs 1999. "What Have We Learnd, So Far, From the Asian Financial Crisis?" NBER Working Paper, January 1999.

Posledice su bile katastrofalne. Došlo je do munjevitog masovnog povlačenja finansijskih sredstava od strane inostranih poverilaca. Po procenama Instituta za međunarodnu ekonomiju (Institute for International Economics) neto ulazi privatnog kapitala su pali sa 93 mlrd. USD s kraja 1996 na 12,1 mlrd. USD na kraju 1997. godine, što u zbiru iznosi 105 mlrd. USD, od kojih se 77 mlrd. USD pripisuje komercijalnim bankama, 24 mlrd. USD smanjenju portfolio ulaganja u akcije i 5 mlrd. USD povlačenju zajmova odobrenih od strane nebankarskih privrednih subjekata. Iznos stranih direktnih investicija (SDI) je ostao nepromenjen i iznosio je 7 mlrd. USD (tabela 1). Analizirajući u celosti 5 azijskih zemalja, ukupni bankarski krediti (najvećim delom su banke pozajmljivale domaćim bankama i korporativnom sektoru) su porasli sa 210 mlrd. USD krajem 1995, na 261 mlrd. USD krajem 1996. godine, što je povećanje od 24%. U periodu između kraja 1996. i sredine 1997. godine zajmovi inostranih banaka su porasli za dodatnih 13 mlrd. USD (rast od

10%), što ukazuje na činjenicu da je sve od sredine godine (1997) kreditiranje azijskih zemalja od strane inostranih privatnih banaka raslo (tabela 1).<sup>2</sup> Zapažimo da inostrane banke nisu počele da beže iz regiona sve do poslednjeg momenta, zbog uverenja da su poremećaji koji su zahvatili zemlje azijskog regiona trenutne prirode. Međutim, to nije jedini razlog. Inostrani privatni kreditori su bili sigurni da zemlje domaćini neće dozvoliti bankrot svojih banaka i preduzeća i da će eventualna nenaplativa potraživanja preuzeti država ili Međunarodni monetarni fond (MMF). Ova pretpostavka je bila razumna, ali samo ako se uzme u obzir interes dela privatnog finansijskog i korporativnog sektora sa jakim političkim vezama.

Ipak, nije bilo opravdanja da se ova pretpostavka odnosi na većinu firmi i banaka koje su poslovale na domaćem tržištu.

### Varljivi makroekonomski indikatori

Jedan od glavnih razloga zašto kriza nije bila anticipirana je da su makroekonomski indikatori svih zemalja regiona tokom devedesetih godina izgledali stabilno, odnosno nisu davali znake unutrašnjih slabosti. Budžeti su bili uravnoteženi, gde je većina zemalja regiona bila u suficitu (tabela 2).

Tabela 2: Budžetski deficiti ZIJA u periodu 1990-1996. (kao % GDP-a).

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indonezija	0,4	0,4	-0,4	0,6	0,9	2,2	1,2
Malezija	-3	-2	-0,8	0,2	2,3	0,9	0,7
Filipini	-3,5	-2,1	-1,2	-1,5	1,1	0,5	0,3
Tajland	4,5	4,7	2,8	2,1	1,9	2,9	2,3
J. Koreja	-0,7	-1,6	-0,5	0,6	0,3	0,3	-0,1

Izvor: : Radelet, S., and J. Sachs 1998. "The Onset of the East Asian Financial Crisis", NBER Working Paper, August 1998.

Delom zbog budžetske discipline inflacija je bila dosta skromna, odnosno ispod 10% na godišnjem nivou u većini zemalja. Domaća štednja i investicije su bile na visokom nivou, što je ukazivalo na to da će zemlje regiona nastaviti sa snažnim rastom, čak i ukoliko dođe do pada u ulazu kapitala. Štaviše, iako je tekući račun bio u deficitu zbog snažnog ulaza kapitala iz inostranstva, platni bilansi ZIJA (sem u Maleziji) su bili u suficitu, što se odrazilo na značajan porast njihovih deviznih rezervi (tabela 3). Značajne devizne rezerve ulivaju poverenje stranim investitorima

<sup>2</sup> Jedino je na Tajlandu došlo da blagog pada u kreditiranju.

koji veruju da će, u slučaju bankrota domaćeg dužnika, njihovim potraživanjima država izaći u susret. S druge strane, međunarodne kamatne stope su bile na relativno niskom nivou, tako da nagomilana potraživanja inostranih poverilaca nisu izgledala zabrinjavajuće. Ipak, sredinom devedesetih ZIJA su doživele težak udarac usled pogoršanja odnosa razmene većine proizvoda koji značajno učestvuju u njihovom izvozu, posebno poluprovodnika i nafte. Ovi eksterni šokovi, u sadejstvu sa dubokom recesijom sa kojom se Japan suočavao od početka devedesetih, a koja je posebno bila oštra 1997. godine, bili su faktori koju su značajno uticali na pad izvoznih prihoda, pogoršanje tekućeg bilansa i precenjenost valuta. Kada se tome doda značajan porast nenaplativih potraživanja u bankarskom sektoru svih 5 zemalja, čini se da su neki pokazatelji, verovatno zahvaljujući preteranom optimizmu i zaslepljenosti tržišnih učesnika, bili ili previdani ili ignorisani.

### **Snažan priliv inostranog kapitala**

Rekli smo da je jedan od osnovnih uzročnika krize masovan ulaz inostranog kapitala koji je bio privučen stabilnim makroekonomskim okruženjem i snažnim stopama rasta zemalja regiona početkom devedesetih. Ukupan ulaz inostranog kapitala se povećao sa 1,4% GDP-a pet azijskih zemalja u periodu 1986-90. godine na 6,7% u periodu 1990-96. godina. U svim ZIJA, sem Malezije, najviše kapitala je ušlo u obliku zajmova komercijalnih banaka. U Maleziji je najviše kapitala ušlo u obliku SDI (6,6% GDP-a). Ulaz kapitala u vidu portfolio investicija je bio skroman i nije prelazio 2% GDP-a u svim zemljama. Neto zaduživanje vlada pet zemalja je bilo ispod 0,5% GDP-a u svim zemljama, sem u Filipinima, gde je iznosilo 1,3% GDP-a. Kako objasniti ovako snažan priliv inostranog kapitala?

Koreni snažnog prirasta ulaza inostranog kapitala mogu se pronaći u promeni internih ekonomskih politika i svetskih tržišta. U međunarodnim okvirima, liberalizacija kretanja kapitala u industrijskim zemljama je značajno olakšala kretanje kapitala širom zemljine kugle. Snažan razvoj finansijskih kompanija, bankarskih sindikata, finansijskih inovacija i evrodolarskog tržišta su značajno uticali na povećanje međunarodne mobilnosti kapitala. Štaviše, niske kamatne stope u SAD-u i Japanu su indirektno uticale na usmeravanje međunarodnih tokova kapitala ka brzorastućim tržištima (emergent markets) u kojima su investicione prilike izgledale daleko profitabilnije.<sup>3</sup> Kapital ide tamo gde može uz prihvatljive rizike da se brže i bolje oplodi. Među internim faktorima koji su privukli inostrane investicije posebno treba izdvojiti:

---

<sup>3</sup> Profiti u industrijskom sektoru zemalja koje su pogođene krizom bili su u proseku tri puta veći nego u najrazvijenim ekonomijama.

Tabela 3: Međunarodna potraživanja od strane inostranih banka – po ročnosti i sektorima (u mlrd. USD).

	Ukupna potraživanja	Obaveze po sektorima			Kratkoročna potraživanja	Rezerve	Kratkoročna potr./rezerve
		Bankarski sektor	Javni sektor	Nebankarski privatni sektor			
Kraj 1995.							
Indonezija	44,5	8,9	6,7	28,8	27,6	14,7	1,9
Malezija	16,8	4,4	2,1	10,1	7,9	23,9	0,3
Filipini	8,3	2,2	2,7	3,4	4,1	7,8	0,5
Tajland	62,8	25,8	2,3	34,7		37	1,2
J. Koreja	77,5	50	6,2	21,4	54,3	32,7	1,7
Ukupno	209,9	91,3	20	98,4	137,5		
Kraj 1996.							
Indonezija	55,5	11,7	6,9	36,8	34,2	19,3	1,8
Malezija	22,2	6,5	2	13,7	11,2	27,1	0,4
Filipini	13,3	5,2	2,7	5,3	7,7	11,7	0,7
Tajland	70,2	25,9	2,3	41,9	45,7	38,7	1,2
J. Koreja	100	65,9	5,7	28,3	67,5	34,1	2
Ukupno	261,2	115,2	19,6	126	166,3		
Sredina 1997.							
Indonezija	58,7	12,4	6,5	39,7	34,7	20,3	1,7
Malezija	28,8	10,5	1,9	16,5	16,3	26,6	0,6
Filipini	14,1	5,5	1,9	6,8	8,3	9,8	0,8
Tajland	69,4	26,1	2	41,3	45,6	31,4	1,5
J. Koreja	103,4	67,3	4,4	31,7	70,2	34,1	2,1
Ukupno	274,4	121,8	16,7	136	175,1		

Izvor: Radelet, S., and J. Sachs 1998. "The Onset of the East Asian Financial Crisis", NBER Working Paper, August 1998.

