

**UNIVERZA V LJUBLJANI**  
**FAKULTETA ZA DRUŽBENE VEDE**

**NINA PFIFER**  
**Mentor: red. prof. dr. Mojmir MRAK**

**AZIJSKA FINANČNA KRIZA: PRIMER MALEZIJE IN TAJSKE**

**DIPLOMSKO DELO**

LJUBLJANA, 2004

# KAZALO

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>UVOD .....</b>  | <b>4</b>  |
| <b>2</b> | <b>VZROKI ZA KRIZO.....</b>                                    | <b>6</b>  |
| 2.1      | SLABOSTI MAKROEKONOMSKE POLITIKE.....                          | 8         |
| 2.2      | SLABOSTI FINANČNEGA SEKTORJA IN VPLIV DOMAČIH POLITIK .....    | 9         |
| 2.3      | VPLIVI ZUNANJEGA OKOLJA .....                                  | 11        |
| 2.4      | FINANČNA LIBERALIZACIJA .....                                  | 12        |
| <b>3</b> | <b>IZBRUH IN ŠIRITEV KRIZE .....</b>                           | <b>15</b> |
| 3.1      | NASTANEK KRIZE NA TAJSKEM IN NJENA ŠIRITEV.....                | 15        |
| 3.2      | ŠIRITEV KRIZE V MALEZIJO .....                                 | 18        |
| <b>4</b> | <b>UKREPI IN POTEK REŠEVANJA KRIZE .....</b>                   | <b>21</b> |
| 4.1      | TAJSKA KOT PRIMER REŠEVANJA KRIZE S POMOČJO MDS-a.....         | 21        |
| 4.1.1    | Prvo obdobje: MDS priskoči na pomoč .....                      | 22        |
| 4.1.2    | Drugo obdobje: Tarrinovo leto.....                             | 26        |
| 4.1.3    | Tretje obdobje: Japonski pristop .....                         | 29        |
| 4.2      | MALEZIJA KOT PRIMER REŠEVANJA BREZ MDS-a .....                 | 31        |
| 4.2.1    | Prvo obdobje: Restriktivna fiskalna in monetarna politika..... | 32        |
| 4.2.2    | Drugo obdobje: Vpeljava nadzora kapitala .....                 | 34        |
| 4.2.3    | Tretje obdobje: Posledice nadzora kapitala.....                | 35        |
| <b>5</b> | <b>OCENA OBEH MODELOV REŠEVANJA FINANČNE KRIZE .....</b>       | <b>38</b> |
| 5.1      | TAJSKA – ANALIZA (NE)USPEŠNOSTI MDS PROGRAMOV .....            | 38        |
| 5.1.1    | Fiskalna politika .....  | 38        |
| 5.1.2    | Monetarna politika .....                                       | 40        |
| 5.1.3    | Strukturna politika.....                                       | 42        |
| 5.2      | MALEZIJA – USPEŠNOST UVEDBE NADZORA KAPITALA .....             | 45        |
| <b>6</b> | <b>ZAKLJUČEK.....</b>  | <b>51</b> |
| <b>7</b> | <b>SEZNAM VIROV.....</b>                                       | <b>56</b> |

## SEZNAM KRATIC

|              |   |  |
|--------------|---|--|
| <b>AMS</b>   | Azijski monetarni sklad                           | <i>(Asian Monetary Fund)</i>                                   |
| <b>ASEAN</b> | Združenje jugovzhodnih azijskih držav             | <i>(Association of East Asian Nations)</i>                     |
| <b>BDP</b>   | bruto domači proizvod                             |  |
| <b>BIS</b>   | Banka za mednarodne poravnave                     | <i>(Bank for International Settlements)</i>                    |
| <b>BNM</b>   | Malezijska centralna banka                        | <i>(Bank Negara Malaysia)</i>                                  |
| <b>BOT</b>   | Tajska centralna banka                            | <i>(Bank of Thailand)</i>                                      |
| <b>FIDF</b>  | Razvojni sklad za finančne institucije            | <i>(Financial Institutions Development Fund)</i>               |
| <b>KLSE</b>  | Borza v Kuala Lumpurju                            | <i>(Kuala Lumpur Stock Exchange)</i>                           |
| <b>MDS</b>   | Mednarodni denarni sklad                          | <i>(International Monetary Fund)</i>                           |
| <b>mlrd</b>  | Milijarda   |  |
| <b>NEAC</b>  | Narodni gospodarski krizni svet                   | <i>(National Economic Action Council)</i>                      |
| <b>NEP</b>   | Nova ekonomska politika                           | <i>(New Economic Policy)</i>                                   |
| <b>NERP</b>  | Nacionalni ekonomski načrt za obnovo              | <i>(National Economic Recovery Plan)</i>                       |
| <b>OECD</b>  | Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj | <i>(Organization for Economic Cooperation and Development)</i> |
| <b>TNI</b>   | Tuje neposredne investicije                       | <i>(Foreign direct investment)</i>                             |
| <b>ZDA</b>   | Združene države Amerike                           |  |
| <b>WTO</b>   | Svetovna trgovinska organizacija                  | <i>(World Trade Organization)</i>                              |

# 1 UVOD

Finančna kriza, ki se je začela leta 1997 na Tajskem, je zaradi svojega obsega in resnosti še posebej skrb zbujajoča. Silovita kriza, ki je predvsem zajela pet azijskih ekonomij (Tajsko, Malezijo, Indonezijo, Južno Korejo in Filipine) v letih 1997 in 1998 postavlja vprašanje stabilnosti globalnega finančnega sistema. Finančni trgi so v primeru azijske krize namreč odigrali bistveno drugačno vlogo od tiste, ki jim jo je pripisovala ekonomska teorija. Zagovorniki finančne liberalizacije na globalnem trgu so namreč predvidevali, da bo trg urejal delovanje finančnega sistema. Kriza pa je pokazala, da tržne sile ne morejo zagotoviti brezhibnega delovanja. Svojo vlogo so prispevali tudi procesi globalizacije, ki se odvijajo z neverjetno hitrostjo, napredek in nova tehnologija silita države v razvoj, gospodarstva pa s tem postajajo vse bolj ranljiva.

Krize so žal neizogibne. Zdi se, da so pogoste spremljevalke tržno usmerjenih finančnih sistemov, saj so gospodarski cikli reden pojav na finančnih trgih že od samega začetka. Glede na to, da so spremembe na finančnih trgih vse številčnejše in vse hitrejša, je še kako pomembno, da jih poskušamo razumeti. V zadnjih dveh desetletjih 20. stoletja so se zgodile številne finančne krize, v 80-ih dolžniška kriza, v 90-ih pa različne valutne krize – na primer valutna kriza Evropskega monetarnega sistema, mehiška kriza in seveda tudi azijska kriza. Nerealno bi bilo pričakovati, da jih bo v prihodnosti manj. Skrb zbujajoča značilnost zadnjih kriz je ta, da so postale vse močnejše, hkrati pa imajo globalne razsežnosti. Kriza, ki je ustavila 'čudežne' azijske ekonomije in povzročila ogromno gospodarsko škodo, je povsem spremenila pogled na stabilnost globalnega finančnega sistema.

V pričujoči diplomski sem se osredotočila le na dve v azijski krizi prizadeti državi - to sta Malezija in Tajsko. Sosedni na malezijskem polotoku namreč predstavljata dva povsem različna načina reševanja finančne krize. Tajsko je bila ena izmed prvih držav (sledili sta ji Indonezija in Koreja), ki je zaprosila za pomoč Mednarodnega denarnega sklada (MDS) in Malezija, ki se je kot edina država v regiji odločila za uvedbo nadzora kapitala. Zaradi velike vpletenosti mednarodnih finančnih institucij v finančne krize in vedno večjih kritik, da so prej same potrebne pomoči, me je predvsem zanimalo, zakaj je bilo posredovanje MDS-a v začetku krize neučinkovito. Iz tega tudi izhaja moja hipoteza; **Finančni paketi MDS-a so bili v primeru Tajske neuspešni in so situacijo v prvem letu le še poslabšali.** Za primerjalno analizo sem preučila ukrep Malezije, kot alternativno rešitev nasproti finančnim paketom

MDS-a. Kot bo razvidno v nalogi, je Tajsko na določenih področjih predstavljena natančneje. Razlogov za to je več, predvsem pa je potrebno omeniti, da je mnogo več literature, ki finančno krizo na Tajskem obravnava kronološko in zelo podrobno, medtem ko je Malezija večinoma analizirana na posameznih specifičnih področjih, ki so bila za nalogo nepomembna. Ne gre pa se izogniti dejstvu, da se je kriza na Tajskem začela in se tudi tam najprej začela reševati, zato je opis krize na Tajskem temu primerno podrobnejši.

Naloga zajema tudi politične dogodke v tem času, saj trdim, da imajo politični dogodki pomemben vpliv v državi na razvoj in/ali izbruh krize. Percepcija politične nestabilnosti lahko zelo hitro zamaje ali popolnoma prekine zaupanje v državo, kar pa ima velik vpliv na tokove kapitala in s tem povzroči motnje v finančnem sistemu.

Pri raziskovanju sem uporabila metode analize in interpretacije primarnih virov, predvsem pa metode analize in interpretacije sekundarnih virov, saj je bilo glede učinkovitosti in uspešnosti posredovanja MDS-a ogromno razprav o vzrokih krize ter reševanju nastale situacije. Pogosto zastavljeno vprašanje se je nanašalo tudi na agencije za ocenjevanje bonitete, ki so še v začetku leta 1997 označile azijske ekonomije kot investicijsko zelo varne države. Uporabila sem tudi primerjalno metodo, tako za iskanje skupnih značilnosti gospodarstev Malezije in Tajske kot tudi za kvalitativno raziskovanje, ki je služilo za analizo in interpretacijo različnih argumentov. Pri obravnavi krize in opisu dogodkov v Maleziji in na Tajskem je bila najpogosteje uporabljena deskriptivna metoda.

Vsebina diplome je razdeljena na štiri poglavja. V prvem sklopu sem analizirala vzroke, ki so privedli do izbruha krize, saj menim, da so pomembni za celotno razumevanje situacije. Izpostavitvi glavnih slabosti finančnih sistemov in spremljajočih dejavnikov sledi v naslednjem poglavju opis krize na Tajskem in njena širitev v Malezijo, t.i. 'spill-over' učinek. V tretjem sklopu sem prikazala dva različna načina reševanja krize, ki zastavljata nova vprašanja za reševanje bodočih kriz. Temu sledi analiza (ne)uspešnosti programov MDS-a in analiza uvedbe nadzora kapitala, kjer bo mogoče zaznati razliko v pristopu obravnavanja obeh ukrepov, saj so programi MDS-a analizirani preko treh različnih politik, medtem ko je nadzor kapitala ocenjen iz štirih različnih perspektiv. Razlog za to je predvsem v tem, da se pristopa toliko razlikujeta, da ju ni mogoče oceniti na enak način.

## 2 VZROKI ZA KRIZO

Kljub temu, da se diploma osredotoča samo na Malezijo in Tajsko, se mi zdi pomembno pred obravnavanjem poteka dogodkov predstaviti osnovne vzroke za nastanek globalne finančne krize, ki je pripeljala do spoznanja, da je nujno potrebno preoblikovanje globalnega finančnega sistema in pripeljala do številnih političnih in socialnih sprememb v prizadetih državah, delno pa tudi vplivala na preostali svet. Razumevanje situacije pred krizo bo tako omogočilo lažjo analizo dogodkov v nadaljevanju.

Dejavniki, ki so pripeljali do krize, so obstajali tako znotraj vzhodnoazijskih gospodarstev kot tudi drugod po svetu. Vendar so bile te države pred krizo zgodbe uspeha gospodarskega razvoja. Kje se je torej zalomilo?

V letih 1965-90 je bila jugo-vzhodna Azija najhitreje gospodarsko rastoča regija. Gonilno silo je predstavljalo osem najbolj uspešnih vzhodnoazijskih držav: Japonska, Hongkong, Indonezija, Malezija, Južna Koreja, Singapur in Tajsko. Vse te države so v teh 25-ih letih dosegale izjemno gospodarsko rast, medtem ko je porazdelitev dohodka ostala relativno enakomerna (Pempel 1999: 5). Vodilna država uspeha je bila Japonska, potrebno pa je omeniti tudi hitrejši razvoj Kitajske in Filipinov v drugi polovici 80-ih.<sup>1</sup> Zaradi izjemnega razvoja so te države postale model uspešnega gospodarskega razvoja manj razvitih držav in bile pogosto dane za vzgled drugim državam iz te skupine. Visoka gospodarska rast je posledično omogočala izredno visoke stopnje varčevanja in investiranja, mnogokrat več kot 40 % BDP (Mrak 2002: 614).

Za te izjemne dosežke so bili zaslužni specifični pogoji, ki so omogočali takšen razvoj. Govorimo o dejavnikih gospodarskega uspeha, med katerimi je Svetovna banka izpostavila šest najpomembnejših, ki so ugodno vplivali drug na drugega in so bili za razvoj odločilni. In sicer (1993: 84, Ule 1999: 13):

- makroekonomska stabilnost
- visoki prihranki in investicije; nizka stopnja odlivov kapitala; akumulacija fizičnega kapitala

---

<sup>1</sup> Gospodarske rasti države seveda niso dosegale istočasno. Japonska je že v 60-ih letih dosegla vodilne svetovne ekonomije, t.i. 'azijski tigri' so izjemno gospodarsko rast začeli beležiti v 70-ih letih in novo industrializirane države pa v začetku 80-ih. BDP se je v vseh osmih gospodarstvih v omenjenem obdobju vsaj potrojil, na Japonskem se je povečal celo za petkrat (Pempel 1999).

- investicije v izobraževanje, akumulacija človeškega kapitala
- odprtost, visoka stopnja rasti izvoza
- relativno enakomerna dohodkovna porazdelitev
- nizki davki

Iz tega je razvidno, da je šlo za navzven usmerjeno razvojno strategijo, ki je bila gonilna sila razvoja. Pomembno vlogo je igral tudi ugoden menjalni tečaj. Razvijajoči in makroekonomsko stabilni trgi so tako pritegnili tuji kapital, ki je bil v večini primerov induciran v obliki tujih neposrednih investicij. Zaradi visoke stopnje gospodarske rasti in nizke inflacije (le ta je bila pod 10 %) je bila stopnja varčevanja visoka. (Pempel 1999:5-7). Kot bo kasneje prikazano na primeru, je zanka nastala prav pri prilivu tujega kapitala in zaradi izvozno usmerjene strategije predvsem na ameriški trg, in s tem posledične vezave na US\$. Kapital je prihajal predvsem v banke in druge finančne institucije v obliki kratkoročnih vlaganj. Velik del kratkoročnih vlaganj so pomenila mednarodna bančna posojila, predvsem iz Evrope in Japonske. Kratkoročni prilivi tujega kapitala so bili najizrazitejši na Tajskem, v Indoneziji, Južni Koreji in Maleziji (Ule 1999: 12-13).

Doner in Ramsay (1999: 175) izpostavljata kot pomemben razlog izjemne gospodarske rasti 'presežno proizvodnjo'. Zaradi pridobitve tujega *know-how-a* so neprestanoma izboljševali produktivnost in s tem dosegali presežek proizvodnje. Le tega pa so lahko prodali le v tujini. Dober primer presežne proizvodnje je bila tekstilna industrija in tehnološko orientirana proizvodnja. Tehnološki transfer v obliki licenc, uvoza kapitalsko intenzivnih dobrin, imigracije visoko kvalificirane delovne sile in istočasno izobraževanje lastne delovne sile v tujini je vsekakor pospešil tehnološko razvitost vzhodnoazijske regije.

Za uspešnost teh gospodarstev je težko najti skupni imenovalec. Za Malezijo je mogoče reči, da je v ozadju vsekakor obstajal močan nacionalizem, zraven že omenjenih dejavnikov, ki je motiviral gospodarsko rast kar bo podrobneje predstavljeno v nadaljevanju. Pri Tajski ni mogoče zaznati jasnega dejavnika. V vseh primerih pa so vlade izvajale takšno politiko, ki je podpirala podjetja in rast (Abbott, 2003: 38), kar je seveda vključevalo korupcijo, nepotizem

in kronizem<sup>2</sup>. Zaradi gospodarskega uspeha so vlade ostajale na oblasti, saj so imele za sabo zadovoljna podjetja, prebivalstvo pa je imelo stalno in varno zaposlitev. K vsemu skupaj je potrebno dodati, da je svoj delež k uspehu prispevala tudi splošna uspešnost regije.

## 2.1 SLABOSTI MAKROEKONOMSKE POLITIKE

Kriza je med drugim izpostavila marsikatera pomembna vprašanja s področja makroekonomske politike in makroekonomskih faktorjev, ki so bili med povzročitelji krize. Glavni dejavnik, ki naj bi bil vzrok za krizo, pa je primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance. Azijska razvojna banka (1997: 113) pa je zagovarjala, da so vzhodnoazijske države tudi v 'težkih časih' obdržale stabilno monetarno in fiskalno politiko. Primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance je bil po njihovem mnenju v realnih okvirjih, stopnja inflacije je ostala relativno nizka in menjalni tečajji so bili nadzorovani iz strani vlad in centralnih bank. Povečanje plačilnobilančnega primanjkljaja je bil rezultat slabih izvoznih rezultatov v razmerah režimov fiksne devizne tečaja. Te primanjkljaje pa so države uspešno financirale s tujimi prilivi kapitala celo do te mere, da so si ustvarjale devizne rezerve.

Slabo delovanje finančnega sistema, ki je pripeljal azijske države v težave, je izpostavil tudi Goldstein, dolgoletni sodelavec MDS-a. V devetdesetih letih so Tajsko, Malezija, Indonezija in Filipini doživeli kreditni razcvet – rast bančnih in nebančnih kreditov je presegla rast realnega gospodarstva. Krediti so prihajali predvsem v obliki privatnih prilivov kapitala, in sicer pretežno za investicije v nepremičnine in trge kapitala (Goldstein 1998: 18).

Državni računi so bili torej financirani na različne načine. Delno preko ekspanzivne monetarne politike in delno preko zadolževanja doma in v tujini. Financiranje primanjkljaja izključno z ekspanzivno monetarno politiko je imelo za posledico inflacijske tendence. Veliko povpraševanje po kreditih pa je na drugi strani vodilo do t.i. *crowding out* učinka. Do *crowding out* učinka pride, ko je povpraševanje po kreditih večje kot domača ponudba in tako povzroči višje obresti na kredite. Naslednji problem, ki je sledil iz prevelikega povpraševanja po kreditih, predvsem za financiranje naložb v nepremičnine privatnega sektorja je, da so se

---

<sup>2</sup> Za neformalno prepletanje politike in gospodarstva v slovenščini ne premoremo dobrega izraza, v angleščini pa se zata pojav uporablja beseda *cronyism*. Slovar tednika The Economist kronizem opiše kot delovanje v lastno korist, ki temelji na iskanju političnih in drugih neformalnih zvez, kar se pogosto pretvori v korupcijo – ta pa vodi v ekonomsko neučinkovitost. Zaradi korupcije naj bi prihajalo do neoptimalne alokacije kapitala. Alokacija kapitala pa naj zaradi korupcije ne bi bila samo napačna, temveč naj bi se znižal tudi celoten obseg investiranja, zato je gospodarska rast nižja, kot bi bila v manj koruptivnih razmerah (Delo – Sobotna priloga, 21.2. 2004: 10).



banke začele zadolževati v tujini. Devalvacija deviznih tečajev je v času krize te dolgove naredila izjemno dražje kot so bili v osnovi. Na drugi strani pa tudi vlagatelji niso mogli odplačevati posojil azijskim poslovnim bankam, napihnjene cene nepremičnin so izgubile svojo vrednost zaradi manjšega povpraševanja in tako so banke ostale brez sredstev, kar je vodilo v številne bankrote. Navidezno stabilnost vezave na dolar so vzeli kot dejstvo in morebitne devalvacije tako sploh niso upoštevali (The Economist, 15. 11. 1997: 20). Prav tako so režimi vezanih domačih valut na dolar obstajali predolgo, kar je vodilo v povečano zunanje zadolževanje in pretirano tveganje kar je zagotovo prispevalo k resnosti krize (Soros 2000: 138).

