

# **DOMETI MEHANIZMA KONTROLE TOKOVA KAPITALA U SUZBIJANJU I SPREČAVANJU TRANSMISIJE I NASTANKA FINANSIJSKE KRIZE NA NOVIM FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA**

## **SCOPES OF CAPITAL FLOWS CONTROL MECHANISM IN CONTAINING AND PREVENTING THE TRANSMISSION AND APPEARANCE OF FINANCIAL CRISIS IN EMERGING MARKETS**

Mr Nermina Pobrić, viši asistent  
Ekonomski fakultet u Brčkom

*Apstrakt. Procesi globalizacije finansijskih tržišta su, sa jedne strane, intenzivirali protok kapitala, kao najmobilnijeg faktora proizvodnje, kroz globalne finansijske tokove i, sa druge strane, povećali osetljivost nacionalnih ekonomija na regionalna i globalna privredna i politička kretanja. Tok kapitala ka nastajućim tržištima je znatno veći od toka kapitala sa nastajućih tržišta. Internacionalizacija kapitala i njegov tok iz razvijenih zemalja ka zemljama u razvoju doprinose ekonomskom razvoju zemalja u razvoju, ali uzrokuju i nastanak određenih rizika. Ovde se misli, pre svega, na transmisiju finansijskih kriza. Verovatnoća transmisije nestabilnosti i krize iz „inficirane“ (engl. contaminated) u relativno zdravu, ali oslabljenog imunološkog sistema, nacionalnu privredu utoliko je veća ukoliko je stepen spoljnotrgovinske i finansijske povezanosti privreda veći. Polazeći od ranijih iskustava u primeni mehanizma kontrole tokova kapitala, namera autora je da u ovom članku dokaže korene ograničenosti odnosno nespremnosti na njegovu primenu u suzbijanju odnosno sprečavanju nastanka i transmisije tekuće finansijske krize na novim finansijskim tržištima.*

*Ključne reči: kontrola tokova kapitala, priliv kapitala, odliv kapitala, nastajuća tržišta.*

*Abstract: Financial market globalization process has intensified flow of capital, as the most mobile production factor, through global financial flows and increased national economy sensitivity on regional and global economic and political movements. Capital flow toward emerging markets is much larger than capital flow from emerging markets. Capital internationalization and its flow from developed to developing countries contribute to economic development of developing countries but also generate appearance of some risks. This is primarily thought for financial crises transmission. Probability of transmission the uncertainty and crisis from contaminated to relative healthy but vulnerable national economy is larger if the level of foreign trade and financial networks among economies is higher. The intention of the author is to argue the origins of limitation and unreadiness in application of capital flows control mechanism that could contain and prevent the appearance and transmission of current financial crisis in emerging markets based on earlier experiences in applying that mechanism.*

*Key words: capital flows control, capital inflow, capital outflow, emerging markets.*

### **UVOD**

Procesi globalizacije finansijskih tržišta su, sa jedne strane, intenzivirali protok kapitala, kao najmobilnijeg faktora proizvodnje, kroz globalne finansijske tokove i, sa druge strane, povećali osetljivost nacionalnih ekonomija na regionalna i globalna privredna i politička kretanja. Verovatnoća transmisije nestabilnosti i krize iz „inficirane“ (engl. contaminated) u relativno zdravu, ali oslabljenog imunološkog sistema, nacionalnu privredu utoliko je veća ukoliko je stepen spoljnotrgovinske i finansijske povezanosti privreda veći. Trgovinska transmisija ostvaruje se preko spoljnotrgovinskog bilansa, cena roba i usluga, konkurentnosti i deviznog kursa, dok su cene finansijskih instrumenata, cene i kvalitet bankarskih proizvoda, kamatne stope, likvidnost tržišta i, takođe, devizni kurs poluge finansijske transmisije. Istraživanja koja su do sada rađena sa namerom da se ispitaju intenzitet i pravac transmisionih procesa pokazala su da je stepen transmisije veći na intraregionalnom nego na interregionalnom nivou. Takođe, pozitivne efekte povoljnih privrednih i političkih kretanja u razvijenim zemljama više koriste ostale razvijene zemlje, dok posledice nepovoljnih privrednih i političkih kretanja u razvijenim zemljama snose i razvijena i nastajuća tržišta. Konačno, multiplikovanje nestabilnosti i kriza u zemljama u razvoju većim delom vrši se u okviru regiona sa nastajućim tržištima. Tekuća finansijska kriza, između ostalih, potvrđuje tezu da posledice nepovoljnih privrednih i političkih kretanja u razvijenim zemljama snose i razvijena i nastajuća tržišta.

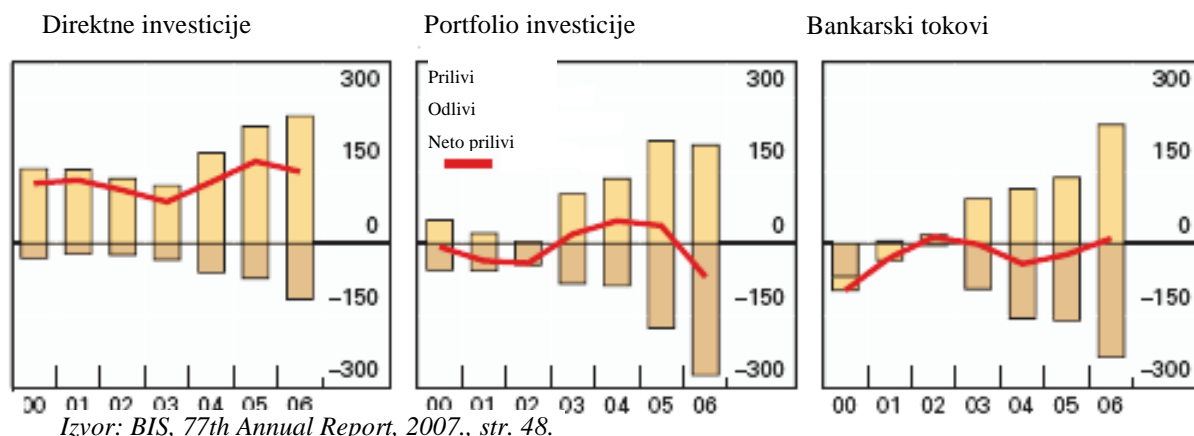
Teorija i praksa još uvek nisu pronašle adekvatno rešenje za prevenciju, ublažavanje i suzbijanje finansijskih kriza na novim finansijskim tržištima. Mehanizam kontrole tokova (odliva i priliva) kapitala u suzbijanju i sprečavanju transmisije i nastanka tekuće finansijske krize na novim finansijskim tržištima, opravdano i očekivano, nije imao široku primenu.