- dinamičan privredni razvoj zemalja regiona. Zahvaljujući izuzetno dinamičnom razvoju, zemlje regiona su izbile u sam svetski vrh po svojoj ekonomskoj snazi. Prvo je Japan izrastao u glavnu finansijsku i drugu po snazi (iza SAD-a) industrijsku i tehnološku supersilu, a potom je Kina ušla među prvih pet zemalja sa najvećim ukupnim bruto društvenim proizvodom. Tajvan i Kina danas spadaju u zemlje sa najvećim deviznim rezervama, Singapur je zemlja sa najvećim deviznim rezervama po glavi stanovnika. Srazmerno teritoriji i broju stanovnika Južna Koreja je drugi proizvođač brodova i čipova u svetu i peti proizvođač

automobila. Sve zemlje regiona danas proizvode tehnološki intenzivne proizvode.<sup>4</sup> Takođe, sve zemlje raspolažu, s obzirom na visinu GDP per capita, visokoobrazovnom radnom snagom.<sup>5</sup> Dalje, u svim krizom zahvaćenim zemljama su, pred izbijanje krize, investicije premašivale 35% GDP-a, što je na primer bilo dva puta više nego u SAD-u. Visoka stopa investiranja je bila omogućena ne samo zahvaljujući masovnom prilivu inostranog kapitala već i zahvaljujući visokoj domaćoj štednji. Visoka domaća štednja je rezultat visokih profita do kojih su zemlje regiona dolazile pre svega zahvaljujući relativno niskim porezima na dobit, niskim učešćem javnih rashoda u društvenom proizvodu i niskim troškovima proizvodnje – jeftine sirovine i niski troškovi zaštite životne sredine i radne snage.<sup>6</sup>

- liberalizaciju i deregulaciju finansijskog poslovanja, što je olakšalo pristup domaćim bankama i korporacijama inostranom kapitalu.

- deregulacija finansijskog sektora nije praćena adekvatnom supervizijom, posebno u Tajlandu. Slaba supervizija i regulacija finansijskog sektora su doprinele značajnom porastu sistemskih rizika oličenim u izraženom moralnom hazardu i masovnom investiranju u visoko rizične špekulativne projekte, što je sa aspekta inostranih banaka koje su se nalazile u škripcu (posebno japanskih) bilo veoma primamljivo.

- devizni kursevi su bili efektivno fiksirani (pegged) ili rukovođeno fiksirani (crowling pegged) za američki dolar, što je privlačilo investitore averzivne prema neočekivanoj promeni deviznog kursa.

- države su svojom ekonomskom politikom, uglavnom poreskim olakšicama i labavijim prudencionim standardima stimulisale zaduživanje domaćih privrednih subjekata kod inostranih poverilaca.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Među značajnim faktorima koji su omogućili brz tehnički razvoj zemalja u regionu svakako treba pomenuti da su svima njima iz političkih razloga bila otvorena tržišta tehnologije, robe i usluga najrazvijenijih ekonomija, posebno SAD-a i Velike Britanije. Takođe treba pomenuti da je u međuvremenu i Japan dostigao zavidan stepen tehnološke razvijenosti, tako da je bio u poziciji da izveze kapital i tehnologiju obližnjim zemljama.

<sup>5</sup> Tako, na primer, u Južnoj Koreji svake godine diplomira više inženjera nego u Nemačkoj iako ima malobrojnije stanovništvo i dva i po puta manji GDP per capita. U Indoneziji, Tajlandu i Maleziji visokoobrazovano stanovništvo nije brojno, ali neobrazovano stanovništvo u ovim zemljama mahom ostaje na selu, tako da nepoljoprivredni sektori raspolažu zadovoljavajućim količinama obrazovane, marljive, disciplinovane i, što je možda najvažnije, jeftine radne snage. Ovi činoci su izvršili snažan uticaj na enorman porast investicija u regionu.

<sup>6</sup> Na primer, nominalna satnica industrijskog radnika u Indoneziji je bila 120 puta manja (posle devalvacije 250) od satnice nemačkog industrijskog radnika, i oko 40 puta kineskog nego američkog radnika.

<sup>7</sup> Recimo, na Filipinima za inostrane depozite nije postojala stopa obaveznih rezervi, dok je stopa obaveznih rezervi za peso depozite iznosila 13%. Isto tako, prihodi od ulaganja koji potiču iz ino izvora su bili oporezovani sa 10%, dok su ostali prihodi bili oporezovani sa 35%.

S druge strane, snažan priliv inostranog kapitala značajno otežava menadžment na makro nivou, posebno u slučajevima kada su tokovi kapitala značajni, nestabilni i neadekvatno kanalisani. U tom slučaju se makroekonomski pritisci ispoljavaju na dva načina:

- snažan i intenzivan priliv kapitala vrši pritisak na realnu apresijaciju domaće valute i samim tim na ekspanziju sektora čiji proizvodi nisu predmet međunarodne trgovine (non-tradeable sectors) na račun sektora čiji proizvodi to jesu (tradeable sectors). Iako je ova apresijacija privremene prirode (jer u doglednoj budućnosti dolazi do odliva kapitala na ime isplate glavnice i kamata) nove investicije se orijentišu ka sektorima koji ne učestvuju u međunarodnoj razmeni, što ima dugoročno negativne posledice na ravnotežu tekućeg računa.

- značajan priliv kapitala vrši snažan pritisak na nedovoljno razvijeni finansijski sektor. Drugim rečima, institucionalne promene ne uspevaju da isprate teškoće koje nastaju usled značajnog priliva kapitala iz inostranstva, što pomera prag tolerancije prihvatljivosti rizika poslovanja. Privredni subjekti, svesni neadekvatne poslovno-finansijske regulative ulaze u visoko špekulativne poslove.

### **Koreni azijske krize**

Recipročno, u korenima snažnog priliva finansijskog kapitala nalaze se i koreni azijske krize. Više je faktora koji su simultanim dejstvom značajno oslabili snagu privreda regiona i uticali na njihovu izuzetnu ranjivost na eksterne šokove. Mišljenja smo da je kriza bila posledica prerane i nagle liberalizacije i deregulacije finansijskog sektora (nametnute od strane razvijenih zemalja – RZ) kao i strukturnih i ekonomskih distorzija u regionu.

Podsetimo da su ZIJA beležile najveće stope privrednog rasta u svetu u poslednjih dvadesetak godina. Ekonomske politike koje su omogućile tako silan razvoj suštinski se razlikuju od politika propisanih Vašingtonskim konsenzusom. Posebno se ističe uloga vlade u privrednom razvoju, što se direktno kosi sa postulatima liberalističke ideologije. Tako su visoke stope štednje, vladine investicije u obrazovanje, vladine intervencije u oblasti tehnološkog razvoja i alokacije kapitala zajedno doprinele skladnom i dinamičnom progresu čitavog regiona. Prema Vašingtonskom konsenzusu, recept za pospešivanje konkurencije na unutrašnjem tržištu je trenutna liberalizacija trgovine. Međutim, trenutna liberalizacija trgovine sa sobom nosi niz problema, posebno ukoliko domaća industrija nije dovoljno jaka da se odupre konkurentskim pritiscima velikih i razvijenih inostranih kompanija. Zbog toga su zemlje regiona odlučile da postepeno liberalizuju svoja tržišta, dajući domaćim privrednim subjektima dovoljno vremena da ojačaju kako bi bili u poziciji da se nose sa izazovima koje nameće međunarodno



tržište. Po Vašingtonskom konsenzusu, uloga vlade treba da se minimizira, dok su vlade ZIJA imale prilično aktivnu ulogu u oblikovanju strategija razvoja industrijskog sektora. Umesto da širom otvore svoja vrata za uvoz proizvoda iz RZ, one su se opredelile da štite svoje tržište, obilno investirajući u razvoj izvozno orijentisanog korporativnog sektora. Isto tako, dok su politike Vašingtonskog konsenzusa insistirale na brzom liberalizaciji i deregulaciji finansijskog sektora, zemlje regiona su se odlučile da to učine postepeno.

