

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

VZROKI AZIJSKE KRIZE LETA 1997

Ljubljana, junij 2002

PETRA ZIHERL

IZJAVA

Študent/ka _____izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom _____ in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD.....	1
1. VZROKI AZIJSKE KRIZE.....	2
1.1. POTEK AZIJSKE KRIZE	2
1.2. MODELI VALUTNIH KRIZ	4
1.3. PADEC IZVOZA V VZHODNI AZIJI	7
1.4. PRIMANKLJAJ TEKOČEGA RAČUNA PLAČILNE BILANCE VZHODNOAZIJSKIH DRŽAV.....	8
1.4.1. Stopnje investiranja in varčevanja, inflacija in in odprtost azijskih držav.....	12
1.5. KAPITALSKI TOKOVI IN TUJE NEPOSREDNE INVESTICIJE V VZHODNOAZIJSKE DRŽAVE	14
1.6. BANČNI IN FINANČNI SISTEM VZHODNOAZIJSKIH DRŽAV.....	17
1.7. PODJETNIŠKI SEKTOR V VZHODNOAZIJSKIH DRŽAVAH	21
1.8. GOSPODARSKI POLOŽAJ JAPONSKE.....	23
2. POSLEDICE AZIJSKE KRIZE	32
3. REŠEVANJE AZIJSKE KRIZE.....	36
SKLEP	41
LITERATURA	43
PRILOGE	
SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV	

KRATICE

BDP- Bruto domači proizvod

EU - Evropska unija

ILO - International Labour Organization (Mednarodna organizacija dela)

IMF - International Monetary Fund

MDS - Mednarodni denarni sklad

MITI - Ministry of International Trade and Industry (Ministrstvo za mednarodno trgovino in industrijo)

MoF- Ministry of Finance (Ministrstvo za finance)

OECD - Organization for Economic Cooperation and Development (Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj)

PCA - Prompt corrective action

VB - Velika Britanija

ZDA - Združene države Amerike

UVOD

Ekonomski rast vzhodnoazijskih držav po drugi svetovni vojni je bila nepričakovana, a je bila kar nekaj časa hitrejša kot drugje po svetu. Vse te države so vedno znova dosegale 10-odstotno rast BDP-ja. Ključ do njihovega uspeha naj bi bile različne znane politike, strategije in tehnike, ki so jih prilagodili lokalnim razmeram. Leta 1996 so azijski razvojni model celo predlagali za zgled ostalim državam v razvoju.

Kaj je bilo torej tisto, kar je povzročilo finančno krizo leta 1997?

Vzroki se skrivajo v rastočem kratkoročnem zunanjem dolgu, parcialni finančni liberalizaciji, povečanemu koeficientu odprtosti, realni apreciaciji in ekspanziji bančnega kreditiranja (Strašek, 1999, str. 81). Vse to je dramatično povečalo občutljivost teh držav na zunanje šoke oziroma na preobrat v gibanju kapitalskih tokov. Finančna kriza se je formalno začela na Tajskem, maja 1997. Prizadela je vse azijske tigre in posledično tudi ves svet. Njen vpliv je bil neprimerno večji v primerjavi s prejšnjo dolžniško krizo v osemdesetih letih in mehiško krizo v letih 1994 in 1995.

Preenostavno bi bilo trditi, da so azijsko krizo povzročili mednarodni finančni špekulantje s svojimi napadi na tajsko valuto, saj je bil že pred tem velik del azijskega vzpona financiran s tujimi posojili. O tem in še o drugih povodih in vzrokih bomo razpravljali v prvem poglavju, ki zajema obsežnejši in bistveni del diplomske naloge. Za lažje razumevanje mehanizmov pojava finančnih kriz bomo najprej na kratko predstavili modele valutnih kriz, potem pa natančneje opisali vzroke za padec izvoza v Aziji in primankljaj v tekočem računu plačilne bilance. Govorili bomo tudi o kapitalskih prilivih in tujih neposrednih investicijah (ki so bile kar precej prisotne na azijskem trgu), bančnem in finančnem sistemu ter podjetniškem sektorju. Ker je Japonska s svojo bančno krizo v devetdesetih letih v veliki meri prispevala k nastali situaciji, si bomo ogledali tudi položaj te države. Poglavje bomo sklenili z orisom poteka oziroma razvoja azijske krize.

Zadolžitve so bile denominirane v ameriških dolarjih ali pa jenih, kar je z devalvacijo breme dolgov še povečalo. Recesija na svetovnih trgih in podraženi nakupi surovin so povzročili propad mnogih podjetij, kar je povzročilo povečano nezaposlenost in padec dohodka prebivalstva, kar je tematika drugega poglavja. Zmanjšali so se tudi kapitalski prilivi. Govorili bomo tudi o vlogi Mednarodnega denarnega sklada pri reševanju krize. Mednarodni denarni sklad je po mnenju nekaterih v velikem deležu odgovoren za krizo, saj s posojanjem denarja plačilno nesposobnim državam in z zagovarjanjem fiksnega tečaja spodbuja špekulacije.

V tretjem poglavju bomo poskušali nakazati rešitve iz tega položaja, v katerem se je znašla Azija. Potrebne so strukturne reforme, reforme bančnega in finančnega sektorja hkrati s strategijo razvoja človeških virov ter medsebojno sodelovanje prizadetih držav. Opisali pa bomo tudi ekonomski napredek držav v letih po krizi. Borak npr. vidi zmanjšanje možnosti prihodnjega izbruha krize v nekaterih prvinah makroekonomskega upravljanja, ki pa ni vedno v skladu z prevladujočimi ekonomskimi vzorci.

V sklepu bomo še enkrat na kratko povzeli vzroke azijske krize in nauke, ki jih lahko iz njih potegnemo.

1. VZROKI AZIJSKE KRIZE

Gospodarska kriza v jugovzhodni Aziji v poletju 1997 je pokazala, da celo azijski "čudež" ni imun na spreminjajoče se kapitalske tokove. Od junija do septembra so štiri glavne valute devalvirale od 20 do 30 odstotkov (Ito, 1999, str. 111). Borzne cene so še naprej padale. Čeprav je šibek ekonomski in finančni sektor pravzaprav glavni krivec za nastalo situacijo, so ogromni napadi na valute še poglobili krizo. Pomanjkljivosti finančnega sektorja so obstajale kar nekaj časa, vendar jih je trg enostavno ignoriral (Qureshi, 1999, str. 173). Države v razvoju so bile dolgo časa nevoščljive takemu napredku, vendar je prav kriza pokazala, da je ekonomski razvoj več kot samo rast. Azijsko krizo pogosto imenujemo krizo uspeha. Azijska rast naj bi bila bolj posledica trdega kot pametnega dela (Krugman, 2002c). Vlade so podpirale samo specifične industrije in tehnologije. Rast se lahko spodbudi z osnovnim izobraževanjem, povečanjem investicij in podobnim, vendar bo to imelo le neponovljiv učinek.

1.1. Potek azijske krize

Padec ekonomske rasti je spremljal rastoči "mehurček" na trgu nepremičnin in borzi kot posledica špekulativnih investicij. Povečalo se je število neizterljivih dolgov (Ito, 1999, str. 127). Borzni mehurček se je predvsem napihoval v sektorju nepremičnin in tam tudi najbolj padal. Pred padcem so borzni indeksi najbolj narasli (glej prilogo 1) na Tajskem, Filipinih in v Hong Kongu, najmanj v Indoneziji in Koreji (Corsetti, Penseti, Roubini, 2002). Investitorji so optimistično predvidevali, da so visoke cene delnic in nepremičnin upravičene zaradi ogromnega, še nedotaknjenega azijskega trga. Kar nekaj kreditov, ki so narasli leta 1994, so šli v nepremičninski sektor. Mednarodni krediti tako niso povzročili splošne inflacije, ampak predvsem inflacijo na omenjenem trgu. Kar pomeni, da je sektorska alokacija kreditov pomembnejša kot monetarni agregat bančnih kreditov ali denarne ponudbe (Yoshitomi, 1999, str. 185). Ko so se investicije pokazale za nerentabilne, je vlada umaknila garancije, finančni balon je počil, borzne cene in cene nepremičnin so šle strmo navzdol, prišlo je do bega kapitala in zloma valute, dolgovi pa so se še povečali.

Ob tem so bila še posebno prizadeta finančna podjetja. Centralna banka Tajske je začela s finančno podporo tem ustanovam. Povečala je posojila na 430 milijard bahtov, vendar pa so v tem času propadle že mnoge institucije (Ito, 1999, str. 127). Voditi je začela restriktivno monetarno politiko, vlada pa je predstavila omejitve tujih kapitalskih tokov, kar je še povečalo bankrote. Zaupanje v ekonomijo in valuto ter optimistična pričakovanja so se s strani tujih investorjev omajala. Makroekonomska neravnotežja niso dovolj za povzročitev krize. Potrebni so še mednarodni kapitalski tokovi v povezavi z depreciacijskimi pričakovanji. Znižanje tokov pa zahteva makroekonomsko prilagajanje.

Bančna likvidnost je zelo pomembna, zato ker so valutne krize v glavnem povezane z bančnimi. Bančni sektor je ključni sektor v gospodarstvu, ki mora biti močan, sicer je obramba valute nemogoča (Ito, 1999, str. 120). Možnost množičnih špekulativnih napadov se v nasprotnem primeru poveča. Večje je financiranje s tujimi viri, bolj je sektor občutljiv, ko nastopi valutna kriza. Bančna kriza se prevesi v valutno, ko tujci dvigajo svoje imetje. Valuta depreciira, breme dolgov pa zato postane še večje. Azijski tuji dolgovi so bili predvsem last bančnega in nebančnega privatnega sektorja. Največja kreditorja azijskih držav sta bila Japonska in ZDA.

Prvič so začele ameriške investicijske banke napadati tajsko valuto februarja 1997 z majhnimi prodajnimi pritiski. Centralna banka je morala za obrambo valute vložiti 2 milijardi dolarjev

(Jaklič, 1999, str. 31). V centralni banki so predvidevali, da lahko s 40 milijardami deviznih rezerv odvrnejo vsak napad. Vendar so bili t.i. "hedge" skladi močnejši. To so finančna podjetja, v katere bogati posamezniki, banke in zavarovalnice vlagajo ogromno denarja. So najmočnejši in najbolj molčeči akterji v mednarodnem denarnem poslu, ki jih nihče ne more nadzorovati. Njihov cilj so pogosto delnice in/ali valute, pri katerih računajo na zlom tečaja, na podlagi katerega obogatijo.

Na Tajskem je do skupnih špekulativnih napadov omenjenih skladov na valuto prišlo maja 1997 predvsem na spot in forward trgu v obliki swapov (Ito, 1999, str. 128). Špekulantje so upali, da bo prišlo do devalvacije z prodajo na forward trgu in kupovanjem na spot trgu. Policija je poskušala to preprečiti z interveniranjem v tujih borznih hišah (Jaklič, 1999, str.32). Ko pa to ni pomagalo, centralna banka ni več dopuščala izdaje tajske valute tujcem. Taka odredba je povzročila paniko, saj so mnogi prodali bahte za dolarje, ne da bi tajsko valuto sploh imeli v rokah. Obresti za bahte so se povečale za 1000 odstotkov. Menjalniški tečaj je narastel. Špekulantje so blokado poskušali zaobiti. Hitro so izkoristili pomankljivost, da kdor je kupil tajske delnice, je lahko plačal z dolarji, ob ponovni prodaji pa je lahko dobil bahte. Ta luknja je bila kmalu zamašena. Kljub temu pa se je začel masovni prebeg bahtov v tuje valute, saj je med domačini zavladal strah. Počasi so se izčrpale mednarodne rezerve. Tržni udeleženci so vedeli za to, vendar niso poznali obsega poslov centralne banke. Tečaj se je moral sprostiti. Baht je padel z razmerja okoli 1\$=25BT na razmerje 1\$=55BT (Zidarič, 1999, str. 13). Ko je padel baht, se je začela tudi dolžniška kriza. Že samo 50-odstotni padec valute je podvojil količino denarja, zahtevanega v bahtih, za odplačevanje dolgov denominiranih v dolarjih. Sledila je uvedba gibljivega tečaja, da bi se država izognila nezmožnosti plačevanja v tujini, kar je pahnilo azijske finančne trge v nestabilost. Tajska je imela odprt trg kapital, centralna banka je bila posojilodajalec v skrajni sili. Ko je to preklicala, je premija za tveganje nenadoma poskočila zelo visoko.

Avgusta se je na zahtevo Mednarodnega denarnega sklada (v nadaljevanju MDS) pokazalo, da so forward obveznosti 32 milijard dolarjev, kar je bilo več kot dve tretjini tajskih mednarodnih rezerv (Ito, 1999, str. 128). To je bil šok za večino tržnih igralcev. Špekulativni pritiski so pomembni, saj lahko zaradi ekonomskih in psiholoških razlogov sprožijo beg kapitala iz države. Mednarodni denarni sklad je nato Tajski za začetek s pomočjo Svetovne banke in Azijske razvojne banke posodil okoli 17 milijard dolarjev pod določenimi pogoji (Ito, 1999, str. 127). Vlada naj bi povečala davke, zmanjšala državno potrošnjo, privatizirala državna podjetja, zvišala obrestne mere in zaprla plačilno nesposobne finančne institucije. Upali so, da se bo tajski baht tako okreplil in omilil širitev krize oziroma povrnil zaupanje v to regijo, kar pa se ni uresničilo zaradi prevelikih forward pogodb tajske centralne banke in ker paket pomoči ni bil v celoti naslovljen na težave v tajskem finančnem sektorju (Ito, 1999, str. 130). Vendar pa tudi vlada ni resno implementirala prvega kroga pomoči. Do decembra 1997 je bilo zaprtih 56 finančnih institucij in odpuščenih 16.000 delavcev, kar je vodilo v še globjo recesijo (Zidarič, 1999, str. 14). Ne MDS ne privatni posojilodajalci niso imeli pojma, kakšna je resnična razsežnost dolgov pred krizo. Po mnenju MDS (IMF; 2002b) pomoč ni bila tako uspešna zaradi obotavljanja in zavlačevanja sprejetja programa, zaradi ogromne neuravnoteženosti rezerv in kratkoročnih dolgov ter negotovosti v zvezi z uradno finančno pomočjo. MDS naj se tudi ne bi takoj zavedal vseh povezav in razsežnosti krize, zato je do osredotočenja na finančni in podjetniški sektor prišlo kasneje.

Tajska je bila tako epicenter krize, ki se je nato razširila še na druge azijske države, ki so imele podobno ekonomsko strukturo. Padci valut so se praktično vrstili eden za drugim. Prvi val krize je zajel Malezijo in Južno Korejo, naslednji pa Filipine, Tajvan, Singapur in Hong Kong (Borak, 1998, str. 17). Prepričanja o dolgoročni gospodarski rasti so narekovale večje

zadolževanje. Kriza ni nastala neodvisno od dogajanj v ZDA in drugih zahodnih državah z ekspanzivno monetarno politiko z nizkimi obrestnimi merami. Ko je kriza izbruhnila, je spravila v večjo nevarnost japonske banke in banke iz EU. Obnašanje ameriških investitorjev je bilo obotavljivo, saj so prihajali in odhajali. Prav to je verjetno bil razlog, da so manj izgubili v primerjavi z Japonci in Evropejci. Japonska si še ni opomogla finančne krize v osemdesetih, Evropa pa je v navideznem zatišju nabirala moč za veliko izpostavljenost v azijskih državah. Nekaj mesecev kasneje so bile že napovedane nižje stopnje rasti v državah OECD in za svetovno gospodarstvo v celoti. Prisoten je bil tudi strah pred deflacijo. Propadle so mnoge banke in pojavile so se prve ocene o potrebnem oblikovanju rezervacij

V Indoneziji je korupcija in avtoritarni režim ignoriral vse obveze do prve pomoči MDS, dokler ni prišlo do hudega preobrata makroekonomskih kazalcev in prostega padanja njihovega tečaja (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002). Drugi krog pomoči in nadaljni odpor indonezijske vlade do političnih in makroekonomskih sprememb so bili pomembni elementi finančnega zloma. V Koreji so resno dvomili v pomoč zaradi prihajajočih volitev v decembru 1997 in s tem povezano negotovost glede tečaja. Na Tajskem sta se ekonomska reforma in stabilizacija bahta zgodila le ob čisto novi, popolnoma predani vladi tem ciljem.

1.2. Modeli valutnih kriz

Modele, predstavljene v tem poglavju, različni avtorji poimenujejo različno, kar pa niti ni najbolj pomembno za prepoznavanje krize. Modele bomo predstavili bolj na kratko, saj spuščanje v podrobnosti presega namen te diplomske naloge. Opis modelov je namenjeno lažjemu razumevanju vzrokov krize v Aziji.

1. Kanonski model in prva generacije modelov finančnih kriz. Model izhaja iz srednjih 70-ih in je izveden iz dela avtorja Salanta, katerega skrb niso bile samo valutne krize, temveč tudi pasti stabilizacijskih shem proizvodnih cen. Poskuša pojasniti valutno krizo kot posledico primankljaja tekočega računa plačilne bilance (Krugman, 1999, str. 423). Kritje negativnega salda z izdajanjem denarja povzroči na koncu propad sistema trdnega deviznega tečaja. Izogibanje kapitalskih izgub s strani investitorjev povzroči špekulativni napad na valuto. Devizne rezerve padejo na kritični nivo. V bistvu gre za modele prve generacije, ki so kvalificirani kot modeli, ki iščejo vzroke krize v nekonsistentnosti makroekonomskih politik, predvsem v neskladju z domačo politiko in politiko deviznega tečaja.

Tem modelom očitajo, da predstavljajo politiko prizadetih držav na preveč mehaničen, poenostavljen način (Krugman, 1999, str. 424). Vlada prilagaja fiskalno politiko plačilno bilančnim ciljem, kar pomeni več kot samo posredovanje na deviznem trgu, da bi obranila tečaj. Na primer: bolj restriktivna monetarna politika predstavlja pomembno možnost, čeprav povzroča stroške.

2. Druga generacija modelov. Pomembnejša novost, ki jo prinaša druga generacija, je možnost multiplih ravnotežij (Krugman, 1999, str. 425). V tem okviru je možno, da so poglavitni vzroki krize v pomanjkljivostih, prisotnih na mednarodnih finančnih trgih. Krugman je po izbruhu azijske krize svoje dvome v te modele razrešil v njihov prid. Modeli vsebujejo v grobem tri osnovne elemente. Prva dva sta konfliktna interesa nosilcev ekonomske politike, tretji pa je tako imenovana "krožna" logika dogajanja, ki lahko pripelje do multiplih ravnotežij.

Nasprotujoča si motiva nosilcev ekonomske politike sta: ali opustiti ali obraniti sistem trdnega deviznega tečaja (Krugman, 1999, str. 126). Razlog za opustitev oziroma devalvacijo je velik

dolg države v domači valuti, ki ga ne more "vrniti" z inflacijo, dokler obstaja fiksni tečaj. Ali pa vlada skuša z ekspanzivno denarno politiko zmanjšati brezposelnost, ki je posledica rigidnosti plač navzdol. Vztrajanje pri sistemu fiksnega tečaja je povezano z vspodbujanjem mednarodne menjave ter tujih investicij. V primeru inflacije skozi daljše obdobje, daje fiksni tečaj vladi kredibilnost in zaupanje v protiinflacijske programe. Obe alternativni predstavljata določene stroške, vlada pa je postavljena pred izbiro.