## TOKOVI KAPITALA KA ZEMLJAMA SA NASTAJUĆIM TRŽIŠTEM

Važnost nastajućih tržišta, iz perspektive internacionalnog investitora, povećala se sa promenom globalnih političkih kretanja koja su se dogodila 80-ih godina prošlog veka. Pad Berlinskog zida simbolizovao je pad komunizma i ponovno uspostavljanje tržišne privrede u zemljama istočne Evrope i bivšeg Sovjetskog Saveza. Takođe, progresivna kretanja Kine i drugih azijskih zemalja ka tržišno orijentisanjoj privredi kreirala su tražnju za internacionalnim kapitalom. Dalje, vlade mnogih južnoafričkih zemalja sledile su primer UK-a (iz 80-ih godina) privatizovanjem državnih dobara. Kao rezultat toga, nastajuća tržišta danas predstavljaju moguću investicionu alternativu za internacionalne investitore, što dokazuje ogroman tok kapitala iz i ka nastajućim tržištima u poslednjih 20-ak godina.<sup>1</sup>

Neto tok kapitala ka zemljama u razvoju u periodu posle azijske i ruske krize je znatno povećan (Slika 1.1 i Tabela 1.1), a 2005. (5% GDP-a) i 2006. (2,1% GDP-a) godine dostigao je pretkrizni nivo. U strukturi tokova kapitala povećano je učešće neto priliva kapitala od privatnih kreditora, a smanjeno učešće neto priliva kapitala ili povećano učešće neto odliva kapitala javnim kreditorima. Priliv privatnog duga i akcijskog kapitala dostigao je rekordnih 647 milijardi dolara 2006. godine, što je za 17% više od priliva ostvarenog 2005. godine, tako da je trogodišnje povećanje neto priliva kapitala iz privatnih izvora, u proseku, iznosilo 50%. Sa druge strane, priliv kapitala od javnih kreditora u 2005. i 2006. godini je znatno smanjen, tako da otplata glavnice za 70 odnosno 75 milijardi dolara premašuje priliv. Neto odliv kapitala javnim kreditorima u periodu od 2003. do 2006. godine iznosio je 185 milijardi dolara, dok je neto priliv kapitala od privatnih kreditora dostigao nivo od 1.900 milijardi dolara (Slika 1.2). U strukturi priliva kapitala iz privatnih izvora dominira priliv akcijskog kapitala, koji je u periodu od 2004. do 2006. godine iznosio, u proseku, 70% ukupnog priliva. U istom periodu, priliv kapitala po osnovu stranih direktnih investicija i portfolio investicija povećan je za 235 milijardi dolara dok je neto priliv privatnog i javnog duga povećan za samo 70 milijardi dolara (Slika 1.3).

**Slika 1.1: Tokovi kapitala u zemljama sa nastajućim tržištem**  
(u milijardama dolara)



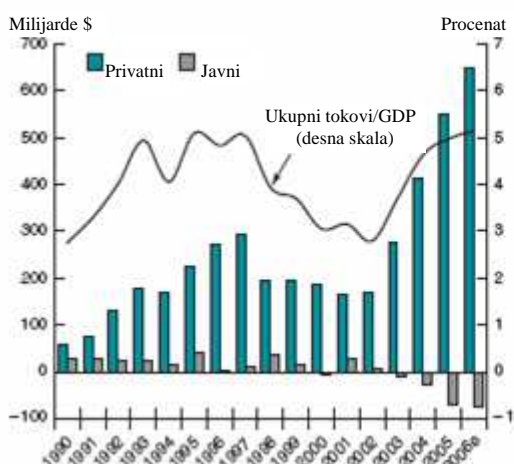
<sup>1</sup> Prikaz podataka radi ilustracije biće dat u nastavku rada.

**Tabela 1.1: Neto tokovi kapitala ka zemljama u razvoju: 1998-2006.** (u milijardama dolara)

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Spoljno trgovinski bilans	-96,7	-19,1	34,4	12,1	60,5	101,9	113,6	256,4	348,5
%GDP-a	-1,7	-0,3	0,6	0,2	1,0	1,5	1,4	2,7	3,1
Finansijski tokovi									
Neto privatni i javni tokovi	228,9	209,6	181,1	191,1	174,2	262,0	385,9	480,7	571,0
Neto privatni tokovi (dug i akcijski kapital)	193,4	195,6	187,0	164,5	169,2	274,1	412,5	551,4	646,8
Neto tokovi akcijskog kapitala	175,8	189,6	179,9	176,6	162,9	184,3	257,7	347,5	418,8
Neto tokovi stranih direktnih investicija	170,0	178,0	166,5	171,0	157,1	160,0	217,8	280,8	324,7
Neto tokovi portfolio akcijskog kapitala	5,8	11,6	13,4	5,6	5,8	24,3	39,9	66,7	94,1
Neto tokovi duga	53,1	20,0	1,2	14,5	11,3	77,7	128,2	133,2	152,2
Javni kreditori	35,5	14,0	-5,9	26,6	5,0	-12,1	-26,6	-70,7	-75,8
Svetska banka	8,7	8,8	7,9	7,5	-0,2	-0,8	1,4	2,5	-2,4
IMF	14,1	-2,2	-10,7	19,5	14,0	2,4	-14,7	-40,2	-25,1
Ostali	12,7	7,4	-3,1	-0,4	-8,8	-13,7	-13,3	-33,0	-48,3
Privatni kreditori	17,6	6,0	7,1	-12,1	6,3	89,8	154,8	203,9	228,0
Neto tokovi srednjoročnog i dugoročnog duga	82,9	23,3	13,4	-11,6	5,8	34,8	86,4	136,2	156,0
Obveznice	38,8	30,1	20,9	10,3	10,4	24,7	39,8	55,1	49,3
Banke	49,4	-5,3	-3,8	7,8	2,3	14,5	50,6	86,0	112,2
Ostali	-5,3	-1,5	-3,7	-6,5	-6,9	-4,4	-4,0	-4,9	-5,5
Neto tokovi kratkoročnog duga	-65,3	-17,3	-6,3	-23,7	0,5	55,0	68,4	67,7	72,0
Stavka izravnjanja	-	-	-	-	-60,2	-69,1	-95,5	-	-
Promena u rezervama	114,6	158,1	170,4	122,4	-	-	-	345,4	286,5
Memo stavke	-17,6	-32,4	-45,1	-80,8	174,4	294,7	404,0	-	-
Bilateralne subvencije od kojih								391,7	633,1
Pomoć za tehničku saradnju	42,5	44,4	43,3	43,7	50,6	63,6	70,5		
Ostalo	15,8	16,0	14,7	15,8	18,2	20,1	20,4	71,3	70,6
Neto javni tokovi (pomoć+dug)	26,7	28,4	28,6	27,9	32,4	43,5	50,1	19,3	19,9
Doznake radnika na privrem. radu u inostranstvu	78,0	58,4	37,4	70,3	55,6	51,5	43,9	52,0	50,7
Repatriirane zarade na strane direktne investicije								0,6	-5,2
	72,7	76,6	83,8	95,3	116,2	143,8	163,7		
	28,7	27,8	34,6	43,8	43,2	53,4	73,8	189,5	199,0
								107,0	125,0

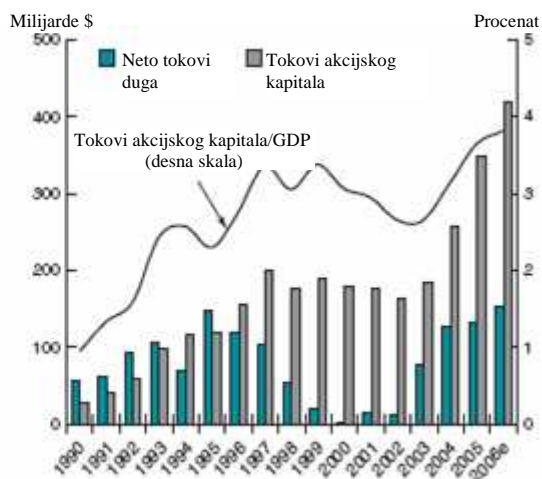
Izvor: World Bank, Global Development Finance 2007, str. 37.