Po završetku hladnog rata i konačnog trijumfa kapitalizma nad kominizmom, apetiti razvijenih kapitalističkih ekonomija su naglo porasli. Brzorastuća tržišta (BT) su se kao potencijalno visoko profitonosna tržišta sa malim rizicima iznenada našla u centru pažnje investitora. Finansijska javnost na Zapadu, nošena na krilima konačne pobede liberalizma, bila je ubeđena da sledi procvat svetskog privređivanja. Kako je azijski region za njih bio posebno interesantan, postepeno su se pojačavali pritisci vlada zapadnih zemalja i MMF-a da se računi kapitala liberalizuju u potpunosti (u skladu sa Vašingtonskim konsenzusom). Razlog za potpunu liberalizaciju računa kapitala je bio “više nego očigledan”: *dodatni izvori finansija će pomoći regionu da ostvari brži privredni rast u odnosu na ostvariv u slučaju oslanjanja na samo domaću štednju*. S obzirom na visoke stope štednje u regionu, čini se da preke potrebe za kapitalom iz inostranstva i nije bilo. Međutim, po sredi su bili primarno interesi moćnih bankara sa Zapada. Kako je ovaj argument bio prilično neubedljiv, u javnost je isplivao još jedan, ne manje važan: *liberalizacijom će se povećati ekonomska stabilnost zemalja u regionu putem diverzifikacije izvora finansiranja*. Ideja je da se zemlja koju zahvati recesija može osloniti na kapital iz inostranih izvora kojim bi se nadoknadile nestašice u domaćim fondovima. Međutim, teško je poverovati da moćne finansijske institucije sa Zapada nisu znale da su kretanja kapitala podložna cikličnosti i da ga nema uvek kada je najpotrebniji. Drugim rečima, kapital beži iz zemlje koja je u recesiji i sliva se u zemlje koje doživljavaju ekonomski bum. Tako je liberalizacija računa kapitala u velikoj meri prepustila ekonomsku stabilnost zemalja regiona ćudima i očekivanjima investitora nošenih osećenjima euforije i panike.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Tačnost ove teze nam može potvrditi slučaj Tajlanda. Pre nego što je došlo do liberalizacije računa kapitala, postojala su ograničenja na ulaganja bankarskog sektora u visoko špekulativni sektor nekretnina. Vlada Tajlanda je ispravno rezonovala da je bolje oskudni kapital investirati u prerađivačku industriju, čime će se otvoriti nova radna mesta, povećati izvoz i stimulisati privredni rast. Ekonomske vlasti su bile svesne da nekontrolisano ulaganje u sektor nekretnina ima za posledicu naduvavanje i najposle pucanje cenovnog mehura. Kako se naduvava cenovni mehur? Po sredi je jednostavan mehanizam. Tržištem počinje da se prenosi glas da se u sektoru nekretnina dobro zarađuje. Kako cene nekretnina rastu, sve je više preduzimača koji žele da se uključe u igru pre nego što postane kasno. Bankari, svesni da je tržište nekretnina u procvatu, im rado pozajmljuju kapital, kojim oni podižu nove zgrade. Međutim sve ima svoj kraj. U trenutku kada postane jasno da više nema kupaca i/ili zakupaca za podignute kapacitete, preduzimači postaju nesposobni da vrate svoje dugove. Privredni sistem je na putu da krahira. To je upravo ono što se desilo u Tajlandu

Još jedna stvar koja je ključna za razumevanje suštine problematike je analiza neadekvatne supervizije bankarskog i korporativnog sektora, čime je data prećutna dozvola za neometano bujanje moralnog hazarda. Vremenom su krhki finansijski sistemi, pod naletom eksternih i internih šokova, poklekli.

### **Nagomilavanje problema u finansijskom sektoru**

Uporedo sa intenziviranjem procesa liberalizacije kapitalnih tokova dolazi do postepenog nagomilavanja problema u finansijskom sektoru. Kada je uklonjeno plafoniranje kamatnih stopa i brojne restrikcije na vrste dozvoljenog vida zaduživanja, usledio je bum kapitalnih ulaza, gde je, u godinama koje su sledile, stopa porasta zaduživanja domaćih privrednih subjekata 5 zemalja rasla brže od GDP-a. Kapital se uputio u ZIJA u potrazi za većim profitima.

Ipak, problem nije bio u tome što je došlo do porasta zaduživanja domaćih privrednih subjekata (na unutrašnjem i spoljašnjem planu), već u tome što je taj porast bio toliko dinamičan i nagao da je rezultirao u preterano rizičnim ulaganjima. Nakon deregulacije poslovanja bankarskog sektora i privatizacije velikog broja banaka u ZIJA, domaće nedovoljno kapitalizovane banke su se obilno zaduživale u inostranstvu (tabela 3) i nemarno masovno investirale u domaći privatni nefinansijski sektor (tabele 4 i 5). Ista stvar se desila i sa korporativnim sektorom koji se direktno zaduživao u inostranstvu (tabela 3). Pod iluzijom dinamičnog privrednog razvoja, inostrani finansijski nisu vršili adekvatnu evaluaciju snage preduzeća dužnika i monitoring korišćenja odobrenih sredstava. Kao rezultat, vremenom je došlo do nagomilavanja nenaplativih potraživanja u bankarskom sektoru (tabela 6).

---

kada su se pod pritiscima međunarodne finansijske javnosti uklonila ograničenja na investiranje u sektor nekretnina. Većina zgrada podignutih špekulantskim kapitalom (jer ako tržište kaže da zgrade treba podizati, onda to treba i učiniti) danas su ostale prazne, dok su neke primarne infrastrukturne, obrazovne i socijalne potrebe ostale nezadovoljene.

Drugi primer je slučaj Južne Koreje, koja je u poslednjih tridesetak godina doživela neverovatan prosperitet pre svega zahvaljujući visokim stopama štednje domaćeg stanovništva, aktivnoj ulozi Vlade u usmeravanju investicija ka izvozno orijentisanim industrijama, velikim investicijama u obrazovanje i veoma agresivnoj marketing strategiji na međunarodnom tržištu. Kako su se devedesete približavale, Južna Koreja je, svesna da će morati da otvori svoje tržište kapitala, napravila plan postepene liberalizacije. Međutim, inostrani finansijski nisu hteli da čekaju. Pod pritiscima međunarodnih finansijskih institucija, a posebno Vlade SAD-a, početkom devedesetih su tržišta kapitala liberalizovana u svim ZIJA, čime su domaće firme dobile mogućnost (koju do tada nisu imale) da se zadužuju u inostranstvu. Time su se, doduše nesvesno, prepustile na milost i nemilost iracionalnim osećanjima investitora. Kada su se krajem 1997. godine pronele glasine da su firme u Južnoj Koreji u velikim finansijskim problemima i da neće biti u stanju da otplate svoje dugove, zavladao je panika koja se nije mogla iskontrolisati.

Tabela 4: Stopa rasta odobrenih zajmova domaćeg bankarskog sektora ZIJA domaćem privatnom nefinansijskom sektoru (u %).

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
J. Koreja	20,78	12,55	12,94	20,08	15,45	20	21,95
Indonezija	17,82	12,29	25,48	22,97	22,57	21,45	46,42
Malezija	20,58	10,79	10,8	16,04	30,65	25,77	26,96
Filipini	7,33	24,66	40,74	26,52	45,39	48,72	28,96
Tajland	20,45	20,52	24,03	30,26	23,76	14,63	19,8

Izvor: Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini 1998. "What Caused the Asian Currency Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview", NBER Working Paper. December 1998.

Tabela 5: Zajmovi domaćih banaka ZIJA domaćem privatnom nefinansijskom sektoru (kao % GDP-a).

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
J. Koreja	52,54	52,81	53,34	54,21	56,84	57,04	61,81	69,79
Indonezija	49,67	50,32	49,45	48,9	51,88	53,48	55,42	69,23
Malezija	71,36	75,29	74,72	74,06	74,61	84,8	93,39	106,91
Filipini	19,17	17,76	20,44	26,37	29,06	37,52	48,98	56,53
Tajland	64,3	67,7	72,24	80	91	97,62	101,94	116,33

Izvor: Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini 1998. "What Caused the Asian Currency Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview", NBER Working Paper. December 1998.

Tabela 6: Procene udela neneplativih u ukupno odobrenim kreditima od strane domaćih banaka zemalja regiona 1996 i 1998. godine (u %).

	Tajland	J. Koreja	Indonezija	Malezija	Filipini	Singapur	Hong Kong
BIS (1996)	13	8	13	10	14	4	3
Goldman Sachs (1998)	18	14	9	6	3	2	2
JP Morgan (1998)	17,5	17,5	11	7,5	5,5	3	1,8

Izvor: Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini 1998. "What Caused the Asian Currency Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview", NBER Working Paper. December 1998. i Goldstein, M. 1998. "Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications", Institute for International Economics, Internet.

Tri su razloga zašto je došlo do preterano rizičnih ulaganja u pretežno neprofitabilne sektore:

- menadžeri banaka nisu posedovali zadovoljavajući nivo finansijske ekspertize i veština upravljanja rizicima. Rast kvaliteta humanog kapitala u bankarskom sektoru nije bio u stanju da prati brz rast zaduživanja finansijskih institucija. Kao posledica došlo je do velikih investicionih promašaja.

- neadekvatna stručnost regulatornih organa, neadekvatni prudencioni standardi i nezadovoljavajuća sprovodljivost zakonskih rešenja zbog nepoštovanja prudencioni normi. Zbog nemoći regulatornih organa da ograniče rast rizičnog investiranja, finansijski sistemi su veoma brzo ogrezli u moralnom hazardu. Inostrani zajmodavci su bili svesni ovih manjkavosti, ali su obilno finansirali ZIJA zbog implicitnih i eksplicitnih državnih garancija. Rezonovali su da čak i da vlada nije u stanju da namiri obaveze svojih finansijskih i nefinansijskih institucija, to će učiniti MMF jer neće dozvoliti da velika finansijska kriza zahvati svet. Drugim rečima, zna se da najveći uticaj na politiku MMF-a imaju najrazvijenije svetske ekonomije. S obzirom da su privredni subjekti najrazvijenijih zemalja najviše uložili u ZIJA, njihove matične zemlje neće dozvoliti bankrot svojih finansijskih institucija. Razlog je jasan: bankroti finansijskih institucija bi domino efektom izazvali seriju poremećaja u rastu i razvoju njihovih ekonomija.