Da bi se ustvaril medsebojni vpliv pričakovanj in ukrepov ekonomske politike, se morajo stroški ohranjanja takega sistema tečaja povečati, ko investitorji pričakujejo opustitev. Takšno pomanjkanje zaupanja otežuje ohranjanje. Obramba tečaja bo drago, če so investitorji v preteklosti pričakovali devalvacijo. Upniki so zahtevali npr. višje obresti, kar je povzročilo nujnost devalvacije za servisiranje obstoječega dolga. Sindikati so v tem primeru tudi zahtevali višje plače, kar je poslabšalo mednarodno konkurenčnost. Trden tečaj je tudi težko braniti, če ljudje v sedanosti pričakujejo prihodnjo devalvacijo. Rešitev je povišanje kratkoročnih obrestnih mer s strani centralne banke. To poslabša javne finance, negativno vpliva na BDP in zaposlenost. Ker investitorji sprejemajo odločitve na osnovi pričakovanj, skuša vlada to vključiti v ekonomsko politiko. Racionalni investitorji že vnaprej anticipirajo dogajanja, kar sproži krožni proces, v katerem nastanejo multipla ravnotežja.

Modeli dopuščajo možnost, da lahko kriza nastopi tudi brez opaznega slabšanja gospodarskih temeljev. Možnih je več scenarijev, nekateri so predstavljeni v nadaljevanju.

2.1. Samosprožilne krize (angl. self-fulfilling crises). Ekonomska politika se v resnici odziva na spremembe v ekonomiji. Udeleženci na trgu to vedo in vgrajujejo v svoja pričakovanja. Reakcije na pričakovanja vplivajo na trenutne odločitve nosilcev ekonomske politike (Krugman, 1999, str. 427). Tako se bo tuj investitor umaknil, če se bo povečala možnost nastanka valutne krize. Če to verjame več investitorjev, je res nevarnost nastanka krize. Pesimizem ali optimizem sta torej ključni determinanti v razvoju krize.

2.2. Čredni nagon investitorjev (angl. herding). Ob predpostavki neučinkovitega mednarodnega trga obstaja možnost, da investitorji podležejo črednemu nagonu. Znan je tako imenovani učinek zadnjega vagona (Krugman, 1999, str. 429). To se zgodi, ko imajo posamezni investitorji dostop do privatnih informacij, ki drugim niso dostopne. Nek investitor se umakne, ko dobi informacije z nekega kroga. Ko to vidi drugi, ki so mu znane drugačne nevtralne informacije, mu sledi, saj verjame, da prvi več ve. Ko tretji spremlja reakcije prvih dveh, se bo verjetno umaknil tudi sam, četudi ima boljše informacije od prvega. Predpostavka, da prva dva več vesta od njega, povzroči nastanek tako imenovanega "vročega denarja" ali pa vsaj premočno reakcijo trga.

Možna je tudi razlaga, da v državah, kjer je večja verjetnost kriz, z naložbami upravljajo agenti in ne principalni, ki nagrajujejo agente glede na uspešnost v primerjavi z drugimi. Agenti več izgubijo, če vztrajajo v nasprotju z drugimi, kot pa če jim enostavno sledijo. Pasivnost agentov povzroči, da je kriza na prvi pogled presenečenje

2.3. Okužba (angl. contagion). Taki modeli se ukvarjajo z vprašanjem, zakaj se kriza razširi na druge države. Če so države med seboj ekonomsko povezane, je tako širjenje logično. To imenujemo učinek razlitja (Krugman, 1999, str. 430). Če pa med državami ne vladajo povezave, je širjenje krize vprašljivo. Temu pojavu pravijo čista okužba. Drazen pravi, da so posamezne države obravnavane kot skupina s podobnimi, vendar nepopolno pojasnjenimi podobnostmi. Ali pa je razlaga bolj politične narave. Neka država devalvira valuto, zato podobno odločitev lažje sprejmejo tudi druge.

2.4. *Tržna manipulacija (angl. market manipulation)*. Verjetnosti samosprožilnih kriz in črednega nagona investorjev lahko povzročijo tržno manipulacijo s strani velikih agentov (Krugman, 1999, str. 431). Velike dobičke je lahko uspešno realizirati z oblikovanjem velike zaloge domače valute in njeno kasnejšo prodajo. Te prodaje lahko v povezavi z izjavami tega špekulanta res prepričajo ostale manjše igralce v prodajo valute ter tako sprožijo valutno krizo. Tržna manipulacija je še posebej priljubljena pri politikih napadene države, saj brez težav obtožijo zunanega sovražnika.

Prisotnost takega velikega tržnega agenta lahko povzroči, da pride do krize prej. "Krivci" za to so pričakovanja manjših agentov, da bo kateri izmed velikih sprožil napad, takoj ko bo jasno, da lahko ta uspe (Krugman, 1999, str. 432). S prodajo valute bodo tako sami povzročili krizo, ne da bi veliki igralec sploh posredoval. Tu se lahko pojavi paradoks. Če se kriza sproži, že ko se pojavi možnost profita za velikega agenta, to eliminira možnost, da bi ga zares pridobil. Če se tak agent odloči, da ne bo sodeloval, manjši ne pričakujejo več devalvacije.

Modeli ne pojasnjujejo v celoti nastale situacije. Še več, nekatere pomembne vidike celo ne zaznajo (Krugman, 2002a). Azija je imela pred krizo bolj ali uravnotežen proračun, inflacija je bila precej nizka. Ni imela namena ovreči fiksnega tečaja, da bi lahko vodila bolj ekspanzivno monetarno politiko. V vseh prizadetih državah je bila značilna rast borznega mehurčka pred krizo. Pomembno vlogo so igrali finančni posredniki, ki so se kratkoročno zadolževali in posojali denar naprej za špekulativne investicije. Azijska zgodba ima opraviti v splošnem z borznim mehurčkom in posledično padcem vrednosti premoženja. Obveznosti finančnih posrednikov so imele garancijo vlad, kar je bil predmet velikega moralnega tveganja. Posojanje je sprožilo inflacijo v sektorju nepremičnin, kar je prikazovalo boljši položaj finančnih institucij, kot je bil v resnici. Ko se je sprožil obraten proces, pa se je pokazala vsa nelikvidnost teh družb. Tak krog je lahko pojasnjen z ranjivostjo, ki vodi do samosprožitve krize in fenomena okužbe med državami, ki med sabo nimajo opaznih povezav.

Nekateri avtorji, kot sta Radelet in Sachs, so prepričani, da je bil poleg makro in mikro strukturnih težav velik krivec za nastalo krizo finančni preplah (Low, 1999, str. 40). Veliki prilivi kapitala v finančne sisteme so povzročili večjo dovzetnost za paniko. Politične napake in neuspešni mednarodni reševalni programi so povzročili beg kapitala, kar je ob spremljajočem preplahu še poglobil krizo. Velika nagnjenost k pesimizmu lahko generira negativno spiralo, kar se lahko hitro razširi po vseh državah. Ob pomanjkanju dobre makroekonomske politike oziroma ob grožnji sprememb lahko mednarodni investorji postanejo manj pripravljeni financirati tekoči račun. Sprememba pričakovanj lahko privede do slabšanja strukture plačilne bilance in zloma tečajev. Taki zasuki so lahko nenadni in brez opozorila.

V Aziji je bilo tudi kar precej politične nestabilnosti, ki lahko vodi v spremembo pričakovanj (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002). Na primer padec vlade na Tajskem, pritiski in negotovost v zvezi z zdravjem indonezijskega predsednika Suharto, predsedniška kampanja v Koreji in nasprotujoči si signali kandidatov ter grožnja stavke v regiji. Vsi ti faktorji so tudi pripomogli k resnosti krize in sprožili beg kapitala.

Azijska kriza je sprožila razvoj novih teoretičnih pojasnjevalnih modelov, ki so se in se bodo ukvarjali s problemom moralnega tveganja in njegovega vpliva na trenutek izbruha in globine valutne krize. Se pravi, da je poudarek na težavah v bančnem sektorju. Tujci bi pred azijsko krizo posojali v manjšem obsegu, če ne bi bilo implicitnih garancij za finančne posrednike s

strani vlad. To pa predstavlja tretjo generacijo modelov, ki so še v nastajanju. Kakršenkoli model, ki se bo razvil iz azijske krize, najverjetneje ne bo sposoben izluščiti osnovnih značilnosti prihodnjih kriz. Vseeno pa bo v pomoč (Krugman, 2002a).

1.3. Padec izvoza v vzhodni Aziji

Ekonomska rast na Tajskem se je začela v poznih 80-ih in je bila 10-odstotna do leta 1990. V devetdesetih se je ustalila pri 7 do 9-odstotni rasti in nato padla pod 7 odstotkov v letu 1996 (Ito, 1999, str. 126). Povod za to je bil padec izvoza celo na -1,5 odstotka (v drugih azijskih državah pa na 2 odstotka), ki je razkril strukturne slabosti v ekonomiji. Poprej se je stopnja izvoza gibala med 15-20 odstotkov (Yoshitomi, 1999, str. 182). Izvoz so pred tem obdobjem spodbujali s stimulativnimi davčnimi ukrepi. Zniževanje ekonomske rasti zmanjša zaupanje med investitorji.

Tabela 1: Rast BDP v državah vzhodne Azije (v odstotkih)

Država	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Koreja	9.13	5.06	5.75	8.58	8.94	7.13
Indonezija	6.95	6.46	6.50	7.54	8.22	7.98
Malezija	8.42	7.80	8.41	9.24	9.46	8.20
Filipini	-0.51	0.34	2.12	4.39	4.76	5.67
Singapur	7.72	6.29	10.44	10.05	8.75	7.32
Tajska	8.41	7.77	8.27	8.85	8.68	6.66
Hong Kong	4.97	6.21	6.15	5.51	4.40	5.00
Kitajska	9.19	14.24	13.49	12.66	10.55	-
Tajska	7.60	6.80	6.30	6.50	6.00	5.70

Vir: Strašek, 1998, str. 82.

Padec izvoza je bila posledica precenjenosti tajske valute, ki je bila vezana na ameriški dolar (Zidarič, 1999, str. 8). V takem sistemu primankljaj in strukturno slabšanje trgovinske bilance in s tem tekočega dela plačilne bilance ne spremlja nujno zmanjšanje količine denarja v obtoku. Centralna banka lahko poseže po dolarskih rezervah ali si dolarje sposodi v tujini. Začasno se lahko tako izogne zakonitostim zunanjih transakcij. Vendar pa v primeru kopičenja manjših težav, ki niso le prehodne narave, te prerasejo v velike in tako ne zadostujejo več majhne prilagoditve tečaja.

Posledica vezave azijskih valut na ameriški dolar je bila, da je v azijske države pritekal tuj kapital, ki so ga privabile razlike v obrestnih merah in majhno pričakovano tveganje. Vezava na dolar se je azijskim državam zdela smiselna, saj so tako lažje prišli do zunanjega financiranja domačih projektov. Stroški sposojanja so bili nižji, saj je kredibilna vezava vodila do manjše zaračunane premije za tveganje. Taka strategija je bila tudi skladna z visokimi domačimi obrestnimi merami, ki naj bi se prevedle v visoke stopnje produktivnosti in rast. Pritoki so preprečili depreciacijo azijskih valut, četudi je bila inflacija v teh državah višja kot v svetu oziroma višja kot povprečje držav članic OECD. Mednarodni denarni sklad si pripisuje zasluge za predlog o fleksibilnem tečaju v teh državah pred krizo, vendar pa ni nikoli nakazal varnega prehoda z vezave na dolar.

Dolar je med aprilom 1995 in poznim letom 1996 apreciral. Jen je padel z 80 na 125 za dolar, kar je znižalo cenovno konkurenčnost v Aziji, saj so imele vse azijske države pomemben delež menjave prav z Japonsko (Ito, 1999, str. 127). Vendar pa konkurenčnost ni odvisna

samo od tečaja. Pomembni konkurenčni pritiski so prihajali tudi iz Kitajske, ki je povečevala svoj izvoz. Izvoz teh držav se je začel zmanjševati konec leta 1996, kar se je odrazilo tudi v manjši rasti in večjem plačilno-bilančnem primankljaju. Večino uvoza iz Japonske so predstavljali razni sestavni del in polproizvodnja, ki so bili potem dokončani npr. tretjina na Tajskem in nato izvoženi v ZDA in spet nazaj na Japonsko. Velika fluktuacija jena je potisnila te države v nezavidljiv položaj.

Tabela 2: Realni devizni tečaj na koncu posameznih let v državah vzhodne Azije

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	96.00	91.50	87.70	85.20	84.70	87.70	87.20	58.60
Indonezija	97.40	99.60	100.80	103.80	101.00	100.50	105.40	62.40
Malezija	97.00	96.90	109.70	111.00	107.10	106.90	112.10	84.90
Filipini	92.40	103.10	107.10	97.40	111.70	109.60	116.40	90.90
Singapur	101.20	105.70	106.00	108.60	11.90	112.70	118.20	114.40
Tajska	102.20	99.00	99.70	101.90	98.30	101.70	107.60	72.40
Hong Kong	99.70	103.90	108.50	116.00	114.50	116.00	125.80	138.40
Tajvan	96.50	95.70	95.70	91.40	92.60	90.40	89.60	89.20

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Tabela nam kaže, da so se valute, ki so leta 1997 doživele zlom, pred tem v glavnem soočale z realno apreciacijo (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002). Koreja in Tajvan, ki sta vodili bolj fleksibilen tečaj že pred krizo, sta imeli v letu pred krizo realno deprecijacijo njune valute. Na splošno lahko rečemo, da je bilo slabšanje tekočega računa povezano z realno apreciacijo. Izjema je bila Koreja, ki je imela primankljaj tekočega računa kljub realni deprecijaci.

1.4. Primankljaj tekočega računa plačilne bilance vzhodnoazijskih držav

Države vzhodne Azije so se zaradi apreciacije dolarja soočale z velikimi primankljaji v tekočem računu. Države, v katerih je prišlo do špekulativnih napadov na valuto, so bile države z največjim deficitom v devetdesetih letih (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002). Kitajska in Hong Kong, ki sta imela manjše težave v plačilni bilanci oziroma celo presežek, nista trpeli zaradi razvrednotenja valute. Kitajska je imela stabilen tečaj, Hong Kong pa je svojo valuto uspešno ubranil. Singapur in Tajvan sta imela najmanjši padec tečaja zaradi krize, okoli 18%, kar je manj od drugih prizadetih držav. Vse to so dokazi, da je imel tekoči del plačilne bilance pomembno vlogo v dinamiki azijske krize.

Tabela 3: Letni podatki o stanju tekočega računa plačilne bilance

DRŽAVA	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	-1.24	-3.16	-1.70	-0.16	-1.45	-1.91	-4.89	-1.90
Indonezija	-4.40	-4.40	-2.46	-0.82	-1.54	-4.27	-3.30	-3.62
Malezija	-2.27	-14.01	-3.39	-10.11	-6.60	8.85	-3.73	-3.50
Filipini	-6.30	-2.46	-3.17	-6.69	-3.74	-5.08	-4.76	-6.07
Singapur	9.45	12.36	12.38	8.48	18.12	17.93	16.26	13.90
Tajska	-8.74	-8.01	-6.23	-5.68	-6.38	-8.35	-8.51	-2.35
Hong Kong	8.40	6.58	5.26	8.14	1.98	-2.97	-2.43	-3.75
Kitajska	3.02	3.07	1.09	-2.17	1.16	0.03	0.5	3.61
Tajvan	7.42	6.69	4.03	3.52	3.12	3.05	4.57	3.23

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Zgodovinske izkušnje v osedemdesetih letih kažejo, zakaj obstajajo praktični razlogi, da so veliki primankljaji tekočega računa sprejemljivi, kadar je tekoča in pričakovana rast visoka. Višje stopnje rasti implicirajo počasnejšo dinamiko tujega dolga v BDP-ju in kažejo na zmožnost servisiranja dolga. Kaže na vzdrževanje stopnje kapitalne akumulacije zaradi pričakovanj o večjih dobičkih in lahko razloži tranzicijsko zmanjšanje varčevanja, ki bo kasneje povečan na račun večjih prihodkov in tako izboljšal tekoči račun. V večini azijskih držav je bila prisotna, kot že omenjeno, velika rast BDP-ja pred krizo, ki se je nekoliko zmanjševala. Tradicionalen pogled torej ni videl problema v velikih primankljajih tekočega računa pri tako veliki rasti. Visoka rast lahko izzove preoptimistična pričakovanja, kar rezultira tako v večji potrošnji in investiranju kot v velikih kapitalnih prilivih, ki poenostavijo financiranje povečanega povpraševanja. Zunanji šok lahko vodi v nenadno spremembo pričakovanj ter povzroči beg kapitala in zlom tečajev. Po krizi so se sprožili pogovori o tem, ali je bila rast povezana s povečano produktivnostjo ali z dostopnostjo inputov, ki so bili odraz povečanega investiranja in participacije delavne sile. Krugmanovo prepričanje je, da tako hitra rast dolgoročno ne more trajati, saj slej ko prej pride do upada zaposlenosti in investiranja. Prispevek produktivnosti pa naj bi bil manjši, kot je bilo splošno prepričanje. V skladu z nerealističnimi pričakovanji so visoke obrestne mere verjetno pripomogle k povečanju tveganj in stroškov, strategiji zanašanja na tuji kapital in neuravnoveženosti tekočega računa.

Država je lahko solventna, dokler stopnja rasti akumulacije tujega dolga ni večja od rasti realnih stroškov posojanja. Solventnost podjetij pri posojanju ni imela velikega pomena, saj so bile restrikcije vlade blage zaradi evolucije tekočega računa in tujega dolga. Država lahko vodi ogromen primankljaj tekočega dela plačilne bilance in ostaja solventna, dokler lahko generira pozitivno menjavo v določenem trenutku v prihodnosti. Ob predpostavki, da na dolgi rok obrestne mere izzovejo rast prizvoda, je stabilen dolg nasproti BDP-ju zadosten pogoj za solventnost. V državi, kjer se to razmerje povečuje, to privede do povečevanja razlike med tekočim delom plačilne bilance in izvozno-uvoznim presežkom, ki sta nujna za stabiliziranje deleža dolga v BDP-ju. Razlika je večja v državah, kjer imajo večji trgovinski primankljaj, večji dolg v BDP-ju in večjo razliko med realno obrestno mero in rastjo, ki je lahko v začetnem položaju celo pozitivna. Tekoči račun plačilne bilance in nabiranje tujega dolga je sprejemljivo, kadar je sprememba v uravnoveženi menjavi usklajena s solventnostjo brez nenadnih zasukov v tekoči politiki. Vztrajanje in vzdržnost plačilno bilančnega primankljaja je povezano z voljo države plačati in kreditorjeve pripravljenosti posojati.

Tabela 4: Razlike med tekočim delom plačilne bilance in izvozno-uvoznim presežkom v letu 1996 (v procentih BDP-ja)

Država	1996
Koreja	4.4
Indonezija	3.3
Filipini	6.5
Tajska	2.3
Malezija	6.9

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002

Kot vidimo, so bile te razlike v letu 1996 kar velike. Poudariti je treba, da bi dobili še večje številke s povečanjem stopnje rasti obrestne mere nad 1 odstotek ali z uporabo podatkov za tuj dolg v letu 1997. Tuj dolg v letu 1996 ne kaže devalvacije tečajev, ki so povečali omenjeno breme.

Primerna raven tekočega dela plačilne bilance je dosežena, če je primankljaj financiran pretežno z tujimi neposrednimi investicijami, relativno v primerjavi z kratkoročnimi tokovi. Neposredne investicije so bolj stabilne in se v glavnem kratkoročno ne spreminjajo. Sposojanje v tuji valuti je ponavadi zaradi nižjih obrestnih mer in pomeni večje kapitalske prilive. Azija je imela različno velike neposredne investicije. Koreja in Tajska sta le majhen del tekočega računa pokrivali z tujimi neposrednimi investicijami (10 in 16 odstotka leta 1996), Indonezija 60-90 med leti 92-95, Malezija 100 odstotkov med 92-93 in 90 odstotkov med 94-95, na Filipinih je bila ta stopnja nestabilna, vendar v povprečju 45-odstotna.