## 2.2 SLABOSTI FINANČNEGA SEKTORJA IN VPLIV DOMAČIH POLITIK

Razprave, ki potekajo od začetka krize naprej, se osredotočajo na potrebo po izboljšanju bančnega nadzora in po zagotavljanju natančnih podatkov o vsaki državi. Ključni besedi sta transparentnost<sup>3</sup> in informacija, kar naj bi pripeljalo do 'good governance',<sup>4</sup> dejavnik ki ga izpostavljata Svetovna banka in MDS kot nujno potrebnega za uspešno sodelovanje med vlado in gospodarstvom, saj bi se s transparentnostjo in preglednimi podatki preprečila korupcija, hkrati pa se predpostavlja, da bi lahko trgi ob popolnih informacijah poskrbeli sami zase. Problem pomanjkanja informacij, ki bi tujim investitorjem ali kreditorjem omogočale pregled ekonomsko-finančnega stanja, pa je med drugim povzročil čredno obnašanje investitorjev. T.i. *čredno obnašanje* pomeni, da slabše informirani investitorji preprosto sledijo tistim, ki naj bi bili bolje informirani. To je vsekakor še prispevalo k poglobljanju krize (Mrak 2002: 635).

K poglobljanju krize pa je pripomogla tudi prehitra finančna liberalizacija, ki naj bi bila zadnji in ne prvi korak, ko gre za realno ekonomijo. Večina držav v regiji pa je ubrala obratno pot in so svoje trge liberalizirali že v 70-ih letih, Tajska sicer šele v začetku 90-ih. Ta strategija je sledila teoriji prostega trga in globalizaciji ter s tem izpostavila slabosti v financiranju finančnih sistemov, med katerimi so bile izrazite naslednje (Mrak 2002: 615):

- vmešavanje politike pri sprejemanju poslovnih odločitev v finančnih institucijah
- slabi nadzor države nad delovanjem bančnega sektorja

---

<sup>3</sup> Transparentnost pomeni dostop do relevantnih informacij kot npr. stalno poročanje o stanju zunanjega dolga in deviznih rezerv.

<sup>4</sup> Izboljšanje preglednosti poslovanja in vladanja podjetij, kar dolgoročno vodi v gospodarsko rast.

- napačne ter pomanjkljive ocene kreditnih tveganj

Posebej presenetljivo je bilo dejstvo, da mednarodne agencije za ugotavljanje kreditne sposobnosti niso uvidele naraščajočega tveganja. Ocene (ratingi) teh držav se niso znižale kljub dosegljivosti informacij, ki so očitno kazale na večanje deficita tekočega računa plačilne bilance in povečevanja kratkoročnih zunanjih dolgov. Standard & Poor je leta 1996 še celo povečal kreditne ratinge novo industrializiranih držav (Tajska, Malezija, Singapur), po izbruhu krize pa jih je drastično znižal, kar je imelo velike ekonomske posledice (Gavin in Haegeli 1999: 31).

Pomanjkljivost zdajšnje 'arhitekture' je med drugim bila tudi odsotnost ustreznega mednarodnega nadzornega in regulativnega telesa. Banka za mednarodne poravnave (BIS) je mednarodnim poslovnim bankam predpisala razmerja, vendar je bil nadzor prepuščen centralnim bankam posameznih držav (Jomo 2001: 268).

MDS nima veliko besede v notranjih zadevah svojih držav članic, razen v časih krize, ko se država članica nanj obrne po pomoč. Lahko si sicer ogleda stanje in svetuje, vendar pa nima pooblastil niti instrumentov, da bi se vmešaval v normalnih razmerah, saj bi šlo za kršitev notranje suverenosti držav (Soros 1999: 75). Lahko bi rekli, da je njegova naloga obvladovanje kriz in ne preprečevanje, in kot bom poskušala prikazati v nadaljevanju, se MDS v tem ni preveč izkazal. Širjenje mednarodnih posojil je namreč pripeljalo do tako imenovanega argumenta *moralnega tveganja*. Gre za pojav, kjer kreditorejmalci ne preučijo vseh pogojev in kreditorejmalčevih sposobnosti, saj v ozadju stoji država s finančnim zagotovilom in za njo 'lender of last resort' (Goldstein 1998: 52). Programi MDS-a so bili namenjeni reševanju posojilodajalcev iz težav, saj je posojilorejmalcem vsilil določene pogoje, posojilodajalcem pa ne, in jih s tem spodbujal k neodgovornim dejanjem, kar je posledično vneslo nestabilnost v mednarodni finančni sistem.

Ker se naloga osredotoča tudi na vlogo politik pri vzrokih za krizo je prav, da pogledamo tudi politična sistema Tajске in Malezije, ostali sistemi za kasnejšo razpravo niso potrebni. Če pogledamo Tajsko, je vlada precej pripomogla h gospodarski škodi in sicer predvsem s svojo politično strukturo. Tajska je imela parlamentarni večstrankarski sistem s stalnimi šibkimi koalicijami, kar je posledično vodilo do pomanjkanja politične odločnosti. Tako za Tajsko in Malezijo kot tudi za celotno regijo je bila značilna korupcija, ki je imela precejšnjo vlogo pri

ohranjanju krizne situacije. Za tajski politični sistem je bilo značilno, da je bilo zaradi nenehnih nasprotovanj med strankami in celo znotraj samih strank zelo težko sprejeti resne odločitve. Osnova institucionalnih problemov v državi je bila kombinacija parlamentarne strukture (kjer je vlada temeljila na koheziji med strankami) in veččlanskega volilnega sistema (ki je spodkopaval kohezijo med strankami). Tako so se gospodarski problemi samo še povečevali. Ni bilo konkretnih ukrepov, med drugim tudi zaradi značilnega nepotizma, ki bi zaustavili odliv kapitala in vodili k reševanju problema (Pasuk in Baker 2000).

Na drugi strani pa je imela Malezija čisto drugačen sistem, vendar so bili rezultati podobni kot na Tajskem; zaostrovanje krize in gospodarski zaton. Oblast je bila v Maleziji izjemno centralizirana, ni bilo demokracije, šlo je za politično rivalstvo med Mahathirjem in Anwarjem. Oblast in vse s tem povezane odločitve so bile v rokah Mahathirja. Takšen sistem pa je takoj postavil kredibilne odločitve pod vprašaj. Kljub začetnemu stanju pred krizo, ko se je zdelo, da je Malezija najbolj stabilna in gospodarsko tudi najbolj zdrava, je na koncu doživela enega izmed največjih gospodarskih zatonov v regiji, skupaj s Tajsko, Indonezijo in Korejo (Jomo 2001).

### **2.3 VPLIVI ZUNANJEGA OKOLJA**

K domačim vzrokom je potrebno dodati tudi pomembne zunanje dejavnike. Med bistvenimi vplivi zunanjega okolja je vsekakor potrebno izpostaviti priliv tujega kapitala, ki je prihajal predvsem v obliki TNI. Večji priliv TNI je bil posledica padca dohodkov od premoženja v industrijskih državah in tako so postali novi trgi v Aziji zelo zanimivi za investicije (IMF 1997: 94).

Azijska finančna kriza je torej izbruhnila, ko so ogromne količine prilivov kapitala zamenjali odlivi v drugi polovici leta 1997. Šlo je predvsem za odlive s strani portfeljskih investorjev in bank. Nenadni odliv kapitala je krizno situacijo v teh državah seveda izrazilo poslabšal. Privatni sektor je z velikimi količinami kapitala sicer financiral veliko naložb v države v razvoju, vendar je v kriznem obdobju deloval kot dejavnik, ki je situacijo še poslabšal, saj se je denar vračal v center (Akyüz: 2000a).

Prav tako je potrebno omeniti spremembo deviznih tečajev. Vzhodnoazijske države so po neformalnem dogovoru vezale svoje valute na ameriški dolar kar je bila predvsem posledica dejstva, da so ZDA za azijsko regijo predstavljale največji izvozni trg. Ta navidezna stabilnost vezave na dolar je tamkajšnje banke in podjetja spodbujala, da so si sposojali v dolarjih, dolarje pa brez zaščite pred tečajnimi tveganji pretapljali v domače valute in jih investirali naprej v domače projekte. Takšna ureditev se je v letih 1994-95 obrestovala, saj je dolar takrat dosegel svojo najnižjo vrednost glede na japonski jen in tako so te države zaradi deprecijacije valut pridobile na konkurenčnosti. V drugi polovici 90-ih pa je vzpenjanje vrednosti dolarja v razmerju z jenom bil eden izmed povzročiteljev finančne krize (Soros 1999: 137). Posledično je sledil padec konkurenčnosti in zato so te države beležile tudi manjšo stopnjo rasti izvoza. Vzrok je bil vsesplošen padec uvoza s strani industrijsko razvitih držav in prenasičenost svetovnega trga elektronskih izdelkov, kar je še posebej prizadelo Malezijo in Singapur. Deflacijske grožnje, ki so se pojavile v tistem obdobju, bi lahko vzeli kot enega izmed pomembnih pokazateljev krize, česar pa agencije za ugotavljanje kreditne sposobnosti npr. niso uvidele. Prej je mogoče trditi, da so težave začeli slutiti domači špekulanti (Friedman 2002).

## **2.4 FINANČNA LIBERALIZACIJA**

V devetdesetih letih so MDS in Svetovna banka kakor tudi mednarodne poslovne elite svetovale oziroma spodbujale azijske vlade, da naj liberalizirajo finančne sisteme in tako pospešijo dotok kapitala. Finančna liberalizacija je prav tako predvidevala odstranitev nekaterih varnostnih mehanizmov predvidenih za razvojno obdobje z argumentom, da ne ustrezajo tržni disciplini. Obrestne mere so se zvišale, banke so dvignile merila kapitalske ustreznosti in vlade so opustile koordinacijo tujih posojil. Vse to je bilo izvedeno preden so izoblikovali infrastrukturo bančne regulacije in nadzora in preden so pridobili dovolj izkušenj na področju delovanja mednarodnega finančnega trga. In tako je mogoče argumentirati, da je prehitra finančna liberalizacija bila vsekakor eden izmed glavnih razlogov za krizo (Haggard 2000: 32).

Tak program je seveda spodbujal kratkoročno tuje zadolževanje, saj je imel v primerjavi z dolgoročnimi domačimi krediti precej nižje transakcijske stroške. Prav tako je vlada tudi podjetjem dopuščala izposojanje v tujini na svoj račun brez centralne koordinacije. Ta

posojila so bila izven področja bančnih regulativ in nadzorov, vendar so določala sprejetje deviznih obveznosti centralni banki.

Na Tajskem se je radikalna finančna liberalizacija začela s Chartchai vlado leta 1988 in se je še okrepila z novo t.i. demokratično vlado leta 1993. Slednja je dopuščala tuje kreditiranje in ustanovitev številnih novih finančnih podjetij, ki so tekmovala s komercialnimi bankami. S tem so si politiki pridobili številne možnosti za financiranje svojih političnih kampanj, to pa je spodkopavalo neodvisen in samostojen nadzor ter regulacijo centralne banke. Med drugim je nova vlada v liberalizaciji finančnih trgov videla možnost, da pridobi kapital za domače gospodarstvo in s tem omogoči obnovo in modernizacijo gospodarstva (izboljšanje kvalitete tajskih proizvodov), izboljšanje infrastrukture ter uvoz *know-how-a* (Donner in Ramsay 1999: 182). Omeniti pa je potrebno tudi načrt nove vlade, da bi Bangkok postal novi finančni center. Zaradi bližajoče predaje Hongkonga Kitajski, je Tajska predvidevala, da se bo ekonomska situacija v Hongkongu poslabšala in je tako želela izkoristiti priložnost ter prenesti finančni center v Bangkok. S tem namenom je bila leta 1993 tudi ustanovljena nova finančna institucija *Bangkok International Banking Facilities* (BIBF) (Doner in Ramsay 1999: 183).

Liberalizacija finančnega sektorja in odprtje kapitalskega računa je zmeraj nevaren poseg, če so banke na eni strani neizkušene in slabo regulirane, na drugi strani pa se vseeno potegujejo za stranke in zadolžujejo v tujini. Poseg je še toliko bolj nevaren, če se v tujini zadolžujejo tudi podjetja. V Aziji je finančna liberalizacija podcenila prejšnji sistem sodelovanja med industrijo in bankami in tako izpostavila nov odprt sistem zunanjim šokom.

V liberalizaciji finančnih trgov je po mnenju številnih analistov mogoče iskati osnovne vzroke za krizo (Lim 1999: 431). Velik obseg prilivov kapitala v azijsko regijo je naredil domača gospodarstva ranljiva, saj je liberalizacija omogočala velik pritek kapitala in istočasno omogočala tudi velik odliv kapitala. Abubakar in Ariff (1999: 417) izpostavljata, da je pri omejitvah bistveno, da države z vzpostavljenimi omejitvami ne ovirajo, ampak spodbujajo trgovino in kreditiranje ter tuje prilive, ko gre za realno ekonomijo. Zato opozarjata na prehitro finančno liberalizacijo, ki naj bi bil zadnji in ne prvi korak, ko gre za liberalizacijo gospodarstev. Najprej je potrebno ustanoviti vse potrebne institucije in okolje za tržno gospodarstvo, kar vključuje tako proizvajalce, potrošnike, kupce in prodajalce. Zahod je na tej 'kulturi' gradil več kot sto let in težko je pričakovati, da bi jo Azijske ekonomije lahko vzpostavile v pičlih 10 letih.

Rada bi posebej opozorila na dejstvo, da se finančna liberalizacija uporablja v državah v razvoju kot instrument za gospodarsko rast. Če se osredotočimo na odnos med gospodarsko rastjo in finančnim razvojem v državah v razvoju lahko vidimo, da sta potekala skoraj vzporedno. Hiter gospodarski razvoj, kot je primer Malezije in Tajske, pa lahko pomeni tudi potencialno hiter finančni propad, kar še posebej velja v današnjem liberaliziranem in globaliziranem gospodarstvu. Propadu sledi zmanjšanje blaginje, brezposelnost, zmanjšanje proizvodnje in s tem realnih dohodkov (Ule 1999).

Naj povzamem besede Sorosa (2000: 196), ki pravi, da celih in vseobsegajočih rešitev ni; vselej moramo ostati budni in prežati na nadaljnje probleme. Eno je gotovo: finančni trgi so inherentno nestabilni, zato potrebujejo nadzor in regulacijo. Izbrati je treba le, ali okrepimo mednarodne finančne organe, ali pa rešitve prepustimo posameznim državam. Slednja možnost seveda vključuje nadzor kapitala.

### 3 IZBRUH IN ŠIRITEV KRIZE

Azijska gospodarstva so imela mnogo strukturnih slabosti. Večina podjetij je bila v družinski lasti in v skladu s 'konfucijansko' tradicijo so si družine želele nadzor ohraniti. Če so podjetja izdala javne delnice, pravic malih delničarjev ponavadi niso upoštevala. Kadar svoje rasti niso bila sposobna pokrivati z dobičkom, so se raje oprla na kredite, kot pa da bi tvegala izgubo nadzora. Vladni uradniki pa so ob tem bančne kredite uporabljali kot orodje industrijske politike in hkrati za nagrajevanje sorodnikov in prijateljev. Nepotizem je bil tako zgolj eden od izrazov razmerja med podjetništvom in vlado. Rezultat kombinacije teh dejavnikov je bila zelo visoka stopnja zadolženosti ter niti transparenten niti zdrav finančni sektor. Glede na takšne osnove azijskih finančnih sistemov ni tako presenetljivo, da so pomanjkljivosti finančnih sistemov pripeljale do krize, ne glede na večletne gospodarske uspehe v tej regiji. Presenetljivo je mogoče le, da se je kriza začela prav na Tajskem, kljub temu, da je Koreja že več let beležila večje plačilno-bilančne težave.

#### 3.1 NASTANEK KRIZE NA TAJSKEM IN NJENA ŠIRITEV

Tajski finančni sektor se je začel širiti z začetkom finančne liberalizacije v 80-ih letih. Pomemben del tega procesa je bila ustanovitev *Bangkok International Banking Facility* (BIBF) v letu 1993. V praksi naj bi BIBF pospeševal dotok tujega kapitala s strani tujih posojilodajalcev tajskim finančnim institucijam. V letu 1996 je Tajska prihajala v obdobje zmerne rasti gospodarstva (t.i. buma), kar je bila predvsem posledica dotoka tujega kapitala, vendar je BDP kljub temu beležil upočasnjeno rast. Zmanjševanje rasti BDP pa je v ospredje postavilo dve pomembni dejstvi – in sicer večanje plačilno-bilančnega primanjkljaja (in sicer od že visokega 8,1 % BDP v letu 1995 do 8,4 % v letu 1996) ter slabo stanje nedavno liberaliziranega finančnega sektorja. Kljub temu, da je baht zdržal pritiske v času mehiške krize, so se pojavile špekulacije o nestabilnosti valute<sup>5</sup> v drugi polovici leta 1996. Tajska vlada ni uspela niti enega izmed teh problemov obravnavati kredibilno, temveč je še naprej zagovarjala strategijo deviznega tečaja in se je 2. julija 1997 po velikem špekulativnem napadu izpostavila kot žrtev.

---

<sup>5</sup> Trgovinska bilanca teh držav se je poslabšala, čeprav so trgovinske primanjkljaje sprva izravnavali precejšnji dotoki na kapitalske račune. Kasneje je postalo jasno, da je razhajanje med trgovinskimi in poslovnimi tokovi nevzdržno. Težave so nastajale tudi zaradi spremembe tečajne vrednosti USD in japonskega jena (Haggard 2000).

Konec meseca januarja in v začetku februarja 1997 so se špekulacije še povečale in baht je prišel pod pritisk. Problem je bila vezava na USD. USD je namreč pridobival na vrednosti zaradi ameriškega gospodarskega vzpona, baht pa je bil po mnenju mnogih precenjen. Večal se je primanjljaj tekočega dela plačilne bilance, šlo je za ogromne količine kratkoročnega tujega dolga, zaradi nerealnega napihovanja cen in sledečega manjšega povpraševanje po le teh, se je sistem cen premoženja podrl. Depreciacija je povzročila tudi padec zunanje konkurenčnosti, kar je bila delno tudi posledica padca japonskega jena glede na dolar.