- iako ima istine u tome da je obučenost regulatornih organa bila neadekvatna i da su zakonska rešenja bila loša, to nije cela priča. Mislimo da su vlade bile svesne ovih ograničenja, ali nisu htele ništa da promene, ili je eventualna preduzeta promena bila formalne prirode. Regulatori i političari su, vođeni ličnim interesima, namerno pustili da stvari idu svojim tokom (izgovor liberalizacije, stvaranja tržišne ekonomije sa minimalnom ulogom države), nadajući se da će se usmeravanjem jeftinih kredita (po ceni ispod tržišne) ka “političkim miljenicima” obogatiti.

### **Posledice neefikasnog funkcionisanja finansijskog sistema**

Naglasimo da je funkcija finansijskog sistema da na ekonomski racionalan i efikasan način koncentriše i alokira finansijske resurse. Efikasna alokacija podrazumeva usmeravanje sredstava od finansijski suficitarnih ka finansijski deficitarnim tržišnim učenicima koji imaju načine da sredstva angažuju produktivno. Kada finansijski sistem svoju ulogu obavlja na adekvatan način, privreda se kreće uzlaznom putanjom. U suprotnom, privreda doživljava snažne kontrakcije, koje sistem vuku u duboku recesiju.

U azijskom regionu, gde su tržišta obveznica i akcija bila nedovoljno razvijena, većina posredničkih poslova se obavljalo preko bankarskog sektora. Odnosno, alokacija značajnih kapitalnih tokova koji su dolazili iz inostranstva, a

kojima su se finansirali veliki i trajni trgovinski deficiti, vršila se preko bankarskog sektora. Domaće banke su se obilno zaduživale kod inostranih poverilaca, a potom su ova sredstva usmeravale ka domaćim privrednim subjektima.

Takođe, pomenuli smo da je značajan obim pozajmljenih sredstava, kada su u pitanju ZIJA, usmeravan ka sektoru imovine i nekretnina za koje se ispostavilo da su bili nedovoljno profitabilni (tabela 7). Ovo je klasičan primer loše alokacije resurursa od strane banaka. Tokom izgradnje velikih imovinskih kompleksa (posebno u Tajlandu, Maleziji i Indoneziji) domaće ekonomije su se zahuktale (što je i zavaralo inopoverioce). Na tržište je, pod uticajem opšte euforije, putem efekta ugledanja pristizalo sve više domaćih i inoinvestitora u potrazi za većim profitima. Tržište su zapljuskivala nova likvidna sredstva. U susret njihovoj tražnji za finansijskim instrumentima izlazile su domaće banke i korporacije koje su na taj način uticale na dalje podgrevanje sistema. Bez jasne slike o profitabilnosti preduzetih projekata postepeno je došlo do prekomernog zaduživanja domaćih privrednih subjekata i prekomernog ulaganja u rizične projekte.

Tabela 7: Procene udela kredita odobrenih sektoru imovine i nekretnina u ZIJA u ukupnim kreditima odobrenih od strane domaćih banaka 1997. godine (u %).

Tajland	30-40
Malezija	30-40
Indonezija	25-30
J. Koreja	15-25
Filipini	15-20

Izvor: Goldstein, M. 1998. "Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications", Institute for International Economics, Internet.

Konsekventno, tržišta ZIJA su se krajem 1996. godine susrela sa nekontrolisanom ekspanzijom štetne selekcije i moralnog hazarda. Oštar rast problema asimetričnih informacija je onemogućavao tržišta da efikasno kanališu sredstva kroz sistem (gde je veliku ulogu odigrala finansijska represija)<sup>9</sup> što je imalo

<sup>9</sup> Finansijska represija pod kojom su bili bankarski sektori ZIJA funkcionisala je pomoću tri osnovna mehanizma:

- politički usmeravane subvencije ka "političkim miljenicima" putem bankarskog sektora (dobijanje kredita bez evaluacije isplativosti projekta po niskim kamatnim stopama).
- implicitne (vlasti neće dozvoliti da pojedini privredni subjekti propadnu) i eksplicitne državne garancije (devizne rezerve), koje su imale cilj da povećaju poverenje potencijalnih investitora. U pozadini su se krile beneficije koje su uživali "politički miljenici".
- primenjivan način izveštavanja javnosti o kontroli poslovanja monetarnog i realnog sektora kojim se vlade i regulatorni organi ne mogu dovesti u vezu sa finansijskom represijom.

za posledicu snažan porast učešća nenaplativih u ukupnim potraživanjima. Ovo stanje nije održivo u dugom roku. U dužem vremenskom horizontu, nemogućnost finansijskih tržišta da efikasno funkcionišu neizbežno rezultira oštrom privrednom kontrakcijom. Kada je došao trenutak servisiranja dugova, ispostavilo se da finansirani projekti od strane bankarskog i korporativnog sektora nisu bili dovoljno profitabilni.

## Sunovrat

Nelikvidnost finansijskog sistema prvo je izbila na videlo u Tajlandu i Južnoj Koreji početkom 1997. godine kada su bankrotirale neke značajne finansijske institucije i korporacije. Poverenje u održivost sistema je isparilo. Inoinvestitori su reagovali masovnim povlačenjem svojih finansijskih sredstva iz regiona što je imalo negativan uticaj na domaće devizne kurseve. Prvi špekulativni napadi na devizne kurseve su započeli u Tajlandu u proleće 1997. godine, što nije iznenađujuće s obzirom da je Tajland pokazivao najviše ekonomskih slabosti među ZIJA. Svesni da je devalvacija bata izvesna, investitori su počeli da ga se, u zamenu za američke dolare, oslobađaju. Putem efekta ugledanja, kako jedni tržišni učesnici vide da se drugi oslobađaju valute, to čine i oni, svesni da je došlo do špekulativnih napada koje je nemoguće odbiti. Dalje, kako se informacije o neminovnoj devalvaciji šire, čime rastu šanse da se uz niske rizike dobro zaradi, na tržište pristižu špekulanti iz svih krajeva sveta.

Pošto je konačno 2. jula 1997. tajlandski bat depresirao, na meti su se našle i valute ostalih zemalja regiona sa sličnim makroekonomskim pokazateljima i strukturom izvoza.<sup>10</sup> U pitanju su Malezija, Indonezija i Filipini. Do kraja jula bat je pao za 25% u odnosu na vrednost s početka godine, indonežanska ruplja 9%, maležanski ringit 4% i filipinski pezo 10%.<sup>11</sup> Kako bi zaustavile depresijaciju svojih valuta, zemlje domaćini su reagovala sprovođenjem restriktivne monetarne politike sa visokim kamatnim stopama koje su imale za cilj da zaustave masovan odliv kapitala. Međutim, inoinvestitori su nastavili sa masovnim povlačenjem svog kapitala što je dalje vuklo devizne kurseve u depresijaciju. Čini se da je veliki udeo u raspirivanju panike, pa samim tim i pojačavanju finansijske krize, imala politika i ponašanje MMF-a. Kada je bat devalvirao jula 1997. godine, MMF je istakao

<sup>10</sup> Mnogi kreditori su se uplašili za svoja potraživanja pretpostavljajući da se, ako je Tajland u nepritilici, sa sličnim problemima susreću i ostale zemlje u regionu.

<sup>11</sup> Na povećanje nesigurnosti koje su osećali investitori pre početka juriša značajno je uticao porast političkih nesigurnosti u regionu jer je u svakoj zemlji bila izvesna promena vlade (po izbivanju krize došlo je do promena vlade u Južnoj Koreji i Tajlandu). Sa promenom vlade više nisu sigurne date garancije. Posebno su ovi problemi bili izraženi u Indoneziji, gde je predsednik Suharto imao zdravstvenih problema.

potrebu za korenitim ekonomskim reformama u ZIJA. Iznenada je došlo do promene stava. Ono što je do tada bio uspešan model ekonomskog razvoja karakterističan za ZIJA, kapitalizam u azijskom stilu se odjednom pretvorio u *burazersku (nepotističku) ekonomiju u azijskom stilu* (Asian-style cronyism). Inostrane investitore koji su masovno investirali u ZIJA do sredine 1997, izveštaj MMF-a, da su zemlje regiona fundamentalno bolesne i ogrezle u korupciji, blago rečeno je šokirao.