Tabela 5: Prispevek tujih neposrednih investicij k financiranju tekočega računa (v odstotkih primankljaja tekočega računa)

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	45.16	14.19	18.43	-59.39	20.92	20.88	10.11	34.82
Indonezija	36.58	34.79	63.92	95.16	75.54	67.58	80.83	97.11
Malezija	268.05	95.58	239.18	180.13	98.27	90.10	110.84	139.28
Filipini	19.67	52.61	22.80	41.05	53.93	74.65	38.38	29.12
Tajska	33.57	26.60	33.52	28.35	16.90	15.26	15.90	103.84

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Neto kapitalni prilivi, ki so različni od neto neposrednih vlaganj, so bili pogosto dovolj veliki, da je bila zagotovljena pozitivna plačilna bilanca. Kot taka je akumulirala tuje devizne rezerve. Rast tujih rezerv je bila med leti 1990 in 1996 kar precejšna. Intervencije kapitalskih prilivov so bile sterilizirane, kar je ohranjalo visoke obrestne mere in kapital in pritisk na apreciacijo tečaja.

Tabela 6: Stopnja rasti tujih rezerv v ameriških dolarjih

Država	1990-96
Koreja	127%
Indonezija	144%
Malezija	176%
Filipini	985%
Singapur	176%
Tajska	183%
Hong Kong	159%
Kitajska	261%

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Tajska je svoje kapitalske prilive usmerjala v tuje rezerve (in s tem povečano ponudbo denarja) in ne v financiranje negativnega salda tekočega računa plačilne bilance. Leta 1995-96 je bil le ta okoli 8 odstotkov BDP-ja, saj so želeli preprečiti apreciacijo bahta (Ito, 1999, str. 117). Prilivi so v glavnem dobili obliko bančnih kreditov, nekaj je bilo portfeljskih investicij, najmanj pa direktnih investicij. Kratkoročni dolgovi, predvsem v tujih valutah, so bili vir financiranja za dolgoročne investicije. Tajski finančni sistem je bil zelo plitev, kar ni omogočal soočanja z nestabilnostjo mednarodnega kapitala (Yoshitomi, 1999, str. 182). Slabosti finančnega sektorja so bile predvsem v preslabi regulativni ureditvi. Reforme finančnih sektorjev je spremljala zamuda pri sprejemanju ustrezne zakonodaje.

Tuje devizne rezerve omogočajo financiranje tekočega računa in vzpostavitev kredibilnost fiksne devizne tečaja. Tuje devizne rezerve in majhen zunanji dolg zmanjšajo tveganje krize in omogočajo financiranje primankljaja tekočega računa z nižjimi stroški. Tradicionalna mera velikosti tujih deviznih rezerv je zaloga rezerv uvoza v mesecih. Ko postane odtok špekulativnega denarja pomembnejši vir pritiska na devizni tečaj kot menjalno neuravnoteženost, ta indikator ni več ustrezen (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002). Tu je boljši kazalec denarna sredstva v tujih rezervah, saj se v primeru krize denar zamenja za tujo valuto. V večini azijskih držav je bil ta indikator oziroma razmerje med tema dvema zelo visok. Seveda je tudi odvisno, kateri denarni agregat vzamemo - M1 ali M2. Kazalec je manjši, če imamo M1, saj ta denarni agregat ne vsebuje "kvazi" denarja.

Pomembno je, da je imela Kitajska enega najvišjih (glej prilogo 2), čeprav so tu v nasprotju z drugimi državami obstajale kapitalske ovire zamenjave domače valute v tujo. Drug kazalec finančne krhkosti oziroma ranljivosti je razmerje med kratkoročnimi tujimi obveznostmi in mednarodnimi rezervami, ki je bil v teh državah visok. To je pomenilo nepripravljenost drugih držav za obnovitev kratkoročnih posojil. Tuje rezerve v Koreji, Indoneziji in na Tajskem so bile premajhne za pokrivanje kratkoročnih obveznosti, če pustimo ob strani obresti in plačilo glavnice dolgoročnih dolgov. Če dodamo še dolgoročne obresti, Filipini in Malezija niso bili sposobni soočati se z zunanjimi zahtevami.

1.4.1. Stopnje investiranja in varčevanja, inflacija in odprtost azijskih držav

Tekoči račun plačilne bilance je enak razliki med domačim varčevanjem in investiranjem. Konvencionalna modrost pravi, da je sposojanje v tujini manj nevarno za vzdržnost negativnega tekočega računa v primeru porabe denarja za nove investicije (pod predpostavko, da so donosnosti investicij vsaj enake ali višje od stroškov posojil), kot pa povečanje porabe in s tem zmanjšanje varčevanja. Investicije prispevajo k povečanju produktivnih zmogljivosti v izvoznem in uvoznem sektorju. Vpliv investicij v neizvozni sektor v smislu prispevanja k prihodnjemu presežku trgovinske bilance in zmožnosti poplačevanja dolgov je omejen z posrednim vplivom produktivnosti izvoznega sektorja. Azijo v devetdesetih letih zaznamujejo visoke stopnje investiranja. Te bi morale biti zaskrbljujoče z vidika tekočega računa, saj je bilo veliko investicij v nekaterih sektorjih slabih. Povprečna mera učinkovitosti investiranja, ki je bila v Aziji kar visoka, zato ni vedno ustrezna. Vidimo tudi, da se je v štirih letih pred krizo v glavnem začela zmanjševati. V primeru Koreje je nizka profitabilnost vidna tudi na ravni podjetij. Kriza v tej državi je bila sprožena v glavnem s serijo bankrotov velikih konglomeratov (angl. chaebols), ki so si ogromno sposojali za financiranje investicij, predvsem v proizvodni sektor. V drugih državah je bil problem prevelikega investiranja in prevelikih kapacitet v neizvoznem sektorju. Investicije v zemljo in nepremičnine so povzročile napihovanje borznega mehurčka

Tabela 7: Stopnje investiranja (v odstotkih BDP-ja)

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	36.93	38.90	36.58	35.08	36.05	37.05	38.42	34.97
Indonezija	36.15	35.50	35.87	29.48	31.06	31.93	30.80	31.60
Malezija	31.34	37.25	33.45	37.81	40.42	43.50	41.54	42.84
Filipini	24.16	20.22	21.34	23.98	24.08	22.22	24.02	24.84
Singapur	35.87	34.21	35.97	37.69	32.69	33.12	35.07	37.40
Tajska	41.08	42.84	39.97	39.94	40.27	41.61	41.73	34.99
Hong Kong	27.44	27.20	28.50	27.54	31.85	34.91	32.38	35.08
Kitajska	34.74	34.77	36.17	43.47	40.88	40.20	38.73	37.55
Tajvan	23.08	23.29	24.90	25.16	23.87	23.55	21.24	22.20

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Padec domačega varčevanja zaradi manjšega javnega varčevanja (ki se izrazi v proračunskem primankljaju) je bolj moteč kot padec privatnega varčevanja (glej prilogo 3). Padec privatnega je bolj verjetno prehodne narave, medtem ko zmanjšanje javnega varčevanja pogosto predstavlja trajne spremembe, ki rezultirajo v nevračljivem kumuliranju tujega dolga. Stopnje varčevanja v Aziji so nekako odsevale investiranje.

Tabela 8: Stopnje varčevanja

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	35.69	35.74	34.88	34.91	34.60	35.14	33.60	33.06
Indonezija	31.75	31.10	33.41	28.66	29.52	27.65	27.50	27.96
Malezija	29.07	23.24	30.06	27.70	33.81	34.65	37.81	39.34
Filipini	17.85	17.76	18.16	17.29	20.32	17.16	19.35	18.77
Singapur	45.32	46.56	48.35	46.17	50.82	51.05	51.33	51.30
Tajska	32.33	34.83	33.73	34.26	33.89	33.25	33.22	32.64
Hong Kong	35.85	33.78	33.76	35.67	33.83	31.94	29.95	31.33
Kitajska	37.77	37.84	37.26	41.29	42.04	40.22	39.25	41.15
Tajvan	30.50	30.26	28.93	28.68	26.99	26.70	25.92	24.43

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Če gledamo obdobje pred krizo, je malo dokazov o zmanjšanju javnega varčevanja. Deficit tekočega računa ni izgledal kot posledica povečanega vladnega trošenja. Države so imele v glavnem proračunski presežek oziroma malenkosten primankljaj (glej prilogo 3). Vendar to ne sme zavesti, da azijska kriza ni imela fiskalnih korenin. Prestrukturiranje finančnega sektorja je pustilo za sabo breme proračunskega primankljaja v prizadetih državah. Ti stroški so bili bolj implicitne narave, ki so vplivali na tekoči račun pred krizo, ta pa je generiral pričakovanja o drastičnih spremembah in devalvaciji tečajev.

Inflacija je pomembna za analizo tekočega računa in zunanjih dolžniških obveznosti. Če je inflacija višja od tuje ob fiksnem oziroma deloma fiksnem tečaju, bo to povzročilo apreciacijo in izgubo konkurenčnosti, kar se v končni fazi kaže v zgubi kredibilnosti tečaja. Visoka inflacija je lahko znak slabe ekonomske politike in lahko ob fiksnem tečaju signalizira izpostavljenost špekulativnim napadom. V Aziji, z izjemo Filipinov, Hong Konga in Kitajske, inflacija ni bila visoka. Vendar so težave v bančnem in finančnem sektorju izzvale dvome v sposobnost vzdrževanja te ravni. Take težave lahko spodbudijo povečano uporabo monopolnega dohodka, ki nastane s kreiranjem denarja (seignorage), in zahtevajo povečano likvidnost za preprečitev navala na banke, kar poveča inflacijske pritiske.

Tabela 9: Inflacijske stopnje

Država	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	9.30	6.22	4.82	6.24	4.41	4.96	4.45
Indonezija	9.40	7.59	9.60	12.56	8.95	6.64	11.62
Malezija	4.40	4.69	3.57	3.71	5.28	3.56	2.66
Filipini	18.70	8.93	7.58	9.06	8.11	8.41	5.01
Singapur	3.40	2.32	2.27	3.05	1.79	1.32	2.00
Tajska	5.70	4.07	3.36	5.19	5.69	5.85	5.61
Hong Kong	11.60	9.32	8.52	8.16	8.59	6.30	5.83
Kitajska	3.50	6.30	14.60	24.20	16.90	8.30	2.80
Tajvan	3.63	4.50	2.87	4.09	3.75	3.01	0.90

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Azijske države so bile relativno odprte. Odprtost naj bi bila povezana z manjšimi težavami pri vzdrževanju tekočega računa plačilne bilance. Prvič zato, ker se poveča sposobnost

odplačevanja dolga, drugič pa zato, ker so ekonomski in politični stroški krize večji, če obstaja večja povezanost s svetom. Stroški izgube mednarodnega finančnega trga in mednarodnih kreditov so preveliki, zato naj bi odprta država imela večji interes odplačevanja svojih obveznosti. Odprte ekonomije so bolj občutljive na nenadne trgovinske šoke in restriktivnih blagovnih politik drugih držav. To se je zgodilo tudi v primeru azijskih držav, ki so bile precej odprte.

Tabela 10: Odprtost $((\text{izvoz} + \text{uvoz})/2$ v % BDP-ja)

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	30.04	29.38	29.38	29.04	30.47	33.59	34.36	38.48
Indonezija	26.30	27.18	28.23	25.26	25.94	26.98	26.13	28.22
Malezija	75.23	86.52	76.64	87.72	92.15	97.42	91.50	93.55
Filipini	30.40	31.09	31.58	35.58	36.98	40.26	44.90	54.20
Tajska	37.76	39.24	38.98	39.69	40.99	44.88	42.19	46.69
Hong Kong	129.93	135.28	140.37	137.18	138.92	151.67	142.28	132.68
Tajvan	44.27	45.14	42.34	43.29	43.16	47.80	46.63	48.07

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

1.5. Kapitalski tokovi in tuje neposredne investicije v vzhodnoazijske države

Kapitalski tokovi v Azijo so bili predvsem v obliki tujih neposrednih investicij, ki pa so se še povečali na račun Mehiške krize in razvoja OECD držav. Kapitalski tokovi so se v Latinski Ameriki in Aziji od povprečja 13 milijard ameriških dolarjev v letu 1980 povečali na 150 milijard v letu 1996 (Kohsaka, 1999, str. 18). Razvite države, ki so se soočale z ciklično recesijo, so iskale večji donos v tujini. Po drugi strani pa se je spreminjala struktura finančnih trgov, kar je povzročalo rast investicijskih institucij in uvajanje deregulacije. Trend je spodbudil finančno diverzifikacijo. Problem mednarodnih investitorjev je, da so za njih države, kot so Tajska in podobne, bolj ali manj homogene, nimajo popolnih informacij o regiji, kar lahko okrepi čredni nagon investitorjev med krizo.

Kapitalni tokovi v Aziji so bili v glavnem povezani z menjavo. Izvoz je bil pogosto zamenjan z direktnimi investicijami. Direktno investicije so bile gonilna sila izvozne in s tem gospodarske rasti, katere raven ne bi bila dosežena samo z domačim varčevanjem. Brez tujih neposrednih investicij azijske države ne bi ustvarile takega izvoznega razmaha (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 36). Nobenega dvoma ni, da so kapitalski tokovi v Azijo pospešili industrializacijo. Tuje neposredne investicije dvignejo raven konkurenčnosti in prinesejo nove ideje, inovacije itd. Vendar se v mnogih primerih prvotne domače tehnološke kapacitete v izvoznem sektorju pod nadzorom multinacionalk niso dovolj razvijale oziroma ni prišlo do prenosa znanja in tehnologije. To je pustilo gostiteljico občutljivo na spremembe v investicijskem segmentu, ki se je preusmerjal v visoko dodano vrednost. Stanje je poslabšala naraščajoča konkurenca za te investicije drugih držav, posebej Kitajske (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 10). Azijske države so se lahko hitro prilagodile proizvodni ekonomiji, kjer je bila omogočena hitra rast. Vendar je bil izvoz omejen samo na majhno število produktov (polproizvodov) in sektorjev. Take neposredne investicije so bile majhne dodane vrednosti in so imele majhen tehnološki prenos, kar je vodilo v rastoče strukturne probleme. Tehnološki prenos lahko naredi veliko več za stabilen razvoj s povečanjem kapacitet. Izvoznega uspeha na podlagi neposrednih investicij jim pogosto ni uspelo preoblikovati v nekaj trajnega (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 38). Veliko vodilnih

izvoznih sektorjev je bilo odvisno od uvoza delov, investitorji pa so v glavnem izkoriščali poceni delovno silo. Tako tendenco je vzpodbujalo tudi dejstvo, da so vlade promovirale sektorje, kjer ni bilo predhodnih domačih zmogljivosti in domačih ponudnikov. Lokalna podjetja namreč lažje pobirajo dobrobiti tujih, če so že prej aktivna na nekem področju, ali če se neko že razvito področje lahko povezuje s to novo aktivnostjo (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 43). Se pravi, vlada naj bi spodbujala tiste sektorje, ki že imajo neko komparativno prednost, saj čisto nov sektor znižuje možnost povezav. Skozi vladno regulativo in uvozni protekcionizem bodo tuji investitorji iskali poti, da bi zaobšli take ovire. Prenos tehnologije bodo podjetja, ki se obnašajo racionalno, spodbujala tam, kjer obstaja večja konkurenčnost, saj bodo tako lahko bolj učinkoviti tekmeči.

Odvisnost od uvoza je bila posledica slabe povezave med tujimi podružnicami in domačo ekonomijo, kar je zmanjšalo tehnološki prenos (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 39). Izvozno orientirani investitorji niso želeli vzpostavljati stikov z lokalnimi podjetji zaradi potreb po visoko kvalitetnih proizvodih po konkurenčnih cenah, da so lahko tekmovali na svetovnem trgu. Povezave bi lahko potekale preko kvalifikacij za delo, kar bi pomenilo velik vpliv politične iniciative, z npr. izobraževalnimi projekti, ki bi povečali domače zmogljivosti delavcev za prilagoditev tuji tehnologiji in znanju. Take spremembe pa zahtevajo dolgo obdobje prilagajanja. Druga alternativa bi bila večja povezanost podjetij in tujih investitorjev preko partnerstva v skupnih vlaganjih ali skupni ponudbi, na kar bi spet lahko vpliva vlada z natančno definiranimi cilji sodelovanja (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 40). Je pa res, da je neka raziskava leta 1980 odkrila, da se tehnološki transfer zgodi za tretjino hitreje v podružnicah, ki so v popolnem lastništvu matičnega podjetja, kot pa preko join ventures ali licenc (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 41). Pri vsem tem je pomembna alokacija domačih tržno usmerjenih investicij. Novi krediti so se usmerjali predvsem v neproduktivne projekte.

V primerjavi z bančnimi krediti je neposredne investicije težje in dražje umakniti (Qureshi, 1999, str. 172). Z njimi je povezan tuj management in tehnološki transferji, od katerih se pričakuje dvig tehnološkega nivoja in modernizacije v gostujoči državi. Neposrednih investicij je bilo v Aziji kar precej, saj je uživala politično in makroekonomsko stabilnost skoraj dve desetletji, okolje je bilo investitorjem prijazno, vlade pa so bile popolnoma predane cilju gospodarske rasti. Direktne investicije v Azije so prihajale v glavnem iz Japonske, kar je za sabo potegnilo tudi večji uvoz in negativni tekoči račun plačilne bilance v menjavi z Japonsko (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 18). Japonske investicije so bile v večini primerov namenjene za oskrbovanje svojega velikega in zaprtega trga. Politika se je prilagajala tujim neposrednim investicijam in jih nasprotno ni oblikovala.

Tabela 11: Tuje neposredne investicije v nekatere azijske države z Japonske (v milijardah jenov)

DRŽAVA	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Povprečje
Kitajska	50.1	78.7	138.1	195.4	268.3	431.9	193.75
Indonezija	161.5	162.8	214.2	95.2	180.8	154.8	161.55
Koreja	41.9	35.7	29.1	28.9	42.0	43.3	36.82
Malezija	106.7	120.2	91.9	89.2	77.2	55.5	90.12
Filipini	38.3	27.7	21.0	23.6	68.3	69.2	41.35
Tajvan	65.3	55.4	37.6	34.3	29.2	43.9	44.28
Tajska	169.6	110.7	84.9	68.0	74.9	119.6	104.62

Vir: Ito, 1999, str. 123.

Kriza leta 1997 je bila prvi preizkus za azijske države, kako upravljati z zmanjšanimi kapitalskimi prilivi; zlasti pa za Tajsko in Malezijo, ki sta imeli največji delež le-teh v bruto domačem proizvodu. V času mehiške krize 94-95 so se vsi spraševali, ali bo to prizadelo Tajsko. Mednarodni denarni sklad in Svetovna banka sta zaključila, da so makroekonomski kazalci v tej državi kar dobri: zmerna inflacija, uravnotežen proračun, visoka stopnja varčevanja in velik potencial rasti. V dveh letih se je močno spremenila struktura kapitalskih prilivov: od neposrednih investicij k mednarodnim kratkoročnim kreditom (Yoshitomi, 1999, str. 182). Ta zasuk je bil povezan z fiksnim deviznim tečajem, ki je bil postavljen že tako dolgo, da so vsi pozabili na valutno tveganje. Dolarska obretna mera se je gibala med 5 in 6 odstotki, Tajska pa med 12 in 13 odstotki, kar so izkoriščale lokalne finančne institucije. Leta 1995 so premalo pozornosti posvečali sektorski alokaciji kreditov, katerega agregat se je na račun mednarodnih posojil hitro večal. Največjo rast je doživljal sektor nepremičnin. To je seveda spremljal povečan zunanji dolg (6-7 odstotkov BDP) in še večji negativni saldo tekočega računa. Tajska kriza je po svoje zanimiva, ker so jo nekateri predvidevali (Fisher, 1999, str. 454). Tajska vlada tega ni verjela niti se ni bila sposobna temu upreti

Kapitalski tokovi so v glavnem koristni za gostujočo državo, toda če jih je preveč, se to kaže v apreciaciji tečaja, ki izrine izvozna podjetja s trga, kar morda ne reši niti kasnejša deprecijacija. Zato je prva makroekonomska naloga, ki odgovarja na povečan kapitalski priliv, intervencija na valutnem trgu (Ito, 1999, str. 125). Če je v državi fiksni tečajni sistem, je to celo nujno in se bo kazalo v povečanih mednarodnih rezervah. Intervencija bo povzročila povečan obseg denarja v obtoku, ki se ga lahko sterilizira z domačimi odprtimi operacijami na trgu, kar lahko pomeni še povečane kapitalске prilive. Presežek kapitalskih prilivov lahko zavzame obliko neposrednih investicij ali investicije v nepremičnine, kar poveča kratkoročne obrestne mere. To povzroči medbančne depozite, posojila in podobne kratkoročne investicije, ki so manj zaželeni inštrumenti. To pomeni, sterilizacija lahko spremeni strukturo kapitalskih prilivov. Če pa se to ne zgodi, so lahko posledice nižje obrestne mere, pregorevanje gospodarstva in inflacija. Kakorkoli že, v obeh primerih je treba preprečiti večanje negativne salda tekočega računa zaradi omenjenih tokov. To je možno z promoviranjem domačega varčevanja. Ko so vse te opcije enkrat izrabljene in je kapitalski priliv še vedno velik, pridejo v poštev kapitalске omejitve. Past je v nezaželenem izpodrivanju dolgoročnih tokov ali izguba zaupanja investitorjev na dolgi rok. Zato morajo biti omejitve transparentne in poštene.