Ko se je situacija na Tajskem še poslabšala, so se začele špekulacije o prenasičenosti investicij v nepremičninski sektor in o možnosti padca cen tudi na Malezijskem kapitalnem trgu, kar se je v veliki meri na Tajskem že dogajalo.

V začetku maja so se začeli ponovno pojavljati pritiski na tajsko valuto, kar je vplivalo na tajsko centralno banko, da je posredovala. 15. maja 1997 je tajska centralna banka uvedla omejitve kapitalskih tokov in dovolila dvig obrestnih mer. Vendar pa ti ukrepi niso povrnili zaupanja v baht, tako da so se pritiski nanj nadaljevali v drugi polovici maja in junija (Bullard 1998, 87).

Špekulacije in posledično vedno bolj nestabilen tečaj bahta ter s tem padec vrednosti je vodil do velikih zamenjav bahtov za dolarje, saj je bila vrednost dolarja na mednarodnem trgu stabilnejša in večina kratkoročnih tujih kreditov je bila v dolarjih. Bolj kot je zaupanje v baht padalo, več domačih in tujih podjetij in investitorjev se je valute želelo znebiti. Tajska centralna banka je upala, da bo devalvacija ustavila to masovno prodajo in povrnila zaupanje v baht. Devalvacija bi znižala cene tajskih produktov glede na dolar in le-ti bi postali bolj konkurenčni na tujih trgih, kar naj bi pritegnilo nove investitorje. Vendar se veliki odlivi kapitala niso ustavili in tako je Tajska 2. julija 1997 ukinila vezavo svoje valute na dolar in uvedla drseči devizni tečaj. Baht je takoj padel za 10 %, to se je v naslednjih tednih še stopnjevalo, saj so v ospredje prihajali problemi, ki so spodbujali negotovost: nestabilna politična situacija, zamudno sprejemanje ekonomske politike, ki bi podprla nov tečajni sistem in rešila težave v finančnem sektorju. Padec vrednosti bahta pa je takoj povečal dvome v trdnost in obstojnost deviznih tečajev sosednjih držav, med drugim seveda tudi v ringit (Pasuk 2000: 2-3, Ule 1999: 7-8).



Tajska vlada in tajska centralna banka sta se odločili, da bosta bančni sektor finančno podprli, vendar nista mogli pridobiti dovolj sredstev, da bi lahko svoje obljube oz. odločitve tudi izpolnili. K izgubi zaupanja v tajski bančni sektor je pripomogla tudi odločitev vlade, da takrat največjega finančnega podjetja, Finance One, ne bo več nadalje podpirala, čeprav je bilo pred tem veliko glasnih in javnih obljub. Istočasno je bilo objavljeno, da bodo tako domači kot tudi tuji investitorji utrpeli izgube. Sledilo je zaprtje še naslednjih 15 finančnih podjetij. Na podlagi verjetnih izgub za tuje investitorje se je odliv kapitala še povečal in je 2. julija 1997 pripeljal do ukinitve vezave bahta na dolar in do vpeljave drsečega deviznega tečaja. Neposredne posledice odliva kapitala in razvrednotenja bahta so bile za tajska podjetja in finančne institucije uničujoče. Odliv kapitala je vodil do težav z likvidnostjo, kar pa je rezultiralo v višjih obrestnih merah. Obresti so se zvišale tako na eni strani zaradi odliva kapitala in na drugi strani zaradi visoke obrestne politike tajske centralne banke. Višji menjalni tečaj bahta je še dodatno vodil do plačila večjih obresti predvsem za podjetja, ki so poslovala s tujimi valutami. Tuji posojilodajalci so se z bali za svoj kapital in zahtevali izplačilo svojih kreditov. Tajske banke so na podlagi bankrotiranih podjetij imele še več neizplačanih kreditov v svojih poslovnih knjigah, zaradi deprecijacije bahta so morale prevzeti izgube, zaradi majhne likvidnosti pa tudi niso mogle izdajati novih kreditov ali prevzemati kakršnihkoli dolgov (Pasuk in Baker: 2000).

Zaradi grožnje popolnega gospodarskega zloma je tajska vlada konec julija prosila za mednarodno pomoč, kratkoročni dolgovi so namreč že daleč presejali devizne rezerve in baht je do začetka avgusta izgubil že 18 % svoje vrednosti v primerjavi z dolarjem. Tako je avgusta 1997 MDS skupaj z nekaj azijskimi državami jamčil za posojilo v vrednosti 17,2 milijard USD z namenom pomagati tajskemu finančnemu sistemu. V zameno pa naj bi vlada izpolnila pogoje, določene za izboljšanje gospodarske situacije v državi (Ule, 1999).

Politika na Tajskem je uporabljala svoj močan vpliv in vplivala tako na potek krize kot tudi na njeno začetno upravljanje. Notranja koalicijska politika je na eni strani zadrževala ukrepe za proračun, politiki s posrednimi in neposrednimi interesi pa so v mnogih finančnih institucijah preprečili učinkovito resolucijo, ki bi rešila rastoče probleme. Ta politična neučinkovitost je samo še prispevala k nadaljevanju krize in s tem direktno prispevala k zmanjšanju zaupanja v Tajski finančni sektor. Kriza se je še povečala čim je prišlo do devalvacije bahta, saj je vlada še naprej zavlačevala prilagajanja in posploševala negotovost glede zmožnosti njenega delovanja.

### 3.2 ŠIRITEV KRIZE V MALEZIJO

Z razliko od Tajske, Indonezije in Koreje, je Malezija prišla v krizo z zelo nizkim zunanjim dolgom predvsem bančnega sektorja in s precej zdravim gospodarstvom. Za lažje razumevanje bom na kratko predstavila stanje gospodarstva pred krizo, saj je bil to le eden izmed razlogov, da Malezija ni potrebovala pomoči MDS-a.

Vse do začetka krize je bila Malezija imenovana kot ena izmed uspešnejših zgodb med novo industrializiranimi državami in državami v razvoju. Malezija je vse od osamosvojitve naprej beležila rast gospodarstva, ki je bila še posebej impresivna v drugi polovici 80-ih, po sprejetju izvozno usmerjene strategije. Uspeh gospodarstva je bil tudi posledica izjemne apreciacije ringita glede na USD, kar je bilo vezano na padec USD glede na japonski jen. Med leti 1987 – 1996 je gospodarstvo raslo povprečno po stopnji 8,8 %, BDP na prebivalca je zrasel iz 1,850 USD na 4,425 USD. Prav tako je bila stopnja nezaposlenosti v 90-ih izjemno nizka, približno 2,2 %, kar je bilo precej manj od držav EU, kjer so beležili 7,6 % stopnjo nezaposlenosti. Inflacija je bila na ravni 4,5 %. Z vsemi temi kazalci je bila »Vizija 2020«,<sup>6</sup> načrt Mahathirja, da Malezija do leta 2020 postane razvita država, precej realen (Abbott 2003: 89).

V preteklih petih letih pred začetkom krize je tečaj ringita nihal v majhnem razponu od 2,36 do 2,51 ringit/USD. Ko je v sredini maja prišlo do ponovnega napada bahta, je tudi ringit v tednih, ki so sledili, prišel pod pritisk špekulantov. Odziv malezijske centralne banke (Bank Negara Malaysia) je bil takojšni poseg na mednarodni denarni trg; kupila je ringite v vrednosti 1,5 milijarde USD in tako dvignila vrednost te valute. V naslednjem tednu so sledile številne intervencije, vendar je bila banka 14. julija 1997 prisiljena opustiti vezavo valute. Devalvacija ringita je izrazito zmanjšala vrednosti malezijskega premoženja, predvsem vrednost delnic. To je posledično sprožilo začaran krog - deflacija vrednosti premoženj je povzročila odliv tujega kot tudi domačega portfolio kapitala, kar pa je povzročilo, da so banke kot glavne posojilodajalke, najemale nove kredite za odplačevanje starih, dokler se cel

---

<sup>6</sup> 'Vizija 2020' je bila Mahathirjeva 25-letna strategija za industrijski razvoj Malezije, ki jo je predstavil na volitvah leta 1995. Malezija naj bi v teh letih postala visoko razvita industrijska država, predvsem na področju za vesolje, mikroelektroniko, avtomatizirano proizvodno tehnologijo, biotehnologijo in informacijsko tehnologijo. S tem bi naj spodbujali tehnološko usposobljeno delovno silo, predvsem na področju znanosti in informacijske tehnologije. 'Vizija 2020' predvsem izpostavlja izziv, da Malezija postane model za druge države v razvoju in vodilna ekonomija v regiji (Abbott 2003, 89).

finančni sistem ni zrušil. Prav tako so iz številnih razlogov naraščale obrestne mere, kar je povzročalo likvidnostne probleme finančnega sistema (Jomo 2001:27).

Od prvega tedna 1997 do 7. januarja 1998, ko je ringit dosegel najnižjo vrednost (4,88 ringit/USD), je ringit depreciral za približno polovico svoje vrednosti. Kljub kratkoročni stabilnosti v februarju in marcu, je tečaj še naprej drsel, dokler ga vlada v začetku septembra ni fiksirala na 3,80 ringit/ 1 USD. To je bilo v nasprotju z dogajanjem na Tajskem, kjer je baht od marca naprej kazal stabilnost na višji stopnji vrednosti v primerjavi z ringitom. Padec borznega trga je bil še bolj drastičen. Med julijem 1997 in januarjem 1998, je večina indeksov KLSE (Kuala Lumpur Stock Exchange) padla za več kot 65 % svoje vrednosti, kar je pomenilo 225 milijard USD izgube vrednosti delnic (Mahathir 2000). Med vsemi petimi najbolj prizadetimi državami, je Malezija beležila največje izgube na borznem trgu. Stanje se ni izboljšalo vse do vpeljave nadzora kapitala, kar je v začetku oktobra 1998 posledično pripeljalo do okrevanja. K slabšanju situacije so seveda pripomogli tako domači kot tuji špekulanti, ki so pripomogli k hitrejšim dogajanjem na trgih in s tem krizo še zaostri. Vsekakor pa je v nasprotju z Mahathirjem mogoče trditi, da niso bili glavni in še zdaleč ne edini vzrok za dogodke. K slabšanju situacije je seveda pripomogla tudi regijska okužba (spill over effect), kakor tudi politična retorika Mahathirja ter ukrepi vlade.

Vsi ti razlogi so pripeljali do masovnega odliva kapitala, kar je imelo posledice najprej v bančnem sektorju. Bančni sektor se je začel soočati z vedno večjo količino slabih posojil, ki so po podatkih malezijske centralne banke zrasli iz 2,18 % v juniju 1997 na 4,08 % v decembru 1997 in potem do visokih 11,45% v juliju 1998. Slabih posojil privatnega sektorja je bilo mnogo več kot kažejo uradni podatki, saj je veliko število podjetij, kot del strategije preživetja, najemalo nove kredite za plačevanje starih. Slaba posojila so se večala tudi v bančnem in finančnem sektorju, kar pa je rezultiralo v izrazito nižji sposobnosti sposojanja in financiranja ter posledično pripeljalo do nizke likvidnostne sposobnosti finančnega sistema (Akyüz 2000b).

V kratkem času po začetku krize je tudi realni sektor gospodarstva začel čutiti negativne učinke »okužbe«. Nizke cene delnic, propad borznega trga in pa deprecijacija ringita so pripeljali do negativnega učinka na blagostanje, kar pa je vplivalo na padec domačega povpraševanja. To je prizadelo domače usmerjene industrije, kot npr. gradbeni in storitveni sektor. Negativni trend je sledil tudi v pritoku tujih neposrednih investicij (TNI) v času od

januarja do decembra 1998, ki so predstavljale večinski delež priliva tujega kapitala do leta 1996. To je ena izmed razlik v primerjavi s Tajsko in Indonezijo, kjer je priliv tujega kapitala v večini pomenil kratkoročno kreditiranje privatnega sektorja in portfolijo investicije. Kakorkoli, Malezija je po letu 1996 prav tako beležila višjo stopnjo priliva privatnega kratkoročnega kapitala, vendar še vedno v manjši meri kot Tajska ali Indonezija, in sicer iz ravni 13,2 % na raven 43,3 % skupnih prilivov tujega kapitala. Večje zanašanje na pritek kratkoročnega kapitala pa je posledično zvišalo tudi ranljivost ringita za špekulativne napade, saj se lahko takšne investicije zelo hitro obrnejo in povzročijo velik odliv kapitala ter s tem povzročijo pritiske na devalvacijo valute.

Vsi ti dogodki so pripeljali do nizke gospodarske rasti v letu 1998 in 1999. V oktobru 1997 je vlada še predvidevala stopnjo rasti v višini 7 % za leto 1998, vendar jo je do konca leta 1997 prilagodila na pričakovano stopnjo 4–5 % in par mesecev kasneje na samo še 2-3 %. Realno je BDP dosegel negativno stopnjo rasti v višini -2,6 % v prvi četrtini leta 1998 in -6,8 % v drugi četrtini. Tako je postalo jasno, da bo gospodarstvo v letu 1998 beležilo velike izgube.

Upočasnjena in kasneje negativna rast gospodarstva je imela tudi neizogibne socialne posledice. Do začetka krize je Malezija beležila skoraj polno zaposlenost in nizko inflacijo, kar se je z začetkom krize in kasnejšim zaostrovanjem temeljito spremenilo. Večanje nezaposlenosti in visoka inflacija sta dva faktorja preko katerih se kriza gospodarstva prenese na prebivalstvo. Nezaposlenost je tako narasla na 3,9 %, stopnja inflacije pa na stopnjo 5,3 % v letu 1998. Kot je razvidno je Malezija še zmeraj beležila nizko nezaposlenost v primerjavi s Tajsko. Delni razlog je mogoče iskati v emigrantski delovni sili. Tako Tajska kot Malezija sta izgnali veliko število emigrantske delovne sile, od katerih jih je večina delala ilegalno. V Maleziji je ta delovna sila predstavljala četrtno celotne delovne sile, predvsem najnižje vrednotena dela (The Economist, 25.4.98: 87). Malezija je prešla iz izjemne gospodarske rasti v recesijo.

## **4 UKREPI IN POTEK REŠEVANJA KRIZE**

V tem poglavju bom obravnavala sam potek reševanja krize. Osnovni namen naloge je primerjati dva različna modela reševanja azijske krize in tako bo Tajska predstavljena kot model reševanja krize s pomočjo MDS-a in Malezija kot primer brez MDS-a oziroma kot model vpeljave nadzora kapitala. Ukrepi, ki so bili sprejeti za reševanje situacije se zelo razlikujejo in tako zastavljajo nova vprašanja pri reševanju bodočih kriz, prav tako pa izpostavljajo nujnost rekonstrukcije sedanjega finančnega sistema. Pri zapletu s sprejemanjem odločitev je postalo jasno, da je kriza resnično globalna.

Zamenjava političnih režimov v nekaterih državah je odprla pot učinkovitejšim vladnim odločitvam, vendar ne pred začetkom gospodarske recesije in preden je večina finančnih institucij postala nesolventna. Boj za stabilnost je bil v vsaki državi drugačen, kljub temu, da so se Tajska, Indonezija in Koreja odločile za finančno pomoč MDS-a, na drugi strani pa t.i. samoreševanje Malezije, vendar so imele vse isti cilj: preprečiti nadaljnji gospodarski zaton in doseči stabilnost kot predpogoj za dolgoročno izboljšanje stanja.

Vprašanje rešitve azijske finančne krize je postalo predmet zanimivih debat. Od vseh mednarodnih organizacij je imel samo MDS konkreten program reševanja kriz, zato so bile druge mednarodne organizacije izključene, dokler se kriza ni poglobila. Takojšnji odgovor na krizo so predstavljali klasični modeli, ki so predvidevali rešitev krize z uvedbo restriktivne monetarne in fiskalne politike, s čimer naj bi preprečili plačilno-bilančne težave in bankrote bank (Haggard 2000: 7). Kot se je izkazalo, so bila ta merila neprimerna za situacijo v Aziji, o čemer bo govora v nadaljevanju.

### **4.1 TAJSKA KOT PRIMER REŠEVANJA KRIZE S POMOČJO MDS-a**

Ta del poglavja obravnava odzive Tajske na krizo in potek krize predvsem iz ekonomskega pogleda. Razdeljen je na tri pomembna in med seboj različna obdobja v času krize; julij – avgust 1997, maj-junij 1998 in marec – april 1999. Gre za t. i. prelomno točko. Poudarek bo na domačem kontekstu, mednarodni kontekst bo skiciran samo tam, kjer bo to potrebno za razumevanje situacije.

V prvi fazi krize je Tajska pripravljena za predajo suverenosti glede ekonomske politike omogočila MDS-u, da je apliciral zelo neprimerno makroekonomsko politiko in predvidel ambiciozni plan za popolno odprtje tajskega trga. Posledična drastična 'okužba' ekonomije, je povzročila socialne težave in politični nered in tako omogočila lokalnim politikom ponovne zahteve po večji kontroli in pridobitvi politične moči. V drugi fazi, so spremenili makro politiko MDS-a, vendar nadaljevali s programom finančne rekonstrukcije, ki je sovpadala s prepričanji tajskih politikov po nujnosti takšnih reform. Ta prepričanja po reformah pa so potekala istočasno s tekmovanjem političnih strank, da bi krivdo prenesle z ene na drugo. Sledil je popolni zlom kreditnega sistema, ki je zaustavil okrevanje in ponovno pripeljal do političnih napetosti. V tretji fazi je kritika politike MDS-a omogočila Japonski prevzem iniciative v regiji.

#### **4.1.1 Prvo obdobje: MDS priskoči na pomoč**

MDS je v času od julija do avgusta 1997 priskrbel finančni paket v vrednosti 17,2 milijarde USD (kar je predstavljalo približno 12 % tajskega BDP). V tem obdobju se je tajska vlada zaradi pasivne vloge reševanja krizne situacije med drugim soočala z velikimi protesti v mestih. Centralna banka je bila popolnoma nemočna. Kabinet se je skliceval na neizkušenost pri reševanju kriznih situacij in je za pogajanja z MDS-om izbral bivšega finančnega ministra, Virabhongse Ramangkura. Zaradi popolnega nereda v državi, je bil MDS na Tajskem sprejet z odprtimi rokami, saj je bila vsakršna rešitev in predlog MDS-a boljši kot trenutna politična ter gospodarska situacija na Tajskem. Eden izmed Tajskih ekonomistov je dodal: »Meni kot Tajcu ni pomembno, če izgubimo del suverenosti zaradi odločitve sprejetja pomoči MDS-a, ker naša vlada očitno ne ve kaj narediti s suverenostjo, ki jo ima« (Pasuk in Baker 2000: 37).

Osnovna pogajanja z MDS-om v avgustu 1997 so pripeljala do podpisa prvega pisma namere in sicer 14. avgusta 1997. Objava povzetka je sledila šele teden kasneje. Med ukrepi povzetih v objavi ni bilo zaslediti nobenih pomembnih podatkov ali predvidevanj, ki bi predstavili realno stanje gospodarstva.