Posle prvih depresijacija usledila je lavina kapitalnih odliva koja je dalje uticala na pad vrednosti valuta, što je provociralo dalje povlačenje sredstava.<sup>12</sup> U avgustu su četiri valute nastavile sa padom. U odnosu na svoju vrednost u januaru bat je depresirao 34%, ruplja 27%, ringit 17% i pezo 14%. Scenario širenja zaraze simultanog pada valuta se nastavio i u septembru kada je vrednost bata u odnosu na januar pala ukupno 42%, ruplje 37%, ringita 26% i pezoa 29%. Kombinacija depresijacije nacionalnih valuta i visokih kamatnih stopa zadala je žestok udarac domaćim dužnicima. Zemlje su brzometno ušle u mučnu fazu deflacije dugova tokom koje je došlo do oštrog porasta nenaplativih potraživanja u svim zemljama regiona. Štaviše, došlo je do značajnog pogoršanja bilansa stanja i banaka i korporacija (topljenja neto imovine) što je uticalo na dalju eskalaciju problema moralnog hazarda. Da bi se izbegla eskalacija krize globalnih razmera, u proces gašenja požara se umešao MMF. Dobijanje kredita kojima bi se prevazišao problem likvidnosti bilo je uslovljeno sprovođenjem pet osnovnih operacija: zatvaranje nelikvidnih banaka, ispunjenje standarda kapitalne adekvatnosti, restriktivna monetarna politika (visoke kamatne stope i restrikcija kredita), restriktivna fiskalna politika (smanjena javna potrošnja) i restrukturiranje korporativnog sektora. Ispostavilo se da je sprovođenje politika uslovljenih od strane MMF-a samo dolilo ulje na vatru.

### **Program za prevazilaženje krize**

Kako bi se sprečila finansijska kriza širih razmera MMF je, u saradnji sa Svetskom bankom, Azijskom bankom za razvoj, kao i Vladama SAD-a, Japana i EU, u avgustu priskočio u pomoć ugroženim zemljama regiona.<sup>13</sup> Paketi MMF-a su

---

<sup>12</sup> Većina zajmoprimaca, imajući vere u fiksne devizne kurseve i velike devizne rezerve svojih zemalja, nije se osigurala od valutnih rizika. Štaviše, često su vlade i destimulisale valutne hedžinge namećući komplikovane procedure.

<sup>13</sup> Jedino je Malezija odbila pomoć MMF-a.

bili komplementarni sa posebno sklopljenim aranžmanima o reprogramiranju i otpisu dela dugovanja između ZIJA i velikih banaka iz RZ.<sup>14</sup>

Programi MMF-a su imali devet javno objavljenih ciljeva:

- da se spreči neispunjenje obaveza na ime duga prema inopoveriocima
- ograniči razmera depresijacije valute
- održi budžetska ravnoteža
- ograniči inflacija
- obnove devizne rezerve
- restruktuirati i reformišu bankarski sektor
- uklone monopoli i reformišu domaći nefinansijski sektor
- povrati i očuva poverenje i kredibilnost
- ograniči pad proizvodnje.

I dva neobjavljena:<sup>15</sup>

- da se omogući neometan prodor američkih, japanskih i evropskih roba i kapitala tamo gde do sada nije moglo i

- uklanjanje postojećih vrhova vlasti u Tajlandu, Južnoj Koreji i Indoneziji zbog njihove izražene korumpiranosti koja onemogućava vođenje racionalnih ekonomskih politika, povećava troškove poslovanja i obeshrabruje priliv stabilnog kapitala u vidu stranih direktnih investicija.<sup>16</sup>

Programi potpisani sa svakom zemljom posebno su imali svoje specifičnosti, ali je osnova programa bila ista i bazirala se na sedam ključnih komponenti:

- prelazak na sistem fluktuirajućih deviznih kurseva.
- fiskalna politika: u srcu programa je bila oštra fiskalna kontrakcija koja je imala za cilj da podrži monetarnu kontrakciju, odbrani devizni kurs i obezbedi dovoljno likvidnih sredstava koje bi ubrizgala u finansijski sistem.

<sup>14</sup> Reprogramiranje se najčešće odnosilo na pretvaranje kratkoročnog u dugoročni dug. Tako se na primer udeo kratkoročnog u ukupnom dugu Južne Koreje pomoću ovih aranžmana smanjio sa početnih 67% na svega 30% u 1998. godini.

<sup>15</sup> Neki autori su mišljenja da su odobreni krediti MMF-a (najveći u istoriji) pre bili u funkciji vraćanja dugova inobankama kako bi se izbegli potencijalni problemi sa kojima bi se susrele RZ nego pomaganja stanovništvu krizom zahvaćenog regiona (Kane, J. E., 2000).

<sup>16</sup> Uklanjanje korumpiranih vlada kao cilj nije određeno primarno zbog dobrobiti tih zemalja već zbog sigurnosti kapitala koji je u te zemlje dolazio iz RZ. Zato je prvo u Tajlandu, a potom, u decembru, u Južnoj Koreji došlo do smene vlasti. U Indoneziji je Suharto bio po sedmi put izabran za predsednika, ali se pod pritiskom narodnog nezadovoljstva i masovnih demonstracija (gde je bilo mnogo poginulih) povukao sa mesta predsednika u maju 1998. godine u korist svog štićenika Jusufa Habibija, čime se problem korupcije nije rešio.



- zatvaranje nesolventnih finansijskih institucija: u Tajlandu je po potpisivanju paketa 59 od 91 finansijske kompanije odmah likvidirano, u Indoneziji 16 komercijalnih banaka i u Južnoj Koreji 14 (od ukupno 30) trgovačkih banaka. Cilj je bio da se ograniče gubici akumulirani u ovim institucijama, čime bi se poslao jak signal inoinvestitorima da su vlade odlučne u primeni paketa programa kako bi se povratilo poverenje u finansijski sistem.

- poštovanje standarda kapitalne adekvatnosti: banke su se suočavale sa stalnim rastom nenaplativih potraživanja usled oštre depresijacije valute, što je uticalo na to da je većina njih nedovoljno kapitalizovana. Cilj je bila dokapitalizacija banaka, čime bi se obezbedila čvrsta podloga za buduće poslovanje.

- restriktivna monetarna politika: reduciranje kreditiranja domaće privrede kako bi se ograničio moralni hazard i podigle kamatne stope koje su za cilj imale da privuku strane investitore, čime bi se stabilizovao i odbranio devizni kurs.

- otplata dugova: da se pomoću dobijenih kredita stabilizuje privreda i osposobi za samoodrživ privredni napredak kako bi se otplatili dugovi.

- nefinansijske strukturne promene: svaki program je sadržao strukturne reforme koje su se odnosile na finansijsko i materijalno restrukturiranje korporativnog sektora, spuštanje i ukidanje protekcionističkih barijera za pojedine proizvode iz inostranstva, otvaranje pojedinih sektora za inoulaganja i smanjenje monopolske moći pojedinih tržišnih učesnika, a posebno države, prekidanje sa vladinom podrškom pojedinim sektorima i eliminisanje subvencija za pojedine proizvode, promene Zakona o radu itd.<sup>17</sup>

Može se reći da niti jedan program nije uspeo da ispuni proklamovane ciljeve, i da niti jedan od njih nije zadržao svoj originalni koncept duže od nekoliko nedelja. Posle potpisivanja prvog sporazuma valute su nastavile sa oštrom depresijacijom, berze su nastavile da padaju i nije bilo ni jednog pozitivnog signala koji je najavljiavao povratak poverenja u krizom zahvaćene privrede. Zatvaranje finansijskih kompanija i banaka u Tajlandu i Indoneziji su pre za efekat imale dalje rasplamsavanje panike nego smirivanje. Društveni proizvod je u svih pet zemalja pao znatno oštrije nego što se u prvi mah pretpostavilo (grafikon 1). Posle