**Slika 1.2: Neto tokovi kapitala ka zemljama u razvoju: 1990-2006.**



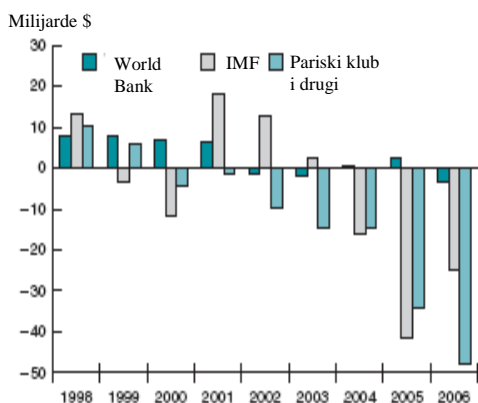
Izvor: World Bank, Global Development Finance 2007, str. 38.

**Slika 1.3: Neto tokovi duga i akcijskog kapitala: 1990-2006.**

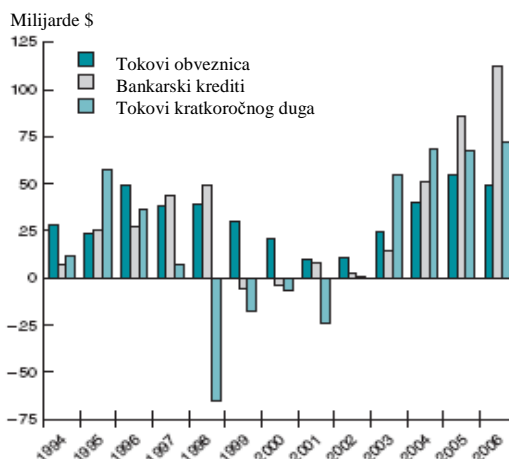


Veliki neto odliv kapitala javnim kreditorima u 2006. godini je posledica znatnih otplata glavnice duga zemalja u razvoju Pariskom klubu kreditora i IMF-u (Slika 1.4). Otplate glavnice u 2006. godini iznosile su 65 milijardi dolara, što je za 50 milijardi dolara više nego u 2005. godini. Ogromni prihodi od prodaje naftnih derivata 2006. godine omogućili su Rusiji da okonča otplatu dugova iz sovjetske ere i preplati Pariskom klubu kreditora 22 milijarde dolara, Algeriji da preplati 8 milijardi dolara Pariskom klubu kreditora i Nigeriji da preplati 6 milijardi dolara Pariskom i 1,5 milijardi Londonskom klubu kreditora. Pozajmice zemalja u razvoju od IMF-a smanjene su sa, u proseku, 32 milijarde dolara u periodu 2001 – 2003., za vreme finansijskih kriza u Argentini, Brazilu i Turskoj, na, u proseku, 5 milijardi dolara u periodu 2004 – 2006. U 2006. godini otplate glavnice iznosile su 28 milijardi dolara, prevashodno zbog argentinskih (9,6 milijardi dolara) i indonezijskih (8 milijardi dolara) preplata i turske otplate glavnice duga (1,5 milijardi dolara). U periodu od 2003. do 2006. godine pozitivan neto tok privatnog duga ka zemljama u razvoju rapidno je rastao (Slika 1.5). Ekspanzija neto priliva kapitala od bankarskih kredita od 26 milijardi dolara u 2006. godini delimično je kompenzovana smanjenjem neto priliva kapitala od emisije obveznica, tako da je neto povećanje duga zemalja u razvoju u odnosu na 2005. godinu iznosilo 24 milijarde dolara.

**Slika 1.4: Neto tokovi javnog duga ka zemljama u razvoju: 1998-2006.**

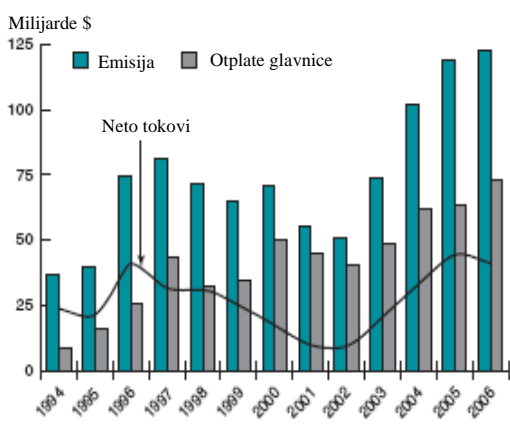


**Slika 1.5: Neto tokovi privatnog duga ka zemljama u razvoju: 1994-2006.**

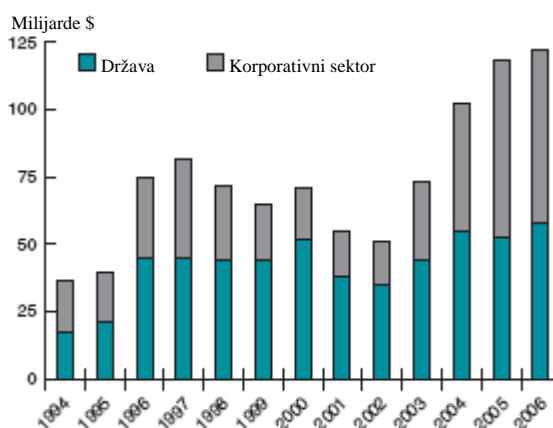


Izvor: World Bank, Global Development Finance 2007, str. 40 i 41.

**Slika 1.6: Tokovi kapitala od emisije obveznica ka zemljama u razvoju: 1994-2006.**



**Slika 1.7: Sektorska struktura emisije obveznica, država vs korporativni sektor: 1994-2006.**



Izvor: World Bank, Global Development Finance 2007, str. 42. i 45.

Neto priliv kapitala od emisije obveznica u 2006. godini, u odnosu na 2005. godinu, smanjen je za 6 milijardi dolara (10%). Ovo smanjenje usledilo je nakon trogodišnje nagle ekspanzije neto priliva kapitala (Slika 1.6). Neto priliv od 49 milijardi dolara ostvaren 2006. godine još uvek je veći od neto priliva ostvarenog 1996. godine, tj. pre azijske krize. Međutim, neto priliv kapitala od emisije obveznica u periodu od 2004. do 2006. godine iznosio je samo 0,5% GDP-a, što je znatno ispod maksimuma od 0,9% GDP-a ostvarenog 1996. godine. Smanjenje neto priliva kapitala od emisije obveznica u 2006. godini uzrokovao je otkup javnog duga u vrednosti od 30 milijardi dolara (27 milijardi dolara u Latinskoj Americi). S obzirom na to da su neki otkupi finansirani dodatnim emisijama obveznica, na neto tok kapitala nije uticao celokupan otkup javnog duga. U Latinskoj Americi otplate glavnice duga po osnovu državnih obveznica u 2006. godini povećane su za skoro 20 milijardi dolara, dok je obim emisija državnih obveznica smanjen za 2 milijarde dolara. Smanjenje neto toka kapitala u Latinskoj Americi delimično je kompenzovano povećanjem istog u Evropi i centralnoj Aziji. U ostalim regionima ostvarene su relativno male promene neto tokova kapitala (Tabela 1.2).