Tabela 12: Neto kapitalski pritoki (v % BDP)

DRŽAVA	Obdobje	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Kumulativa
Indonezija	1990-95	-	-	2.5	1.9	1.3	0.2	1.1	3.6	8.3
Koreja	1991-95	-	-	-	2.6	2.5	0.6	2.4	3.5	9.3
Malezija	1989-95	-	2.9	5.7	11.1	15.3	23.2	1.2	6.6	45.8
Filipini	1989-95	-	2.1	3.9	4.4	2.3	4.4	7.9	5.2	23.1
Tajska	1988-95	7.4	10.4	12.3	12.3	8.6	7.7	8.3	12.1	51.5

Vir: Ito, 1999, str. 115.

Tajska je poskušala sterilizirati vpliv intervencij na deviznem trgu s povečanimi depoziti iz proračunskega presežka, povečano denarno ponudbo in izdajo centralno bančnih obveznic (Kohsaka, 1999, str. 19). Sterilizacija poveča domače obrestne mere. Razlika med temi in tujimi obrestnimi merami pa povzroča še večje kapitalске tokove. Kratkoročna posojila "off-shore" trgov niso bila šteta v denarno ponudbo.

Azija se je v zvezi s kapitalskimi tokovi srečevala z nekaj ne preveč hudimi omejitvami (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 31). Tuji investitorji so smeli imeti npr. samo določen najmanjši delež v podjetjih in finančnih institucijah, avtorizacijski proces pa je bil ponekod zelo zahteven. Vzporedno s tem so imele azijske države t.i. negativno listo, na kateri so bili določeni sektorji, kamor tuji investitorji niso smeli vlagati oziroma za katere so veljale specifične omejitve. Taka lista je dober kazalec odprtosti neke ekonomije in liberalizacije. Obstajala je omejitev pravice do tujega lastništva zemlje, na kateri je tovarna, ki je bila zaskrbljujoča za tujce. V glavnem so lahko v Aziji tujci najeli zemljo za določen čas z možnostjo samo enkratne obnovitve pogodbe. Nekaj omejitev je bilo tudi za zaposlovanje tujcev v upravnih odborih in podobno. Takšne ovire, kot so zahteve po lokalnem partnerstvu v skupnih vlaganjih ali odvzem tuje kontrole po določenem času, so lahko za investitorje odbijajoče, saj je tehnologija in znanje zaledje nekega podjetja. V strahu pred potencialno konkurenco podjetja pogosto niso pripravljena deliti tega z drugimi, kar pa ni najbolj racionalno.

1.6. Bančni in finančni sistem vzhodnoazijskih držav

Primanjkljaj tekočega računa je manj pomemben kot njegovo financiranje. To pa zato, ker lahko določeni kapitalski pritoki povzročijo nenadni preobrat v kapitalske odtokove, kar povzroči padec tečaja. In v primeru Tajske so bile prav domače banke tiste, ki so sprožile tak preobrat. Politiko finančnega trga je Tajska spremenila iz konzervativne v aktivno, ker je želela postati finančni center Indokitajskega regionalnega razvoja. V povezavi s temi reformami so bili kapitalni prilivi 10 odstotkov BDP-ja v prvi polovici devetdesetih (Kohsaka, 1999, str. 19). Tajska je 1993 odprla mednarodne "offshore" bančne ustanove, kar je privlačilo predvsem japonske banke, saj je tajska vlada obljubila popolno bančno licenco v primeru dobrega nastopa (Yoshitomi, 1999, str. 184). Mednarodne banke so bile glavni ponudnik posojil za vlaganja v visoko tvegane in donosne projekte. Tuja, tečajno nezavarovana posojila izven kreditne sposobnosti bank, so omogočala nadaljnje domače kredite. Banke so torej delovale kot posrednik - tudi zaradi precej nerazvitega delniškega in obvezniškega trga. Tak način delovanja je v bistvu omogočila finančna liberalizacija, ki je dopuščala večje sposojanje v tujini. Posojila bank so bila dominanten vir zunanjega primarnega financiranja podjetij. Banke tudi niso imele vpogleda v bilance podjetij, da bi se lahko odločale na podlagi sredstev in obveznosti neke družbe. Bile so tudi premalo kapitalizirane. Povečanje domačih kreditov v BDP je bilo od 10 do 15 odstotkov višje kot povečanje ponudbe denarja, kar je narekovalo investicijski razcvet (Kohsaka, 1999, str. 20). Visoko tvegane dolgoročne investicije v nepremičnine in infrastrukturo, nove proizvodne zmogljivosti, špekulativne investicije so se financirale s strani neinformiranih tujih posojilodajalcev ali pa od nereguliranih domačih investitorjev. Posojilodajalce je zanimal samo donos, tveganje pa so ocenjevali kot nizko, čeprav so posojali visoko zadolženim podjetjem.

Kratkoročna posojila so bila v dolarjih, katere obrestne mere so bile nižje kot obrestne mere v domači valuti. Delež kratkoročnih tujih posojil je narasel z 20 v osemdesetih letih na 45 odstotkov leta 1996 (Chadha, Folkerts-Landau, 1999, str. 196). Rast omenjenih posojil je naraščala z sekuritizacijo in manjšimi stroški kapitala. Kratkoročna posojila so bila v devetdesetih odstotkih revolving krediti, ostalo pa so bila potrošniška in izvozna posojila. Revolving krediti so zagotavljali investitorjem v dolžniške vrednostne papirje likvidnost posojilojemalca. Pomembni so bili tudi ob nezmožnosti obnovitve dolžniških vrednostnih papirjev na kapitalnem trgu. Vloga bank se je z večanjem kratkoročnih posojil spremenila. Namesto provizij za dolgoročna posojila so dobivale provizije za likvidnostno zavarovanje

Tvegana in špekulativna posojila, ki so postala neizterljiva, ko so podjetja propadla in s tem pustila finančnim posrednikom tuje kratkoročne obveznosti, so na koncu rezultirala v finančni krizi, ki je imela večje razsežnosti kot samo v bančnem sektorju. Opozorila Mednarodnega denarnega sklada in Svetovne banke v zvezi s tem so bila v Aziji preslišana (Krugman, 1999, str. 436). V letu 1995 je bila Tajska največji prejemnik posojil med državami v razvoju. Kombinacija vezave domače valute na neko drugo ter notranja in zunanja liberalizacija kapitalskega trga je lahko usodna.

Tabela 13: Razmah kreditiranja (razmerje med rastjo bančnega posojanja in in rastjo BDP-ja)

Država	1990-96
Koreja	11%
Indonezija	10%
Malezija	31%
Filipini	151%
Singapur	17%
Tajska	58%
Kitajska	7%
Hong Kong	26%

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Stopnja kreditiranja je, kot vidimo, imela pozitiven trend (glej prilogo 3). Še posebej pa v Maleziji, Filipinih in na Tajskem. Te države so bile tudi prve tri, pri katerih so se začeli tudi špekulativni napadi (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002). Problem pa seveda ni bil samo v količini posojanja, temveč tudi v kvaliteti. Veliko dolgov se je pokazalo kot neizterljivih, kot vir financiranja za tvegane, nedonosne in prevelike investicije. Kriza je uničila tudi nekatere dobre dolgove, zato v tabeli prikazujemo samo slabe dolgove na začetku krize. Statistika kaže na močno povezavo med deležem slabih posojil in resnostjo krize.

Tabela 14: Neizterljivi dolgovi (v odstotkih celotnega posojanja leta 1998)

Država	1998
Koreja	8%
Indonezija	13%
Malezija	10%
Filipini	14%
Singapur	4%
Tajska	13%
Kitajska	14%
Hong Kong	3%
Tajvan	4%

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Izpostavljenost sredstev je bila največja v Hong Kongu, Maleziji, Singapuru in na Tajskem, relativno nizka pa v Filipinih in Koreji, kjer so bili slabi dolgovi skoncentrirani večinoma v proizvodnih podjetjih. V letu 1998 se je pričakovalo veliko povečanje neizterljivih dolgov. Posebno problematični naj bi bili v Indoneziji, Koreji, na Tajskem in v Maleziji. V teh štirih državah je bila kapitaliziranost odločno prenizka. Stopnja kapitalizacije je bila konec leta

1997 že nižja od stopnje neizterljivih dolgov, pričakovalo pa se je še poslabšanje. Banke so preoptimistično ocenjevale povrnitev dolgov, predvsem v štirih najbolj problematičnih državah. Deflacija predvsem v nepremičninskem sektorju in padec vrednosti poroštev (angl. collateral) so povzročili nepovračljivo povečanje neizterljivih dolgov.

Tabela 15: Bančna izpostavljenost tveganjem

	Izpostavljenost premoženja	Vrednost poroštev	Neizterljivi dolgovi		Kapitalska stopnja
			1997	1998	
Koreja	15-25%	80-100%	16%	22.50%	6-10%
Indonezija	25-30%	80-100%	11%	20.00%	8-10%
Malezija	30-40%	80-100%	7.50%	15.00%	8-14%
Filipini	15-20%	70-80%	5.50%	7.00%	15-18%
Singapur	30-40%	70-80%	2.00%	3.50%	18-22%
Tajska	30-40%	80-100%	15%	25%	6-10%
Hong Kong	40-55%	50-70%	1.55%	3%	15-20%

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Drugače solventna država ima lahko kratkoročne likvidnostne probleme, kadar so rezerve majhne v primerjavi z splošnim bremenom zunanjega servisiranja dolga. Likvidnostni problemi nastanejo ob paniki tujih kreditorjev, ki niso več pripravljeni obnoviti kratkoročnih posojil. Ob padcu tečaja taka neuravnoteženost lahko povzroči resne finančne težave. Če pogledamo zunanjo zadolženost v BDP-ju po podatkih Svetovne banke, vidimo, da ta ni pretirano visoka in je naraščala skromno. Podatki tudi namigujejo, da kratkoročen dolg ni bil zaskrbljujoč, zaskrbljujoča naj ne bi bila niti sposobnost odplačevanja dolga, ki se računa kot razmerje med seštevkom vseh obresti in glavnice, plačljivih na dolgi rok, ter izvozom. Ta je bila pod 10 odstotki v večini držav (glej prilogo 4).

Dolgoročnih dolgov so imele najmanj Malezija, Tajska in Tajvan, in sicer okoli 33 odstotkov celotnega dolga, največ Japonska in Filipini okoli 50 odstotkov (Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 5). Veliko pozornosti je treba pri krizi nameniti kratkoročnim dolgom, ki so v proučevanem obdobju naraščali in se iz domačih spreminjali v tuje. Malezija, Tajska in Koreja so imele predvsem tuje kratkoročne dolgove, Filipini in Tajvan pa predvsem dolgoročne domače dolgove.

Slika postane bolj problematična, če pogledamo stopnjo kratkoročnih posojil v tujih rezervah, servisiranje dolga plus kratkoročne dolgove v tujih rezervah (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002). Kazalca sta bila visoka, še posebej v Koreji, na Filipinih, Tajskem in v Indoneziji (glej prilogo 6). Če se soočamo z likvidnostno krizo, morajo biti mednarodne rezerve dovolj velike, da pokrijejo dolžniške obveznosti.

Preveliko kreditiranje in sposojanje je pokazalo na resne institucionalne in politične pomankljivosti. Regulacija komercialnih bank na Tajskem je resda zmanjšala kreditno ekspanzijo, vendar pa je na drugi strani liberalizacija omogočila prisotnost nereguliranih nebančnih posrednikov. Še več, tajska vlada je uporabila davčne spodbude za "offshore" sposojanje. Privatne banke v Koreji so bile nadzirane s strani velikih konglomeratov, ki so imeli privilegiran dostop do kreditov in so izzvali problem moralnega tveganja. V Indoneziji kljub zahtevam za domače banke, ki so bile v skladu z Baselskimi priporočili, tega niso preveč izpostavljali. V devetdesetih so se banke v glavnem privatizirale in so predstavljale dve tretjini podjetniškega financiranja. Hitra rast ne dovolj kapitaliziranih bank zavoljo

deregulacije, ki so se borile za svoj delež na trgu, je povzročila ranljivost za slab izbor posojilojemalcev. Raje kot zapreti take banke, je indonezijska vlada npr. spodbujala spojitev bank in nudila druge oblike podpore, kar je še spodbudilo usmerjenost v tvegane projekte. Premoženska aktiva je bila v preostalih državnih bankah še slabša kot v privatnih, saj so se zanašali na vladno pomoč. Konec leta 1995 so imele 17 odstotkov neizterljivih posojil v primerjavi z privatnimi, katerih delež takih posojil je bil 5-odstoten. Malezija ni imela tako hudih težav, je pa imela veliko število majhnih bank, ki niso bile zmožne biti mednarodno konkurenčne, zato je centralna banka pospeševala konsolidacijo bančnega sektorja. Povečan dostop posojil je vzdignil cene nepremičnin. Centralna banka je sicer intervenirala, da bi zaustavila posojanje za špekulativno nakupovanje nepremičnin, vendar so bile njene akcije prepozne.

Pri bančnem obnašanju je glavno vprašanje, ali je bila izvedena dobra kontrola že danih kreditov, da bi se izognili napačni izbiri (angl. adverse selection), kar pripelje do bega investitorjev, ko se ocenjena tveganja višajo. Banke morajo nadzirati posojilojemalce, da ne pride do moralnega tveganja, ki je posledica asimetričnosti informacij na finančnem trgu (Yoshitomi, 1999, str. 185). Ko liberaliziramo finančni trg, je treba istočasno izboljšati merila uspešnosti in nadzor bank, se pravi izboljšati regulativni sestav, v katerem se operira z finančnimi institucijami. Ključ so takojšnje korektivne akcije (angl. PCA - prompt corrective action), ki so osredotočajo na stopnje omejitve kapitala. S takojšnjimi korektivnimi ukrepi se lahko izognemo moralnemu tveganju, potem ko je enkrat mehurček že narastel. Pod takim moralnim tveganjem razumemo obliko ponudbe visokih obrestnih mer za tvegane investicije in ekstra profite za odpis neuporabljenih sredstev ob dani depozitni zavarovalni shemi. Moralno tveganje vodi do neučinkovitih ex-post sankcij in v pretirana ex-ante tveganja, ki pomenijo nezanimanje posojilodajalcev, kam gre njihov denar. Državne garancije, ki naj bi obstajale za poslovanje finančnih posrednikov, tvorijo jedro problema moralnega tveganja. Kadar oblasti ob tem vodijo opustitveno politiko je pametno uporabiti takojšnje korektivne ukrepe. Namen je zapreti potencialne nelikvidne institucije, dokler še imajo kaj kapitala, da se minimalizira poraba javnega denarja, ki naj bi služil za jamstvo depozitorjev in ne financiranju nesolventnih podjetij. Vprašanje pa je, če lahko taki ukrepi preprečijo nastajanje borznega mehurčka. Težko je oceniti kreditno tveganje glede na naravo posojila in s tem načina zavarovanja.

Centralne banke azijskih držav so imele premalo nadzora nad bankami, vladne namere pa so bile premalo transparentne, kar se je, kot že rečeno, odrazilo skozi tuj kapital v ekonomiji v slabih in neiztržljivih posojilih (Low, 1999, str. 41). Dopuščali so navzkrižne naložbe med podružnicami in nepregledne račune. Zgodnji signali takih težav bi morali usmeriti nosilce ekonomske politike k določenim ukrepom, kot so večja fleksibilnost deviznega tečaja, višje mednarodne rezerve in postavitve določenih bančnih standardov pri posojilih

Finančne institucije niso imele eksplicitne državne garancije, implicitna pa se je izražala preko močne politične povezanosti lastnikov večine teh posrednikov. Posredniki so bili premalo nadzorovani oziroma imeli premalo rezerv. Špekulativne investicije, četudi z nizko pričakovano stopnjo donosa, so bile prepogosto izbrane, saj so finančni posredniki imeli preveč pozitivna pričakovanja (Krugman, 2002b). Verjeli so, da je večja verjetnost ugodnega izida. Institucije so posojale denar visoko zadolženim podjetjem. Močna konkurenca med posojilodajalci je izničila pričakovan dobiček

Finančni kolaps je vplival na realno gospodarstvo skozi dva glavna kanala. Prvi je bila šibkost bančnega sistema zaradi velikih nezavarovanih kratkoročnih dolgov v tujini, drugi pa dolžniška kriza v podjetniškem sektorju zaradi dolgov v tujini (Zidarič, 1999, str. 15). Bančna

kriza je skupaj z rastočimi obrestnimi merami pomenila manjšo možnost kreditiranja in motnje v finančnem posredništvu, kar je povečalo pritiske tudi na podjetja, ki so sicer bila sposobna preživeti. Pričakovanje padca valute je povzročilo povečanje premije za tveganje in s tem poostriло pritisk na deflacijo in ustvarilo likvidnostne probleme predvsem v finančnih podjetjih.

1.7. Podjetniški sektor v vzhodnoazijskih državah

Azijska podjetja se razlikujejo od drugih po dveh značilnostih. Lastništvo podjetij je bilo v rokah malo številčnih velikih družin. Povezave med skupinami korporacij pa so običajne, kar ni značilnost podjetij v ZDA in razvitih državah. Teh značilnosti ne bomo natančneje opisovali, saj to ni namen diplomskega dela.

Na Japonskem imajo velike družine 10-odstotni nadzor nad podjetji, v Koreji in Tajvanu 48-odstotni, na Tajskem 62-odstotni in v Maleziji 67-odstotni nadzor (Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 9). Razlike izhajajo iz gospodarskega prava in narave podjetij. Evolucija kapitalskega trga je verjetno vplivala na stopnjo razpršenega lastništva. Vrsta lastništva je tudi odvisna od velikosti podjetja. V večini držav je družinsko lastništvo večje v majhnih podjetjih. Če majhno število družin igra veliko vlogo v podjetniškem sektorju in če podjetništvo vpleta in vpliva na vlado, potem pravni sistem ne varuje preveč malih lastnikov oziroma ne spodbuja transparentnih in tržno orientiranih aktivnosti. Obstaja močna povezava med velikimi družinami in tržno kapitalizacijo na eni strani ter učinkovitost pravnega sistema, obsega zakonov in stopnje korupcije na drugi. Skratka, povezanost lastniške strukture in stopnja institucionalne razvitosti je bila močna. Korupcija je bila zaradi takega sistema zelo razširjena (Zidarič, 1999, str. 10). Sistem je dopuščal davčne utaje, posli so bili pogostokrat dodeljeni sorodnikom in prijateljem. Finančna razkritja podjetij so bila minimalna, med vlado in podjetniškim trgom pa so se krepile vezi, kar je popačilo trge.