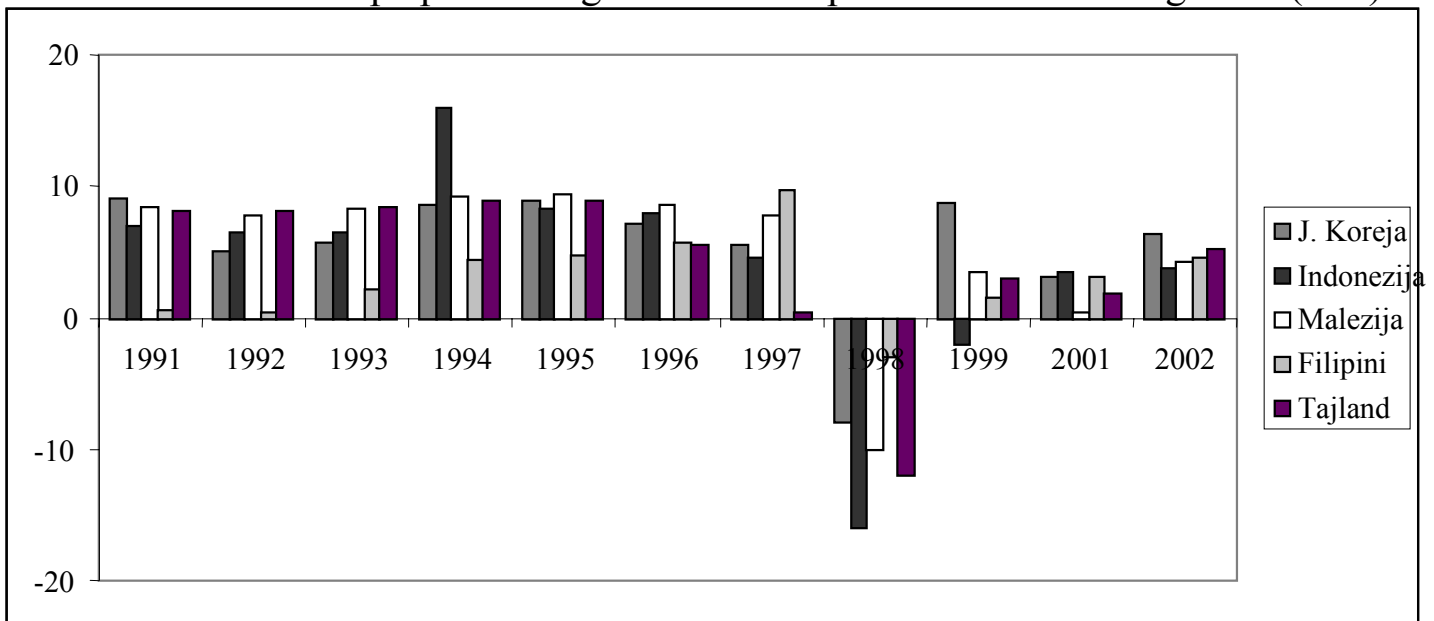
---

<sup>17</sup> Od Južne Koreje se tražilo da izvrši privatizaciju državnih kompanija, da gigantske konglomerate (chaebole) rasparča na manje privredne jedinice, izvrši liberalizaciju spoljnoekonomskih odnosa, posebno da se dozvoli većinsko učešće u korporativnom vlasništvu stranih investitora (do krize je dozvoljeni maksimum bio 26%, a za individue 7%). Od Indonezije je traženo da se ukinu karteli i monopoli u spoljnoekonomskom poslovanju, industriji, energetici, poljoprivredi, bankarstvu itd, koji su bili u vlasništvu Suhartove porodice ili bliskih saradnika. Suhartovo bogatstvo je do njegovog odlaska sa vlasti procenjeno na 40 mlrd. USD. Od Tajlanda se tražilo uklanjanje prepreka za sticanje vlasništva stranih investitora nad finansijskim ustanovama i nekretninama, posebno zemljištem.

potpisivanja sporazuma sa MMF-om kreditni rejting zemalja potpisnica je naglo pao. Pitanje je zbog čega se to desilo.

MMF je objasnio nastavak pada privreda ZIJA neočekivanim efektima finansijske zaraze, političkoj nesigurnosti i neadekvatnoj primeni potpisanih paketa ekonomskih reformi. U ovom objašnjenju se krije samo jedan delić istine. Tačno je da je kolaps Južne Koreje kao jedne od najjačih ekonomija regiona pogoršao privredno stanje u Indoneziji i Tajlandu, da su promena vlasti u Južnoj Koreji i masovne demonstracije u Indoneziji uticale na povećanje političke nesigurnosti i da se vlade nisu u potpunosti pridržavale sklopljenih sporazuma.<sup>18</sup> Međutim, po nama se srž problema nalazio u neadekvatnim ekonomskim reformama čije je sprovođenje uslov za dobijanje nove tranše kredita.

Grafikon 1: Stope privrednog rasta ZIJA u periodu 1991-2002. godina (u %).



Izvor: Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini 1998." What Caused the Asian Currency Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview", NBER Working Paper. December 1998 i Barro, R. J. 2001."Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis.", NBER Working Paper i World Bank Group, Country Profile Data, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

<sup>18</sup> Na primer, u Južnoj Koreji je u sporazumu sa MMF-om stavljen veliki naglasak na eliminaciju odlučujuće uloge Ministarstva finansija u procesu alokacije kapitala, kako bi komercijalne banke bile potpuno nezavisne u obavljanju svojih osnovnih aktivnosti. Vlada je potom pozajmljenim sredstvima (od MMF-a) rekapitalizovala banke (u skladu sa zahtevima Fonda) u vidu kupovine njihovih akcija. Na taj način je Vlada postala zapravo vlasnik banaka, što joj je omogućilo nastavak tradicije kontrolisanja kapitalnih tokova. I ne samo to. Postavši većinski vlasnik banaka, Vlada je ujedno postala i vlasnik velikih korporacija koje su bile u vlasništvu banaka (piramidalna struktura).

Na taj način su zemlje regiona, umesto da se uz pomoć međunarodne finansijske zajednice izvlače iz krize, svakim danom zapadale u sve dublju recesiju. Dno se nije videlo.

Zato mislimo da je potrebno ukratko prokomentarisati najspornije tačke propisanih politika prilagođavanja: zatvaranje banaka, regulaciju kapitalne adekvatnosti u bankarskom sektoru, fiskalnu i monetarnu politiku i restruktuiranje korporativnog sektora.

### *Zatvaranje banaka*

Nema sumnje da je bankarski sektor bio nesolventan, opterećen značajnim količinama nenaplativih potraživanja, što implicira potrebu za postupcima likvidacije kako bi potencijalni investitori mogli biti sigurni u zdravlje bankarskog sektora. Međutim, pravo je pitanje kako i u kom roku izvesti proces čišćenja bankarskog sektora dok tržištem vlada panika. Može se reći da je trenutno zatvaranje finansijski nesolventnih učesnika u Tajlandu i Indoneziji, bez jasno definisane dugoročne strategije ozdravljenja i povratka poverenja u finansijski sistem, doprinelo rasplamsavanju panike. Bez programa osiguranja depozita, naglo zatvaranje banaka je povećalo strah depozitara u drugim finansijskim institucijama da je sledeća na redu njihova banka.<sup>19</sup>

Prvi problem kojim se značajno generiše sistemski nestabilnost zatvaranjem banaka je uništavanje baze podataka u kojoj se nalaze informacije o kreditnoj sposobnosti njihovih klijenata. Ove informacije su veoma specifične i teško prenosive. Kada banka propadne, uništava se i njena baza podataka, dok je ponovna proizvodnja informacija dugoročan i skup proces. Klijenti banke koja je propala su primorani da potraže nove izvore finansiranja. Međutim, kada je privreda u fazi opadanja i kada je kapital oskudan, pronaći nove izvore kreditiranja u situaciji kada su informacije o njima uništene postaje nemoguća misija.

---

<sup>19</sup> Tako je u Indoneziji osiguranje depozita za 16 likvidiranih banaka važno do iznosa od 20 000 rupalja (7000 USD). Međutim, problem je bio u tome što je to važno samo za zatvorene banke, a ne i za one koje i dalje rade. Posebno je na rasplamsavanje panike uticalo zatvaranje banke koja je bila u vlasništvu Suhartovog sina čime je postalo jasno da nijedna banka nije sigurna. Tako je pokušaj da se pokaže odlučnost u postupku povratka poverenja u bankarski sektor imao za rezultat dalji pad poverenja u bankarski sistem. Procenjeno je da je nakon zatvaranja 16 banaka povučeno iz privatnih banaka oko 2 mlrd. USD (od kojih je jedan deo premešten iz privatnih u državne banke koje su nudile jače garancije), gde je oko 2/3 indonežanskih banaka doživelo juriš na depozite. Isti slučaj je bio i u Južnoj Koreji gde je odmah zatvoreno 14 (od 30) trgovačkih banaka (koje nisu primale depozite domaćinstava). Sistemom je zavladao panika, došlo je do naglog odliva kapitala što je za posledicu imalo naglo smanjenje kreditiranja privrede.

Drugi problem je da je zatvaranje banaka doprinelo daljem padu likvidnosti u bankarskom sektoru, što je imalo uticaj na nagli pad kreditiranja privrede u najgorem momentu. Pad finansiranja privrede ima za posledicu pad proizvodnje, pad plasmana i manje prihode za korporativni sektor. Kada profiti padaju, neke firme su vrlo brzo prinuđene da objave bankrot. Kada firma objavi bankrot pogorašavaju se bilansi banaka koje su je kreditirali. Na pogoršanje bilansa banke reaguju daljim smanjenjem kreditiranja privrede i tako sve u krug. Privreda zapada u sve dublju krizu. Čini se da bi daleko delotvorniji pristup bio da se primenila dugoročna strategija rešavanja problema u bankarskom sektoru, kojom bi se obezbedilo osiguranje depozita i otvorila mogućnost zdravim zajmoprimcima da dođu do neophodnih kredita.