Tokom poslednjih nekoliko godina privatni sektor postao je glavni izvor zaduživanja zemalja u razvoju. Vrednost emisija korporativnih obveznica u 2005. i 2006. godini bila je jednaka skoro polovini vrednosti svih emisija, što je znatno više od učešća emisije korporativnih obveznica ostvarenog 2000. godine (Slika 1.7).

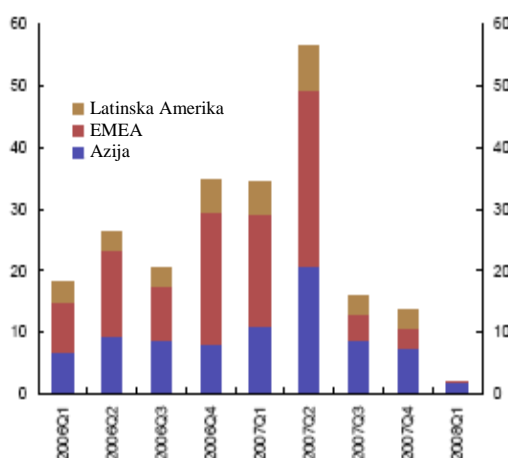
**Tabela 1.2: Tokovi kapitala od emisije obveznica ka zemljama u razvoju: 1998 – 2006**  
(u milijardama dolara)

	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
<b>Emisija obveznica</b>									
Sve zemlje u razvoju	71,4	64,8	71,0	55,1	51,2	73,6	102,0	118,8	122,5
Po regionima:									
Istočna Azija i Pacifik	3,5	7,4	5,6	6,7	8,0	6,8	16,4	16,5	14,3
Evropa i centralna Azija	20,7	12,5	12,2	7,7	11,7	22,1	35,2	46,0	61,3
Latinska Amerika i Karibi	40,7	41,6	43,9	33,0	21,2	34,7	35,0	43,5	38,2
Srednji istok i severna Afrika	-	1,6	2,1	5,1	6,2	2,9	6,6	4,7	1,2
Južna Azija	4,6	-	-	-	-	1,5	7,1	6,2	3,3
Južna Afrika	0,4	1,6	1,5	2,5	4,1	5,6	1,8	1,7	4,3
<b>Otplata glavnice</b>									
Sve zemlje u razvoju	32,5	34,7	50,1	44,8	40,8	48,9	62,1	63,7	73,3
Po regionima:									
Istočna Azija i Pacifik	2,5	6,6	6,4	6,3	7,9	4,8	6,7	6,6	7,2
Evropa i centralna Azija	6,3	4,7	6,6	6,5	8,0	12,6	11,8	17,6	12,9
Latinska Amerika i Karibi	23,0	21,6	35,5	30,2	21,6	23,7	36,9	26,9	45,3
Srednji istok i severna Afrika	0,1	0,2	1,0	0,7	1,2	2,2	3,2	2,2	3,5
Južna Azija	0,4	1,2	0,1	0,5	0,8	4,7	3,0	9,1	1,3
Južna Afrika	0,1	0,5	0,5	0,5	1,3	1,1	0,5	1,3	2,9
<b>Neto tokovi kapitala od emisije obveznica</b> (emisija obv.- otplata glavnice)									
Sve zemlje u razvoju	38,8	30,1	20,9	10,3	10,4	24,8	39,8	55,1	49,3
Po regionima:									
Istočna Azija i Pacifik	0,9	0,9	-0,8	0,4	0,1	2,0	9,7	9,9	7,0
Evropa i centralna Azija	14,3	7,8	5,7	1,2	3,6	9,5	23,3	28,4	48,3
Latinska Amerika i Karibi	17,7	20,0	8,4	2,9	-0,4	11,0	-1,9	16,6	-7,1
Srednji istok i severna Afrika	1,3	1,4	1,2	4,4	5,0	0,7	3,3	2,6	-2,3
Južna Azija	4,2	-1,2	5,5	-0,5	-0,7	-3,1	4,1	-2,9	2,0
Južna Afrika	0,3	1,1	1,0	1,9	2,7	4,5	1,2	0,4	1,4

Izvor: World Bank, Global Development Finance 2007, str. 42.

**Slika 1.8: Nastajuća tržišta, eksterna emisija obveznica privatnog sektora: 2006-2008.**

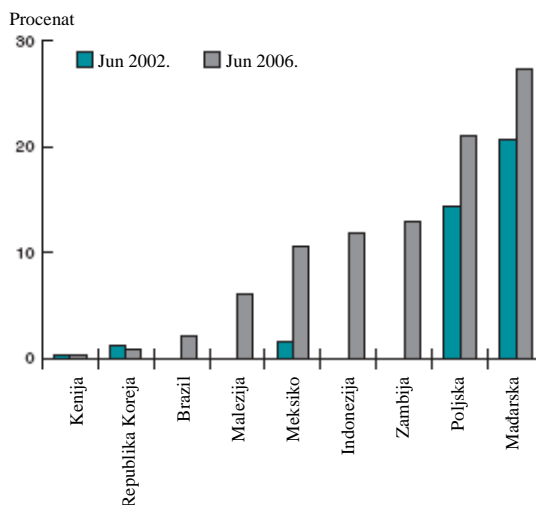
(u milijardama dolara)



Napomena: EMEA – zemlje Istočne Azije sa nastajućim tržištem

Izvor: IMF, *Regional Economic Outlook: Europe*, 04/08, str. 14.

**Slika 1.9: Učešće stranih investitora u ulaganjima u domaće instrumente duga u izabranim zemljama: 2002. i 2006.**



Izvor: World Bank, *Global Development Finance 2007*, str. 47.