Azijska podjetja so tudi bolj diverzificirana tako v številu segmentov kot povezanih segmentov (Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 25). Trend gre bolj proti vertikalnim povezavam, kar je povezano z manjšo dodano vrednostjo. To je lahko v konjunkturi ocenjeno bolj pozitivno, vendar je tveganje zaradi diverzifikacije pogosto podcenjeno, kar se še posebej pokaže v krizah. Taka podjetja v teh okoliščinah utrpijo večjo škodo.

Skupine podjetij naj bi imele boljšo izrabo notranjih virov in se manj opirale na zunanje vire. Ustvarile naj bi notranji kapitalni trg, ki služi boljši alokaciji sredstev za donosnejše investicije med skupino podjetij. Tak trg je cenjen v državah v razvoju v boljših časih, da se lahko investira v nove aktivnosti. V recesiji se pa zato lahko tveganje poveča (Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 21). Bolj kompleksne skupine lahko vodijo istočasno k neproduktivnim naložbam in večji ekspropriaciji, ki se izvaja preko večjih lastnikov. Investicije so njim v prid na račun malih lastnikov. V praksi to tudi spodbuja formiranje takšnih skupin. V splošnem imajo azijske države 75 odstotkov podjetij, ki so vključene v take skupine

Pred krizo je tak način veljal za glavni razlog azijskega uspeha, po njej pa so se pogledi spremenili. Takšen način vladanja podjetij in finančna struktura naj bi bila vsaj deloma kriva za nastalo situacijo (Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 30). Vplivalo je na nastop podjetij na trgu in njihovo spoprijemanje s težavami. Vsekakor pa bilo povezano z institucionalnim razvojem. Sklep, ki se ob tem poraja, je, da pravne in regulativne reforme ne morejo biti izvedene brez sprememb lastniške strukture podjetij in koncentracije bogastva. Vprašanje pa je, če se bo to dejansko uresničilo.

Kazalec ROA je bil v državah, kot so Japonska, Hong Kong, Koreja in Singapur, v letih 1988 do 1996 relativno nizek, okoli 4 % (Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 2). Višji pa je bil na Filipinih, Tajskem, Maleziji in Tajvanu (od 7-10 %), kar kaže na pomemben prispevek h gospodarski rasti teh držav (glej prilogo 7, tabela 13).

Operativna marža kot razlika med prihodki poslovanja in stroški prodanih proizvodov je bila v istem obdobju nizka v Singapurju, Hong Kongu in v Koreji. Japonska je imela presenetljivo visoko stopnjo, zahvaljujoč kapitalni intenzivnosti, ki vpliva na ta kazalec. Spet visoke so bile na Tajskem, na Filipinih in v Indoneziji, kar bi lahko odražalo majhno domačo konkurenco, nizke stroške delovne sile in velik delež naravnih virov za izvoz (glej prilogo 7, tabela 14).

V povprečju so imele v tem obdobju azijske države visoko stopnjo rasti prihodkov, kar je odražalo rast izvoza in domačega povpraševanja. Vendar pa so Indonezija, Japonska, Singapur, Tajvan in Tajska opazile upočasnjeno rast v 1996, kar je verjetno odražalo manjšo rast izvoza. Visoka rast prihodkov je bila v povezavi z visoki investicijskimi stopnjami v regiji (8 do 13 odstotkov). Japonska je imela v omenjenem obdobju najmanjšo investicijsko stopnjo, verjetno zaradi trajajoče krize v devetdesetih (glej prilogo 7, tabela 15).

V nekaterih ekonomijah so majhna donosnost in velike investicije pomenile zunanje financiranje, saj je podjetjem primanjkovalo internih virov. Predvsem so se zadolževale pri bankah. Stopnja finančnega vzvoda je bila za mnogo držav visoka, predvsem za Korejo (Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 5). Kazalec se je povečal v letih pred krizo. Na Filipinih je bila to verjetno posledica reform sredi 80-ih, ki naj bi oživile podjetniški in finančni sektor. Japonska se z zadolževanjem ni dolgo časa soočala zaradi vladnih varčevanj, vendar so podjetniške težave in pomanjkanje sredstev pomenile ponovno financiranje s posojili kasneje v tem obdobju. Visok finančni vzvod povzroča veliko tveganje in ranljivost podjetij.

Tabela 15: Finančni vzvodi podjetij

DRŽAVA	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988-96
Hong Kong	1.832	2.311	1.783	2.047	1.835	1.758	2.273	1.980	1.559	1.902
Indonezija	-	-	-	1.943	2.097	2.054	1.661	2.115	1.878	1.951
Japonska	2.994	2.843	2.871	2.029	2.042	2.057	2.193	2.367	2.374	2.302
Koreja	2.820	2.644	3.105	3.221	3.373	3.636	3.530	3.776	3.545	3.467
Malezija	0.727	0.810	1.010	0.610	0.627	0.704	0.991	1.103	1.176	0.908
Filipini	-	-	-	0.830	1.186	1.175	1.148	1.150	1.285	1.129
Singapur	0.765	0.922	0.939	0.887	0.856	1.102	0.862	1.037	1.049	0.936
Tajvan	-	-	-	0.679	0.883	0.866	0.894	0.796	0.802	0.820
Tajska	1.602	1.905	2.159	2.010	1.837	1.914	2.126	2.224	2.361	2.008

Vir: Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 5.

1.8. Gospodarski položaj Japonske

Glede na to, da se je kriza v azijskih državah začela prav zaradi Japonske, se nam zdi edino umestno, da si natančneje pogledamo ekonomski položaj te države.

Sredi osemdesetih je Japonska postala glavni neto financer in neto posojilodajalec, kar je imelo posledice za notranje in svetovne strategije (Hatibović, 1990, str. 33). V politiki je to pomenilo obstoj konzervativne stranke in številnih korupcijskih škandalov, a tudi strukturnih sprememb. V mednarodnem smislu je to pomenilo ekspanzijo japonskega kapitala, povečanje kredibilnosti, a na drugi strani strah in paniko ostalih finančnih središč. V tretjem svetu so pričakovali pomoč Japonske in izvoznika kapitala. Moč Japonske je spremenila odnose z ZDA z vojne tekme na tekmovanje na tehnološki in kulturni ravni. Povečanje presežka v plačilni bilanci in na tekočem računu, rast izvoza v primerjavi z izvozom, porast industrijske proizvodnje in tehnološkega napredka ter gospodarska rast so bili rezultat te moči.

Čeprav so imeli BDP na prebivalca visok, pa življenski standard ni bil tako idealen zaradi nižje kupne moči (Woronoff, 96, str. 25). Rast ni pripomogla niti k večjemu prostemu času oziroma kvaliteti življenja. Japonska inflacija je bila zavajajoča, saj je premalo upoštevala izdelke, katerih cene so se najbolj povečevale. Ni izražala npr. povečanih cen hiš in izobraževanja.

Osnovni doprinos k visoki rasti je imela industrija, kar je bilo v interakciji z strukturnim prilagajanjem (Hatibović, 1990, str. 36). Gonilna sila tega je bila apreciacija jena. Rast ne bi bila tako velika in nenevarna za konkurente, če ne bi bila poleg investicij posledica tehnološkega napredka. Tehnološki napredek je bil rezultat visokih vlaganj v raziskave in razvoj ter zelo selektivnega uvoza tuje tehnologije (Hatibović, 1990, str. 37). Japonci so se naslanjali na ameriške temeljne raziskave s tem, da je ogromno japonskih znanstvenikov in inženirjev delalo na ameriških univerzah in so jih financirale ZDA.

Rast izvoza je v Ameriki izzvala paniko, zato je zahtevala japonsko liberalizacijo uvoza in uvedla protekcionistične ukrepe (Hatibović, 1990, str. 39). Suficiti plačilne bilance so izzvali rekordne apreciacije jena v odnosu do dolarja, kar je povečalo domače cene, liberalizirali so se kapitalski odtoki, zaobšlo se je protekcionizem s postavljanjem podružnic v tujini.

Vsi so občudovali japonsko navidezno neustavljivo rast, njihova tehnološka znanja in inovativen pristop managementa. Hitra rast količine denarja pa je pripomogla k rasti delniškega trga in napihovanju mehurčka cen delnic in nepremičnin. Ko je centralna banka začela voditi restriktivno denarno politiko, je le ta počil. Neizogibni posledici sta bili huda recesija in gospodarski zastoj. Sesul se je trg vrednostnih papirje, soočali so se z deflacijo, številna bančna posojila so postala neizterljiva. Japonska je največja vlagateljica in posojilodajalka v vzhodno Azijo, zato je imela recesija posledice v teh državah (Zidarič, 1999, str. 7). Postalo je jasno, da je japonska potencialna proizvodnja padla mnogo bolj kot desetletje nazaj in s tem je bilo zanikano prepričanje Zahoda, da imajo Japonci v rokah vse odgovore (Krugman, 2002c). Še več, nosilci ekonomske politike niso imeli pojma, kaj počno.

Gospodarski zastoj so nekoliko blažili prilivi kapitala iz vsega sveta, saj je bil Tokio eden od treh največjih finančnih centrov na svetu (Shale, 1988, str. 18). Vsaka banka, ki je hotela delovati na svetovni ravni, je morala biti tu. Svetovno največja podjetja so tu postavljala svoje podružnice in predstavniška mesta, obstajale pa so tudi možnosti skupnih vlaganj (angl. joint ventures). Japonske banke in borzno posredniške hiše so konkurirale med seboj, da bi pridobile ta tuja podjetja za svoje stranke. Razvijale so dolgoročneje odnose, kar naj bi

otežilo prodor novih finančnih institucij in bank na japonski trg. Pridobivanje stalnih tujih klientov se jim je zdelo izredno pomembno. Spreminjali so celo svoje poslovne strategije, da bi jih osvojili. Kratkoročen dobiček pri tem zato ni bil pomemben

V sedemdesetih in zgodnjih osemdesetih so bila japonska podjetja glavni izvozniki proizvodov, kot so avtomobili in elektronika v ZDA in Evropo. Vplivi tega izvoza so bili ogromni v obeh regijah, kar je povzročilo grožnjo sankcij proti Japonski na podlagi umetno nizkih cen, ki so bile posledica nizkega tečaja jena in vzročno velikega presežka v trgovinski bilanci. S stališča MDS je bila rešitev močnejši jen, ki bi zmanjšal japonsko konkurenco in omenjeni presežek. Edine države, ki so imele uravnoteženo bilanco ali majhen presežek v menjavi, so bile proizvajalke nafte. Pod pritiskom ZDA je jen leta 1985 drastično appreciiral in liberaliziral se je japonski trg (Jaklič, 2001). Sprememba tečaja je obrnila izvozno strategijo proti strategiji direktnega investiranja. Japonskim podjetjem se je splačevalo kupovati ali postavljati podružnice na drugih celinah, predvsem v ZDA. To je bilo tudi nujno za preživetje podjetij. Hkrati z zmanjševanjem stroškov proizvodnje v tujini so se ti stroški na Japonskem povečali. Na tak način je Japonski uspela zmanjšati protekcionizem s strani ZDA in Velike Britanije. Protekcionizem je predvsem prizadel delavno intenzivne panoge (Woronoff, 1996, str. 15). Ob kriznih dogodkih so najprej prizadeti slabši sektorji, šele nato mesta kot centri podjetniških, komercialnih in finančnih aktivnosti

Japonska je svoj izvoz v glavnem denominirala v dolarjih in ne v domači valuti, kot je v navadi (Dominguez, 1999, str. 150). Zato ni presenetljivo, da je jen igral v zadnjih 25 letih igral majhno vlogo na svetovnih trgih. Japonci so se za tako delovanje verjetno odločili, ker je bil dolar po drugi svetovni vojni najmočnejša valuta in ker je velik delež izvoza Japonske šel v ZDA. Poleg tega pa je bil denarni trg Japonske relativno nerazvit, transakcijski stroški pa temu primerno visoki. Verjetno pa so na tak način japonska podjetja lažje upravljala z valutnimi tveganji. Japonska med državami G-7 s tako prakso vseeno izstopa. Vendar pa je nasprotno menjava z azijskimi državami denominirana večinoma v jeni, če to primerjamo v svetovnih merilih. Tečaj jen-dolar se je v letih 1970-1994 drastično spreminjal in sicer je jen 250-odstotno appreciiral proti dolarju. Pred tem so se v glavnem zavarovali tako, da so svojo produkcijo prenesli v države s cenejšo delavno silo ali z nižjimi stroški (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 20). Menjava Japonske je potekala v glavnem z majhnim številom velikih podjetij, za katere je bila značilna ekonomija obsega (Dominguez, 1999, str. 156). Finančne oblike zavarovanja je uporabljala približno polovica japonskih podjetij. Zdele so se jim preveč drage oziroma koristi niso presegle stroškov. Tudi tista podjetja, ki se jim je zdelo zavarovanje smiselno, tega niso uporabila, saj bi tako izgubljala konkurenčni boj z ostalimi. Ne bi imela potrebnih finančnih sredstev v primeru neugodnega gibanja tečaja.

Za Japonsko je bila značilna dvotirna ekonomija. Velika podjetja so proizvedla 32 odstotkov BDP-ja in majhna, ki so imela 99-odstotni delež vseh podjetij, 68 odstotkov BDP-ja (Woronoff, 1996, str. 69). V majhnih podjetjih je bilo zaposleno 80 odstotkov delovne sile, ki je imela daljši delavni čas in krajše počitnice. Zaposleni v velikih podjetjih so imeli večjo zaposlitveno varnost in večje plače. Mala podjetja so imela manj učinkovito proizvodnjo, manj kapitala, slabšo kvalifikacijsko strukturo delavcev, manjši dobiček ipd. To so bile družbe, ki so ob recesiji prve propadle. Večina je delovala kot pogodbeniki večjih podjetij. Ta so jih izkoriščala, saj so za njih proizvajali manj profitne izdelke, stvari, ki za "elitne" institucije niso bile zanimive. Velika podjetja so izvajala pritisk na nižje cene, ki so bile stvar pogajanj. Ta podjetja so uživala tudi večjo podporo vlade oziroma Ministrstva za mednarodno trgovino in industrijo (MITI), ki za izboljšanje položaja šibkejših panog ni naredila kaj dosti. Produktivnost v večjih podjetjih je bila nadpovprečna v nasprotju z podpovprečno produktivnostjo slabših sektorjev.

Japonska je imela v tem času največje devizne rezerve na svetu. Apresiasija v nasprotju s pričakovanji ni veliko vplivala na japonski izvoz, saj se Japonci niso bili pripravljene odreči osvojenim trgov, potrošniki pa ne njihovim proizvodom (Hatibović, 1990, str. 41). V tujini so zaračunavali nižje cene kot doma (Wonoroff, 1996, str. 117). Se pravi, dražje domače cene so v bistvu subvencionirale izvoz. Tudi uvozni izdelki so bili na Japonskem dražji, kar je bila med drugim tudi posledica neučinkovite distribucije, ki je bila sestavljena iz preveč členov v verigi. Uvoz in normalne cene so preprečevale vezi med podjetji (keiretsu) ter proizvajalci in distributerji. Med leti 1990 in 94 sta indeksa cen na debelo in cen uvoza npr. padla za 7 odstotkov in 27 odstotkov, medtem ko se je indeks cen potrošnih dobrin povečal za 7 odstotkov (Woronoff, 1996, str. 252). Plače pa so ostajale iste ali pa so se le za malenkost povečale.

Da se jen ne uporablja tako množično, je verjetno nedokončno razvit finančni trg. Jen se za menjavo v glavnem uporablja doma, močnejše pa še v ZDA in VB, zelo malo za mednarodne rezerve (predvsem v azijskih državah), za evroobveznice pa je denominacija v jeni v zadnjih 25 letih narasla (Dominguez, 1999, str. 146). Leta 1996 je delež upadal, saj so se tuji investitorji začeli obračati proti dolarju in nemškimi markami. Zanimanje za evrojen obveznice je bilo zlasti v državah v razvoju zaradi nizke obrestne mere in stabilnosti jena v preteklosti. Kljub temu, da so mednarodna bančna posojila denominirana v jeni precej nizka, pa je Japonska s svojimi 22 odstotki svetovnega trga predstavljala največjega svetovnega kreditodajalca (Nemčija 17 odstotkov, ZDA 11 odstotkov). Od leta 1990 so znižali svoja mednarodna posojila zaradi novih zahtev po kapitalskih ustreznosti in rezanju ovir na domačem finančnem trgu. K temu je prispevalo tudi šibko domače povpraševanje in slabo poslovanje trga vrednostnih papirjev. Posojila v jeni so bila spet predvsem visoka v azijskih državah, ki so se zvišala še na račun apreciacije in povečanja posojil kot uradne finančne pomoči. Mednarodna uporaba jena za dolžniške vrednostne papirje je bila omejena z naravnim povpraševanju tujine po jenu in z strogimi predpisi za sposojanje japonske vlade do leta 1984. Po letu 84 so bile omejitve sproščene. Atraktivnost jena so povečale inovacije kot so swapi in obveznice, ki se glasijo na dvojno valuto.

Pri vlaganju v tujino naj bi se držali treh načel: profitabilnosti, tveganje in likvidnost (Hatibović, 1990, str. 43). Najraje so vlagali v državne obveznice ZDA, zatem dajali kredite in potem neposredno investirali. Značilnost je, da so vlagali v sfere z nizkimi tveganji in z večjimi donosi od domačih. Direktne investicije omogočajo največ kontrole nad plasiranim kapitalom, a so bolj tvegane od državnih obveznic.

Neposredne investicije v razvite države imajo cilj zaobiti protekcionistične ukrepe oziroma zavarovati se pred grožnjo vzpostavitve takih ukrepov, pridobivanje tehnološke rente in pridobivanje znanja preko kupovanja tujih podjetij. Investiranje v dežele v razvoju ima prednosti zaradi cenejše delovne sile in velikih naravnih bogastvih, osvajanja tržišča ter upočasnevanja tehnološkega osamosvajanja. Dve tretjine neposrednih investicij je šlo v razvite države (ZDA, VB, Avstralija), tretjina pa v države v razvoju (Panama, Liberija, Brazilija, Koreja, Hong Kong, Indonezija, Singapur, Egipt, Turčija in Pakistan). Neposredno investiranje na Japonsko je bilo 1988 15-krat manjše zaradi jezikovnih in kulturnih razlik ter tradicionalne politike nasproti tujim vlaganjem (Hatibović, 1990, str. 44). Kljub liberalizaciji so ostale manjše zaradi preferenc posrednih, manj tveganih vlaganj s strani tujcev.

Viški kapitala niso značilno povečali pomoči najrevnejšim državam zaradi privatnega kapitala in obstoja velikega javnega dolga. Po velikosti pomoči so bili leta 1988 sicer drugi na svetu, ne pa po pomoči glede na BDP in pa kvaliteti (Hatibović, 1990, str. 45). Precej več pomoči so

dobivale evropske države, kot pa npr. afriške, kar kaže (bolj kot na filantropijo) na željo po ekonomski ekspanziji.

Odtoki kapitala v obliki direktnih investicij v Evropo so se povečali z 10 milijard \$ v 1985 na 55,3 milijarde \$ v 1990 (Jaklič, 2001). Večina investicij je bila usmerjena v finančne storitve in izvozna podjetja. Banke in zavarovalniške družbe so med leti 1980 in 2000 na Japonskem doživele velike spremembe. V zgodnjih osemdesetih so se na hitro liberalizirale, od leta 1990 pa so se trudile prilagoditi poku borznega mehurčka.