### *Dokapitalizacija banaka*

Zbog velikog udela nenaplativih u ukupnim potraživanjima, koja su se kao posledica oštre depresijacije još više nagomilala, kritično je erodirana kapitalna baza čak i najjačih banaka. Trebalo je dokapitalizovati bankarski sistem. Međutim, greška je insistirati na rekapitalizaciji u kratkom roku u vreme velike ranjivosti finansijskog sektora. Kada jedna banka ima problem da ispuni standarde kapitalne adekvatnosti, onda insistiranje da ona to u kratkom vremenskom periodu učini ima smisla. Međutim, kada se veliki broj banaka susreće sa problemom ispunjenja normi odnosa kapitala i odobrenih zajmova, insistiranje na poštovanju propisanih standarda u kratkom roku može voditi samo u katastrofu. Da bi se ispunio zahtevani standard kapitalne adekvatnosti banka mora ili da poveća sopstveni kapital ili da smanji kreditiranje privrede. Kada se privreda nalazi u recesiji prva solucija otpada, jer je u tim okolnostima veoma teško podići nov kapital. Znači, banka će pribeći smanjenju kreditiranja privrede. Ali, kada se prekine ili smanji sa kreditiranjem i kada se traži vraćanje kredita, sve više preduzeća zapada u nevolje. Bez kredita kojima se finansira obrtni kapital, preduzeća su primorana da smanjuju proizvodnju, čime se smanjuju prihodi, a samim tim i profiti. Da situacija bude teža, preduzeća u nevoljama smanjuju tražnju za proizvodima drugih preduzeća. Kako je više preduzeća sada u nevoljama, odnosno kako se povećava udeo nenaplativih u ukupnim potraživanjima, koeficijent kapitalne adekvatnosti se pogoršava. Na taj način je proizveden suprotan efekat od prvobitno željenog. Stoga, kada je privreda u silaznoj putanji vršiti pritisak na banke da se dokapitalizuju u nerealno kratkom vremenskom okviru ima za posledicu značajan pad u kreditiranju realnog sektora čak i od strane najjačih banaka.<sup>20</sup> Posledično, privreda ulazi u još dublju recesiju sa

<sup>20</sup> Od Indonezije je traženo da podigne standarde kapitalne adekvatnosti na 9% do kraja 1997. godine i 12% do kraja 2001. godine. U Tajlandu su banke koje nisu bile u mogućnosti da ispune standarde kapitalne adekvatnosti po prvom paketu propisanih programa prilagođavanja morale biti preuzete od strane FDIF. Kako se ispostavilo da većina banaka nije u stanju da ispuni tražene standarde,

daljim porastom nenaplativih potraživanja. Kako je istovremeno vrednost valuta pet zemalja padala, za očekivati je bilo da će izvoz da ekspandira, pošto su dobra iz regiona bila za 20 i više posto jeftinija. Međutim, iako je izvoz rastao, to nije bilo ni približno očekivanom, jer da bi rasla proizvodnja koju treba izvesti, potrebno je raspolagati finansijskim sredstvima kojima bi se finansiralo povećanje troškova obrtnog kapitala. Međutim, kako su se banke zatvarale sa jedne i bile primoravane da u kratkom vremenskom periodu ispune propisane standarde kapitalne adekvatnosti sa druge strane, kreditiranje privrede je palo na nivo jedva dovoljan da se održi proizvodnja, a o povećanju proizvodnje da ne govorimo. Zato je trebalo insistirati na dužem vremenskom okviru kako bi banke bile u stanju da postepeno povrate svoju snagu, a da se istovremeno, usled blagog pada u kreditiranju, ne ugrozi funkcionisanje privrede u kratkom i dugom roku.

### *Monetarna politika*

Insistiranje na restriktivnoj monetarnoj politici je konzistentno sa tradicionalnom politikom MMF-a “*devalvacije i deflacije*” u situacijama kada se zemlja susreće sa postojanim deficitom tekućeg računa. Istorijski je poznato da se ova politika primenjivala sedamdesetih i osamdesetih godina kako bi se razrešila dužnička kriza. Cilj politike je deflacijom smanjiti domaću uvoznu tražnju (i inflaciju zbog koje su devizni kursevi zaduženih zemalja bili precenjeni)<sup>21</sup> i devalvacijom valute stimulisati izvoz. Međutim, ova politika je bila krajnje neprimerena situaciji u kojoj su se našle ZIJA, jer je na deflaciju domaće tražnje već u velikoj meri uticala oštra depresijacija valute koja je imala za posledicu snažan porast zaduženosti domaćih privrednih subjekata.

Kao što smo rekli, monetarna politika se bazirala na kreditnom racioniranju i visokim kamatnim stopama. Kreditno racioniranje je direktno za posledicu imalo podrivanje uloge Centralne banke kao zajmodavca u krajnjoj instanci (the lender of last resort). Dobro je poznato da Centralna banka u ulozi zajmodavca u krajnjoj instanci može sprečiti juriš na banke tako što nudi kredite po visokoj (kaznenoj) kamatnoj stopi (penalty rate) u zamenu za visokokvalitetan kolateral. Činjenica da su u svakom momentu dostupna likvidna sredstva može sprečiti juriš na zdrave, ali nelikvidne banke. Tržišni učesnici, posebno oni sa kratkoročnim potraživanjima, svesni da Centralna banka nema moć da ubrizga u sistem pod određenim okolnostima neophodnu dozu likvidnosti, će hteti, dok je tržište u krizi, da što pre povuku svoja sredstva, jer im se ne garantuje naplata potraživanja.

---

potpisivanjem drugog ugovora 15. novembra su se propisani standardi spustili, ali su i dalje ostali prilično strogi.

<sup>21</sup> Videli smo da nijedna zemlja regiona nije imala problema sa visokom inflacijom.

Druga stavka koja se odnosi na značajan porast kamatnih stopa je viđena kao stabilizujuća mera (realno iznad 25% u sve četiri zemlje) koja je za cilj imala da, dok je tržište u krizi, u zemlju privuče što više stranog kapitala kojim bi se pokrenula domaća proizvodnja i stabilizovao devizni kurs. Takođe, zajmovi MMF-a su služili kao garancija stabilnosti. Odnosno, ukoliko se u zemlji nalazi dovoljno novca, čini se besmislenim napadati njenu valutu. Ali jasno je da zemlja koja je pogođena finansijskom krizom ne uliva poverenje. Tako, ma koliko da porastu kamatne stope kapital neće doći, jer postoji velika verovatnoća da će ulaganje propasti. Jedini efekat koji ostaje je nadovezivanje na dalje pogoršanje (već provocirano zbog depresijacije valute) bilansa stanja domaćih privrednih učesnika. Sa druge strane, zajmovi Fonda koji su dati zemljama regiona sa ciljem da *“stabilizuju region i povrate poverenje inoinvestitora u privrede ugroženih zemalja”* su imali sasvim drugu svrhu: da se njima isplate investitori sa Zapada.

Visokim kamatnim stopama se htelo odbraniti nešto što se odbraniti nije moglo. Nije za verovati da su eksperti Fonda bili toliko naivni da pomisle da je moguće odbraniti kurseve valuta zemalja koje svakim danom padaju u sve dublju depresiju. Čini se da je posredi ipak bilo nešto drugo. U pitanju je bila kupovina vremena u kojem bi se većina potraživanja inoinvestitora namirila. Znamo da je već prvi talas devalvacija povukao u bankrot najzaduženija preduzeća. Stoga je očigledno da bi dalja devalvacija oštetila samo zajmodavce, jer preduzeće koje je već bankrotiralo, ne može bankrotirati ponovo. Sa druge strane, održavanje valute na veštački visokom nivou pomaže bekstvo kapitala iz zemlje, jer omogućava moćnim domaćim privrednim (političkim) akterima da za manje domaće valute dobiju više dolara. Dolari potom beže iz ugroženog regiona u mirne vode Zapada.

Rečju, trebalo je povećati kamatne stope mnogo ranije (kada je došlo do prvih špekulativnih napada na valutu), ali samo uz odmerenu monetarnu kontrakciju i postepen rast kamatnih stopa. U momentima kada tržištem vlada finansijska panika ovi potezi su samo još više produbili krizu. Problem, kao što je primetio Keynes, leži u kratkom roku kada je pacijent veoma bolestan i kada je tačna dijagnoza bolesti od suštinske važnosti. Pogrešno propisan lek (u skladu sa pogrešnom dijagnozom) može dalje da oslabi, ako ne i ubije bolesnika. Čini se da je bilo očigledno će povećane kamatne stope negativno uticati na profitabilnost privrednih učesnika, čime je došlo do povećanja količine nenaplativih potraživanja u kratkom roku. Rezultat je bila oštra privredna kontrakcija. Međutim, politika Fonda je u vidu imala dugi rok u kom bi došlo do stabilizacije ili eventualno apresijacije deviznih kurseva, što bi blagotvorno delovalo na stanje duga prema inopoveriocima i eliminisalo negativne efekte koji su se pojavili u kratkom roku.<sup>22</sup> Kao što se kasnije pokazalo,

---

<sup>22</sup> Stabilizacija ili eventualno apresijacija deviznih kurseva bi se povoljno odrazila na bilans stanja privrednih učesnika koji su se pretežno zaduživali u inovaluti. Na taj način bi pozitivni efekti u dugom roku prevazišli negativne kratkoročne efekte.

do stabilizacije i apresijacije deviznih kurseva nije došlo u podnošljivom vremenskom horizontu što je rezultiralo porastom bankrota privrednih subjekata i daljom privrednom kontrakcijom. Na taj način su zemlje bile prinuđene da gube po oba osnova: devalvacije valute i visoke kamatne stope.

Kada se uzme u obzir kumulativan efekat zatvaranja banaka, dokapitalizacije banaka i kreditnog racioniranja sa visokim kamatnim stopama, postaje jasno koliko je politika MMF-a, umesto na ublažavanje ili eventualno izbegavanje tegobnih posledica faze deflacije dugova, uticala na pojačavanje njene oštrine.<sup>23</sup>

### *Fiskalna politika*

U početku je Fond insistirao na uspostavljanju budžetskog suficita u iznosu od 1% GDP-a u svakoj zemlji. Ostaje nejasno zašto se srž programa ekonomskih reformi odnosila na fiskalne reforme (pored monetarnih) kada se zna da su u prethodnom periodu budžeti ZIJA bili uglavnom u ravnoteži ili u suficitu. Insistiralo se na povećanju poreskih stopa, kako bi se predupredio deficit budžeta usled smanjenja poreskih prihoda (ukoliko ne dođe po povećanja poreskih opterećenja kao posledica smanjene proizvodnje) i državnog preuzimanja dela duga insolventnih banaka i korporacija. Kao posledica došlo je do pojačavanja privredne kontrakcije izazvane teškom finansijskom krizom i greškama Fonda. Kasnije je Fond, uvidevši svoju grešku, dozvolio mogućnost malih budžetskih deficita (1% GDP-a).