MDS na Tajskem ni imel pravega nasprotovanja in je lahko zavzel zelo agresivno politiko. V naslednjih mesecih je MDS jasno zahteval izpolnjevanje vseh zastavljenih pogojev. Krivdo za zaostrovanje krize je MDS prelagal na neposlušnost tajske vlade, ker ni že na začetku krize opustila fiksnega deviznega tečaja in regulirala finančnega sektorja. Drugo pismo namere,

podpisano v novembru, je po veliki izgubi vrednosti bahta in velikem padcu produktivnosti gospodarstva, kakor tudi zaradi zaskrbljujočega razvoja na ravni posameznih regij preseгло osnovne fiskalne in monetarne pogoje. MDS je namreč zastavil nov projekt za transformacijo ekonomije s pomočjo zakonskih sprememb in s pomočjo velikega priliva tujega kapitala.

Izguba zaupanja urbanih volivcev v sposobnost domače vlade, da bi opravila s krizo, je dala MDS možnost za zavzetje zelo agresivne imperialne vloge in diktiranje sprememb ekonomske strukture. Prispeval je k prevladujoči mednarodni razpravi, ki je krivila azijski način kapitalizma za nastanek krize. MDS in zahodna podjetja so pričakovala, da bo kriza s pomočjo doliva tujega kapitala, ki bi bil induciran preko privatizacije, liberalizacije pravnih reform in zelo nizkih vstopnih cen, hitro prešla (Pasuk in Baker 2000).

*a) Makro-paket*

MDS je priskrbel finančni paket v vrednosti 17,2 milijarde USD, ki naj bi nadomestil izgubljene zunanje rezerve. MDS je namreč kot enega izmed kriterijev zahteval devizne rezerve v višini 6,5 milijard USD do konca leta 1997. Kot je razvidno iz naslednje tabele sta v vsoto največ prispevala sam MDS in Japonska.

**Tabela 1: Finančna pomoč za Tajsko (1998, enota)**

| <b>Donator pomoči</b>                    | <b>mlrd. USD</b> |
|--|------------------|
| MDS                                      | 4,0              |
| Azijska razvojna banka in Svetovna banka | 2,7              |
| Japonska                                 | 4,0              |
| Ostali                                   | 6,5              |
| <b>SKUPAJ</b>                            | <b>17,2</b>      |

Vir: Radelet and Sachs (1998), str. 41

Stanley Fisher, namestnik direktorja MDS, je kasneje priznal, da je MDS diagnosticiral Tajski problem kot kratkoročni plačilno-bilančni problem, skupaj s fiksnim deviznim tečajem (The Nation, 5. marec 1999: 6). Makro paket je bil zastavljen na izkušnjah finančnih kriz v Latinski Ameriki. In sicer:

1. zvišanje DDV iz 7-10% in zmanjšanje porabe javnega sektorja za 20%, saj bi tako dobili presežek javnega sektorja v višini 1% BDP.
2. restriktivna denarna politika in visoke obrestne mere

Paket je bil torej zastavljen z namenom rešitve problema ekonomije, ki naj bi bila v težavah zaradi potrošnje javnega sektorja. MDS je bil prepričan, da bodo zastavljeni pogoji prispevali k stabilnosti in ponovni vzpostavitvi zaupanja, zaustavili odliv kapitala ter preprečili nadaljnjo deprecijacijo. Delna deprecijacija bahta, ki je bila v teku, naj bi stimulirala izvoz, s tem bi presegli primanjkljaj tekočega računa, medtem ko bi proračunski presežek pokrival določene stroške finančne rekonstrukcije kot se je zgodilo v Latinski Ameriki (Bangkok Post, 22.december 1997: 8).

Kriza na Tajskem pa je imela le malo podobnosti z modelom Latinske Amerike. Slednja ni beležila visoke ravni kratkoročnega dolga in večanja neravnotežja tekočega računa. Razlogi, ki so stali za temi simptomi, so bili popolnoma različni. Tajska vlada ni presegla potrošnje, beležila je dolgoletni proračunski presežek in stopnja javnega dolga je bila nizka. To ni bila standardna kriza tekočega dela plačilne bilance, temveč t.i. kriza kapitalskega računa. Tajska ekonomija je v bistvu beležila nižjo stopnjo rasti izvoza (predvsem zaradi apreciacije bahta, ki je bil vezan na USD) že od leta 1996 in je v drugi polovici 1997 beležila celo negativno gospodarsko rast. Tako se je tudi večal deficit tekočega dela plačilne bilance, šlo je za ogromne količine kratkoročnega tujega dolga, sistem cen premoženja se je podiral in zunanja konkurenčnost je padala, kar je bilo delno tudi posledica padca japonskega jena glede na dolar. Pomembno je še poudariti, da je bila kratkoročna zadolženost večinoma v tuji valuti, kar pa je bilo veliko tveganje najprej za banke, ki so si na veliko sposojale v tujini in posredno seveda tudi za državo, od katere se je v primeru nesposobnosti plačevanja posojilojemalcev pričakovalo, da jih bo država rešila. To pa je seveda za sabo potegnilo moralno tveganje, ki je še pospešilo izbruh krize.

Tajska je tako 20. avgusta 1997 dosegla sporazum z MDS-om in finančni paket je bil objavljen štiri dni kasneje. Kljub temu, da je MDS podcenil svoje prepričanje, da bo prisotnost MDS-a delovala kot stabilizajoči faktor, še zmeraj niso prisluhnili lokalnim kritikam. Kar je še bolj presenetljivo, niso prisluhnili niti mednarodnim finančnim podjetjem, od katerih je bilo v bistvu odvisno, ali se bo zaupanje v trg povrnilo. Finančna podjetja so namreč izpostavila, da v paketu niso zasledila niti enega pogoja, ki bi obravnaval resnične



vzroke Tajske krize, predvsem visok javni dolg. Opozarjale so prav nasprotno, da bodo makro ukrepi celo poglobili krizo (Pasuk in Baker 2000: 41).

#### *b) finančna rekonstrukcija in njen vpliv*

MDS je hitro prešel na drugo stopnjo zastavljenega programa: finančna rekonstrukcija in privatizacija.

Največje finančno podjetje, Finance One, je zašlo v velike finančne težave že v marcu 1997 in številna druga podjetja so utrpela izgube zaradi preambicioznih posojil za nakup nepremičnin, kakor tudi zaradi posojil drugim nasičenim trgom. V času opustitve fiksnega tečaja, je 58 od skupno 91 finančnih podjetij moralo zaprositi za posojilo FIDF (Financial Institutions Development Fund), da so lahko uravnavali odliv kapitala. Prvi element finančnega paketa je bila suspenzija teh 58 podjetij (Pasuk in Baker 2000: 44).

Drugi del je bil natančno preučiti zaščiteni tajski finančni sektor. Oktobra 1997, je MDS zahteval popolno odprtje bančnega sektorja tujemu lastništvu in sprejetje Baselskih standardov, kar naj bi zagotovilo, da bi banke pridobile novi kapital.

Kratkoročni kapital je začel odtekat v drugi polovici 1997. Po opustitvi fiksnega tečaja in MDS paketu se je ta odliv spremenil v poplavo odlivov. Skupaj so bili ti odlivi v naslednjih 30 mesecih skoraj enaki skupnim prilivom od začetka krize in nazaj do 1990. Tudi visoke obrestne mere niso mogle zaustaviti poplave. Baht je prešel od 25,7/USD pred opustitvijo, na 56,9/USD januarja 1998. Z odlivom kapitala, ki se je začel že v začetku 1997, je finančni sektor začel slabeti. Stanje se je poslabšalo še po sprejetju strogih pogojev MDS-a. Prodaja vsakodnevnih živil je padla za 10-20 %. Rast BDP je prešla iz ničelne vrednosti v času opustitve tečaja na -13 % leto kasneje.

Kakorkoli, ta strm padec je vseeno dosegel nekakšno stabilnost, ali drugače rečeno, najnižjo točko. Kot rezultat depreciacije bahta in padca povpraševanja, je uvoz padel za več kot polovico svoje vrednosti pred depreciacijo. Izvoz je bil nizek, vendar je zaradi drastičnega padca uvoza tekoči račun beležil presežek. Centralna banka je tako počasi začela obnavljati devizne rezerve. Baht je uspel okrevati in se je stabiliziral na 38-40/USD od marca 1998 naprej. Stabilizacija ni bila posledica vrnitve zaupanja in rasti izvoza kot je predvideval MDS,

temveč je bila posledica strmega padca povpraševanja. Tako rekoč je bilo to okrevanje po uničenju, ki se je spremenilo s prihodom nove demokratične vlade, novembra 1997.

#### **4.1.2 Drugo obdobje: Tarrinovo leto**

Novembra 1997 je kabinet prevzel Tarrin, vodilni tajski bankir in pristaš finančne liberalizacije, ki je hitro vzpostavil zaupanje pri MDS-u, Washingtonu ter finančnih trgih. Njegova zasluga in preudarnost odnosov med Washingtonom in Bangkokom je bila tudi, da je Tajska končno ubrala pot navzgor in uspel je prepričati MDS, da bo osnovni finančni paket, ki je bil sprejet v avgustu 1997, potreboval revizijo.

S prihodom Tarrina v kabinet, se je tudi pogajalska pozicija Tajske spremenila v odnosu do MDS-a. V tem času se je kriza že razširila in zaostрила v vseh ostalih azijskih državah in je grozila z globalnimi razsežnostmi. Kritika na račun MDS-a se je zaostrovala na vseh koncih. Jeffrey Sachs je obtoževal MDS za poglobljanje in širitev krize. Jagdish Bhagwati, eden izmed glavnih zagovornikov proste mednarodne menjave je zatrjeval, da argumenti za prosto mednarodno menjavo ne morejo biti uporabljeni za argumentiranje prostih mednarodnih financ (Bhagwati 1998).

Na Tajskem je poglobljanje in širjenje krize povzročilo različne politične reakcije. Ne-finančna podjetja so protestirala proti visokim obrestnim meram in nezmožnosti pridobivanja kreditov. Predvidevanja o socialni krizi so se uresničevala in vedno več tajskih t. i. magnatnih (industrijskih) družin je bankrotiralo. Visoke obrestne mere so namreč še samo pospeševale bankrote. Druga podjetja so kritizirala program MDS-a, ki se je osredotočil samo na fiskalno politiko, zunanjo stabilnost in finančno rekonstrukcijo. Nobene pozornosti pa ni bilo posvečeno realni ekonomiji.

V parlamentu so se soočali z vedno večjimi agitacijami glede sprejemanja predpisov za implementiranje finančne rekonstrukcije, predvsem se je situacija zaostrovala v času četrtega pisma namere, maja 1998. Banke so namreč opozarjale, da ob nadaljevanju restriktivne monetarne politike, ne bodo preživela ne banke ne podjetja. Vedno večje neuspehe MDS-a in neizboljšanje situacije so začeli kritizirati tudi lokalni zagovorniki liberalizacije. Ramangkura, bivši finančni minister, ki je bil vezni člen med MDS-om in vlado je komentiral: »dvomim, da ZDA razumejo lokalno gospodarstvo« (The Nation, 1.julij 1998: 10).

### *a) Modifikacija makro paketa*

Nova demokratična vlada, ki se je še naprej soočala z izredno slabim stanjem ekonomije, naraščajočimi socialnimi problemi in političnimi pritiski, se je na drugi strani bojevala z MDS-om glede sprejetja nove krizne strategije.

V četrtem pismu namere (maj 1998) je bilo prvič opaziti boljšo pozicijo Tajske. V pismu so na začetku najprej omenili izboljšanje deviznega tečaja in počasno naraščanje deviznih rezerv, vendar opozarjali, da so pogoji realne ekonomije še zmeraj zaskrbljujoči. Glavni cilj je bil preprečiti nadaljnje slabšanje gospodarstva in sprejeti so bili ukrepi za njegovo čim hitrejšo okrevanje. Dovolili so le previdno zmanjšanje obrestnih mer in prilagodili so fiskalne cilje z zvišanjem primanjkljaja javnega sektorja iz 2 na raven 3 % BDP, kar naj bi preprečilo nadaljnjo gospodarsko škodo. Z imenovanjem novega guvernerja centralne banke, Chatumongol Sonakul, se je monetarna politika spremenila. V naslednjih mesecih so se obrestne mere znižale, iz 22 % na 9,5 % in do konca leta na 2,6 %.

Tarrin je opustil vse upe v vizijo MDS-a, in sicer da bodo večji izvoz in ponovni prilivi kapitala pripeljali do okrevanja gospodarstva. Namesto tega je nameraval povečati domače povpraševanje na račun večjega fiskalnega primanjkljaja in večje likvidnosti, kar naj bi dosegel s previdnim zniževanjem obrestnih mer in postopnim naraščanjem monetarne rasti (Pasuk in Baker 2000).

Po nevtralizaciji restriktivne fiskalne in monetarne politike MDS, je položaj gospodarstva prešel iz prostega drsenja v propad. Borza je doživela najnižjo vrednost zadnji dan avgusta 1998. Izvoz je začel počasi okrevati v zadnjem četrtletju 1998, negativna rast BDP se je upočasnila v drugi polovici 1998 in v letu 1999 počasi začela naraščati.

Finančni sistem je še naprej propadal. Družinsko vodene komercialne banke niso želele zaprositi za vladno pomoč, saj so bili pogoji, ki so spadali k finančnemu paketu tudi t.i. strupena tabletki (Haggard 2000: 98). Namesto, da bi sprejeli vladni denar in tvegali izgubo kontrole, so poskušali na eni strani sami zbrati dovolj kapitala, da so ostali likvidni in na drugi strani zmanjševati storitve. Samo Siam Commercial Bank je zaprosila za vladni kapital, glede na finančni paket, ki je bil objavljen 14. avgusta 1998. Ta finančni paket je razdelil bančni sektor pod tri različne nadzore: lokalnega, vladnega in tujega. Segment tujega nadzora je bil

popolnoma nov. Po odprtju trga je prišlo do številnih nakupov tajskih bank iz strani tujih bank. Trinajst finančnih podjetij in ena banka so bili združeni v državno Krung Thai Bank, ki je postala največja tajska banka. Lokalni sektor je bil zmanjšan na 4 velike komercialne tajske banke – Bangkok, Thai Farmers, Siam Commercial in Ayudhya, za katere je Tarrin upal, da bodo same preživele. Kot že omenjeno, je paket vseboval številne 'korenčke in palice'. Paket je ponujal vladno pomoč pod številnimi pogoji, ki so bili težko dosegljivi v času situacije, ki je vladala na vseh ekonomskih področjih.

Reforme so potekale istočasno s politično tekmo strank, ki so prelagale krivdo druga na drugo. Nejasni politični in ekonomski situaciji je sledil popoln zlom kreditnega sistema, ki je ponovno zaustavil okrevanje in pripeljal do novih političnih napetosti. Nov finančni paket naj bi začrtal okvir za banke in dolžnike; kako s pogajanjem glede rekonstrukcije dolga poravnati nastale izgube. Teoretično naj bi se banke preko pogajanj dogovorile s svojimi klienti in se tako kvalificirale za pridobitev kapitala s strani vlade. Realnost je bila drugačna. Zaradi slabega stanja celotnega finančnega sistema večina podjetij ni mogla servisirati svojih dolgov. Podjetja so poskušala zavlačevati pogajanja dokler se ekonomija ne bi izboljšala in si tako pridobiti boljši pogajalski položaj. Vendar se je pritisk iz strani vlade večal. Posledično je med podjetji začel krožiti slogan, t. i. »Trije ne-ji: ne plačaj obresti, ne pogajaj se in ne pobegni iz države«<sup>7</sup> (Pasuk in Baker 2000, 53). Začelo se je govoriti o kulturi neplačevanja (non-payment culture). Ozadje te nove kulture je bilo, da so tajska podjetja odkrila, da v ozadju paketa ni nobenih pravnih sankcij in se na ta način lahko izognejo plačevanju ter si s tem izboljšajo ekonomski položaj.

Tarrin se je tako na eni strani znašel v konfliktu z bankami saj se je bal, da banke ne bodo sodelovale v novem finančnem paketu in tako preprečevale zviševanje ekonomske likvidnosti. S tem bi zmanjšale volumen posojil, zvišale obrestne mere in tako pokrile izgube nepovrnjenih kreditov. Tarrin jim je celo grozil z nacionalizacijo, če ne bodo zmanjšale obrestnih mer. Kar pa glede na neuspešnost glavne državne banke Krung Thai ni bilo tako verjetno. Na drugi strani pa se je znašel v neizhodni situaciji z dolžniki, ki so nasprotovali prestrukturiranju dolga in so raje zavlačevali v upanju, da se bo ekonomija obrnila navzgor.

Nadaljnjo poslabšanje finančnega sistema in prisotni politični konflikti so povzročili zamude v sprejemanju ali celo opustitvi številnih točk, zastavljenih v četrtem in petem pismu namere.

---

<sup>7</sup> Three Don'ts: don't pay interest, don't negotiate in don't run away .

Nova zakonodaja še zmeraj ni bila na vidiku sprejetja, načrtovana prodaja bank se je prestavila vsaj za 6 mesecev, prav tako je bilo predstavljeno sprejetje nove regulative za bančni sistem. V tej fazi je kritika tako MDS-a kot domače politike omogočila Japonski prevzem regijske iniciative.

#### **4.1.3 Tretje obdobje: Japonski pristop**

MDS-ov argument, da je finančna rekonstrukcija prvi pogoj za okrevanje, je bil na tajskem deležen vedno večje kritike. Med drugim je tudi podpora tajskih politikov MDS-u upadala. Prepričanja in mnenja, kaj je dobro in potrebno za njihovo ekonomijo, so se vedno bolj razhajala. Istočasno pa je tudi mednarodna arena kritizirala MDS-ovo upravljanje krize. V zadnjem četrtletju 1998 je tudi Svetovna banka reagirala na posledice finančne krize, ki je na drugi strani pripeljala do hude socialne krize in je ponudila Tajski pomoč, ter istočasno kritično napadla politiko MDS-a.

Vsesplošnim kritikam na mednarodni ravni se je pridružila tudi Japonska in ponovno začela kritizirati politiko MDS-a ter opozorila na dejstvo, da so ZDA leta 1997 preprečile Japonski ustanovitev Azijskega monetarnega sklada (AMS),<sup>8</sup> kakor tudi alternativnega pristopa k reševanju krize. Odgovor MDS-a je bil, da takšen regionalni sklad ne bi mogel enako resno vpeljati pogojev za reforme kot MDS. Leta 1999 je Japonska ponovno predlagala ustanovitev AMS.