Po drugi svetovni vojni so bili Japonci zaskrbljeni, da če se bo jen preveč uporabljal centralna banka ne bo mogla nadzorovati denarne ponudbe. Zato so bili kapitalski tokovi in finančni trgi zelo regulirani (Dominguez, 1999, str. 138). Sredi 70-ih je na Japonskem nastopila recesija kot posledica zadolžitve skladov in velikega proračunskega primankljaja. V tem času se je razvil velik trg obveznic, rasel je delež državnih obveznic v bančnih portfeljih. Da bi se vlada znebila bremena dolga, so bile v novih izdajah obrestne mere nižje od tržnih. Istočasno so predvsem banke zahtevale spremembe v finančnem sistemu, saj so se profiti nižali na račun takih obrestnih mer in visokih obrestnih mer, ki so veljale za depozite. Banke v takih razmerah niso mogle konkurirati drugim finančnim institucijam. Rabile so nove finančne inštrumente in dostop do mednarodnih trgov. Deregulacija se je začela v poznih 70-ih z dovolitvijo ponovne prodaje državnih obveznic, s čimer se je primarni in sekundarni trg obveznic povečal. Počasi so bili liberalizirani kapitalski tokovi, ki so bili v glavnem sproščeni leta 1990. To je bilo nujno potrebno, saj so se države G-7 bale umetnega depreciranja jena. Leta 1978 se je cilj centralne banke iz bančnih posojil usmeril v široko definiran denarni trg. Začela se je večja kontrola ponudbe denarja in s tem posreden vpliv na medbančne obrestne mere, ki so bile višje od obrestnih mer za posojila centralne banke.

Dva pomembna mejnika v procesu japonske liberalizacije sta leto 1980 (odstranitev tujih deviznih kontrol, ki je kazala želje vlade po prostem pretoku kapitala iz in na Japonsko) in leto 1984, ko je bil podpisan t.i. Plaza Accord, ki je predvideval obširen program finančne liberalizacije (Carson-Parker, Peagam, 1986d, str. 25). Počasi naj bi izginjale razlike med finančnimi institucijami zaradi pritiskov nekaterih finančnih segmentov, ki so hoteli prodreti v druge. Leta 1984 se je sprostil trg obveznic samurai - to so tuje obveznice denominirane v jeni. Niso več zahtevali tako visoke kreditne sposobnosti kreditjemalcev, povečana je bila dovoljena maksimalna količina posamezne izdaje. Odprl se je tudi trg evrojen obveznic. Povečalo se je število izdaj teh obveznic. Japonci so izrazili zaskrbljenost, da bi to lahko imelo škodljive posledice za fiskalno in monetarno politiko, devizni tečaj in domači finančni sistem.

Investicijski skladi, ki so se večali na račun pokojninskega varčevanja in so bili direktno pod nadzorom investicijskih bank, niso imeli v primerjavi z rastočimi cenami na borzi tako dobrega rezultata (Carson-Parker, Peagam, 1986a, str. 5). Razlog naj bi bil v zanesljivejših poslovnih odločitvah in večjih restrikcijah, kot je prijava vrednostnih papirjev, ki naj bi jih kupili v določenem obdobju; drugih ni bilo možno kupiti. To naj bi odpravila deregulacija, ki je postavljala meje med investicijskim in komercialnim bančništvom. Banke niso smele posojati preko domačih dolgoročnih obveznic, so pa to lahko počele v tujini.

Japonski kapitalski trg se je spreminjal zaradi deregulacije in razvoja svetovnih finančnih centrov. Nanj so vplivala gibanja eliminiranja razlik med kratkoročno in dolgoročno obrestno mero in drugih segmentacij. Deregulacija obrestnih mer je igrala pomembno vlogo v finančni liberalizaciji (Takeshi, 1988, str. 2). Povečala se je uporaba fiksnih obrestnih mer za dolgoročna posojila kot posledica povečane kapitalne porabe. Dolgoročna in kratkoročna

referenčna obrestna mera je izgubila pomen). Nizke obrestne mere za kredite podjetjem so prizadele varčevalce, ki so zaradi inflacije pogosto dobivali celo negativne obrestne mere za svoje varčevanje (Woronoff, 1996, str.50). Z deregulacijo v 80-ih naj bi vsaj "navadni" državljani pridobili pravico do normalnih pogojev varčevanja.

Poštno varčevanje je bilo resno vprašanje v povezavi z deregulacijo obrestne mere (Carson-Parker, Peagam, 1986b, str. 19). Obrestne mere na depozite so bile neobdavčene, vendar so lahko imeli ljudje samo določeno vsoto na računu. Banke so vztrajale, da bi poštna varčevalna mreža poslovala pod enakimi pogoji kot one. Težava je bila, da je vlada imela od takih računov precej koristi, saj so vsi depoziti uporabljali za politične prioritete ali za poceni posojanje tistim, ki bi se drugače obrnili na banke. Sistem je torej dobro služil vladi in lokalnim direktorjem, ki so pogosto to mesto podedovali in so bili odvisni od ponovne izvolitve obstoječe vlade na volitvah.

Hitra deregulacija je lahko nevarna, saj lahko uniči oziroma poškoduje nekatere predvsem šibke sektorje in zahteva prilagoditve na hitrost, fleksibilnost, inovacije in poveča stroške oziroma zmanjša dobičke bank (Carson-Parker, Peagam, 1986a, str. 11). Deregulacija na bi na Japonskem temeljila na željah udeležencev.

V osemdesetih so imela japonska podjetja velike presežke in niso potrebovala bančnih posojil, saj jim je lasten kapital zadoščal za investicijske potrebe. Banke so bile prisiljene iskati alternativne možnosti posojanja depozitov (Jaklič, 2001). Ogromno varčevanje je bilo tudi posledica naraščajočega bogastva in pokojninskega sistema, ki je skrb za stara leta prepuščal posameznikom. To je vodilo v proces špekulacij in naraščanje borznega mehurčka.

The "bubble economy" oziroma ekonomija napihnjenega borznega mehurčka je povzročila hudo inflacijo v vrednosti bančnega premoženja in podjetij. Inflacija je vodila k zaupanju v bogastvo in moč Japonske, še posebej v finančne institucije. Na tej podlagi so si banke sposajale več denarja, ki je šel v špekulativne investicije (nakup nepremičnin, rizični, nedonosni in nepotrebni razvojni projekti ter večanje industrijskih zmogljivosti), kar je dvignilo cene na nevzdržno raven. Ko so bile možnosti kreditiranja bank izčrpane, so si podjetja sposajala od nebančnih posrednikov. Špekulantje so imeli dostop do notranjih informacij, ki jih je včasih dobila tudi od vlade na podlagi podkupnin. Finančni posredniki so prevzemali večja tveganja, kot bi jih sicer, saj so vedeli, da bo izgube pokrivala vlada. Posojali so na podlagi nezadostnih poroštov. To se jim je maščevalo v devetdesetih.

Japonci so imeli leta 1987 kar precejšen svetovni delež bank. Devet največjih svetovnih finančnih institucij je bilo japonskih (Turner, 1987, str. 11). Skeptiki so že takrat trdili, da so bile borzne cene prenapihnjene in niso odražale realnega stanja. Japonci so imeli majhno število zelo velikih bank. Vodili pa so tudi na drugih finančnih področjih, npr. v zavarovalništvu in borznem posredništvu. Če klienti rastejo in se razvijajo, uspeh pride skoraj sam po sebi. Drugi razlog tako velikega obsega finančnih institucij je bil v hitri rasti jena, kar je povečalo njihovo relativno moč. Pomembna je tudi močna konkurenca med bankami oziroma finančnimi institucijami. Na Japonskem ni bilo bančnih oligopolov, kot npr. v Evropi. Število velikih bank se je borilo za svoj delež na trgu. Zaposleni v bankah so bili iz vrst najboljših študentov elitnih univerzitet, ki so se hitro prilagajali spremembam in spreminjali strategije. Banke so potrebovale take ljudi, saj so morale iskati alternativne rešitve za rast. Japonska podjetja so namreč imela svoje interne vire. Banke so se morale razširiti v tujino, kajti profiti na domačem trgu niso bili zadovoljivi (Turner, 1987, str. 14). Poleg tega je bilo v tujini več deregulacije in liberalizacije. Predvsem so si Japonci želeli prodreti v investicijsko bančništvo zaradi tamkajšne prisotnosti najboljših klientov. Menili so, da so baze

v tujini ključne za odstranitev kulturnih in jezikovnih razlik med njimi in Zahodom, kar je bilo nujno za globalno delovanje. V ZDA so na veliko investirali v zakladne in občinske obveznice, deleže tujih podjetij. Te naj bi se še povečal z večjim znanjem o tujih borzah.

Banke so nekaj časa nekoliko omejevali predpisi ministrstva za finance, na primer o prepovedi odprtja več kot ene podružnice v tujini v roku treh let, ki naj bi odvrnila sovražno razpoloženje tujcev. Moč japonskih bank naj bi se skrivala v tržni kapitalizaciji in skritih rezervah v obliki delnic in obveznic (Turner, 1987, str. 15). Rezerve naj bi jih osvobodile zaskrbljenosti glede posojil tretjemu svetu oziroma izpostavljenosti. Japonci so pričakovali še nadaljno rast jena in kopičenja presežka tekočega računa v nasprotju z ZDA, kar je še spodbudilo zaupanje v vlaganje v tujino. Prepričani so bili, da lahko rastejo hitreje kot njihova industrijska podjetja, ki morajo izvoziti japonske proizvode v ZDA in Evropo, če želijo konkurirati, medtem ko finančne institucije tekmujejo tako na japonskem in tujem borznem trgu. Podjetja so bila omejena tudi z ameriškim protekcionizmom in drugimi odpori, medtem ko se finančne institucije s tem problemom niso soočale. Bili so prepričani, da če se bo omajalo zaupanje v dolar bo mogoče jen prevzel vlogo rezervne valute (Turner, 1987, str. 19). V primeru krize ameriških bank zaradi slabih posojil so celo premišljevali o pomoči in reševanju takih bank.

Velikost japonskega finančnega trga in dinamika rasti kapitala je postavila japonski jen med najpomembnejše valute sveta, takoj za dolarjem, funtom, marko in švicarskim frankom (Hatibović, 1990, str. 46). Taka vloga je pomenila velik priliv realnega bogastva na Japonsko. Vprašanje jena kot svetovne rezervne valute pa ne more priti v poštev, saj ima ZDA veliko večje nacionalno bogastvo, več naravnih bogastev, večji znanstveno-tehnološki potencial, status vojaške velesile ter notranjo politično stabilnost. V primeru krize ameriških bank zaradi slabih posojil so celo premišljevali o pomoči in reševanju takih bank

Delež dolgov, denominiranih v jeni, je naraščal na račun dolarja predvsem v azijskih in pacifiških državah z majhnim dohodkom. Dolgovi teh držav so zaradi apreciacije jena naraščali. Japonska je v tekočem delu plačilne bilance imela velik in trajen presežek, predvsem z ZDA. Večja stopnja rasti uvoza v primerjavi z stopnjo rasti izvoza razloži, zakaj je npr. v letih 1991-1994 presežek tekočega dela plačilne bilance rasel počasneje (Dominguez, 1999, str. 160). Japonske banke so v nasprotju z običajnim reciklirale ta presežek tako, da so si kratkoročno sposojale na svetovnih trgih in to nalagale v dolgoročne instrumente v tuji valuti. Tak način je povzročil omejeno likvidnost jena na japonskem finančnem trgu. To pomeni, da so pomembno vlogo pri recikliranju proračunskega presežka imele japonske finančne institucije.

Kupovali so tudi deleže v tujih podjetjih in hoteli počasi prevzemati podjetja ter imeti večino svojih ljudi v upravah. Huggler je menil, da bi bila to napaka kljub zmožnosti narediti to, saj prihodnost leži v zvezah in združevanjih, ne v prevzemih (Turner, 1987, str. 19). Banke so bile prepričane, da imajo neomejeno količino denarja za posojanje. Če bo jen stabilen in če bo izginilo tečajno tveganje, bo poslovanje in dobiček rasel. Mnogi v tem času so verjeli, da bo Japonska sčasoma prevzela večjo vlogo svetovnega voditelja, saj je egalitarna družba z odličnim izobraževalnim sistemom.

Ključnega pomena rasti cen na borzi je bila dostopnost sredstev. Japonske banke so bile zelo zavzete, da borzne cene ostanejo na visoki ravni, da bi tako zadostile zahtevi kapitalske ustreznosti (Takeshi, 1988, str. 3). Prodajali so posojila, imeli veliko podrejenih terjatev in zamenljivih obveznic. Da bi se izognili depresiji borznega trga, so potihoma privatno prodajale deleže prijateljskim industrijskim podjetjem, ki so pripadala isti industrijski skupini kot same.

V mnogih primerih se je nazaj odkupil delež po tekoči tržni ceni. Banke tega niso priznavale, saj bi to pokvarilo njihov argument, da morajo biti bolj profitabilne za doseganje večje aktive.

Japonske institucije s svojimi podružnicami v ZDA in Evropi so ponujale posojila po zelo ugodnih obrestnih merah (Jaklič, 2001). Zasedli so pomembne pozicije na ameriškem zakladniškem, borznem in nepremičninskem trgu ter na trgu evroobveznic. Na nekaterih področjih so predstavljali močno konkurenco zahodnim bankam. Ozirale so se bolj po visokih dobičkih in zanemarjale kreditna, valutna, likvidnostna in diverzifikacijska tveganja. Razlika med donosom ameriških obveznic in japonskih državnih obveznic naj bi pokrila morebitno prihodnjo izgubo. Taki koraki so bili posledica hitre liberalizacije japonskih bank, ki je zmanjšala odvisnost od domačih podjetij ter jim dala novo možnost za doseganje večjih dobičkov. Močna konkurenca japonskih bank za pridobitev tujih strank je povzročila zanemarjanje kratkoročnih dobičkov v prid vzpostavljanju odnosov s tujimi podjetji. Cilj japonskih podjetij pravzaprav ni bil dobiček, temveč pridobivanje deleža na trgu, rast in diverzifikacija (Woronoff, 1996, str. 101). Če je konkurence preveč, se to odraža v prevelikih zmogljivostih in padcu dobička. Razlog za take preference omenjenih podjetij je bil v lastništvu delnic, ki so bile v glavnem v rokah povezanih podjetij in prijateljskih bank.

Dokler so cene naraščale, je bilo vse v redu. Ko pa je minister za finance v avgustu 1990 dvignil obrestne mere z 2,5 na 6 odstotkov, je to v trenutku vodilo v krčenje posojil in k padcu cen delnic in nepremičnin (Jaklič, 2001). Cene na borzi so padle tudi do 60 odstotkov. Posebno je bil prizadet bančni sektor. Kot se je pokazalo, banke niso dovolj spremljale upravljanja z denarjem, ki so ga podjetja dobila za investicije. Posojila so bila pogosto plod poznanstev. Ko je cena zemlje enkrat začela padati, so posojila postala slaba oziroma neizterljiva. Cene zemlje so malokrat padale, zato so bile primerne za poroštvo, kar je vodilo v večjo porabo podjetij (Woronoff, 1996, str. 244). Ob poku borznega mehurčka, so cene zemlje padle od 15 do 50 odstotkov. Bankam so torej ta poroštva pomenila manjšo vrednost posojil. Prisiljene so bile zemljo prodati, kar je vodilo v nadaljni propad.

Japonska centralna banka ni neodvisna, temveč jo usmerja in nadzoruje japonska vlada, natančneje ministrstvo za finance (angl. MoF-Ministry of Finance). Če se želi spremeniti monetarna politika, se mora guverner najprej posvetovati s premierom in finančnim ministrom. Cilji omenjene politike so bili v bližnji preteklosti ekonomska rast, vrednost jena, inflacija in uravnoteženost plačilne bilance. Medtem ko je imela Japonska v obdobju 1970-75 10-odstotno inflacijo, se v zadnjem času po nekaterih definicijah sooča z deflacijo (Dominguez, 1999, str. 137). Deflacijo je sprožila med drugim tudi manjša potrošnja Japoncev, kar je prisililo distributerje k prodaji uvoznih proizvodov po skoraj normalni ceni (Woronoff, 1996, str. 260).

Ko so se začele na japonskem pojavljati izgube, so bile sprejete Baselske zahteve, ki so določale kapitalsko ustreznost bank. Medbančno poslovanje je bilo relativno nerazvito. Japonci trdijo, da je bila kapitalska ustreznost v večini bank okoli 7-8 odstotkov, če bi upoštevali porast cen na borzi. Ker pa jih niso, se je ta odstotek gibal okoli 3-4 (Carson-Parker, Peagam, 1986a, str. 8). Tako naj bi imeli veliko skritih rezerv. Banke so morale posojati solventnim podjetjem in vzdrževati določen del kapitala v likvidni obliki, ki naj bi bila za spoprijemanje z izgubami. Japonske banke prej niso poznale sistema obveznih rezerv in so bile v najslabšem možnem času prisiljene k prilagoditvi. To je pomenilo ali najti nov zunanji kapital ali zmanjšanje posojil. Prvega ni bilo mogoče dobiti zaradi slabega poslovanja v preteklosti. Krčenje kreditov je povzročilo stečaje mnogo posojilojemalcev in nadaljno recesijo. Borzne cene so še naprej padale, kapitalska ustreznost japonskih bank pa se je

slabšala. Banke so poslovale s skritimi izgubami, ki so bile v končni fazi molčeče pokrite s strani ministrstva za finance in centralne banke.

Po padcu borze banke niso bile sposobne več toliko posojati, kar je prizadelo predvsem majhna podjetja (Woronoff, 1996, str. 249). Sprožila se je negativna spirala. Manjša proizvodnja je sprožila manjše plače, te pa so povzročile manjšo potrošnjo. Podjetja, ki so pred tem investirala v povečanje zmogljivosti, so se soočala z velikimi izgubami, saj so morala kljub zmanjšani produkciji še vedno plačevati obresti za posojila. Vlaganje v šibkejšo valute je še zmanjšalo vrednost investicij.

Sredi devetdesetih pa te izgube ni bilo več mogoče pokrivati (Jaklič, 2001). Propadlo je mnogo velikih finančnih posrednikov (kot so Yamaichi Securities), bank (Hokkaido Takushoku, Long Term Credit Bank, Nippon Credit Bank) in življenskih zavarovalnic (Nissan Mutual, Chiyoda, Kyvoui in Daihyaku). Pod temi pritiski so morale največje mestne banke spremeniti svoje poslovanje doma in v tujini, kar je npr. v Evropi pomenilo popoln umik s trga večine bank. Banke so se začele združevati, kot poskus prestrukturiranja svoje bilance in reševanja majhnih.

Woronoff (1996, str. 261) je mnenja, da bi morali Japonci v času velikega vlaganja v tujino povečevati izvoz. Namesto kupovanja luksuznih izdelkov in tujega premoženja, bi morali izboljševati domačo infrastrukturo in reševati problem vse večje starajoče populacije. Razvijati bi se morala domača tehnologija, ki bi lahko priskrbelo finančne vire. Cilj podjetij bi moral biti zagotavljanje dobička in ne večanje tržnega deleža.

Po azijski krizi leta 1998 je postal spor med Japonsko in ZDA resnejši. ZDA niso želele, da se problemi azijske krize rešujejo tako, da bi vsi izvozni presežki prišli na ameriški trg (Boškovič, 1998, str. 54). Primankljaj raste, med drugim tudi zaradi znakov učinkov azijskih kriz. Čeprav po številnih ocenah primankljaj igra pozitivno vlogo, pa ameriško gospodarstvo ni dopuščalo več rasti, kot bi bila zelena, saj pritiska na cene in tako pripomore k zniževanju obresti. Skrb jim povzroča vpliv majave rasti po svetu na ameriške dobičke in celoten vzpon. Azijska kriza je po ameriškem mnenju priložnost, da se preoblikuje "japonski model", ki mu ostale azijske države sledijo. Povezave med temi državami naj bi sploh povzročile krizo. Borzni balon na Japonskem kaže na to, da je v gospodarstvu veliko nerazčiščenih stvari, ki zavirajo gospodarsko rast. Posnemanje Kitajske zbuja grozo nekaterim analitikom, ko naj bi se državna podjetja združila v konglomerate in povezovala z državo. Po mnenju kritikov Japonska še naprej noče spremeniti stanja v svojih bankah. Ne želi podpirati rasti, kaj šele skrbeti za azijsko regijo. Ukrepi, ki jih sprejema japonska vlada, naj bi bili zanemarljivi. Ameriško mnenje je, da je za azijsko krizo in njen razplet predvsem odločilna prav Japonska. Tokijska vlada bi morala nase prevzeti neizterljive terjatve japonskih bank, drastično znižati davke in omogočiti liberalizacijo, ki bi dopuščala poslovanje tujih podjetij na Japonskem. Tudi države G-7 se strinjajo z ZDA, da je razplet oziroma trajanje krize odvisno prav od Tokia.