### *Restruktuiranje preduzeća*

Prema zahtevima MMF-a prezadužena preduzeća su bila u istom položaju kao i nelikvidne banke: trebalo ih je zatvoriti. Međutim, ZIJA nisu imale razvijene institucije sistema, gde je posebno bio problematičan pravni sistem. Nije postojala adekvatna i efikasna procedura bankrota. Odnosno, kada se objavi da je firma u stečajnom postupku, u periodu dok se postupak ne privede kraju, nije jasno ko ima vlasništvo nad preduzećem – nominalni vlasnici ili kreditori. Pošto je procedura bankrota bila neefikasna, odnosno može trajati i godinama, u međuvremenu su stari

---

<sup>23</sup> Nije bilo opravdanja na osnovu ekonomskih fundamenata toliko oštrom padu privredne aktivnosti. Kombinacijom politika zatvaranja i dokapitalizacije banaka, restriktivne monetarne politike i visokih kamatnih stopa došlo je do nedostatka kapitala kojim bi se finansirali produktivni sektori čijom delatnošću bi sigurno bile ublažene tegobne posledice velike finansijske krize. Tako je na primer u Indoneziji došlo do sastanka između Udruženja proizvođača obuće i Vlade januara 1998. godine na kojem su se proizvođači obuće žalili da ne mogu da ispune međunarodne porudžbine vredne 500 mil. USD jer nemaju dovoljno kapitala kojim bi platili neophodne inpute. Na taj način izvoz nije rastao, već je padao bez obzira na oštru depresijaciju ruplje. Drugim rečima, proizvodnja je, zbog nedostatka radnog kapitala, brže padala nego što je to bilo opravdano ekonomskim fundamentima.

vlasnici i/ili menadžment često pristupali otuđenju imovine preduzeća. Da bi se to sprečilo u mnogim razvijenim zemljama sudovi imenuju stečajne upravnike. Međutim, ljudstvo kvalifikovano za tu vrstu posla u ZIJA nije postojalo. MMF je preporučio da je jedini efikasan način na koji se preduzeća mogu restrukturirati zamena domaćih menadžera menadžerima sa Zapada i da se dozvoli strancima pravo na kontrolni paket akcija. Kada preduzeća budu preuzeli stranci, inostrani profitno orijentisani kapital će imati interesa da brzo i uspešno izvrši restrukturiranje.

Međutim, to se u većini slučajeva nije desilo. Prodajom preduzeća ZIJA su rukovodile iste one banke koje su masovno investirale u te zemlje, a koje su kada je prigustilo brzometno povukle svoj kapital sa regresivih tržišta. Kompanije sa Zapada koje su kupovale preduzeća iz regiona mahom nisu izvršile potrebna prilagođavanja preuzetih subjekata. Umesto da ulažu novac u tržišta koja padaju, one su jednostavno čekale bolja vremena. Preduzeća su kupovana po bagatelnim cenama, i čekalo se na oporavak tržišta. Kada su se pojavili prvi znaci oporavka preduzeća su prodana po tržišnoj ceni.

### **Zaključna razmatranja**

Zaključno, opisane politike su snažno uticale na osiromašenje stanovništva ugroženih zemalja. Da bi se sagledala šira slika treba u obzir uzeti i efekte kontrakcionih politika na zemlje iz okruženja. Još tridesetih godina tokom Velike depresije, zemlje koje su se susretale sa ekonomskim opadanjem su pokušale da podstaknu svoju privredu destimulisanjem uvoza (podizanjem protekcionističkih barijera i devalvacijom valute) kako bi se preusmerila tražnja na domaće proizvode. Efekat je bio zarazan: smanjenjem domaćeg uvoza zemlja zapravo prenosi recesiju na svoje trgovinske partnere.

Tokom azijske krize MMF je insistirao na ostvarivanju trgovinskog suficita. Trgovinski suficit je imao smisla sa aspekta poverilaca, jer se na taj način povećavaju devizne rezerve zemlje dužnika kojima se otplaćuju dugovi. Suficit trgovinskog bilansa je trebalo postići bez podizanja protekcionističkih barijera i konkurentske devalvacije valute. U toj situaciji postoje samo dva načina pomoću kojih je trgovinski suficit moguće ostvariti: povećati izvoz i/ili smanjiti uvoz. Povećanje izvoza nije uspeo iz više razloga. Naveli smo oštar pad u kreditiranju privrede, ali treba uzeti u obzir i ekonomski pad zemalja u regionu čime se značajno smanjila tražnja za izvozom. Drugi način, koji su primenile ZIJA, smanjivanje uvoza, javio se kao posledica primene kontrakcionih politika. Kontraktione politike su uticale na smanjenje dohotka, čime se smanjila uvozna tražnja. Postignuti su trgovinski suficiti kojima su se isplaćivala potraživanja inoinvestitora. Međutim, čini



se da je cena bila previsoka jer je snažno kresanje potrošnje na unutrašnjem planu za posledicu imalo zastrašujući porast siromaštva.

Sve u svemu, u momentima koji prethode krizi, kada je dovoljan zamah krila leptira da izazove oluju, neophodna je strpljivost i suptilnost, bez naglih poteza koji mogu uticati na rasplamsavanje i širenje panike kroz sistem munjevitom brzinom. Takođe, u momentima kada je sistemom već zavladao panika ključno je ne sprovesti stroge i restriktivne makroekonomske politike koje samo utiču na pogoršanje situacije. Tada bi trebalo napraviti srednjoročne i dugoročne strategije izlaska iz krize. Ove strategije bi bilo neophodno sprovesti postepeno (gradualistički), a ne naglo, jer nagli potezi mogu uzrokovati nepodnošljive troškove u kratkom roku. Od suštinske je važnosti, u trenucima kada tržištem vlada panika, održati tokove finansiranja. Da bi se tokovi finansiranja održali, potrebno je odložiti restriktivno oružje i orijentisati se na postizanje dogovora na polju mirovanja otplate, reprogramiranja dugova i konverzije kratkoročnih u dugoročna potraživanja. Održavanje tokova finansiranja sa druge strane zahteva efikasnije restrukturiranje korporativnog sektora. Ključni uslov valjanog, kvalitativnog restrukturiranja je usklađivanje zakonske regulative o bankrotu sa zakonima koji su na snazi u razvijenim zemljama Zapada.

## Literatura

- Aizenman, J. 1999. "Capital Controls and Financial Crises", NBER Working Paper, October 1999.
- Barro, J.B. 2001. "Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis", NBER Working Paper, June 2001.
- Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini 1998. "What Caused the Asian Currency Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview", NBER Working Paper. December 1998.
- Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini 1998. "What Caused the Asian Currency Crisis? Part II: The Policy Debate", NBER Working Paper. December 1998.
- Feldstein, M. 2002. "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management", NBER Working Paper, March 2000.
- Fisher, S. 2002. "Financial Crises and Reform of the International Financial System", NBER Working Paper, October 2002.
- Goldstein, M. 1998. "Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications", Institute for International Economics, [www.iie.com](http://www.iie.com)
- Institute for International Economics, [www.iie.com](http://www.iie.com)
- Kane, J. E. 2000. "Capital Movements, Banking Insolvency and Silent Runs in the Asian Financial Crisis", NBER Working Paper, January 2001.

- Kindleberger, K.P. 1996. *Manias, Panics and Crashes*, John Wiley & Sons, New York.
- Krugman, P. 1998. "What Happened to Asia", [www.hartford-hwp.com](http://www.hartford-hwp.com).
- Melcer, A. H. 1999. "U čemu je problem sa MMF? Šta bi bilo bolje", [www.fmc.org.yu](http://www.fmc.org.yu).
- Mishkin, S. F. 1999. "Lessons From the Asian Crisis", NBER Working Paper, April 1999.
- Mishkin, S. F. 2000. "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Paper, September 2000.
- Neal, L. and M. Weidenmier 2002. "Crises in the Global Economy From Tulips to Today: Contagion and Consequences", NBER Working Paper, September 2002.
- Obstfeld, M. and A. M. Taylor 2002. "Globalization and Capital Markets", NBER Working Paper, March 2002.
- Radelet, S., and J. Sachs 1998. "The Onset of the East Asian Financial Crisis", NBER Working Paper, August 1998.
- Radelet, S., and J. Sachs 1999. "What Have We Learnd, So Far, From the Asian Financial Crisis?" NBER Working Paper, January 1999.
- Rousseau, L. and P. Sylla 2001. "Financial Systems, Economic Growth and Globalization", NBER Working Paper, October 2001.
- Stiglitz, J. E. 1999. "Lessons from Asia", [www.elsevier.nl](http://www.elsevier.nl)
- Stiglitz, J. E. 2002. "Protivrečnosti globalizacije", SBM-x, Beograd.
- World Bank Group, Country Profile Data, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)