Osnovna prednost AMS-a bi bilo večje osredotočenje na regijo in natančnejše spremljanje gospodarstev. Obstaja tudi možnost, da bi bili prilagoditveni ukrepi vpeljeni mnogo bolj premišljeno. Glede na negativne posledice prilagoditvenih programov, ki jih je npr. izvajal MDS, bi bilo mnogo bolj razumljivo, če bi jih oblikovali in izvajali eksperti, ki prihajajo iz

---

<sup>8</sup> Japonska je avgusta 1997 predlagala ustanovitev Azijskega monetarnega sklada. Osnovni kapital AMS bi bil 100 milijard USD in ta sredstva naj bi bila kratkoročno namenjena za obvarovanje pred valutnimi špekulacijami in za reševanje težav plačilne bilance. Dolgoročna naloga pa bi bila financiranje prestrukturiranja finančnih sektorjev. Kot MDS, bi tudi AMS hitro pomagal državam, ki bi jim grozila finančna kriza, poudarek pa naj bi temeljil na stabilizaciji nacionalnega gospodarstva in ne na strukturnih reformah. Azijske države in podjetja bi lahko s pomočjo AMS prestrukturirale svoje dolgove od zahodnih posojilodajalcev. Na podlagi izjemnega angažiranja japonskega gospodarstva v jugo-vzhodni Aziji, je seveda Japonska imela velike interese po stabilizaciji gospodarstva v tej regiji. Istočasno je moč trditi, da je Japonska želela preprečiti vpliv MDS in ZDA. Japonska je trdila, da »Washingtonski konsenz« hitre deregulacije, zmanjšanje vloge države in liberalizacija kapitalskih tokov mogoče niso najboljša pot za azijske države. Razširjeno mnenje je, da je MDS v večini primerov le podaljšana roka ZDA, ki tako legitimizira širitev svojih interesov na različne konce sveta (Haggard 2000).

regije ali so se dolgoročno ukvarjali z gospodarstvom, kulturo in politiko prizadete države ali regije.

Na koncu leta 1998 je postalo jasno, da razvite države ne bodo dosegle nikakršnega dogovora glede prestrukturiranja mednarodnega finančnega sistema, ki bi zmanjšal nevarnosti in težave za manjše in ranljivejše ekonomije. Na večer pred sestankom G7, kjer so nameravali potrditi ta neuspeh, je Japonska predstavila precej nepričakovan načrt. Objavila je 30 milijard USD pomoči za okrevanje prizadetim državam, kot t. i. Miyazawa shemo. Japonska je z objavo od ZDA in MDS uspešno prevzela iniciativo za politiko krize. Objava je bila vsekakor presenečenje tako za ZDA kot za MDS. V novembru 1998 so ZDA objavile namen, da bi investirale denar v azijsko ekonomijo, če bi vlade izdale obveznice za spodbuditev večjega financiranja. Načrt je bil sprejet kot napad na Miyazawa shemo in poskus ZDA, da bi obdržale kontrolo.

Japonska je sicer naknadno dovolila Svetovni banki postati manjši partner pri projektu, tako da iniciativa ni izgledala popolnoma Japonska. S tem se je iniciativa upravljanja krize na regionalnem nivoju spremenila. Takoj po objavi Miyazawe je Tarrin zatrdil, da je to točno to, kar so potrebovali (The Nation, 5.oktober 1998: 7).

Osnovna objava sheme, je predvidela, da je 30 milijard USD lahko uporabljeno na različne načine, med drugim za rekonstrukcijo skupnega dolga, financiranje menjave, nadaljnja podpora valute, za socialne izdatke, za zmanjšanje nezaposlenosti, itd. Marca 1999 pa je Tajaska shema oz. Miyazawa načrt bil predstavljen s točno določenim namenom. Denar je Japonska predvidela za vlaganje v ekonomijo z dvojim namenom, kot prvo, da bo zagotovila fiskalni stimulus in kot drugo, da bo izboljšala socialne razmere.

Miyazawa načrt je bil objavljen skupaj z revidiranim makroekonomskim paketom 31. marca 1999. Paket je vzporedno z Miyazawa načrtom objavil znižanje DDV iz 10 na 7 % in znižal cene elektrike – ti ukrepi so bili tudi zadnji pogoji zastavljeni v osnovnem MDS programu. Paket je vseboval nadaljnje olajšave za majhna in srednja podjetja, kar naj bi omogočilo lažje okrevanje kot npr. manjši corporate tax in davek na prihodek. Vsota revidiranega finančnega paketa in Miyazawa sheme naj bi prinesel stimulus, ki bi bil enakovreden 2,6 % BDP.

Glede na načrt Miyazawe je šel denar v najbolj prizadeta lokalna gospodarstva, kar naj bi pripeljalo do multiplikacijskih učinkov skupaj s povečano potrošnjo. Od skupne vrednosti, je bilo 25 milijard bahtov namenjenih za projekte zaposlitve, 10 milijard za projekte, ki so izboljšali kvaliteto življenja in 9 milijard za projekte, ki so izboljšali javno administracijo.

Par tednov kasneje je Tarrin objavil, da ni več nadaljnje potrebe za črpanje kreditov MDS-a in nadaljnja pisma namere. Osmo pismo namere je bilo tako predstavljeno na september 1999, in je bilo skrčeno na polovico strani, kjer je bilo osnovno sporočilo, da Tajsko več ne vidi potrebe po nadaljnjem črpanju iz uradnega finančnega paketa (Pasuk in Baker 2000: 61).

Miyazawa iniciativa je tako omogočila Japonski, da je dobila večjo vlogo in vpliv pri oblikovanju politike, kakor tudi na drugih, manj pomembnih področjih. Japonska je izpostavila, da azijske razvojne ekonomije potrebujejo »vodiča«, in napačno se je zanašati na nepopustljiv tržni liberalizem ZDA.

Po sprejetju zakona o bankrotu, objavi Miyazawa iniciative in pridobitvi kapitala Siam Commercial Bank v vrednosti 65 milijonov bahtov, je Tajsko lahko začela spodbujati lastno ekonomijo. V aprilu je MDS objavil, da je Azijska kriza mimo. V juliju se je mnenjem pridružila tudi Svetovna banka.

Od sredine 1999 so bili znaki okrevanja bolj prepričljivi. Predpostavlja se, da je Miyazawa shema prispevala 0,6 % k letni rasti BDP. Predvidevanja o rasti BDP so bila spremenjena iz 0 na 1 %, do končne ravni 4 %. Kot so dolžniki vedno zatrjevali, je bilo prestrukturiranje dolga lažje izpogajati, ko je bila rast gospodarstva na vidiku. Vlada je objavila še deveto in s tem zadnje pismo namere ter napovedala, da se bo konec avgusta 2000 s tem zaključil program MDS-a.

## **4.2 MALEZIJA KOT PRIMER REŠEVANJA BREZ MDS-a**

Načrti in naporu za okrevanje so bili v Maleziji predvsem rezultat politik domače vlade v nasprotju s Tajsko, Indonezijo in Korejo, kjer so bili le ti rezultat politik MDS-a. Shematično gledano, lahko odzive politik vlade po opustitvi vezanega tečaja razdelimo na dve različni obdobji. Prvo obdobje je bilo osredotočeno na restriktivno fiskalno in monetarno politiko,

drugo obdobje pa je sledilo vpeljavi nadzora kapitala, torej se je začelo po 1. septembru 1998. To poglavje pa zajema tudi tretje obdobje, kjer so zajete posledice uvedbe nadzora kapitala.

#### **4.2.1 Prvo obdobje: Restriktivna fiskalna in monetarna politika**

Na začetku krize je bila malezijska vlada v stanju šoka in popolne nepripravljenosti, da se sooči z nemiri, ki so se dogajali na finančnem področju. Nekateri politiki so zanikali, da sploh gre za krizo, drugi so priznavali, da obstaja problem, vendar so popolnoma podcenjevali nastajajočo situacijo (Athukorala 1998: 285). Na tem mestu je pomanjkanje jasne strategije reševanja nastajajoče krize vodilo v izjemno izgubo zaupanja v malezijsko gospodarstvo. Resnost problema je bila še predvsem manifestirana na KLSE, kjer je prihajalo do masovne prodaje delnic nominiranih v domači valuti. Šele po zlomu KLSE je prišlo pri politikih do spoznanja, da je nastala situacija resna ter da je potrebna čimprejšnja strategija reševanja.

Prvi odzivi so sledili s strani predsednika vlade, ki je obtoževal špekulante. Mahathir je šel celo tako daleč, da je obtožil Georgea Sorosa židovske zarote proti Malezijskemu čudežu (Soros 1999: 137). Na letnem kongresu Svetovne banke in MDS je celo trdil, da je menjava valut nepotrebna, neproduktivna in nemoralna, razen kar je pač potrebno za financiranje menjave ter da bi 'nepotrebna' menjava morala postati nelegalna. Mahathir je nadaljeval svoje napade na špekulante tako na domačih kot mednarodnih forumih, vključno na vrhovnem srečanju APEC in na vrhovnem srečanju držav Commonwealth-a. Skoraj vsak Mahathirjev govor je povzročil nadaljnje upadanje ringita.

Pasivni pristop, ki ga je vlada kazala na začetku krize, je bil 5. decembra 1997 spremenjen z objavo strategije reševanja, podane s strani takratnega finančnega ministra, Ibrahim Anwarja. T.i. rešilni paket je vseboval predvsem strožje prilagoditve fiskalne in monetarne politike.

Ironično je bilo, da je bil ta prvi pristop izredno podoben strategiji MDS-a, kljub temu, da je Malezija jasno zavrnila finančni paket s strani MDS-a. Strategija za fiskalno politiko je vsebovala 18 % zmanjšanje vladnih izdatkov, preložitve številnih infrastrukturnih mega projektov, preprečevanje investicij v tujino s strani malezijskih podjetij in celo zmanjšanje plač vladnih ministrov za 10 %. Takšna politika je vsekakor zaznamovala pomembno spremembo ekonomske politike v zadnjem desetletju. Kakorkoli, paket je bil le na videz podoben politiki MDS-a, saj ni vseboval nobenih načrtov za dvig obrestnih mer, s katerimi bi



podprli ringit in znižali inflacijo. Prav tako ni bila objavljena nobena konkretna strategija za rekonstrukcijo finančnega sistema.

Monetarna politika, ki naj bi podpirala izjemno stroge fiskalne ukrepe predvsem s strožjimi pogoji najemanja kreditov, je bila razveljavljena zaradi velike odvisnosti gospodarstva od bančnih kreditov. Povečanje obrestnih mer bi imelo neizogibne posledice na visoko zadolžen privatni sektor in s tem posledično na obstoj njihovih bank, ki so že trpele izgube zaradi 'počenega mehurčka' nepremičnin in zloma borze. Nadalje je potrebno omeniti tudi izredno povezanost med podjetji in vlado, ki je bila oblikovana pod novo ekonomsko politiko (NEP)<sup>9</sup> v 90-ih. Tako je bilo zvišanje obrestnih mer, ki bi imelo pozitiven in stabilizajoč učinek na ringit, na drugi strani pa negativen učinek na politično povezana podjetja, s tem namenom umaknjeno iz programa.

Medtem, ko je zgoraj omenjeni paket rešitev predstavil konkreten načrt vladnih ukrepov, se zaupanje v ekonomijo ni povrnilo, predvsem zaradi nestanovitnega tečaja in borznega trga. Slaba stran teh ukrepov je bilo tudi pomanjkanje dolgoročnih ciljev, ki bi obravnavali resnične probleme finančnega sistema. Šlo je za nasprotovanje z že obstoječimi politikami, predvsem z že omenjeno NEP. Kot v odgovor na probleme, je vlada januarja 1998 ustanovila National Economic Action Council (NEAC), ki je imel svetovalno vlogo kabinetu predsednika vlade. Glavna naloga NEAC-a je bilo oblikovanje obširnega programa in določitev primernih ukrepov za rešitev situacije. NEAC je 8 mesecev kasneje objavil National Economic Recovery Plan (NERP)<sup>10</sup> in s tem je politika vlade za rešitev krize postala precej bolj skladna in razumna. Popustitev fiskalne in monetarne politike, kot tudi zmanjšanje cene kapitala za obnovo gospodarstva, so bili le eni izmed glavnih priporočil izpostavljeni v NERP-u.

Marca 1998 je bila ustanovljena tudi posebna skupina, Asset Management Corporation, ki naj bi prevzela rekonstrukcijo in rekapitalizacijo bančnega sistema. Težave za pridobitev

---

<sup>9</sup> Nova ekonomska politika (NEP), je bila uradno uvedena od leta 1971 s ciljem zmanjšati revščino, kakor tudi zmanjšati notranje etnične razlike. Ta politika je načrtovala prestrukturiranje upravljanja gospodarstva, tako da bi bila manj odvisna od Kitajske manjšine. Etničnim Malezijcem, imenovani *bumiputras* (sinovi zemlje) je bil dodeljen prednostni položaj v podjetništvu, trgovini in drugih poklicih (Jomo 2001: 75).

<sup>10</sup> NERP je vseboval šest ciljev, 40 izčrpnih ukrepov in preko 580 natančnih priporočil. Primarni cilji so bili: stabilizacija ringita; ponovna vzpostavitev zaupanja v trg; vzdrževanje stabilnosti finančnega trga; izboljšanje ekonomskih temeljev; nadaljevanje socialne agende; in obnova prizadetih sektorjev (Ariff in Abubakar 1999: 422).

potrebnih sredstev pa so onemogočile sprejetje konkretnih političnih iniciativ. Centralna banka je še naprej ščitila bančni sektor in zadolžena podjetja, s tem da je zadrževala obrestne mere in tiskala denar za vzdrževanje likvidnosti. To je bilo v nasprotju z omejitvijo likvidnosti, ki je bila posledica zloma borznega trga in odliva kapitala.

Že od začetka krize pa je bilo mogoče zaslediti očiten konflikt glede upravljanja krize med Mahathirjem in njegovim namestnikom in istočasno finančnim ministrom, Ibrahim Anwarjem. Po napadu Mahathirja na špekulante na kongresu Svetovne banke in MDS v Hongkongu, se je Anwar hitro odzval in zagotovil investitorjem, da vlada ne bo vpeljala nadzora kapitala. To je prvič v samem vrhu vlade pripeljalo do javnega razhajanja mnenj glede ukrepov politike (Athukorala 1998: 287). Razhajanje od običajne prakse je bila tudi objava strategije reševanja, oziroma rešilni paket, ki ga je decembra 1997 objavil Anwar, saj so bili do takrat vsi pomembni politični ukrepi objavljeni iz strani Mahathirja. Tako so mednarodni mediji začeli špekulirati o možnem razkolu in vedno večjih nasprotovanjih med obema voditeljema. Številni analitiki so mnenja, da je ta kasneje jasen in izrazit konflikt prispeval k neodločnosti politik glede reševanja krizne situacije ter tako zmanjšal učinkovitost kakršnihkoli ukrepov z naraščanjem premije političnega rizika.

#### **4.2.2 Drugo obdobje: Vpeljava nadzora kapitala**

V sredini leta 1998 se je stopnja svobode malezijske vlade že precej zmanjšala. Načrtovan poskus, da bi izdali državne obveznice v ZDA in Evropi, ter tako zbrali nujno potrebni 2 milijardi USD za program rekonstrukcije bančnega sektorja, je bil opuščen konec avgusta zaradi degradacije kreditne bonitete s strani mednarodnih bonitetnih agencij. Tako je Malezija izgubila še zadnjo možnost, da bi zbrala finančna sredstva v tujini in ji ni ostalo drugega, kot da financira primanjkljaj iz domačih virov. S tem se je med investitorji pojavila bojazen, da bo izguba bonitete povzročila pritisk na dvig obrestnih mer. Na drugi strani pa so bili zaskrbljeni politiki, saj bi znižanje obrestnih mer z namenom podpore ekonomiji povzročilo apreiacijo ringita, s tem pa bi malezijske storitve in dobrine postale še manj konkurenčne na mednarodnih trgih.

Kakorkoli, vpliv znižanja obrestnih mer na tečaj je bil zamegljen z radikalnim ukrepom vlade, in sicer je Mahathir 1. septembra 1998 vpeljal že dolgo preferirano strategijo, nadzor kapitala. Vpeljava nadzora kapitala naj bi pretrgala povezavo med domačimi obrestnimi merami in

menjalnim tečajem, kar naj bi omogočilo normalno delovanje monetarne politike, brez vmešavanja zunanjih faktorjev menjalnega tečaja. Takšen obrat politike je bil delno tudi posledica negativne rasti gospodarstva, ki je v drugem četrtletju padla na -6,8 %. Nestanovitni ter deregulirani tokovi kapitala so še dodatno preprečevali namene vlade da oživi gospodarstvo (Johnston in Mitton 2001: 17).

Preobrat v upravljanju s krizo pa je pomenil tudi spremembo v samem vrhu politike. Anwar je bil odstavljen z mesta finančnega ministra in novo imenovani Daim Zainuddin, Mahathirjev dolgoročni svetovalec, je postal izredni minister, odgovoren za čimhitrejše okrevanje ekonomije.

Vpeljava nadzora kapitala je v osnovi vsebovala tri ukrepe: mednarodno nekonvertibilnost ringita, vezavo ringita na USD in zahteve, da nerezidenčni posamezniki, ki kupijo lokalne delnice, ne morejo dobička od prodaje delnic prenesti iz države še eno leto po nakupu, torej kratkoročni kapital ostane v Maleziji še najmanj 12 mesecev. Ti ukrepi so tako rekoč omejili trgovanje ringita izven Malezije (offshore market), odvrnili pritok špekulativnega kratkoročnega kapitala in dosegli vrnitev ringita, ki je bil potegnjjen iz države v letu 1997 in v prvi polovici 1998. Nadalje, s fiksirano vrednostjo ringita se je ukinil vpliv tržnih sil na tečaj in s tem negotovost glede njegove vrednosti v prihodnosti. Domača ekonomija je bila tako ločena od ranljivega kratkoročnega kapitala ali od skladov tveganja (hedge funds). Vpeljava nadzora kapitala seveda ni bila rešitev krize kot take, vendar je omogočila vladi, da je sprejela ukrepe za rekonstrukcijo gospodarstva, reformirala bančni sistem in tako oživila domačo ekonomijo (Athukorala 1998: 284).

#### **4.2.3 Tretje obdobje: Posledice nadzora kapitala**

Kritiki in zagovorniki nadzora kapitala pa so bili zaskrbljeni, da bo leto kasneje, torej 1. septembra 1999 sledil velik odliv kapitala iz države (eden izmed treh pogojev je bil, da kapital ostane v Maleziji 12 mesecev). V odgovor na skrbi je vlada revidirala sledeči pogoj. Namesto 12 mesecev, je vlada predstavila t.i. izhodni davek (exit tax) z variabilnimi vrednostmi odvisno od dolžine držanja kapitala v Maleziji. Glede na izhodni obdavčitveni sistem, je bil tuji kapital, razen TNI razdeljen v dve kategoriji; na tistega pred 15. februarjem in po tem datumu. Za razlikovanje med obema kategorijama je bil oblikovan tudi posebni zunanji račun. Glede na nova pravila, je bilo osnovni kapital, ki je bil vložen pred 15. februarjem 1999,

možno prenesti iz države že po 7 mesecih, vendar je bil predmet stopenjskega obdavčevanja odvisno od repatriacije ( v času 7 mesecev 30 % stopnja obdavčitve, med 7-9 mesecem 20 %, med 9-12 mesecev 10 % in nobene obdavčitve po 12 mesecih) (Ariff 1999: 423). Podobna zgodba je bila s kapitalom, ki je bil investiran po 15. februarju, le razporeditev stopenj je bila drugačna.

S tem ukrepom naj bi se zmanjšala tuja kratkoročna špekulativna trgovina z domačimi delnicami. Mednarodno trgovino z ringitom so tako omejili, plačila za izvoz pa so se izvajala v tujih valutah. Izpostavljenost valute finančnim špekulacijam se je tako precej zmanjšala.