Internacionalizacija kapitala i njegov tok iz razvijenih zemalja ka zemljama u razvoju izazvali su neslaganje oko pitanja da li tokovi kapitala ka zemljama u razvoju povećavaju tržišnu volatilnost i destabilizuju privrede iz perspektive zemalja u razvoju. Reakcija zemalja, koje veruju u potvrđan odgovor na prethodno pitanje, je sprovođenje direktiva usmerenih na ograničavanje obima priliva kapitala u konkretne zemlje. Strane investicije svakako doprinose ekonomskom razvoju zemlje, ali uzrokuju i nastanak određenih rizika. Tok kapitala ka nastajućim tržištima je znatno veći od toka kapitala sa nastajućih tržišta. S obzirom na to da se izlaz iz kriza finansijskog sektora u zemljama sa nastajućim tržištem očekuje u ne baš tako bliskoj budućnosti, svaki nagli odliv kapitala izazvao bi ozbiljne probleme u zemljama debitorima. Zato, zemlje sa nastajućim tržištem moraju da pronađu mehanizam upravljanja rizicima, smanjivanja obima zaduživanja u stranoj valuti i apsorbovanja šokova i volatilnosti, kako bi ostvarile koristi od internacionalnog toka kapitala i sprečile eskalaciju problema do nivoa društvene katastrofe. Većina debitora preferira kratkoročno zaduživanje u stranoj valuti. Takvo zaduživanje doneće im dvostruku korist - smanjenje vrednosti obaveza izražene u domaćoj valuti i povećanje vrednosti ulaganja i prihoda izražene u stranoj valuti – kada njihova privreda i domaća valuta ojačaju. Kada, pak, njihova privreda i domaća valuta oslabe, kratkoročno zaduživanje u stranoj valuti doneće im dvostruku štetu – povećanje vrednosti obaveza izražene u domaćoj valuti i smanjenje vrednosti ulaganja i prihoda izražene u stranoj valuti. Rešenje ovog problema leži u uspostavljanju takve strukture ulaganja i finansiranja kod koje se pozitivni i negativni efekti jačanja/slabljenja domaće valute međusobno kompenzuju.

## **ODNOS IZMEĐU INTENZITETA TOKOVA KAPITALA I TRANSMISIJE FINANSIJSKE KRIZE**

Većina empirijske literature koja istražuje finansijske krize još uvek se fokusira na makroekonomske faktore zemlje kao objašnjavajuće varijable i potcenjuje ili čak ignoriše važnost fenomena zaraze, tj. mogućnost da uzrok krize leži u nastanku krize bilo gde u svetu, a ne u lošoj makroekonomskoj poziciji zemlje. Parametri makroekonomske pozicije zemlje ne mogu da objasne timing i ozbiljnost krize. Uključivanjem u analizu parametara širenja krize povećava se mogućnost pronicanja u stvarne uzroke krize. Latinoamerička (1994/95.) i azijska (1997.) kriza proširile su se na nastajuća tržišta u regionu ne zbog njihovih loših makroekonomskih performansi, već zbog visokog stepena finansijske međuzavisnosti zemalja u regionu. Postavlja se pitanje kako i zašto su krize, koje nastaju u različitim zemljama, povezane i međuzavisne. Postoje različiti kanali transmisije kriza. Oni mogu da se grupišu u tri kategorije i to finansijska međuzavisnost, realna međuzavisnost i egzogene promene poverenja investitora.

Financijska međuzavisnost zemalja može da ima najmanje dva različita uzroka. Prvo, kriza može da se transmituje zbog direktnih finansijskih veza, tj. činjenice da finansijske institucije imaju velika prekogranična ulaganja. Drugo, indirektnim finansijskim vezama, posebno postojanju vodećeg kreditora i odlukama institucionalnih investitora, posvećeno je više pažnje u proteklih 10-ak godina. Kriza u jednoj zemlji može da podstakne vodećeg kreditora da opozove postojeće kredite i odbije da obezbedi novi kredit, ne samo zemljama pogođenim krizom već i drugim zemljama, šireći tako krizu i na ostale zemlje. Tako, čvrsta finansijska veza krizom pogođene zemlje sa vodećim kreditorom, koja se manifestuje kroz veliku zaduženost kod takvog kreditora, i veliko učešće u njegovom portfoliju ulaganja, povećava finansijsku osetljivost konkretne zemlje. Institucionalni investitori, takođe, mogu biti podstaknuti da povuku sredstva ne samo iz krizom pogođene zemlje već i sa ostalih tržišta radi rebalansa portfolija i obezbeđivanja gotovine za doplatu na ime pokrića pozicije. Kada kriza pogodi jednu zemlju, investitori koji imaju pozicije u toj zemlji želeće, obično, da smanje svoju trenutno povećanu izloženost riziku pa će prodati aktivu čiji prinosi su visoko varijabilni i pozitivno korelisani sa prinosisima aktive koja potiče iz krizom pogođene zemlje. Institucionalni investitori prodavaće likvidnu aktivu čak i kada se vrednost aktive koja potiče iz krizom pogođene zemlje smanji i generiše potrebu za povećanjem margine za pokriće pozicije. Prema tome, neke zemlje mogu da se suoče sa odlivom kapitala nezavisno od njihovih makroekonomskih performansi jednostavno zato što se njihova aktiva smatra rizičnijom ili zbog visokog učešća u portfoliju kreditora krizom pogođene zemlje. Ponašanje kreditora i institucionalni faktori imali su veliki doprinos u širenju meksičke krize na druga nastajuća tržišta.

Realna međuzavisnost može da se objasni preko bilateralnih trgovinskih odnosa između krizom pogođenih i finansijski zdravih zemalja i preko njihove trgovinske konkurentnosti na trećim tržištima. Drugim rečima, kriza sa epicentrom u jednoj zemlji proširiće se pre na zemlju sa kojom prva ima visok nivo bilateralne trgovine (prihodni efekti) ili koja je prvom jak konkurent na trećim tržištima (cenovni efekti), zato što u takvim uslovima druga zemlja gubi konkurentnost i ne može da izbegne devalvaciju. Tako, kada se jedna zemlja suoči sa finansijskom krizom zbog znatnog smanjenja vrednosti nacionalne valute, druge zemlje osetiće negativne posledice poboljšanja cenovne konkurentnosti krizom pogođene zemlje u obliku deficita trgovinskog bilansa. Ako je valutni krah praćen i padom privredne aktivnosti uzrokovanim smanjenjem uvoza u krizom pogođenu zemlju, odnosni prihodni efekti će još više smanjiti izvoz trgovinskih partnera. Cenovni i prihodni efekti deluju ne samo preko direktnih bilateralnih trgovinskih veza, već i preko cenovne konkurentnosti i prihodnih reperkusija na trećim tržištima.

Treći kanal transmisije kriza su egzogene promene poverenja investitora. Promene poverenja investitora su egzogene jer nisu povezane sa makroekonomskim performansama zemlje nego sa međuzavisnošću zemalja. Na promene poverenja investitora su izrazito osetljive zemlje koje su finansijski nestabilne i zemlje koje su po makroekonomskoj poziciji i lokaciji slične krizom pogođenoj zemlji. Ako valutna kriza u jednoj zemlji generiše strah od špekulativnih napada bilo gde u regionu ili svetu, investitori mogu očekivati ostvarivanje profita od špekulisanja sa valutama za koje smatraju da će ih drugi investitori prodati. Najatraktivniji targeti su valute koje će biti branjene intervencijama na zvaničnom deviznom tržištu ili povećanjem kamatnih stopa, a koje imaju najveće izgleda da kolapsiraju i donesu špekulativne dobitke. Rizik širenja krize, zbog nagle promene investitorovih očekivanja, je veći što je veće učešće kratkoročnih obaveza zemlje i što je veća ročna neusklađenost ulaganja i obaveza, jer će privreda biti osetljiva na smanjenje ionako malog broja kreditora. Nizak nivo deviznih rezervi u odnosu na obim kratkoročnog spoljnog duga i obaveza domaćeg bankarskog sektora može, tako, da bude signal finansijske osetljivosti. Zemlje sa nerazvijenim domaćim bankarskim sistemom su, takođe, osetljive na rizik širenja krize jer učesnici na finansijskom tržištu nerazvijenost domaćeg bankarskog sistema smatraju ograničavajućim faktorom sposobnosti (i volje) monetarnih vlasti da povećaju kamatne stope u odbrani domaće valute. Kriza u zemlji koju karakterišu slabost ključnih ekonomskih varijabli i lokacija u određenom regionu može da rezultuje krize poverenja u drugim zemljama koje se odlikuju istim karakteristikama nezavisno od toga da li su one odgovorne za nastanak krize. Drugim rečima, zemlja je podložnija širenju krize ako kroz slabost istih ekonomskih varijabli i lokaciju u istom regionu pokaže investitorima sličnost sa drugim zemljama suočenim sa krizom. Da bi se odredilo da li će se očekivanja u jednoj zemlji promeniti, nije relevantno da li njene ključne ekonomske varijable uzimaju vrednosti slične onima u ostalim zemljama koje se suočavaju sa krizama, već da li iste varijable ispoljavaju signifikantne (negativne) promene u tim zemljama. Slično, lokacija zemlje može da bude signal osetljivosti. Tako, ako investitori veruju da kolaps jednog valutnog režima u regionu može da dovede u pitanje održivost ostalih, oni će zemlje razvrstati na osnovu lokacije tokom perioda zaraze. To se dešava zato što investitori