Japonski posojilojemalci z vladnimi garancijami so se v letu 2000 umaknili z mednarodnega trga oziroma so bili vsaj previdni, saj je bil ta trg nestabilen. Sposojanje podjetij se bo verjetno spet začelo na trgu, vendar bo v prihodnje drugačno. Drugačna kultura in tradicija je razlog, da še vedno capljajo za ZDA in Evropo v pridobivanju kapitalskih sredstev. Japonska je v teh letih še vedno ranljiva ekonomija. Obstajajo dvomi o njenem ponovnem vzponu (Rafferty, 2000, str. 145). Malo je povpraševanja po novih investicijah, ki bi porinile velika podjetja k iskanju novega denarja. Napredek bo dosežen z nadaljnim prestrukturiranjem in racionalizacijo skupaj z združitvenimi in prevzemnimi aktivnostmi. Eden izmed razlogov,

zakaj ne vstopajo na mednarodni trg, je, da je poceni financiranje še vedno zagotovljeno znotraj države. Kreditna rast je na japonskem trgu omejena, torej je racionalno delovati na tem trgu. Trg v ZDA je večji in spremenljivejši, sposojanje v tuji valuti pa dražje.

Politika ničelnih obrestnih mer načinja živce varčevalcem, ki so nezadovoljni z nizkim donosom. Druga sprememba, ki naj bi stresla trg, je sprememba pokojninskega sistema, ki naj bi postal podoben ameriškemu. Japonci so spoznali, da je škoda največji bazen varčevanja nagraditi z ustrežno obrestno mero. Do pred kratkim je bilo 55 odstotkov sredstev varčevano kot bančni depoziti. Počasi so se začeli usmerjati k bolj donosnim oblikam varčevanja.

Finančni sistem je po mnenju nekaterih neučinkovit in bi bilo treba odpraviti vladne garancije. Drugi pa pravijo, da so vladne injekcije pomoči bankam in garancije pomagale stabilizirati finančni sistem in spremenila razporeditev na trgu. Vendar ekonomija posebej v nekaterih sektorjih še ne kaže znakov izboljšanja. Potrošnja je še vedno nizka, malo je dobrih investicij. Na Japonsko je vplival tudi propad Long-Term Credit Bank in ruska kriza, ki sta pokazali na probleme v izvoznih podjetjih. Izvozna podjetja so nekako indeks neke ekonomije (Rafferty, 2000, str. 150). Japonski uspeh je temeljil na povezavah med finančnimi institucijami in podjetji, medkrižnimi deleži v podjetjih, in na razvoju podjetniških skupin, ki so v glavnem imele svojo glavno banko. Zanašanje na banko je bilo povečano z restrikcijo direktnega dostopa na trg.

Zgodovinsko gledano, so bili krediti tako zelo dostopni, ker obrestna mera ni izkazovala možnega tveganja. Ko se bo japonska centralna banka odločila za večje obrestne mere, bo prišlo do boja med učinkovitostjo in tržno konkurenčnostjo proti tradicionalnem povpraševanju po odnosih in socialni stabilnosti (Rafferty, 2000, str. 151). Istočasno uspešna podjetja čutijo, da morajo tekmovati globalno. Kako jim bo to uspelo in kakšen vpliv bodo imeli na kapitalski trg, bomo šele videli. Težka lekcija, ki se jo učijo japonska podjetja, je svet globalnega kapitalizma, v katerem imajo možnosti izbire. Zaobiti tržno disciplino bi bilo najlažje, pa tudi najdražje.

2. POSLEDICE AZIJSKE KRIZE

Azijska finančna kriza je imela ekonomske in politične vplive na regijo. Resno je prizadela gospodarsko rast in ekonomska izgleda teh držav. Dvignile so se inflacijske stopnje, padle so cene delnic in nepremičnin. Proračunski presežki so se spremenili v deficite, npr. na Tajskem od 1 odstotka presežka v letu 97 na 6 odstotkov primankljaja v letu 1999 (Qureshi, 1999, str. 174). Če pogledamo samo opurtunitetne stroške izgube gospodarske rasti, je uničila biljone dolarjev. Med strokovnjaki je sprožila vprašanja pravilnosti prostih kapitalskih tokov in problem širitev takih kriznih območij. Efekt širitve krize je tako močan, da lahko prizadene tudi države z odlično politiko. Posebno majhne države so občutljive na take dogodke.

Tabela 16: Kratkoročni učinki krize v državah vzhodne Azije

	Industrijska proizvodnja		Maloprodajne cene		Trgovinska bilanca		Uvoz		Realni efektivni devizni tečaj	
	Prva pol. 1997	Zadnje trome-sečje	Prva pol. 1997	Zadnje trome-sečje	Prva pol. 1997	Zadnje trome-sečje	Prva pol. 1997	Zadnje trome-sečje	Prva pol. 1997	Zadnje trome-sečje
	Indonezija	-	-	5.0	29.7	8.3	18.9	0.7	-21.5	7.0
Koreja	6.4	-7.8	4.4	8.9	-18.3	34.5	2.3	-35.1	-2.9	-38.7
Malezija	11.5	7.8	2.8	4.3	-2.2	3.2	5.1	-16.5	7.2	-29.8
Filipini	-	-	4.6	7.0	-11.1	-6.6	11.1	0.4	7.2	-28.3
Tajska	6.0	-13.0	4.4	9.0	-13.1	11.0	-8.9	-35.9	7.2	-35.6

Opomba: Odstotna sprememba v primerjavi z enakim obdobjem predhodnega leta, razen za trgovinsko bilanco, ki je milijardah ameriških dolarjev.

Vir: Strašek, 1998, str. 83.

Finančni in realni učinki azijske krize so se pokazali v kolapsu premoženjskih trgov, kar je vplivalo na zmanjšanje potrošniškega povpraševanja (Strašek, 1998, str. 82). Nizka raven delniških trgov in visoke obrestne mere so zmanjšale obseg investicij, paraliziran bančni sistem ni uspel kreditirati niti najboljših podjetij, kar je otežilo izvozne posle.

Najhuje je kriza prizadela Indonezijo, Malezijo, Korejo in Tajsko. V Indoneziji je zavladovala huda revščina, ki jo je spremljala politična nestabilnost. Ostale tri so zaznale malenkostno izboljšanje konec leta 1998. Druga hudo prizadeta skupina je bila Hong Kong, Singapur in Filipini. Japonska in Kitajska pa nista bili neposredno prizadeti. Kitajski se je zmanjšal izvoz v regijo in s tem rast, kar je prizadelo stopnjo zaposlenosti, predvsem pa so se zmanjšale imigracije delovne sile v to državo. Poglobljanje japonske recesije, katere razlog ni bila kriza, pa je imelo še naprej vpliv na te države.

Kitajska ni bila neposredno prizadeta, ker je imela kar močne kapitalске ovire, ki jih ni hitela liberalizirati. Večina pritokov so bile neposredne investicije, kratkoročni dolgovi so predstavljali samo 14 odstotkov celotnih v letu 1997 (Gao, 1999, str. 74). Dolg je predstavljal 7,3 odstotkov BDP, delež tujih dolgov pa je bil 63-odstoten. V plačilni bilanci je imela presežek: kapitalski račun 23 milijard \$ in tekoči račun 30 milijard \$. Ekonomska rast je bila brzdana. Ko se je soočila z visoko rastjo, je inflacija v letu 1994 narasla na 24 odstotkov. Ustrezno prilagajanje je eliminiralo rast borznega mehurčka, kar je v veliki meri odstranilo tuja pričakovanja o krizi. Zmanjšani izvoz v obravnavano regijo je nekoliko nadomestila z večjim izvozom v ZDA in Evropo. Zmanjšano domače povpraševanje in izvoz je povzročilo

reformе državnih podjetij, posebno tistih, v katerih je bila ogrožena zaposlenost. Država je spodbudila povpraševanje tudi z večanjem proračuna za investicije v infrastrukturo. To se ji je obrestovalo. V letu 1998 je bila zabeležena skoraj 8-odstotno ekonomska rast. Še vedno pa ostaja praznina med premajhnim povpraševanjem in preveliko ponudbo delavne sile.

Na zmanjšanje kapitalskih prilivov je v glavnem vplivalo pričakovanje deprecijacije. V ozadju takih pričakovanj so bili sprememba makroekonomskih temeljev ter povezanost ranljivosti v makroekonomskih strukturah in samosprožilnih pričakovanj. V drugi polovici leta '97 in v letu '98 so neposredne investicije v Aziji upadle na račun krize, kapitalskih omejitev in nestabilnega političnega okolja. Kriza je pokazala na pomembnost neposrednih tujih investicij kot stalnega vira financ za rast in razvoj v primerjavi z drugimi oblikami kapitalskih vlaganj (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 25). Vprašanje je, če jim bo dosedanja politika privlačenja tujih investicij in poceni delavna sila pomagala k ponovni oživitvi kapitalskih pritokov. Odgovor na to bo dala Evropa in ZDA, ki lahko nadomestita upad japonskih investicij in znižanje investiranja na Kitajsko. Kitajska je privlačna predvsem zaradi velikega domačega trga. V Aziji so tako sprejeli kratkoročne ukrepe, da bi spet vzpostavili ugodno investicijsko klimo, kot so fiskalne ugodnosti za sektorje na prioritetni listi, dostop na domači trg, možnost popolnega lastništva ter možnost zakupa industrijske zemlje za minimalno 30 let (Foreign Direct Investment..., 1999, str. 43). Prav tako pa so sprostili ovire zaposlovanja tujcev. Te spremembe niso več tako usmerjene na tradicionalno promoviranje izvoza ter ciljne industrije in regije, temveč na večji dostop do domačih trgov, kar je ustvarilo nove priložnosti za vse zainteresirane. Regionalna integracija in odprava tržnih in investicijskih ovir lahko pripomoreta k povečanju konkurenčnosti, odpravi dualnih tujih neposrednih investicij. Ponovna ocenitev razvojnih strategij po krizi je lahko priložnost k približevanju bolj odprtih in uravnoveženih regulativnih okvirov za neposredne investicije.

Po krizi se mnoga podjetja niso znala soočiti z visokimi obrestnimi merami in padcem povpraševanja. Padec vrednosti domače valute proti valutam, v kateri je bil denominiran dolg podjetij, je zmanjšal vrednost podjetij in jim s tem onemogočil dostop do finančnega trga. Ker se podjetja niso zavarovala pred tečajnim tveganjem, je povečanje dolga povzročilo povišanje ocen tveganja na strani tujih investitorjev, ki so se umikali. Začeli so se bankroti in z njimi povezana naraščajoča brezposelnost, kar je povzročilo socialne in politične pritiske (Claessens, Djankov, Lang, 2000, str. 1). Podjetja, ki so želela odplačati svoje dolgove, so začela prodajati svoje imetje, kar je povečalo ponudbo na trgu in znižalo cene. To je spet zmanjšalo zmožnost poplačila upnikom, ki je bila že tako ali tako poslabšana zaradi devalvacije tečaja. Porast cen na veliko (uvozni intermediarni inputi) je bil precej večji od porasta drobnoprodajnih cen, saj so zadnje manj odvisne od gibanja tečaja.

Socialna kriza, ki je bila posledica gospodarske, naj bi se začela s padcem javne potrošnje za storitve, kot so zdravstvena oskrba in šolstvo, ter s padcem dohodkov gospodinjstev kot posledica odpuščanja delavcev, nižjih plač in višjih cen. Kriza je vplivala na življenje mnogih ljudi, kajti napredek v zniževanju revščine prejšnjih desetletij je bil ustavljen (Zidarič, 1999, str. 17). Kratkoročno je bilo to vidno v razširitvi lakote in podhranjenosti, infekcijskih boleznih ter izpisovanju otrok iz šol. Povpraševanje po cenejšem socialnem skrbstvu se je povečalo, kar je med drugim razkrilo neučinkovitost sistema javnega šolstva in zdravstva. Vse to lahko vpliva na produktivnost delavcev, zmanjšano prihodnjo rast in počasnejše okrevanje gospodarstva.

Brezposelnost je po ocenah ILO (International Labour Organization) narasla za dodatnih 10 milijonov do konca 1998 (Low, 1999, str. 45). Predvsem so bile ogrožene skupine ljudi starih od 15-25 let, dolgo časa nezaposleni delavci, starejši ljudje, manj izobraženi in pripadniki

etničnih skupin, tudi žensk, od sektorjev pa gradbeni, finančni in proizvodni. Podpore v večini primerov ni bilo zaradi pomankljivega sistema socialne pomoči. Mnogo migrantov (tudi nelegalnih), ki so delali v teh državah, je bilo poslanih domov. Kriza je testirala moč politike in institucij, vključno s tistimi, ki naj bi zagotavljale osnovne pravice tuje delovne sile. Vprašanje je, če so bili ti zakoni sploh spoštovani. Zdi se, da so bili ti delavci velikokrat izrabljani in izkoriščani. Neregistrirani delavci so bili izvzeti iz sistema zdravstvenega in socialnega zavarovanja, dobivali so nižje plače in podobno.

Azijske stopnje brezposelnosti so še vedno nižje kot v zahodni Evropi in Latinski Ameriki, vendar so nižjih stopenj vajeni. Zaposlovanje in službena varnost, kar zahteva povečanje moči delovnih institucij, so postale pomembnejše kot samo ustvarjanje delovnih mest. V večini Azije je tudi problem pomanjkanja socialnega dialoga. Sprejemanje kompromisov s podjetji bi bilo lažje, če bi delovno silo predstavljali sindikati. Po krizi, ko so se sektorske in industrijske meje zameglile, so postale primarne nove spretnosti, bolj učinkovit in prilagodljiv nesegmetiran trg delovne sile. Sistemi socialnega zavarovanja so v teh državah nerazviti in zanemarjeni (Low, 1999, str. 46). Predvsem pa so glavni problemi postali v zvezi z migracijami delovne sile in razpadi formalnih družin. Je še vedno javno dobro, vlade pa bi morale razmišljati o različnih načinih financiranja, da bi zmanjšala breme na svoji strani. V Indoneziji npr. naj bi stroški socialne mreže bili postavljeni na 8 odstotkov BDP-ja s projekcijo proračunskega primankljaja, da bi se poraba za socialno zavarovanje prilagodila. Pomembno je, da razvoj človeških virov postane prioriteta, ker ni potencialnih limit v povpraševanju delavne sile, kadar obstajajo bogati viri in rastoče priložnosti.

Tabela 17: Stopnje nezaposlenosti v nekaterih azijskih državah v letih 1996 in 98 (odstotki delavne sile)

DRŽAVA	1996	1998
Bangladeš	2.5	4.2
Kitajska	3.0	3.1
Hong Kong	2.8	4.8
Indonezija	4.5	5.0
Malezija	2.5	6.7
Filipini	7.4	13.3
Singapur	3.0	2.3
Koreja	2.6	7.6
Tajska	1.0	4.4

Vir: Low, 1999, str. 56.

Kriza je pomenila tudi sporočilo za svetovalne institucije, kot so MDS, ki vsiljuje politične programe kot predpogoj za finančno pomoč (Kohsaka, 1999, str. 23). MDS je v primeru azijske krize sodelovala še s Svetovno banko in Azijsko razvojno banko. V preteklosti je večina držav, ki jim je MDS pomagal, imela težave z preveliko državno potrošnjo, ohlapno monetarno politiko in visoko inflacijo. Kriza je pustila prostor za premislek o ustreznosti predlogov in njenega političnega delovanja. Problem je, da zahtevajo tržne reforme, da bi znižali neučinkovitost zaradi vladnih intervencij. Liberalizacija poveča vrednosti in zniža stroške kapitala, vendar pa takšne reforme zahtevajo ustrezno tržno infrastrukturo in dober domač finančni sistem, če želimo z njimi doseči uspeh. Sicer je učinek ravno obraten. Tajska je npr. liberalizirala finančni trg brez ustreznega sodelovanja in nadzora monetarnih oblasti. Pomoč MDS ni pomagala pri ustavljanju deprecijacije. V azijski krizi so pomoč dobile Tajska (17 milijard \$), Indonezija (37 milijard \$) in Koreja (58 milijard \$). To je od 5 do 20-krat več,

kot so originalne državne kvote. Kratkoročne deflacijske politike (monetarna restriktivna politika, ki naj bi zavrla nadaljnjo deprecijacijo in inflacijsko spiralo) zamorijo pričakovanja v zvezi z rastjo. Valutna devalvacija, negativna plačilna bilanca, restriktivna monetarna in fiskalna politika ob visokih obrestnih merah namreč pripeljejo do deflacije (Kohsaka, 1999, str. 24). Restriktivna makroekonomska politika ni primerna za države, ki se spopadajo z dolžniško krizo privatnega sektorja ter nimajo prevelikih problemov z državno potrošnjo in inflacijo. Zahteva po dolgoročnih strukturnih reformah to samo še poslabša. Vpliva na pričakovanja o trajanju prilagoditev, ki so potrebne za izhod iz krize. Obstoječe oblike pomoči očitno ne zadostujejo za nove vale nalezljivih valutnih kriz. Ni samo vprašanje preprostega modificiranja, temveč tudi prestrukturiranja strategije pred možnimi prihodnjimi krizami.

Meltzer (2002) pravi, da bi se strukturne reforme, ki bi povečale konkurenčno moč naproti Kitajski ter zmanjšale lokalne karte, monopole in netransparentno podjetniško prakso, zgodile hitreje brez posojil MDS-ja. Ključ za ustavitev azijskega problema je ustavitev zgrešene japonske politike in reforme japonske ekonomije. Japonska bi morala restrukturirati finančni sistem, razbiti vladni protekcionizem in subvencionirane industrije ter ustaviti deflacijo z povečano denarno ponudbo. Ima moč, da to naredi brez mednarodnih posojil. Če jim bo to uspelo, bo povečan izvoz na Japonsko povečal povpraševanje v prizadetih državah.

Tajska devalvacija je prizadela indonezijski tečaj, ni pa jasno zakaj v tako veliki meri. Morda je bila to premočna reakcija trga, saj so bili, na primer, indonezijski makroekonomski temelji zdravi (Fisher, 1999, str. 457). To je primer, ko bi morale priti do intervencije. Kar nas postavlja pred naslednje vprašanje: ali naj IMF v teh okoliščinah igra vlogo posojilodajalca brez ustvarjanja moralnega tveganja. Investitorji se pred krizo niso obremenjevali z valutnim tveganjem, saj so pričakovali pomoč MDS v primeru nepričakovanih dogodkov in sprostitve vezanega tečaja. Kritika na račun MDS-ja je bila tudi, da je to premočna in premalo odgovorna institucija, ki za opravljanje tako obsežnih akcij ni dobro pripravljena (Zidarič, 1999, str. 17). Azijske države je premalo poznal, zato nekateri menijo, da bi bilo ustrezno sodelovanje zunanjih strokovnjakov.

Kruger (2002c) tudi trdi, da se je MDS osredotočil preveč na discipliniranje prizadetih držav, namesto na pridobitev ponovnega zaupanja. MDS ni popoln posojilodajalec v skrajni sili, saj ne more ponuditi odprte kreditne linije za prizadete države, kot lahko v ZDA to storijo zvezne rezerve. Posojilodajalec v skrajni sili naj bi posodil denar solventnim institucijam, ki imajočasne težave z likvidnostjo, in ne že v osnovi nesolventnim posrednikom. Posojila bi morala biti po višji obrestni meri kot tržne, saj naj bi možnost takega načina uporabili samo tisti, ki jim posojila ne bi uspelo dobiti na trgu. S tem bi se izognili moralnemu tveganju. Obstaja bojazen, da bi denar enostavno šel za korupcijo in politično povezane institucije.