Malezija je ob uvedbi omejitev postala tarča kritik. MDS in njegovi zagovorniki so trdili, da bo le to uničilo zaupanje investitorjev. Po drugi strani pa je bilo kar nekaj zagovornikov ukrepa, ki ga je napravila Malezija. Nekateri so celo trdili, da bi morale biti omejitve prilivov kratkoročnega kapitala del standardnih politik držav, ki se šele uveljavljajo na globalnem finančnem trgu (Johnson in Mitton 2001).

Mahathir je poudaril kar nekaj prednosti vzpostavitve omejitev. Med drugim gre za zaščito resnih, dolgoročnih investitorjev, ki bodo s pomočjo fiksnega deviznega tečaja ocenili, koliko sredstev je potrebnih za naložbo. Prav tako je izrazil podporo malezijskemu posegu Paul Krugman, ameriški ekonomist, ki poudarja, da je takšna odločitev sicer tvegana in nima zagotovil za uspeh, vendar ima lahko pod določenimi izpolnjenimi pogoji zelo pozitiven učinek. To so: omejitve ne smejo preveč prizadeti poslov, omejitve morajo bitičasne, valuta ne sme biti fiksirana na previsoki ravni in omejitve morajo biti kot dopolnilo in ne kot alternativa reformam (Khor 1998: 32).

Malezijsko gospodarstvo si je s temi ukrepi v glavnem opomoglo. Črne napovedi se niso uresničile. Vendar pa je treba poudariti, da omejitve tokov kapitala morda niso bile edini vzrok za izboljšanje situacije v Maleziji. Treba je upoštevati začetno situacijo v državi pred izbruhom krize. Malezija je imela proračunski presežek, stopnja varčevanja je predstavljala 34% BDP, kar je bila najvišja stopnja v regiji. V bančnem sistemu je imela zelo nizko stopnjo slabih posojil in gospodarstvo je bilo odprto tujemu kapitalu. Vse to ji je seveda omogočilo, da je lažje prebrodila krizo (The Economist, 1.5.1999: 75). Težko je trditi ali oceniti kakšne bi bile posledice ob zgodnejši vzpostavitvi omejitev – ali bi jo pahnilo v še hujšo situacijo ali preprečile tako drastičen padec BDP.

Malezija je z uvedbo nadzora kapitala izbrala eno od možnosti, s katero se je v pogojih finančne krize in zmanjšane zaupanja v državo mogoče izogniti visokim obrestnim meram kot instrumentu za preprečevanje odтока kapitala. Ker je ukrep veljal le krajši čas, ni imel večjega negativnega vpliva na odnos tujih investitorjev do Malezije, prej je mogoče trditi obratno, saj je Malezija po uvedbi ukrepa hitro okrevala.

## **5 OCENA OBEH MODELOV REŠEVANJA FINANČNE KRIZE**

### **5.1 TAJSKA – ANALIZA (NE)USPEŠNOSTI MDS PROGRAMOV**

Po objavi reševalnega programa za Tajsko, oziroma prvega pisma namere, se je MDS moral soočiti z velikimi kritikami, predvsem glede zahteve po izpolnjevanju zastavljenih pogojev. To se je seveda nanašalo na fiskalno, monetarno in strukturno politiko v smeri rekonstrukcije finančnega sektorja.

Preden preidem na razpravo o pozitivnih in negativnih posledicah reform MDS-a na Tajskem, bom najprej predstavila pogled na krizo s strani MDS-a.

MDS v svojem poročilu (IMF 1997: 41) ugotavlja, da je:

»kriza povzročila upočasnitev prilivov privatnega kapitala v vse regije, kamor se je prej veliko investiralo, vendar pa je Azija doživela najbolj drastičen padec. V ta namen so potrebna resna prilagajanja, saj se je znižalo domače investiranje in potrošnja, uvoz se je zmanjšal in precej se je upočasnila gospodarska rast. Da pa bi obvladali in čimprej odpravili gospodarsko škodo, nosijo prizadete države same vso odgovornost, da uvedejo reforme. Kakršnokoli odlašanje z reformami in prilagajanjem lahko še poslabša krizo in povzroči njeno širitev«.

Iz tega stališča je sledilo reševanje krize v treh sklopih, ki jih bom predstavila v nadaljevanju.

#### **5.1.1 Fiskalna politika**

Številni ekonomisti zagovarjajo stališče, da je strogo fiskalno prilagajanje povzročilo še večjo recesijo na Tajskem. Stroga fiskalna politika, ki je rezultirala v drastičnem zmanjšanju domačega povpraševanja, naj bi zmanjšala primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance, ter tako nadomestila stroške za prestrukturiranje bančnega sistema. Radelet in Sachs (Radelet in Sachs 1998: 51) sta nasprotnega mnenja, in sicer utemeljujeta, da se je domače povpraševanje zmanjšalo prav zaradi recesije. Zastavljen presežek javnega sektorja v višini 1 % je bil po njunem mnenju realno zastavljen.

Nadaljnja nejasnost ukrepov je bila, kot že omenjeno v prejšnjem poglavju, zmanjšanje potrošnje javnega sektorja in zvišanje davkov, npr. davek na gorivo. Tajska se v 90-ih ni srečevala s primanjkljajem v javnem sektorju. Fiskalne težave še zdaleč niso bile poglobitni

vzrok krize. Problem ni bil javni, temveč privatni sektor, ki se je znašel v krizi. To je bilo pogojeno z recesijo, ki se je začela v 1996 in tako je Tajsko v letu 1997 beležila primanjkljaj. Prav v času recesije, ko se je uvoz drastično zmanjšal, saj izvoza ni bilo mogoče tako drastično povečevati, je kratkoročni primanjkljaj upravičen, ker tako lahko država ublaži negativne učinke krize. MDS pa je od Tajske zahteval prav nasprotno, in sicer »pro-ciklično« fiskalno politiko z vsemi njenimi negativnimi posledicami na gospodarstvo in trg dela.

MDS je šele februarja 1997 dovolil primanjkljaj v višini 2 % BDP. Na začetku leta 1998 je postalo jasno, da je padec BDP precej večji kot je bilo sprva pričakovano. Predvidevanja, da je restriktivna fiskalna politika še pripomogla k drastičnemu padcu BDP, so bila upravičena. To je bil prvi kazalec neuspešnosti MDS-a. Vedno bolj je bilo mogoče vzrok za recesijo iskati v izgubi vrednosti bahta.

Spremembo strategije v letu 1998 je MDS utemeljil z razlago o napačni predpostaviti gospodarskega razvoja Tajske in celotne prizadete regije. Predvsem se je to nanašalo na drastične, nepredvidene izgube vrednosti azijskih valut, kar je imelo negativne posledice na prihodke privatnega sektorja ter se je nadalje kazalo v zmanjšanju davčnih prihodkov. MDS se je na podlagi teh rezultatov skliceval, da je recesijo mogoče preiti z ekspanzivno fiskalno politiko. Da je ta ukrep sledil šele na začetku leta 1998 je bilo delno tudi s strani MDS-a priznavano kot napaka. Ne glede na to pa je MDS objavil, da je modificiral osnovni program, pa čeprav samo delno in da je tokrat upošteval in prilagodil ukrepe glede na spremenjeno gospodarsko situacijo (Lane 1998: 62). To, da se ekonomska politika spremeni, ko se osnovni pogoji drastično spremenijo, bi moralo biti samoumevno. Torej, da je MDS prepozno modificiral osnovne ukrepe, jim je mogoče tudi v tem pogledu očitati.

Pri fiskalni politiki bi bilo potrebno paziti, da ne zatre domačega povpraševanja v pretirani meri. V primeru krizne situacije bi morali posebno pozornost polagati na pridobitev zaupanja domačih in tujih investorjev in tako stabilizirati makroekonomski položaj države. (Fisher 1998).

### 5.1.2 Monetarna politika

Prav tako kot restriktivna fiskalna politika, je bila tudi monetarna politika tista, ki je prispevala k slabšanju situacije. Monetarna politika je bila s strani MDS-a zastavljena restriktivno, da bi tako preprečila pretirano depreciacijo valute in njene inflacijske posledice. MDS je kot primeren ukrep sprejel višanje obrestnih mer, kar naj bi ustavilo odliv kapitala iz države in tako stabiliziralo vrednost bahta. Ker pa je baht izgubljal na svoji vrednosti od uvedbe drsečega tečaja, je bila ta politika več kot nejasna in neuspešna. Če povzamem po Dietru (1998: 91), ki trdi, da med politiko obrestnih mer in razvojem vrednosti tečaja ni empirično dokazljive povezave. Ko je zaupanje v gospodarstvo enkrat izgubljeno, takrat višje obresti ne morejo pripeljati do stabilizacije valute. V primeru, da se s pomočjo višanja obrestnih mer ne uspe omejiti depreciacije, lahko to še poveča paniko in probleme domačih finančnih in nefinančnih institucij, ki so izpostavljene tujim valutam.

MDS je poskušal doseči ponovno zaupanje v gospodarstvo s pomočjo višanja obrestnih mer. Tuji investitorji se na makroekonomsko ravnotežje na Tajskem seveda niso odzvali racionalno, temveč panično. Med drugim so bila glede uspešnosti višjih obrestnih mer odločilna tako pričakovanja investitorjev, kakor tudi sposobnost podjetij za odplačevanje kreditov. Tuji kreditorji lahko povežejo z višjimi obrestnimi merami nevarnost bankrotov (nesolvenčnost) zadolženih podjetij in s tem posledično bankrot bank, kar se je kasneje tudi dogajalo. To je po vsej verjetnosti kreditorje dodatno odvrnilo, da bi obdržali kapital na Tajskem (Radelet in Sachs 1998: 50).

K višjim obrestnim meram je zaradi odliva tujega kapitala prišlo še pred podpisom sporazuma med Tajsko in MDS-om. Še višje obrestne mere, ki jih je na podlagi sporazuma kasneje zahteval MDS, pa so bile popolnoma neprimerne. Glede na visoke kvote na kredite tajskih podjetij, je visoka obrestna politika pomenila samo še zaostrovanje recesije.

Radelet in Sachs nadalje kritizirata omejitev domačega zadolževanja oziroma izdajanje posojil s strani nacionalne banke. Če je namreč centralni banki naročeno, da ne dovoli domačega kreditiranja, potem bodo investitorji na trgu takoj vedeli, da mehanizem 'lender-of-last resort' ne deluje več (Radelet in Sachs 1998: 48). Ta ukrep pa lahko pripelje do panike med tujimi kreditorji, ki so del kratkoročnega kapitala že izgubili. Za države z velikimi vsotami kratkoročnega kapitala je še posebej pomembno, da imajo zagotovljene takšne monetarne pogoje, ki bi spodbujali tuji privatni sektor v reprogramiranje posojil. Če takšnih



spodbud ni, se lahko zgodi, da privatni sektor zahteva odplačilo kratkoročnega posojila, kar pa samo še poveča pritisk na devizni tečaj. Torej, ker se tuji investitorji na Tajskem niso več mogli zanesti na likviditetno sposobnost centralne banke, je prišlo do pretiranega odliva kapitala. Po njunem mnenju se zaupanje v trg povrne šele takrat, ko je ponovno mogoče računati na 'lender of last resort'.

Kritiki MDS glede monetarne politike argumentirajo, da je ekspanzivna monetarna politika prav tako vodila do še večje izgube vrednosti bahta, v drugi polovici 1997, ki je seveda podjetja s tesnimi poslovnimi vezmi s tujino zelo prizadelo in pahnilo v drastično recesijo ali celo bankrot. Nadalje velja, da restriktivna monetarna politika lahko prepreči inflacijske tendence, ki so povezane z drastično deprecijacijo domače valute. Kot omenjeno, pa se v primeru, da se s pomočjo višanja obrestnih mer ne omeji deprecijacije, lahko panika in problemi institucij samo še povečajo.

Stanley Fisher (The Economist, 1998: 23) je obdolžil in preložil odgovornost za nadaljnjo drastično izgubo vrednosti bahta v letu 1997 na tajsko vlado. Tajska po njegovem mnenju namreč ni dovolj hitro dvignila obrestnih mer in jih je kasneje tudi prezgodaj znižala. Prezgodnjo nižanje obrestnih mer pa povzroči zgolj poslabšanje krize. Države morajo napraviti lastno valuto privlačno za naložbe in to pomeni začasno zvišati obrestne mere, tudi če ima zvišanje za posledico poslabšano situacijo v bankah in podjetjih. Šele ko se zaupanje spet povrne, se lahko obrestne mere postavijo na normalnejšo raven.

Na koncu je mogoče argumentirati oziroma zaključiti, da je bila monetarna politika MDS-a neprimerna in da je pripomogla k dodatnemu zaostrovanju krize. Po mojem mnenju cilj MDS-a, da bi hitro stabilizirali tečajno vrednost bahta, ni bil dosežen. Stanley Fisher je tudi poudaril, da bi brez pomoči MDS-a kot mednarodnega poizkusa stabilizacije azijskega gospodarstva, azijske valute še bolj deprecirale kot dejansko so (Fisher 1998). Temu argumentu ni mogoče ugovarjati. Tajska bi bila brez vsakršne pomoči na dolgi rok verjetno še na slabšem. Na drugi strani pa je naloga MDS-a, da ko pride do krize, le te čim hitreje reši in prepreči njihovo nadaljnjo širitev. In v tem primeru je bil MDS neuspešen.

### 5.1.3 Strukturna politika

Radelet in Sachs menita, da je zahteva po hitri rekapitalizaciji bank poslabšala njihovo likviditetno sposobnost. Institucije, ki niso imele dovolj kapitala za preživetje, so bile predane državnim kontrolam. Izgube, nastale na podlagi deprecijacije valute in drastično povečanje neodplačanih kreditov, sta kapitalsko osnovo tajskih bank še izrazito poslabšala. Da bi banke lahko še naprej delovale neodvisno, so bila posojila omejena, kar pa je na drugi strani imelo negativne posledice na podjetniški sektor (Radelet in Sachs 1998: 44).

V splošnem naj bi banke, ki imajo začasne likvidnostne probleme dobile kapitalsko pomoč iz strani 'lender of last resort'. Kadar nastanejo ti problemi na podlagi izgube vrednosti valute in ne na podlagi prevelikega zadolževanja in neodgovorne kreditne politike institucije same, potem naj bi bila naloga države pomagati takšnim institucijam. Seveda je v tem primeru potrebno ponovno izpostaviti problem moralnega tveganja.

Ko je Tajsko leta 1997 zaprosila MDS za pomoč, so bile en izmed zahtevanih ukrepov tudi strukturne reforme. Tako se postavi vprašanje, kako je možno, da je bilo poročilo MDS-a glede Tajske ekonomije le par mesecev pred krizo izredno pozitivno. Sachs je izjavil, da se črnilo še ni niti posušilo na letnem poročilu MDS-s iz leta 1997, kjer so bile Tajsko in njene sosede ocenjene zelo visoko glede ekonomskega upravljanja (Radelet in Sachs 1998:16).

Kakorkoli, politika MDS-a je bila, da je potrebno nesolventne institucije ukiniti, da se olajša in pospeši obnova zaupanja in tako prepreči propad celotnega finančnega sistema. Slabe institucije, ki pa so sposobne preživeti, pa je potrebno prestrukturirati. Vendar se tukaj postavi vprašanje; kadar so strukturno-politični ukrepi v splošnem dolgoročno orientirani, ali ima MDS sploh legitimacijo zahtevati takšne ukrepe. Namreč MDS priskrbi finančna sredstva za kratek rok, od države pa zahteva dolgoročne strukturne in politične spremembe. MDS tako posega v notranjo suverenost države. Takšno mnenje zagovarja tudi Feldstein (1998: 27), ki trdi, »da MDS ne bi smel izrabiti priložnosti, da zahteva katerekoli druge ekonomske spremembe, ki se ne navezujejo nujno na problem plačilno-bilančnega ravnotežja in so na drugi strani odgovornost političnega sistema države«.

Eden izmed naslednjih nujnih ukrepov je bilo sprejetje reform glede nadzora nad bankami in striktna regulacija le teh. S tem bi se posledično zmanjšalo moralno tveganje, ki se z dodatnim zagotavljanjem sredstev s strani MDS-a samo povečuje in s tem omogoča zaostrovanje krize.

V primeru Tajske in drugih držav v regiji, je bil problem prav to, da je MDS zagotovil finančna sredstva za uravnoteženje plačilno-bilančne krize, ki pa je imela svoj izvor v kapitalnem računu. MDS je tako postavil popolnoma napačno diagnozo s tragičnimi posledicami. Poudarek na uravnoteženi plačilni bilanci brez upoštevanja razmer na notranjem gospodarskem področju je bil drugi bistven problem MDS-a. Posledice vseh teh ukrepov so pripeljale do prisilnega zmanjšanja uvoza, kar se je izrazito pokazalo na notranjem gospodarskem področju (izrazit padec gospodarske rasti, nezaposlenost). Ne gre pa zanemariti, da so na drugi strani tudi garancije države tako domačim kot tujim kreditojemalcem neprimerno zaščitile upnike pred izgubami in tako povečale probleme moralnega tveganja.

Če povzamemo program MDS-a na Tajskem lahko izpostavimo štiri glavne razloge, zakaj je bil program le delno ali popolnoma neuspešen.

- **MDS ni izkoristil svojega položaja**, da bi s svojim vedenjem preprečil paniko tujih investorjev. To pa nadalje dokazuje, da je intervencija MDS-a temeljna, ne pa samo delen popravek celotnega sistema. Države se namreč obrnejo po pomoč k MDS-u šele takrat, ko ne vidijo več nobene druge rešitve krizne situacije. Šele ko jim je dostop na mednarodne trge onemogočen, se države obrnejo na 'lender of last resort'. Akterji na mednarodnih finančnih trgih pa takoj povežejo zahtevo po MDS-ovi pomoči, z ugotovitvijo, da je država tik pred bankrotom. Na podlagi tega dejstva pride do preventivnega umika kapitala iz te države, saj je gospodarska prihodnost kljub pomoči MDS-a precej negotova. Na podlagi tega je mogoče tudi razložiti nenadno znižanje bonitetnih ocen s strani agencij. Šele ko se bodo države pripravljene preventivno obrniti na MDS bo mogoče to dilemo izključiti. Da pa se takšna situacija ne bi zmeraj dogajala, bo moral MDS spremeniti svojo politiko in bolj upoštevati potrebe držav v krizi.
- Zaupanja v Tajsko gospodarstvo ni bilo mogoče pridobiti tudi zaradi **nasprotujoče si fiskalne in monetarne politike**. Ti 'klasični' ukrepi MDS-a vsekakor niso pripeljali do željenih rezultatov. Da bi kratkoročno pridobili zaupanje tujih investorjev bi bila potrebna podpora države v najširšem smislu, kot na primer državne garancije za odplačilo privatnih dolgov, kakor tudi ekspanzivna, gospodarsko stimulirajoča fiskalna politika.

- **Nenadno zaprtje številnih finančnih institucij** tudi ni pripomoglo k povrnitvi zaupanja v Tajski finančni sistem, temveč prej izgubo, ki se je odražala v odlivu kapitala. Situacija je bila že v splošnem negotova in zato je po mojem mnenju še toliko bolj nerazumljivo in neodgovorno umetno povzročati paniko.
- Četrty razlog zakaj prvotni program ni uspel povrniti zaupanja, pa sta omenila tudi Radelet in Sachs (1998: 38), in sicer **ni bilo transparentnosti**. Program ni bil javno objavljen in predstavljen. Šlo je samo za nekatere povzetke osnovnih ukrepov, brez vsakršnih natančnih podatkov. Kako bi se naj torej odliv kapitala ustavil, če ni bilo dostopa niti do osnovnih izpostavljenih točk? Šele decembra 1997, torej skoraj štiri mesece po prvem pismu namere so bili predstavljeni natančni ukrepi MDS-a.