znaju da zemlje imaju jake trgovinske veze, pa devalvacija ili depresijacija u jednoj može da ima negativne implikacije na konkurentnost ostalih; jake finansijske veze ili zato što osećaju da su takve zemlje strukturno slične. Investitori razvrstavaju zemlje na „slabe“ i „jake“ povećavajući tzv. diskriminatorno širenje zaraze. U ovom kanalu transmisije generator širenja krize je psihološki „halo efekat“. Naime, kriza u jednoj zemlji može da podstakne investitore da preispitaju performanse i drugih zemalja povećavajući tako stepen istosmernog kretanja finansijskih tržišta i širenje krize među zemljama. Neki autori smatraju da je samo treći kanal transmisije kriza mehanizam širenja zaraze, dok se prva dva zasnivaju jednostavno na međuzavisnosti zemalja.

Važno je napomenuti da finansijske krize koje su se dogodile 90-ih nisu bile u potpunosti rezultat nestabilnih tokova kapitala i nervoznih investitora. Loša makroekonomska pozicija, rapidna liberalizacija trgovinskih odnosa i otvaranje ka međunarodnim tržištima, koje je vodilo većoj realnoj i finansijskoj međuzavisnosti nastajućih tržišta, igralo je krucijalnu ulogu u objašnjavanju timing-a i ozbiljnosti kriza. Zatvaranje nastajućih tržišta, čak ni onih sa dobrim makroekonomskim performansama i politikama, nije garancija izolacije od događaja u ostatku sveta. Najefektivnije mere za prevenciju i prevazilaženje krize zahtevaju globalan i koordiniran pristup. Većina takvih predloga bila je odbijena ili nije bila sprovedena, npr. formiranje globalnog kreditora poslednjeg utočišta, postavljanje određenih kontrola kapitala i sl. Dakle, važnost globalnog i koordiniranog pristupa nije široko prepoznata u praksi. Težak izazov sa kojim se još uvek suočavaju nastajuća tržišta je kako najbolje, istovremeno, maksimizirati koristi od veće otvorenosti privrede i minimizirati rizik nastanka krize imanentan procesu liberalizacije.<sup>2</sup>

## **EFEKTI KONTROLE ODLIVA KAPITALA**

S ciljem sprečavanja širenja i suzbijanja tekuće finansijske krize samo nekolicina zemalja je posegnula za merama kontrole odliva kapitala. Tako, na primer, Ukrajina, Rusija i Belorusija su uvele neke forme restrikcije odliva, Ekvador je uveo poresku stopu od 1% na transakcije odliva kapitala, dok su Indonezija i Kina pooštrile zahteve vezane za izveštavanje o kretanjima kapitala. Stavovi teoretičara i praktičara o efikasnosti mera kontrole odliva kapitala u izbegavanju tekuće finansijske krize su različiti. Razlog razmimoilaženja stavova su različita prethodna iskustva u primeni ovih mera.

Kontrole odliva kapitala imaju dugu tradiciju. Počeci njihove primene datiraju još od 1930-ih. Najpre su primenjene u Nemačkoj, a kasnije i u drugim zemljama zapadne Evrope. One su bile stalno „oruđe“ ekonomske politike do početka 1960-ih kada se počeo postepeno smanjivati njihov značaj. Od početka 1990-ih do danas u periodima finansijske nestabilnosti često su korišćene privremene kontrole odliva kapitala. Njihovi neposredni ciljevi bili su očuvanje nivoa rezervi centralne banke, oslabljivanje pritiska na devizni kurs i obezbeđivanje prostora za vođenje nezavisne monetarne politike (što je nemoguće postići u uslovima potpuno neograničene mobilnosti kapitala i u uslovima kada devizni kurs ima ulogu nominalnog sidra). Restrikcije odliva kapitala se često primenjuju selektivno, tj. usmerene su na kratkoročne transakcije koje se smatraju špekulativnim.

Privremene kontrole odliva kapitala bile su na snazi u Španiji za vreme ERM krize 1992. godine, Venecueli, za vreme bankarske krize 1994. godine, Maleziji i Tajlandu, za vreme azijske i ruske krize 1997-1998. godine, i Argentini, za vreme krize 2001. godine. U sva četiri slučaja mere kontrole su preduzete nakon sprovedene intenzivne liberalizacije finansijskih tokova. Uvođenje kontrole bilo je podstaknuto povećanim pritiskom na devizni kurs i rapidnim smanjenjem deviznih rezervi. Transakcije tekućeg računa i/ili strane direktne investicije najčešće nisu bili predmet kontrole. Kontrole su imale vrlo različite forme. U Španiji, na primer, kontrola je podrazumevala pokrivanje duge pozicije nerezidenata u bankama rezervama formiranim u visini definisanog procenta neisplaćenih depozita. „U Maleziji i na Tajlandu, gde su aktivna offshore tržišta razvijena, mere kontrole su bile usmerene i ka onshore i ka offshore tržištima, ograničavanjem mogućnosti formiranja pozicije u domaćoj valuti na offshore tržištu. U slučaju Malezije opsežne kontrole su zatvorile sve

---

<sup>2</sup> O kanalima transmisije valutnih kriza detaljnije videti: Fratzscher, M., (2002), „On Currency Crises and Contagion“, European Central Bank, Working Paper No. 139, Ahluwalia, P., (2000), „Discriminating Contagion: An Alternative Explanation of Contagious Currency Crises in Emerging Markets“, International Monetary Fund, WP/00/14 i Caramazza, F., Ricci, L., Salgado, R., (2000), „Trade and Financial Contagion in Currency Crises“, International Monetary Fund, WP/00/55.