Vendar seveda krivde same ni mogoče prenesti samo na MDS. Nesporno je, da so različni gospodarski in politični dejavniki Tajske pripomogli k valutni in kasneje finančni krizi. Še posebej se to nanaša na odnos med deviznimi rezervami in kratkoročnim zadolževanjem v tujih valutah.

Tajski vladi je nadalje mogoče tudi očitati, da ni vpeljala primernih kontrolnih mehanizmov, in tako omejila kredite privatnega sektorja v tujini. Prav tako pa so bile podcenjene tudi nevarnosti, ki jih prinese liberalizacija finančnega sektorja. Vendar tako dolgo, dokler najpomembnejša svetovna finančna institucija, MDS, ne izrazi nobenih kritik glede liberalizacije kapitalskih tokov, je seveda nemogoče pričakovati, da bo država sama sprejela ukrepe glede kreditiranja v tujini, slednje tako omejila in posledično povzročila manjšo gospodarsko rast.

MDS je poskušal to kritiko zavrnilo z argumentom, da je Michael Camdessus že od leta 1996 opozarjal na nujnost zmanjšanja plačilno-bilančnega primanjkljaja in izboljšanje finančnega sektorja (Far Eastern Economic Review, 25. september 1997, 66). Kakorkoli, očitno je, da MDS ni jasno opredelil nevarnosti takšnega početja. Vse skupaj je še manj verjetno, če se spomnimo, da je MDS še v začetku leta 1997 v svojem letnem poročilu Tajsko ocenil izredno pozitivno in jo dajal za vzgled. Potem je manj presenetljivo, da so bili predlogi reform vzeti zelo neresno.

Zato je na koncu mogoče negirati izjavo Stanley Fisherja, da so problemi azijskih držav, ki so se znašle v krizi, predvsem posledica domačih politik (Fisher, 1998).

## 5.2 MALEZIJA – USPEŠNOST UVEDBE NADZORA KAPITALA

Z razliko od Tajskega pristopa reševanja krize s pomočjo MDS, se bom sedaj osredotočila na Malezijsko reševanje krize, kar pomeni vpeljavo nadzora kapitala.

Malezija je po vpeljavi nadzora kapitala septembra 1998 hitro okrevala. Glede na to, da sta v istem času okrevali tudi Tajska in Koreja, je bilo moč interpretirati, da ukrep ni igral bistvene funkcije. Vendar se je finančna kriza poleti 1998 v Maleziji šele poglobljala, medtem ko se je stanje bistveno spremenilo na Tajskem in tudi v Koreji (tudi Koreja je namreč zaprosila za pomoč MDS). Izboljšanje situacije na Tajskem in slabšanje v Maleziji prikazuje tabela 2, kjer je mogoče razbrati, da je menjalni tečaj ringita še naprej slabel, medtem ko je baht že okrevl.

**Tabela 2: Menjalni tečaj Tajske in Malezije in njegova deprecijacija glede na USD, 1997 – 2000**

|               | <i>Menjalni tečaj (mesečno povprečje)</i> |                  |                  |                  | <i>Depreciacija (v %)</i>       |                                |                                |
|---------------|---|------------------|------------------|------------------|---------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
|               | <i>Jan. 1997</i>                          | <i>Jan. 1998</i> | <i>Jul. 1998</i> | <i>Jul. 2000</i> | <i>Jan. 1997-<br/>Jan. 1998</i> | <i>Jan. 1997-<br/>Juy 1998</i> | <i>Jan. 1997-<br/>Juy 2000</i> |
| <b>Baht</b>   | 25.72                                     | 53.12            | 41.22            | 39.29            | 106.5                           | 60.3                           | 52.8                           |
| <b>Ringit</b> | 2.491                                     | 4.363            | 4.151            | 3.800            | 75.2                            | 66.7                           | 52.6                           |

Vir: prirejeno po Jomo (2001: 285).

Mnenje, ki ga bom povzela je, da je šlo za časovni zamik in različne tehnike reševanja krize v Maleziji. V primerjavi s programom MDS-a na Tajskem lahko ugotovimo, da je politika Malezije rezultirala v hitrejšem gospodarskem okrevanju, manjši nezaposlenosti in hitrejšem obratu na borznem trgu.

Vprašanje, ki se postavlja pri analizi ukrepov Malezije je ali se je Maleziji izplačal takšen ukrep? Malezija je namreč po septembru uspešno okrevala, vendar kot rečeno sta tudi Tajska in Koreja, ki pa sta imeli precej bolj ortodoksen pristop. Leto kasneje je bilo mogoče zagotovo

trditi, da se pesimistična predvidevanja o posledicah vpeljave nadzora kapitala niso uresničila. Prej je bilo mogoče govoriti o zgodbi uspeha.

Kakorkoli, v zadnjih letih je mogoče opaziti vedno večje pozitivne tendence v smeri nadzora kapitala. Gre za preudaren ukrep, ki naj bi preprečil naraščanje kratkoročnega tujega dolga, predvsem v državah v razvoju, oziroma v državah z nizkimi prihodki, ki nimajo kapacitete, da bi vzpostavile sofisticiran finančni režim nadzora. Na drugi strani pa še vedno obstaja kontroveržno mnenje ali je nadzor kapitala kot ukrep za rešitev krizne situacije primeren ali ne. Kot je poudarjeno v »drugi generaciji«<sup>11</sup> modelov finančnih kriz, se lahko država sooči s paniko investorjev in posledično z drastičnim zmanjšanjem deviznih rezerv, kljub močnim gospodarskim osnovam. V tej situaciji lahko začasna suspenzija konvertibilnosti kapitalskega računa ustavi drastičen odliv in tako da vladi manevrski prostor za nadaljnje odločitve. Seveda pa obstaja tveganje, da se nadzor kapitala pokaže kot neučinkovit, nadalje spodkopava zaupanje v trg in je lahko uporabljen za odlašanje sprejetja nujnih prilagoditev.

Da bom lahko dokazala relativen uspeh Malezijskega ukrepa, bom ocenila nadzor kapitala iz štirih različnih, vendar vseeno komplementarnih perspektiv.

Če torej najprej pogledamo iz finančne perspektive, si je potrebno zastaviti vprašanje ali je nadzor uspel odrezati Malezijski finančni trg od 'offshore' trgov in mednarodnih kapitalskih trgov? Dvomi, da bo ukrep lahko uspešen na tem področju, so bili številni.

Dvomi se seveda niso uresničili. Vlada ni imela nobenih težav, da je drastično znižala obrestne mere in stabilizirala devizni tečaj ter preprečila vzporeden pojav črnega trga tujih valut. Tudi eno izmed poročil MDS-a je pripeljalo do zaključka, da je ukrep bil učinkovit v eliminiranju trgovanja z ringitom izven Malezije in v zatiranju špekulativnih napadov, ne glede na sproščanje restriktivne monetarne in fiskalne politike (Ariyoschi 1999: 50-51).

Naslednja perspektiva je bolj ekonomska: ali so nadzori (skupaj s sproščeno fiskalno in monetarno reflacijo ter fiksnim deviznim tečajem) omogočili hitrejšo okrevanje in pa superiorni ekonomski razvoj? V osnovi gre za vprašanje ali bi bila Malezija na boljšem, če bi takoj na začetku krize sledila ortodoksni MDS-ovi poti, kakor so storile njene sosede?

---

<sup>11</sup> Ta model predvideva, da trg sam uravnava situacijo, ko država z restriktivno monetarno politiko ohranja trden devizni tečaj, ki pa zvišuje nezaposlenost. V tem modelu je lahko špekulativni napad na valuto posledica napovedi poslabšanja gospodarske situacije ali pa preprosto predvidevanja (Mrak 2002: 609).

Prav tako ne smemo zapostaviti širšega političnega konteksta, ki se je prepletal z vpeljavo ukrepa nadzora kapitala. Nasprotniki nadzora argumentirajo, da takšen ukrep poveča možnosti političnega izrabljanja. Možnost korupcije je v tem kontekstu večkrat uporabljena. V primeru Malezije ni mogoče zaznati kakršnegakoli povečanja korupcije – nadzori so bili vpeljeni transparentno in z neverjetno učinkovitostjo. Vendar Jomo (Jomo 2001, 215) opozarja, da je prišlo do naraščanja 'režimskega kronizma'. Odprte možnosti so bile namreč izkoriščene iz strani vladno tesno povezanih poslovnih interesov. Nadzori kapitala so bili del t.i. paketa, ki se je osredotočil na reševanje prijateljev režima, ponavadi na račun vseh. Jasno je tudi, da je ukrep olajšal Mahathirju, da je odpustil in ponižal svojega političnega tekmeca, Ibrahim Anwarja. Pravzaprav je bil Anwar odpuščen samo nekaj ur preden so 2. septembra fiksirali ringit. Potrebno je torej upoštevati negativne implikacije, ki jih je imelo politično vodstvo.

Na koncu pa ne smemo pozabiti dolgoročne perspektive. Tudi če so bili nadzori kapitala uspešni na kratek rok je mogoče, da se njihove dolgoročne ekonomske posledice pokažejo kot škodljive. V primeru Malezije je potrebno posebej izpostaviti zaskrbljenost glede vpliva tujih neposrednih investicij (TNI). Namreč TNI so igrale pomembno vlogo v uspešni gospodarski rasti Malezije in dolgoročna izguba TNI bi bila slaba novica. Časovna distanca omogoča pogled v vprašanje ali so omogočile hitrejšo okrevanje. Kakorkoli pa ostaja odgovor nejasen. Vpeljava nadzora kapitala je sovpadla s splošnim izboljšanjem situacije v regiji. Tajski ekonomski indikatorji so se večinoma izredno izboljšali prav v času, ko je tudi Malezija začela okrevati. Vendar je pri takšni primerjavi nujno potrebno upoštevati časovni zamik. V začetku septembra 1998 se namreč nista ne Tajska ne Koreja soočali z neizbežno finančno krizo. Obe sta šli skozi program MDS-a (ali številne programe), ki so sicer z določeno zamudo, vendar vseeno povrnili določeno zaupanje v ekonomijo. Njune ekonomije so se začele izredno izboljševati, v obeh državah so obrestne mere padle, valuta je aprecirala in devizne rezerve so začele naraščati.

Situacija v Maleziji je bila prav nasprotna. Malezijska vlada je vpeljala nadzor kapitala v septembru 1998 prav zaradi prepričanja, da je njihova politika nemočna nasproti intenzivnemu in neprestanemu pritisku špekulativnih napadov na ringit. Da je bilo to res potrjujejo podatki glede velikih razponov obrestnih mer na Malezijskem trgu in t.i. offshore trgu. Na zunanjih trgih so bile obrestne mere namreč med 20 in 40 %, v nasprotju so bile

domače obrestne mere stabilne na ravni 2,5 %. Razlika v obrestnih merah je seveda posledično povzročila masiven odliv kapitala (Kochhar 1999: 62). Razširile so se govorice, da bo Malezija naslednja, ki bo prešla pod MDS.

Kritiki MDS-a so trdili, da so njegovi programi povzročili krizo v regiji in še povečali finančno paniko (predvsem v prvih mesecih) in sicer predvsem z restriktivno monetarno in fiskalno politiko, z zahtevami po zaprtju bank, drastičnimi strukturnimi reformami in s tem, da niso izvajali dovolj pritiska za čimprejšnjo poravnavo odplačevanja kreditov. Časovni zamik je pokazal, da je bila Malezijska politika bolj uspešna v doseganju takojšnjega znižanja obrestnih mer, stabilizaciji valute in miritvi finančne panike. To je dalo predvsem kratkoročno upanje, da se bančni sistem ne bo sesul in da ne bo prišlo do spiralne devalvacije. Posledično je sledilo tudi večje zaupanje v trg in fiskalna politika je bila v ravnotežju. Vse to je pripeljalo do večje potrošnje in drugih gospodarskih aktivnosti.

Iz tega je mogoče zaključiti, da sta bila dva kanala, preko katerih je nadzor kapitala deloval:

1. Standardna Keynesianska politika, kar pomeni, da je prišlo do večjega povpraševanja, implementiranega preko ekspanzionistične monetarne in fiskalne politike.
2. Drugi in verjetno bolj operativni kanal pa je bil umik delne negotovosti glede finančnega sistema in menjalnega tečaja, ki je bil osnovni krivec za zmanjšanje zaupanja in gospodarske aktivnosti.

Nadzor kapitala je dvignil povpraševanje na eni strani zato, ker je vladi dovolil več fiskalne in monetarne avtonomije, na drugi strani pa verjetno zato, ker je povrnil stabilnost na finančne trge.<sup>12</sup>

Potrebno pa je dodati, da je Malezija s tem, ko je izbrala nadzor kapitala namesto programa MDS, izgubila možnost velike finančne injekcije, ki jo je dobila Tajsko. Tako je celo bolj presenetljivo, če upoštevamo časoven zamik, da je politika Malezije bila toliko bolj uspešna kot Tajsko, Malezija namreč v nasprotju s Tajsko ni dobila nekaj milijard dolarjev posojil. Kako bi nadzor kapitala deloval v primeru, da bi bil spodbujen z milijardami dolarjev posojil, tako ostaja le vprašanje.

---

<sup>12</sup> Varnosten ukrep za varčevanje je, da se zmanjša negotovost v trge, kar nato vodi v večjo potrošnjo (Abbott 2003, 92).



Upoštevanje časovnega zamika nam omogoča bolj natančno ocenitev učinkov nadzora kapitala. Druga alternativa je bila namreč, da Malezija ne bi sedela in čakala na okrevanje, temveč bi prav tako kot sosednje države nekaj mesecev pred njo, zaprosila za ortodoksen program MDS-a.

Literatura zajema več argumentov zakaj je bila Malezija uspešnejša v okrevanju, eden izmed teh je, da Maleziji ni grozila takšna ekonomska kriza kot npr. Tajski in Koreji. To seveda delno negira argument časovnega zamika, saj naj bi torej šlo za različno stopnjo krize namesto različnega odziva politik med Malezijo in Tajsko. Malezijski ekonomski problemi naj bi tako bili na eni strani posledica verbalnih izpadov Mahathirja. Druga verzija pa je, da je bila kriza posledica politične negotovosti, ki je izhajala iz notranjega političnega boja za oblast med Mahathirjem in Anwarjem. Oba vira problemov sta bila rešena z uvedbo nadzora kapitala in odstavitvijo Anwarja iz vlade, 2. septembra 1998 (Pempel 1999). Torej naj bi bili politični problemi v Maleziji precej bolj ekstremni kot je bil to primer na Tajskem, kjer je bil finančni sektor v mnogo slabšem stanju. Kakorkoli gledano je jasno, da je bila Malezija v času uvedbe nadzora kapitala soočena z resno ekonomsko krizo, ki je bila popolnoma primerljiva s krizo na Tajskem in je več kot prešla pritisk finančnega trga na ringit.

Naslednji argument je, da je Malezija okrevala zaradi izboljšanja zunanjega okolja. To je tako rekoč standardni pogled na okrevanje Malezije in podala sem že nekaj razlogov zakaj to ne drži popolnoma. Prvič ni razvidno, da je Malezija veliko pridobila zaradi vrnitve zaupanja investitorjev v regijo, kar se je septembra že dogajalo v sosednjih državah. Finančni indikatorji so namreč šli v nasprotno smer kot na Tajskem. Tudi če bi pustili Anwarjev odhod iz vlade ob strani ni razlogov za predvidevanje, da bi se položaj v kratkem izboljšal. Na primer položaj Indonezije se kljub MDS-u ni obrnil navzgor, kot tudi ni kazalo pozitivno za Rusijo in Brazilijo, kjer je nekaj mesecev kasneje prav tako sledila finančna panika in zatem kriza. Drugič, tudi če bi predvidevali, da bi se pritisk na ringit počasi zmanjšal ni jasno, zakaj bi Malezija profitirala zaradi vrnitve zaupanja v regijo potem, ko je uvedla nadzor kapitala in se tako izolirala od pogojev mednarodnih finančnih trgov. Težko je argumentirati, da nadzor kapitala na eni strani izolira ekonomijo od ugodnosti finančnih trgov in na drugi strani trditi, da vsak uživa enake ugodnosti trgov ne glede na to, če obstaja nadzor kapitala ali ne.

Naslednji argument, ki se ga pogosto zasledi je, da je Malezija okrevala zaradi t. i. »MDS-ove politike brez MDS-a«, ki jo je Anwar izvajal v letu 1997 . Ti ukrepi naj bi imeli pozitivne

rezultate in okrevanje naj bi bilo pozen učinek omenjene politike in ne nadzora kapitala. Kot sem že omenila, obstajajo le redki dokazi, ki bi lahko nakazali, da je bila realna ekonomija tik pred obratom navzgor. Če karkoli, je mogoče trditi, da je gospodarstvo drselo globlje in globlje.

Ni mogoče zanikati, da je Malezija z odlašanjem sprejetja aktivne politike reševanja sama sebi poslabšala situacijo in da bi situacija bila manj kritična, če bi jo začela reševati pred septembrom 1998, vendar je to dejstvo precej irelevantno, saj so vse države v regiji izkusile svoj delež samoškodovanja.

Ali bi bilo bolje, če bi Malezija leta 1997 zaprosila MDS za pomoč, namesto, da je čakala do septembra naslednjega leta? Mogoče. Vendar je na podlagi argumentov, ki sem jih izpostavila mogoče trditi, da bi Malezija okrevala precej bolje, če bi le prej uvedla nadzor kapitala –to bi bilo bolje kot zgodnja pomoč MDS-a.

Moje trditve temeljijo predvsem na dejstvih, da je bila Malezijska politika poleti 1998 negotova in neprimerna, da se je pritisk na ringit povečeval, da padec ekonomije ni kazal preobrata navzgor sam od sebe in da je bil realistična alternativa nadzoru kapitala program MDS-a, kot so ga sprejele druge države v regiji. Prav tako pa iz razprave nisem izpustila zunanjih dejavnikov. Še vedno ni mogoče trditi, da je nadzor kapitala uspešen ukrep v času finančne krize nasploh, vseeno pa lahko rečem, da je v Maleziji bil uspešen.

## 6 ZAKLJUČEK

Pozornost za dogajanja na malezijskem polotoku leta 1997-98 mi je vzbudilo delo Thomasa Friedmana, »The Lexus and the Olive Tree«, kjer je bila azijska kriza opisana in vpeta v zgodbo globalizacije. Zaradi vedno širše dimenzije mednarodnih odnosov se mi je zdelo zelo pomembno natančneje preučiti dogodke, ki so sesuli tako uspešen model ekonomskega razvoja in dejstvo, da azijska kriza ni bila omejena le na Azijo, temveč je vase potegnila tudi Rusijo, Južno Afriko in Brazilijo in nenazadnje vplivala tudi na trge Severne Amerike in Evrope. Spremembe se niso ustavile na lokalnih in mednarodnih finančnih trgih, sledili so namreč tudi številni politični pretresi.