kanale kroz koje su se domaća sredstva prelivala na offshore tržište vodeći, tako, njegovom efektivnom zatvaranju. Mere kontrole su, takođe, podrazumevale privremenu zabranu nerezidentima repatrijacije portfolio kapitala. U Venecueli kontrole su podrazumevale momentalnu zabranu odliva, uz izuzetak onih vezanih za otplatu spoljnog duga. Konačno, u Argentini mere kontrole su bile sveobuhvatne, tj. podrazumevale su zabranu svim investitorima, domaćim i stranim, transferisanja sredstava u inostranstvo.<sup>3</sup>

Efekti kontrole odliva kapitala u ovim i drugim zemljama bili su u fokusu mnogih studija. Međutim, slučaj Malezije privukao je najviše pažnje. Analitičari su jedinstveni u stavu da su mere kontrole bile uspešne u ograničavanju odliva kapitala i segmentiranju tržišta. Međutim, njihovi stavovi po pitanju stvarnog doprinosa kontrole ublažavanju krize se razilaze. Naime, dok jedna grupa analitičara smatra da je vrhunac krize bio dostignut baš u vreme kada je kontrola bila na snazi i da oporavak Malezije od krize koji je potom usledio nije bio ništa lakši nego u zemljama koje nisu preduzele mere kontrole, druga grupa tvrdi da je kontrola omogućila brži oporavak, imajući u vidu veću osetljivost malezijske privrede u odnosu na ostale zemlje istočne Azije.

Iskustva ostalih zemalja u pogledu vrste i trajanja efekata kontrole odliva kapitala su različita. U Španiji i na Tajlandu kontrole su potpomogle zadržavanje odliva kapitala i oslabljivanje pritiska na devizni kurs samo privremeno. Na kraju, obe zemlje su bile primorane da napuste čvrsto vezivanje svojih za neku stranu valutu. U Venecueli, pak, mere kontrole nisu bile u potpunosti uspešne u zadržavanju odliva kapitala, ali su potpomogle u oslabljivanju pritiska na devizni kurs i obezbeđivanju nekog stepena autonomije monetarne politike, koja je postavljanjem nižih kamatnih stopa smanjila direktne fiskalne troškove bankarske krize u zemlji.

Uspostavljanje kontrole odliva kapitala u vremenima krize je veliki izazov za nosioce ekonomske politike. Postoji više razloga za to. Prvo, smanjenje atraktivnosti ulaganja u aktivu, krizom pogođene zemlje, povećava troškove i smanjuje mogućnost zadržavanja kapitala. Drugo, uspostavljanje kontrole odliva kapitala investitori mogu percipirati kao signal dolaska loših vremena, što će povećati strah od ulaganja u domaću aktivu. Treće, dublja međunarodna finansijska integracija i viši stepen razvijenosti domaćih finansijskih tržišta otežavaju uspostavljanje kontrole jer je sofisticiranim investitorima dostupan širok spektar strategija evazije. S obzirom na to da strategije evazije zahtevaju finansijske izdatke i proaktivno delovanje, evazije kontrole su dostupnije velikim, bogatim i/ili bolje integrisanim nego malim investitorima. „U stvari, iskustvo iz nekoliko kriznih epizoda u Latinskoj Americi pokazuje da veliki investitori obično dezinvestiraju u domaću aktivu pre jačanja krize i uspostavljanja kontrole, tako da teret kontrole uglavnom pada na male investitore.“<sup>4</sup> Četvrto, s obzirom na to da se uspostavljaju naknadno, mere kontrole obično dovode do kršenja ugovora i, posledično, gubitka poverenja investitora. Kao rezultat toga, percipirana rizičnost ulaganja u datu zemlju se povećava, a mogućnost pristupa stranom kapitalu se smanjuje. Konačno, uspostavljanje mera kontrole stvara prostor za širenje kronizma, mita i korupcije. Izolovanjem domaćih firmi od dejstva mehanizma konkurencije u alokaciji kapitala, mere kontrole, takođe, otvaraju vrata za ostvarivanje koristi od političkog favorizovanja za firme i investitore sa jakim političkim vezama.

Budući da sveobuhvatna i dugotrajna delotvornost kontrole odliva kapitala u suzbijanju finansijske krize na novim finansijskim tržištima empirijski nije potvrđena u prethodnim epizodama krize, ograničenost njene primene za vreme tekuće finansijske krize je opravdana i očekivana.

## **EFEKTI KONTROLE PRILIVA KAPITALA**

Za razliku od kontrole odliva kapitala, koja primarno služi kao alat za suzbijanje krize, kontrola priliva kapitala se smatra prudencionom merom koja se preduzima ex-ante sa ciljem sprečavanja nastanka budućih kriza. Zato, uspostavljanje ove kontrole ne dovodi do gubitka poverenja investitora. Kontrola priliva kapitala se preduzima radi ograničavanja apresijacije deviznog kursa u periodima ogromnih priliva, koja bi mogla smanjiti konkurentnost domaćih proizvođača na svetskom tržištu, ograničavanja ukupnog obima tokova kapitala, s ciljem sprečavanja rasta cena aktive i preuzimanja prekomernih rizika od strane domaćih

---

<sup>3</sup> Dermirguc-Kunt, A., Serven, L., (2009), „Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro and Financial Policies“, World Bank, WPS4807, str. 36.

<sup>4</sup> Isto, str. 39.

finansijskih posrednika i obezbeđivanja autonomije monetarnoj politici, posebno u sferi monetarne restrikcije. Ona je fokusirana na promenu strukture tokova, što se postiže, pre svega, obeshrabrivanjem kratkoročnog priliva kapitala.

Od početka 90-ih do danas u zemljama sa nastajućim tržištem se relativno često posezalo za merama kontrole priliva kapitala u pokušaju upravljanja i kontrole tokova kapitala. Ove mere preduzete su u Indoneziji (1991.), Maleziji (1994.), Tajlandu (1995. i ponovo 2006.), Brazilu (1994.), Čileu (1991.), Kolumbiji (1993. i ponovo 2004.), Meksiku (1990.) i Češkoj (1992.). Spektar najčešće primenjenih mera sačinjavaju eksplicitni porezi na spoljno zaduživanje lokalnih firmi i ulaganje stranaca koje osigurava fiksni prinos (Brazil), obaveza izdvajanja rezervi u definisanom procentu direktnog spoljnog zaduženja domaćih firmi (Čile, Kolumbija i Tajland (u periodu 2006-2008.)) i ograničenja na spoljno zaduživanje banaka (Indonezija, Malezija, Tajland, Češka i Meksiko).

Kontroli sprovedenoj u Čileu posvećeno je najviše pažnje u empirijskim studijama. Kontrola je bila bazirana na obaveznom izdvajanju i deponovanju rezervi kod Centralne banke na period od jedne godine u visini definisanog procenta (inicijalno 20%) izabranih priliva. Inicijalno, predmet kontrole bili su samo spoljni krediti (osim trgovinskog kredita). Kako se uspeh investitora u pronalaženju mogućnosti evazije kontrole povećavao, domet kontrole se postepeno širio i na prilive koji nisu generisani dužničko-poverilačkim odnosima, uključujući čak i strane direktne investicije. Kontrola je privremeno obustavljena za vreme ruske krize 1998. godine jer su izvori priliva kapitala u Čile „presušili“. U većini literature koja proučava čileansko iskustvo u sprovođenju kontrole priliva kapitala dokazano je „(1) da je kontrola bila uspešna u obezbeđivanju Centralnoj banci nekog stepena monetarne autonomije, omogućavajući joj održavanje domaćih kamatnih stopa na nivou iznad internacionalnih – mada prema većini ocena ovaj efekat je bio kvantitativno mali i privremen; (2) da je doprinos kontrole u promeni strukture priliva u korist dugoročnih tokova bio mali; (3) da uticaj kontrole na ukupne prilive kapitala nije jasno izražen i (4) da nije postojao jasno izražen uticaj na devizni kurs“<sup>5</sup>.