Azijska kriza je bila pomembna prelomna točka v zgodovini azijske regije. Razlogi za to so bili na eni strani notranji, kot so obstoj »družinskih« podjetij, korupcije, precenjenih nepremičnin, slabo vodenih bank, ter visoka zunanja zadolženost, čemur je sledil visok plačilno-bilančni primanjkljaj. Na drugi strani so bili zunanji dejavniki, kot npr. apreciacija dolarja ter posledične valutne špekulacije. Najprej je to povzročilo težave v finančnem sektorju, nato pa je sledil zlom celotnega gospodarstva. Tajski so sledile Indonezija, Južna Koreja in Malezija, nekoliko manj pa so bila prizadeta gospodarstva Tajvana, Filipinov in Singapurja.

Zaradi različne stopnje prizadetosti, različnih režimov in politik, je bilo pričakovati, da so bili tudi načini reševanja različni, kar se je navezovalo predvsem na nejasnost vzrokov krize. Medtem, ko se je Tajska popolnoma podredila diktatu MDS-a, ki je reševal situacijo s svojo neoliberalno filozofijo; uvedba restriktivne fiskalne in monetarne politike ter rekonstrukcija celotnega finančnega sistema, je Malezija nasprotovala intervenciji MDS-a in je višje obrestne mere utrdila z uvedbo nadzora kapitala. Moja hipoteza, ki sem jo izpostavila na začetku naloge, da so finančni paketi MDS-a bili v primeru Tajske neuspešni in so situacijo v prvem letu le še poslabšali, je tako delno potrjena. Alternativna rešitev, ki jo je prevzela Malezija, je bila uspešnejša. Fiskalna in monetarna politika MDS-a sta bili v prvem letu neprimerni in sta še pripomogli k zaostritvi krize. S tem cilj MDS-a, da bi hitro stabilizirali situacijo na Tajskem, vsekakor ni bil dosežen.

Tem dejstvom ne gre oporekati, vendar na koncu tudi ni moč zaključiti, da bi bila Tajska na boljšem, če bi se izognila pomoči MDS-a. Zakaj? Tajski finančni sistem je bil v precej

slabšem stanju kot Malezijski in težko je verjeti, da bi se sama lahko izklopala iz krize, v razmeroma kratkem času, kot Malezija. Finančni paketi MDS tako vsekakor niso bili popolni, vendar še zmeraj boljši kot nič. Strukturnim problemom se ni bilo mogoče izogniti in brez vmešavanja MDS-a bi regiji verjetno grozila še večja kriza. Številne kritike, ki so bile omenjene tudi v nalogi, so imele v večini primerov skupni imenovalec. Težava je bila predvsem, da je MDS nove oblike finančnih kriz reševal s »starimi sredstvi«. Ker so moderne krize v veliki meri krize kapitalskih računov, bi morali oblikovati programe okrevanja tako, da bi le ti neposredno vplivali na kapitalske račune. V primeru azijske krize, natančneje Tajske, je MDS vpeljeval finančne pakete, ki so bili oblikovani za krizo v Latinski Ameriki v 80-ih. Restriktivna fiskalna in monetarna politika sta tako bili delno irelevantni za strukturne probleme, na drugi strani pa takšni ukrepi delujejo prepočasi na drastične odlive kapitala. Ena izmed rešitev je v tem primeru, da ustavimo odliv kapitala, to pa je možno samo tako, da preprečimo odliv kapitala na kratek rok. Prav to je uvedla Malezija in utrpela manjše izgube.

Prehitra liberalizacija finančnih trgov na eni strani in neregulirani ter nenadzorovani trgi na drugi strani so bili za novo industrializirane države prevelik zalogaj. Iz tega je tudi razumljivo, zakaj je prišlo do načrtov za ustanovitev Azijskega monetarnega sklada in do osnutkov reform MDS-a.

Spremenjena vloga mednarodnih finančnih institucij, predvsem spremembe v MDS-u in WTO po azijski krizi, ne potekajo ravno v smeri lažjega obvladovanja prihodnjih kriz. Odprti kapitalski računi in prost pretok kapitala otežujejo oblikovanje ukrepov za preprečitev prihodnjih finančnih kriz in vpeljavo učinkovitih finančnih ter socialnih varnostnih mrež na nacionalni ravni. Sodelovanja med MDS in različnimi vladami v preteklosti niso uspela preprečiti finančnih neravnovesij. Vedno več je valutnih in finančnih kriz, namesto da bi jih s finančno liberalizacijo v zadnjih dveh desetletjih bilo manj.

Premalo pozornosti se posveča politikam držav v razvoju, predvsem s strani glavnih ekonomskih velesil. Njihova stabilnost oziroma nestabilnost valut vpliva na menjalne tečaje drugod po svetu, še posebej na tečaje držav v razvoju, ki so svoje nacionalne valute vezale na ameriški dolar, jen in v zadnjih letih tudi na evro. Nekateri avtorji ugotavljajo, da so bile vse krize razvijajočih trgov v zadnjih petindvajsetih letih povezane z velikimi spremembami menjalnih tečajev glavnih industrijskih držav. Razvijajoče države so v splošnem nesposobne vzdrževati stabilnost lastnih menjalnih tečajev, medtem ko glavne svetovne valute beležijo

velike fluktacije. Zato je v prihodnje koordinacija valut med ZDA, Evropo in Japonsko nujno potrebna tako za njihovo lastno stabilnost kot tudi za druge valute po svetu.

Od azijske krize naprej potekajo mednarodne razprave glede mednarodnih finančnih reform, ki bi preprečile prihodnje krize in zagotovile večjo transparentnost in dotok informacij. Vendar ni nobenih dokazov, da bo večji dotok informacij preprečeval bodoče krize, predvsem ker bi le te naj prišle predvsem s strani vlad razvijajočih se držav. Iz razprave pa se izpuščajo reforme številnih finančnih trgov, predvsem tistih, ki obsegajo najbolj vplivne institucije in 'offshore' trge.

Globalni sistem nadzorov naj bi vključeval diverzifikacijo nacionalnih določil kot tudi regionalnih dogovorov. Vendar je trenutno favoriziran pristop teh regulacij oblikovanje mednarodnih standardov, ki bi jih države naj implementirale in izvajale. Takšni standardi so bili v zadnjih letih določeni iz strani Banke za mednarodne poravnave (BIS), ki služi bankam OECD ekonomij. BIS je mednarodnim poslovnim bankam predpisala razmerja kapitalskih poravnav, vendar je bil nadzor prepuščen centralnim bankam posameznih držav. Problem je, da 'one-size-fits-all' pristop izpušča pomembne razlike med gospodarstvi in njihovimi politikami ter s tem spodkopava učinkovitost pristopa.

Na področju upravljanja kriz, je šele azijska kriza izpostavila pomembnost zagotavljanja mednarodne likvidnosti s kar najhitreje zagotovljenimi finančnimi paketi državam, ki jim grozi zlom. Takšni ukrepi mednarodne likvidnosti so trenutno onemogočeni zaradi naslednjih dejavnikov:

- Multilateralne institucije v splošnem nimajo na razpolago nujnih finančnih sredstev. Samo MDS ima konkreten program reševanja kriz, vendar nima potrebnih skladov, ki so zbrani šele po začetku krize s strani glavnih posojilodajalcev.
- MDS je naložil po meri ukrojene pogoje, denimo zapiranje nezdravih finančnih institucij. Vendar je MDS obravnaval le nekaj vidikov krize, ne pa vseh. Ker so bili različni vidiki medsebojno povezani, jih ni bilo mogoče obravnavati ločeno. Izkušnje azijske krize kažejo, da so ti 'ukrojeni' pogoji še posebej zaostriili makroekonomsko krizo.

- Finančni paketi bi morali podpreti valuto nasproti špekulacijam in ne čakati, da valute najprej doživijo zlom, nato pa so finančni paketi uporabljeni za odplačevanje upnikov. Natančneje rečeno, valut ni bilo mogoče stabilizirati, dokler ni bilo nič storjeno glede problemov z dolgovi.

Prevladujoče mnenje zagovornikov MDS-ovega pristopa je, da je naloga MDS-a pomagati pri obvladovanju likvidnostne krize, medtem ko je strukturne probleme najbolje prepustiti državi sami. Moje mnenje je nasprotno. Likvidnostne krize so neločljivo prepletene s strukturnimi neravnotežji; ni jih mogoče popraviti le s tem, da državi posodimo še več denarja. Ko postanejo tako banke kot tudi korporacije prezadolžene, je potrebno povečanje lastnih sredstev. Takšno pot je želela ubrati Malezija, tik preden so ji bonitetne agencije znižale oceno in je to postalo nemogoče. V kriznih razmerah namreč niti nov delniški kapital niti dodatni krediti niso zlahka na voljo.

Po drugi strani se je neuspeh pri razreševanju problema zadolženosti izrazil v pobežljanih valutah in neprijaznih obrestnih merah, zaradi česar so posojilojemalci postali plačilno nesposobni, države pa so zdrsnile v globoko gospodarsko krizo. Po vsem sodeč je v tem sistemski problem in MDS je tako postal del problema, ne pa del njegove rešitve.

Vse to poudarja nujnost razumevanja novodobnih kriz, saj jih bo le tako mogoče v današnjem globalnem svetu čim hitreje odpraviti in s tem preprečiti stopnjevanje negativnih učinkov. Kako lahko v prihodnje preprečimo takšne krize? Predlagani ukrepi, kot je boljši pretok informacij in večja transparentnost, bodo vsekakor implementirani skozi čas, že zaradi napredka tehnologije in večje globalne povezanosti in odvisnosti držav. Vprašanje je sicer ali lahko več informacij in večja transparentnost preprečijo krize ali jih na drugi strani celo spodbudijo.

Vsaka nadaljna kriza privede do novih spoznanj in nadaljnjih regulacij globalnega finančnega sistema. Res je, da je bila azijska kriza t.i. 'wake-up call' in da je od vseh dosedanjih kriz najbolj pretresla finančne trge. Pozitivne strani krize pa je bilo mogoče videti na političnem področju. Kriza je popolnoma reorganizirala Tajsko politiko in pripeljala celo do nove ustave. Ob tem, ko se je Tajska odprla mednarodnim trgov in njihovim rešitvam, se je Malezija namenoma zaprla pred mednarodnimi kapitalskimi trgi. Njeno dejanje je prineslo začasno

olajšanje v malezijsko gospodarstvo, Mahathirju pa omogočilo, da se je obdržal na oblasti. Zaradi uspešnih rezultatov je mogoče predvideti, da bo takšna usmeritev našla posnemovalce.

Periferija, kot imenujejo trge izven Evrope in Severne Amerike, je prepričana, da obljubljene reforme še dolgo ne bodo implementirane oz. tako dolgo, dokler se ne bo zgodila večja kriza v ZDA ali EU. Veliki načrti v letu 1998 so namreč počasi zamrli, ko se je mednarodni finančni sistem normaliziral.

MDS svojega prioritetnega načrta še zmeraj ni spremenil. Ko nastopi kriza, je prvi ukrep vzdrževanje stabilnosti mednarodnega finančnega sistema. Naslednji ukrep je uvedba neo-liberalnih političnih reform. Okrevanje posamezne države tako pride šele na tretje mesto.

MDS in podobne institucije po mojem mnenju tudi v prihodnje ne bodo sposobne popolnoma preprečiti finančnih, valutnih ali bančnih kriz. Lahko jih bodo verjetno ublažile, popolni sistem pa bi verjetno zahteval svetovno centralno banko. Današnji trgi so preveliki in preveč raznoliki, z razvojem interneta pa so dogajanja na njih postala tudi izjemno hitra. Iz tega sledi, da je težko pričakovati, da bodo v prihodnje trgi imuni na krize. Globalne finančne krize se bodo še naprej dogajale, pomembno bo le, da jih bomo zaznali pravi čas in preprečili njihov negativni učinek. Zakaj jih ne bomo zmožni preprečiti? Zaradi preprostega dejstva, da se današnji svet spreminja z neverjetno hitrostjo, informacijska tehnologija nas prehiteva, države pa ostajajo na različnih nivojih razvoja, odvisno od tega, koliko pač uspejo dohitevati te spremembe in se jim prilagajati. Krize bodo tako še v prihodnje redne spremljevalke razvijajočih se ekonomij. In zato je pomembno, da jih preučujemo, poskušamo razumeti in preprečujemo po najboljših močeh, preden postanejo globalne.

## 7 SEZNAM VIROV

Abbott, P. Jason (2003) *Developmentalism and Dependency in Southeast Asia: The case of the automotive industry*. London: RoutledgeCurzon.

Akyüz, Yilmaz (2000a) »The Debate on the International Financial Architecture: Reforming the Reformers«. Geneva: UNCTAD Discussion Paper 148 (April).

Akyüz, Yilmaz (2000b). »On Financial Instability and Control«. The Hague: FONDAD Conference on Crisis Prevention and Response, 26.-27. junij.

Ariff, Mohamed in Syarisa Y. Abubakar (1999) »Post-crisis Reforms and International Cooperation: The Case of Malaysia«. Honolulu: Conference on Southeast Asian Trade and Economics, 4.-6. March.

Ariyoschi, Akira, in dr. (1999) *Country Experience with the Use and Liberalization of Capital Controls*. Washington D.C.: International Monetary Found.

Asian Development Bank (1997) *Emerging Asia; Changes and Challenges*. Manila in Hong Kong: Oxford University Press

Athukorala, Prema-chandra (1998) Swimming against the Tide: Crisis Management in Malaysia. *ASEAN Economic Bulletin* 15 (3), 281-289.

Bank Negara Malaysia (1997) *Bank Negara Annual Report*. Kuala Lumpur: Bank Negara.

Bank Negara Malaysia (1999) *The Central Bank and the Financial System in Malaysia*. Kuala Lumpur: Bank Negara.

Bhagwati, Jagdish (1998) The Capital Myth. *Foreign Affairs*, 77 (3) (May/June): 7-12.

Bullard Nicola, Bello Walden in Malhotra Kamal (1998) *Taming the Tigers: The IMF and the Asian Crisis*. V Jomo, K.S. (ur.) *Tigers in Trouble*, 85-131. Hong Kong: Hong Kong University Press.

Chang, Roberto in Andrés Velasco (1998) »The Asian Liquidity Crisis«. Cambridge, Massachusetts: National Economic Research, Working Paper 6796.

Dieter, Heribert (1998) *Die Asienkrise: Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds*. Marburg: Metropolis Verlag.

Doner, Richard F. In Ansil Ramsay (1999) Thailand; From Economic Miracle to Economic Crisis. V K.D. Jackson (ur.) *Asian Contagion: The Causes and Consequences of a Financial Crisis*, 171-207. Boulder, CO: Westview Press.

Eatwell, John in Lance Taylor (2000) *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. New York: The New Press.

Feldstein, Martin (1998) Refocusing the IMF. *Foreign Affairs*, 77 (2) (March/April): 20-33.



- Fischer, Stanley (1997) IMF – The Right Stuff. *Financial Times*, 17.12.: 23.
- Fischer, Stanley (1998) In Defense of the IMF. *Foreign Affairs*, 77 (4) (July/August): 103-106.
- Friedman, Thomas (2000) *The Lexus and the Olive Tree*. New York: The Economist Newspaper Group.
- Gavin Brigid in Haegeli Jerome (1999) International Investment Rules and Capital Mobility: Considerations in Light of the Asian Financial Crisis. *Intereconomics*, January/February 1999: 27-38.
- Goldstein, Morris (1998) *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications*. Washington D.C.: Institute for International Economics.
- Government of Malaysia (1999) *White Paper: Status of the Malaysian Economy*. Kuala Lumpur: Government of Malaysia, Economic Planning Unit.
- Groznik, Peter (2004) Slovenija ni Bocvana. *Delo, Sobotna priloga*, 21. februar: 10.
- Haggard, Stephan (2000) *The Political Economy of the Asian Financial Crisis*. Washington: International Institute for International Economics.
- IMF World Economic and Financial Survey (1997) *World Economic Outlook*, december 1997, Washington D.C.
- IMF World Economic and Financial Survey (1998) *World Economic Outlook*, oktober 1998, Washington D.C.
- Johnston, Simon in Todd Mitton (2001) »Who Gains from Capital Controls? Evidence from Malaysia«, Sloan School of Management, MIT, februar 2001.
- Jomo, K.S. (2001) *Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery*. London in New York: Zed Books.
- Kaplan, Ethan in Dani Rodrik (2001) *Did the Malaysian capital Controls Work?* Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Khor K. P., Martin (1997) SEA Currency Turmoil renews Concern on Financial Speculation. *Third World Resurgence* 86: 14-16.
- Kochhar, Kalpana, Barry Johnstone, Michael Moore, Inci Otker-Robert, Scott Roger in Dmitri Tzanninis (1999) »Malaysia: Selected Issues«. International Monetary Fund Staff Country Report 99/86.
- Krugman, Paul (1999) Capital Control Freaks: How Malaysia Got Away with Economic Heresy. *Slate*, 27.september: 8.
- Lane, Timothy (1999) The Asian Financial Crisis: What Have We Learned? *Finance & Development*, 36 (3), september: 44-47.

- Lim, Joon-Young (1999) The Macroeconomics of the East Asian Crisis and the Implications of the Crisis for the Macroeconomic Theory. *The Manchester School* 67(5), 428-459.
- Mahathir, Mohamad (2000) *The Malaysian Currency Crisis*. Kuala Lumpur: Pelanduk Publications.
- Mahathir, Mohamad (1999) *A New Deal For Asia*. Kuala Lumpur: Pelanduk Publications.
- Morrisey, Oliver in Doug Nelson (1998) East Asian Economic Performance: Miracle or Just a Pleasant Surprise? *The World Economy*, 21 (7), 855-880.
- Mrak, Mojmir (2002) *Mednarodne finance*. Ljubljana: GV.
- Pasuk, Phongpaichit in Chris Baker (2000) *Thailand's Crisis*. Bangkok: O.S. Printing House.
- Pempel, T.J. (1999) *The Politics of the Asian Economic Crisis*. Ithaca in London: Cornell University Press.
- Radelet, Steve in Jeffrey Sachs (1998) The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998 (1): 1-90.
- Soros, George (2003) *Globalizacija*. Ljubljana: Učila International.
- Soros, George (1999) *Kriza globalnega kapitalizma*. Ljubljana: Cankarjeva založba.
- The Economist* (1997) 'How Far is Down?', *The Economist*, November 15 – 21.
- The Economist* (1998) 'Asia goes on the Dole', *The Economist*, April 24 – 30.
- The Economist* (1999) 'The road less travelled', *The Economist*, Maj 1 - 7.
- Ule, Metka (1999) *Vzroki, posledice in uporabnost izkušenj azijske finančne krize*. Diplomsko delo. Ljubljana: FDV.
- Zainuddin, Daim (1994) *Daim Speaks His Mind*. Kuala Lumpur: Pelanduk Publications
- Wade, Robert in Veneroso Frank (1998) The resources lie within. *The Economist*, November 7 – 13.
- World Bank (1993) »The East Asian Miracle; Economic Growth and Public Policy«. A World Bank Policy Research Report. New York in Washington D.C.: Oxford University Press.