Iskustva ostalih zemalja u sprovođenju kontrole priliva kapitala su različita. Na primer, u Kolumbiji nije dokazana čvrsta negativna korelacija između, sa jedne strane, stepena kontrole i, sa druge strane, obima priliva, učešća kratkoročnih u ukupnim prilivima ili nivoa deviznog kursa – mada postoje neke indikacije o neznatnom smanjenju kratkoročne volatilnosti deviznog kursa (ali ne i cena druge aktive). Suprotno iskustvu Kolumbije, u Maleziji i na Tajlandu je u epizodama kontrole tokom 90-ih došlo do smanjenja kratkoročnog priliva kapitala. U Brazilu, pak, kontrola je bila neefikasna u svim dimenzijama.

Uspostavljanje kontrole priliva, kao i kontrole odliva kapitala u vremenima krize je veliki izazov za nosioce ekonomske politike. Postoji više razloga za to. Prvo, sposobnost investitora za pronalaženjem kreativnih strategija evazije restrikcija se povećava, što dovodi do slabljenja delotvornosti kontrole protokom vremena. Drugo, osim troškova uspostavljanja, kontrola priliva kapitala generiše nastanak i drugih troškova. Reč je o usporavanju razvoja lokalnih finansijskih tržišta i mogućnosti održavanja cene sredstava iz domaćih izvora finansiranja višom od cene sredstava iz spoljnih izvora. Treće, pošto veće firme imaju prednost u pogledu mogućnosti evazije kontrole ili imaju direktan pristup spoljnim izvorima finansiranja, cenu kontrole, u formi većih troškova zaduživanja, uglavnom plaćaju mala i srednja preduzeća.

Budući da sveobuhvatna i dugotrajna delotvornost kontrole priliva kapitala u sprečavanju nastanka budućih finansijskih kriza na novim finansijskim tržištima empirijski nije potvrđena u prethodnom periodu, evidentna nespремnost na njenu primenu u pokušaju sprečavanja nastanka i transmisije tekuće finansijske krize bila je opravdana i očekivana.

## **ZAKLJUČAK**

Neto tok kapitala ka zemljama u razvoju u periodu posle azijske i ruske krize je znatno povećan, a 2005. i 2006. godine dostigao je pretkrizni nivo. Tok kapitala ka nastajućim tržištima je znatno veći od toka kapitala sa nastajućih tržišta. Internacionalizacija kapitala i njegov tok iz razvijenih zemalja ka zemljama u razvoju izazvali su neslaganje oko pitanja da li tokovi kapitala ka zemljama u razvoju povećavaju tržišnu volatilnost i

---

<sup>5</sup> Isto, str. 42.

destabilizuju privrede, iz perspektive zemalja u razvoju. Reakcija zemalja, koje veruju u potvrđan odgovor na prethodno pitanje, je sprovođenje direktiva usmerenih na ograničavanje obima priliva kapitala u konkretne zemlje. Strane investicije svakako doprinose ekonomskom razvoju zemlje, ali uzrokuju i nastanak određenih rizika. Ovde se misli, pre svega, na transmisiju finansijskih kriza. Postoje različiti kanali transmisije kriza. Oni mogu da se grupišu u tri kategorije i to finansijska međuzavisnost, realna međuzavisnost i egzogene promene poverenja investitora. Finansijske krize koje su se dogodile 90-ih nisu bile u potpunosti rezultat nestabilnih tokova kapitala i nervoznih investitora. Loša makroekonomska pozicija, rapidna liberalizacija trgovinskih odnosa i otvaranje ka međunarodnim tržištima, koje je vodilo većoj realnoj i finansijskoj međuzavisnosti nastajućih tržišta, igralo je ključnu ulogu u objašnjavanju timing-a i ozbiljnosti kriza.

Budući da sveobuhvatna i dugotrajna delotvornost kontrole odliva odnosno kontrole priliva kapitala u suzbijanju odnosno sprečavanju nastanka budućih finansijskih kriza na novim finansijskim tržištima empirijski nije potvrđena u prethodnom periodu, ograničenost odnosno nesprijetnost na njenu primenu u pokušaju suzbijanja odnosno sprečavanja nastanka i transmisije tekuće finansijske krize je opravdana i očekivana. Prema tome, zatvaranje nastajućih tržišta, čak ni onih sa dobrim makroekonomskim performansama i politikama, nije garancija izolacije od događaja u ostatku sveta. Najefektivnije mere za prevenciju i prevazilaženje krize zahtevaju globalan i koordiniran pristup. Većina takvih predloga bila je odbijena ili nije bila sprovedena, npr. formiranje globalnog kreditora poslednjeg utočišta, postavljanje određenih kontrola kapitala i sl. Dakle, važnost globalnog i koordiniranog pristupa nije široko prepoznata u praksi. Težak izazov sa kojim se još uvek suočavaju nastajuća tržišta je kako najbolje, istovremeno, maksimizirati koristi od veće otvorenosti privrede i minimizirati rizik nastanka krize immanentan procesu liberalizacije.

#### **LITERATURA:**

1. Ahluwalia, P., (2000), „*Discriminating Contagion: An Alternative Explanation of Contagious Currency Crises in Emerging Markets*“, International Monetary Fund, WP/00/14.
2. Caramazza, F., Ricci, L., Salgado, R., (2000), „*Trade and Financial Contagion in Currency Crises*“, International Monetary Fund, WP/00/55.
3. Dermiguc-Kunt, A., Serven, L., (2009), „*Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro and Financial Policies*“, World Bank, WPS4807.
4. Fratzscher, M., (2002), „*On Currency Crises and Contagion*“, European Central Bank, Working Paper No. 139.
5. Glick, R., Hutchison, M., (2000), „*Banking and Currency Crises: How Common Are the Twins?*“, Hong Kong Institute for Monetary Research, Working Paper No. 1/(2000).
6. Hutchison, M.M., Neuberger, I., (2002), „*How Bad Are Twins? Output Costs of Currency and Banking Crises*“, University of California, Santa Cruz, International Working Paper No. 02-1.
7. Hutchison, M.M., Neuberger, I., (2002), „*Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets*“, University of California, Santa Cruz, Center for International Economics, Working Paper No. 02-6.
8. Komulainen, T., (2001), „*Currency Crises in Emerging Markets: Capital Flows and Herding Behaviour*“, BOFIT, Discussion Paper No. 10.
9. Meyer, L.H., (1999), „*Lessons From the Asian Crisis: A Central Banker's Perspective*“, The Jerome Levy, Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 276.
10. IMF, Regional Economic Outlook: Europe, 04/08.
11. World Bank, Global Development Finance 2007.