Večja transparentnost ekonomskega in finančnega razvoja je osrednjega pomena za okrepitev tržne discipline in zagotavlja prilagoditev cen nepremičnin in finančnih tokov z manj napačnimi informacijami (International Monetary Fund, 2002b). Transparentnost in razkritje finančnega položaja podjetij naj bi tudi preprečila širitve take krize oziroma t.i. okužbe.

Kriza je vplivala tudi na razvite države OECD. Kako, močno je seveda odvisno od povezav s prizadetimi državami, same startne pozicije (razvite) države in od gibanja na deviznih in finančnih trgih (Strašek, 1998, str. 84). Vpliv krize se je kazal v počasnejši rasti izvoza v države OECD, zmanjšani konkurenčni poziciji zaradi deprecijacije tečajev v vzhodni Aziji in večanju plačilno bilančnega primankljaja. Taka zmanjšana aktivnost lahko za države vzhodne Azije pomeni, da bodo namenjale večjo pozornost izvozu, ki ni ustrezen z vidika stroškovne in cenovne pozicije. Na splošno pa lahko pričakujemo dezinflacijski učinek, kar bo ohlajevalo

razmere pregrete konjunktura, predvsem v ZDA. Rast domačega povpraševanja v OECD bo lajšala prilagajanje tekočih bilanc prizadetih držav.

V državah v tranziciji so bili učinki krize najbolj odmevni v Rusiji, Ukrajini in Estoniji (Strašek, 1998, str. 86). Azijska kriza je pokazala na šibkost rublja, ki mu ni bilo mogoče zagotoviti dolgoročne stabilnosti zaradi šibke davčne poberljivosti. V številnih tranzicijskih državah (Češka, Poljska, Madžarska) kriza ni pustila posledic zaradi zaprtosti in izboljšanja makroekonomske politike.

3. REŠEVANJE AZIJSKE KRIZE

Z azijsko krizo je postalo očitno, da devizni trgi niso tako učinkoviti, kot se je predvidevalo. Vendar pa odgovor na izognitev takšnih kriz v prihodnje ni enostavno v fleksibilnih deviznih tečajih (Qureshi, 1999, str. 175). Mogoče ga je najti v finančnih reformah in fiskalni fleksibilnosti, vendar se zdijo selektivne kapitalske ovire bolj učinkovite. A so hkrati kontroverzne. To bi kar prelahko številne vlade usmerilo k sprejetju pretiranega nadzora. Nekateri so mnenja, da bi bilo treba razviti mehanizme za absorbiranje šokov in reševanja nestabilnosti.

Vpliv Azijske krize na svet je sprožil vprašanje ustreznosti globalno integriranega finančnega trga. Po desetletjih napredka v odstranjevanju kapitalskih ovir, so omejitve spet v "modi", da bi povrnilo svetovni ekonomski red vladami (Tesar, 1999, str. 255). Vendar te odvrtačo dostop posameznikov, podjetij in vlad do potrebnega kapitala za investicije in rast. Boljši odgovor bi bil povečati moč domačih institucij, večja transparentnost posojilojemalcev in koordinaciji med nacionalnimi.

Pri reševanju krize je prisoten kratkoročen element, katerega cilj je omejiti širitev krize in čimprej povrniti zaupanje finančnih trgov v prizadeto državo, ter dolgoročen element, katerega cilj je preprečevanje prihodnjih kriz. Ustaviti je bilo treba beg kapitala, zaščititi plačilni sistem, minimizirati prekinitev kreditov, vzdrževati denarno kontrolo, predstavili so državne in bančne garancije ob bančnem prestrukturiranju ter makroekonomskih stabilizacijskih politikah (Lindgren et al., 2002). Monetarna politika se je osredotočila na devizni tečaj, kratkoročne obrestne mere in mednarodne rezerve in ne na tradicionalni monetarni agregat. Zaprtje nelikvidnih in nesposobnih institucij je bilo pri tem nujno. Ko je bilo to doseženo, so tudi zmanjšali centralno bančno likvidnostno podporo. Zmanjšanje kreditov je bila posledica povečane percepcije tveganja, šibke kapitalske pozicije in omejenega financiranja. Normalno kreditiranje bi zahtevalo vrnitev profitabilnosti ter solventnost bančnega in podjetniškega sektorja. Garancije so kljub moralnemu tveganju in stroškom uvedli, saj so države hotele povrniti zaupanje in ne takojšnjega propada bank. Bile so učinkovite pri stabiliziranju domačega bančnega sklada, ne pa tudi pri tujem. Reči pa je tudi treba, da so bile garancije zagotovljene prepozno, kar se je kazalo v večjem navalu na banke (angl. bank run) kot sicer do januarja 1998, ko so jih najavili (International Monetary Fund; 2002b).

Za Azijo bo zelo občutljivo sprejemanje reform in strukturnih sprememb, posebej v finančnem sektorju in sektorju delovne sile, kar še otežujejo lastniške strukture podjetij, o katerih smo razpravljali v prejšnjih poglavjih. Investicije se bodo morale preusmeriti iz vlaganja v "industrijo poceni delovne sile" v infrastrukturo in s tem omogočiti tudi kvaliteten, ne le količinski skok gospodarstev (Lindgren et al., 2002). Onemogočiti bo treba korupcijo, zamenjati starinske računovodske in davčne sisteme. Vzpostaviti bo treba ogrodje za

rekapitalizacijo in povečanje moči sposobnih podjetij, izboljšati regulativo, nadzor ter tržno disciplino.

Poleg finančnih in bančnih reform ne sme biti zanemarjena strategija razvoja človeških virov, saj so le ti pomemben vir konkurenčnosti v boju z npr. vzpenjajočo Kitajsko. Sicer bo vedno večji presežek delovne sile zaradi zmanjšane stopnje rasti in privatizacije državnih podjetij na Kitajskem (Low, 1999, str. 47). Mobilnost delovne sile lahko pripomore k večjemu transferju znanja in tehnologije. Dolgoročne strukturne spremembe bodo imele vpliv na sposobnost izobraževalnega sistema, osredotočiti se bodo morali na znanost in tehnologijo, na usposabljanje na delu in podobno. Izobraževalni sistem mora ustvariti vodje z vizijami in spodbujati človeške sposobnosti in kreativnosti. Zaenkrat je izobraženih in specializiranih delavcev relativno malo. Izobrazba je glavni element razvoja, ki pomaga ljudem graditi produktivna življenja in veže družbo. Pri nižjih državnih izdatkih mora vlada ohraniti vsaj programe za revne, sicer bo izgubljen ves napredek vlaganja v človeški kapital v zadnjih nekaj desetletjih. Spremembe na trgu delovne sile v luči novih tehnologij so tudi pod vplivom globalizacije in relokacije. Podjetja lahko izkoristijo človeške vire v zvezi s pomanjkanjem zaposlitvene varnosti, tako da svoje delavce pripravljajo in vzdržujejo do naslednje prosperitete.

Poleg bančnega sektorja je treba rešiti tudi probleme v podjetniškem sektorju, saj zavlačevanje preoblikovanja podjetniških dolgov odlaga tudi bančno prestrukturiranje (Lindgren et al., 2002). Potrebna je prenova poslovanja za obnovitev konkurenčnosti in profitabilnosti. Seveda pa mora finančno področje istočasno ohraniti prioriteto, saj zagotavlja temelje za preoblikovanje podjetij.

Države, ki se soočajo z finančno krizo, naj bi šle čez več faz. Zaporedje dogodkov in rešitev krize je odvisno od javnega zaupanja v prihodnost finančnega sektorja in vpletenosti javnega sektorja. Specifične akcije se lahko od države do države razlikujejo odvisno od globine krize, sestave finančnega sektorja, lokalnih značilnosti in podobno.

Prva faza je akutna krizna faza, v kateri se sprejema ukrepe za ustavitev panike in stabiliziranje sistema. Kriza se začne zaradi prevelike zadolženosti v ekonomiji. Banke in vlada na tej stopnji pogosto zanikajo težave. Začne se naval na banke, ki se stopnjuje. Centralna banka odgovori z ponudbo likvidnih sredstev prizadetim bankam. Ko se možnosti centralno bančne pomoči izčrpajo, vlada naznani garancijo za posojilodajalce in posojilojemalce. Tak ukrep naj bi znižal negotovost in pustil čas za začetek procesa prestrukturiranja. Med tem centralna banka poskuša sterilizirati svojo likvidnostno podporo, da bi se izognila izgubi monetarnega nadzora. Druga faza je faza stabilizacije, kjer se sprejema ukrepe za prenovitev sistema. Vlada pripravi načrte za obsežno prestrukturiranje, kar zahteva tako pravno, finančno in institucionalno ogrodje. Prepoznane so izgube institucij, pomoč pa je usmerjena v zagotavljanje solventnosti in ne več likvidnosti. Zadnja faza je faza okrevanja. Ukrepi so usmerjeni v normalizacijo sistema. Nacionalne banke so reprivatizirane, podjetniški dolg je preoblikovan in slabo premoženje prodano. Vlada umakne garancije, kar naj ne bi bilo nič pretresljivega, saj je bančni sistem saniran.

Ključno pri teh fazah je prepoznavanje solventnih in nesolventnih institucij, umik lastnikov nesolventnih, spodbude novemu privatnemu kapitalu. Pri tem pomaga javna podpora, liberalizacija pa spodbudi tujo udeležbo. Strategije pa morajo biti seveda prilagojene državi. Stroški prestrukturiranja so visoki. V Maleziji npr. jih ocenjujejo na med 15-45 odstotki BDP-ja. Stroški se še povečajo, če nadaljne izgube niso odkrite, zmanjšajo pa se na račun privatizacije in prodaje premoženja. Tak proces pa seveda vpliva na bogastvo prebivalcev. Na

začetku so stroški predvsem s zagotavljanjem likvidnostne pomoči centralne banke, nato pa vlada refinancira to likvidnost z izdajo domačih državnih obveznic. Visoki stroški azijske krize lahko vplivajo na srednjeročno fiskalno vzdržnost.

Kriza bi morala povzročiti medsebojno sodelovanje prizadetih držav v njihovih politikah in strategijah, da bi prišlo do hitrejše "ozdravitve" regije (Low, 1999, str. 52). Samopomoč je tako pomembna kot asistenca od zunaj. Večje medregijsko trgovanje je nujno za diverzificiranje in povečanje povpraševanja, ki zaenkrat v svetu pomeni vedno večjo ponudbo proizvodnih dobrin iz azijskih držav, ki so v preteklosti stopile na podobno pot izvozne rasti.

V prihodnje bo treba prepoznavati ranljivost tako razvijajočih se trgov kot mednarodnih kapitalskih trgov. Seveda je treba izboljšati finančne trge v razvijajočih se državah, vendar pa je enako potrebno uvesti mednarodno varovalno mrežo (Kohsaka, 1999, str. 25). Regionalne eksternalije imajo negativen vpliv na tržna pričakovanja. Torej bi bilo uporabno zgraditi regionalno ogrodje sodelovanja kot obliko varovalne mreže pred krizami.

Predlog Qareshija (1999, str. 176), da bi bila delna rešitev v ustanovitvi regionalnega sklada, je bila preslišana s strani MDS in Svetovna banka, saj se je MDS bala, da bo izključena iz reševanja težav. Niso se zavedali, da bi azijske države v vsakem primeru želele sodelovati z njim. Predvsem Kitajska in ZDA sta v tem predlogu videla grožnjo ustanovitve cone, kjer bi vladala denominacija jena in Japonske. Ostale države so se bale prevlade dveh ali treh večjih držav v primeru take odločitve, edino pravilna pa se bi jim zdela sprejemanje odločitev z njihovo večino, saj bi prispevale večino v tak fond. Drugi pomisleki so bili, da bi bil tak sklad v bistvu nadomestek MDS pomoči in da bi takojšna likvidnostna ponudba za rešitev problemov povzročila moralno tveganje.

Qureshi (1999, str. 177) tudi predlaga, da bi privatni sektor ustanovil zavarovalni sklad, saj je po njegovem mnenju čas, da se vlada vsaj deloma umakne s poti reševanja teh velikih finančnih vprašanj in jih prepusti privatnemu sektorju. Tak sklad bi bil na razpolago tujim investitorjem v primeru krize. Ob vladni pomoči ne bi bilo težko pridobiti podjetnikov za tak načrt.

Primerna arhitektura za globalno varnost je torej še daleč od realnosti, vendar pa bi bilo vredno premisleka o ustanovitvi sklada za stabilizacijo deviznih tečajev (Kohsaka, 1999, str. 25). Stabilnost tečaja je namreč zelo velikega pomena za nadaljnjo rast v azijskih državah. Tudi MDS (International Monetary Fund, 2002a) pravi, da bi bilo prav utrditi arhitekturo mednarodnega finančnega sistema v izogib prihodnjih kriz. Vzpostaviti določene standarde, boljši nadzor bank, ustrezno združevanje mednarodnega finančnega trga, boj proti korupciji in bolj učinkovita struktura reševanja starih dolgov naj bila področja, poudarjena v prihodnosti. To naj bi bili dolgoročni cilji MDS kot odgovor na azijsko krizo.

Britanski časnik *The Economist* (Neiss, 2002) je za reševanje krize imel kar nekaj alternativnih predlogov, ki pa si v nekaterih pogledih nasprotujejo. Neiss se kot član MDS seveda z njimi ne strinja. Gre za naslednje:

- "Tradeoff" - izbira med obrestnimi merami in deviznim tečajem.
- Prvi predlog je bil, da bi države znižale obrestno mero za obnovitev zaupanja in sprejele večjo depreciacijo tečaja. Pri tem so vlade videle nevarnost še povečanja dolgov in škodo, ki bi bila večja od začasnih višjih obrestnih mer. Kratkoročno obrestno mero naj bi znižali takoj, ko se bo spet pojavilo zaupanje in se bodo valutni tečaji stabilizirali. Te obrestne mere naj bi bile na Tajskem in Koreji že na ravni, ki je bila pred krizo.

- Nasproten predlog pa je bil braniti tečaj z visokimi obrestnimi merami in intervencijami, kar pa ni bilo mogoče na Tajskem in v Koreji, saj sta ti dve državi že porabile večino svojih rezerv.

- V končni fazi je bila rešitev nekje vmes. Bila je dovoljena deprecijacija ob višjih obrestnih merah, ki so preprečevale nadaljno padanje tečaja. Nekoliko omejeni so bili tudi kapitalski pritoki.

- Kapitalske ovire.

Predlog za postavitve kapitalskih kontrol je bil implementiran le v Maleziji. Ostale države so bile proti temu, saj so si prizadevale oživiti privatne kapitalne prilive deloma zato, da bi rekapitalizirale banke.

- Management zunanjega dolga.

Ne bi smelo biti uradne finančne pomoči, da bi se odpravilo moralno tveganje. V primeru azijskih držav to ni držalo, saj naj bi se zavedale, da bi s kaznovanjem posojilodajalcev škodovalle le sebi. Začele so se pogajati z upniki v zvezi z prenovo dolga ob pomoči MDS, ki naj bi imel podporno vlogo v tem procesu.

- Fiskalna politika.

Fiskalna politika naj bi bila ekspanzivna v začetku programa reševanja. Preden se je vedelo, kako močna bo recesija, se je predvidevalo manjša zategnitev fiskalne politike, ki naj bi pustila prostor za prihodnje stroške finančnega prestrukturiranja in zmanjšanja bremena privatnega sektorja. Ko je globina krize postala jasna, naj bi program predvideval fiskalno spodbudo. Položaj fiskalne politike je ekspanziven, vendar ne z avtomatičnim popuščanjem povezanim s spremembami v ekonomskih pogojih.

Tajska je dogovor o preoblikovanju dolga z japonskimi bankami dosegla avgusta 1997. Pogajanja Koreje s tujimi upniki so trajala od decembra '97 do marca '98, Indoneziji pa je to uspelo v juniju '98 (International Monetary Fund, 2002a). Napredek je bil precej počasen, kar naj bi imelo škodljive posledice na hitrost ekonomskega okrevanja. Pojavilo se je vprašanje, ali ne bi hitrejša vpletenost privatnega sektorja hitreje povrnila zaupanje in ustavila beg kapitala.

Neiss (2002) pravi, naj bi bil napredek v azijskih državah leta 1998 že viden. Devizni tečaji in makroekonomska politika so postali stabilni, mednarodne rezerve so se povečale, negativni saldo plačilne bilance so se spreminjali v pozitivnega, države so se izognile inflacijski spirali, kratkoročne obrestne mere pa so se zmanjšale. Dvignila naj bi se gospodarska rast kot posledica privatne potrošnje, izvoza in novih privatnih investicij.

MDS (International Monetary Fund, 2002b) tudi meni, da se počasi pojavlja fiskalna konsolidacija. Proračunski primankljaji se zmanjšujejo, politika si prizadeva zminimalizirati domače financiranje in izogniti velikim javnim dolgovom. Napor je usmerjen v večanje izdatkov za socialo ob istočasnem zmanjševanju investicij v neučinkovito infrastrukturo in vojsko. Spreminja se tudi davčni sistem, posebej z izboljšanjem administracije, ki naj bi učinkoviteje pobirala davke.

Čeprav si je vzhodna Azija od krize že opomogla, je stopnja zadolženosti za te države še vedno visoka. Večina rasti, ki so jo ekonomisti napovedovali, naj bi temeljila na državni potrošnji. Največja nevarnost okrevanja trga kapitala je opustitev prestrukturiranja, ki se je ponekod že ustavilo. Na Tajskem naj bi se v letih od 1998 in 1999 delež slabih posojil povečal za 48 odstotkov, v Indoneziji pa celo nad 60 odstotkov (Zidarič, 1999, str. 43). Slaba navada posojanja na osnovi osebnih poznanstev je še vedno prisotna. Če teh problemov ne bodo rešili, bodo visoki dobički na delniških trgih težje opravičljivi. Azijsko okrevanje bi

moralo temeljiti na domači potrošnji, domačih investicijah in produktivnosti, sicer se bodo možnosti za nadaljno rast izčrpale.

Azijsko bančništvo je začelo okrevati 1999. Naj bi bilo bolj zdravo in odgovorno neizogibnim spremembam globalne konkurenčnosti in hitro seljivega kapitala (DBS Group Holdings, 1999, str. 12). Vendar so banke pogosto zapeljane, da bi se vrnile na stara pota, tako da niso izkoristile pozitivnen klime in zanikale potrebo po prenovi. Uspešni so hitreje kot kdarkoli poprej spremenili strategije in način poslovanja. Vladni ukrepi so postali bolj transparentni, vlada je jasno opredelila odnos s svetom. Vladne injekcije oslabeledim bankam so se nadaljevale, banke pa so povečevale delež kapitala v primerjavi s sredstvi. Dostop do informacij bo pripomoglo k nadaljni disciplini. Banke, ki so rešile problem slabih dolgov, so se osredotočile na splošne storitve, kot so hipoteke, kreditne linij in elektronsko bančništvo, ki se je v zadnjem času močno povečalo. Potrošniško bančništvo se sooča s hudo konkurenco, zahtevnejšimi kupci in tehničnim napredkom. Kapitalska injekcija je prišla tudi od združevanja in prevzemov bank. Konsolidacije napovedujejo pomembne bančne reforme. Združevanje naj bi se še intenziviralo. Manjkajo še številne managerske reforme v večini azijskih bančnih sistemov. Recesija naj bi ločila dobre banke od slabih. Zmagovalci so tisti, ki so našli pot harmonizacije lokalnega poslovanja z globalnimi pričakovanji, oziroma tisti, ki so imeli vizijo, podjetniške instinkte z mednarodnimi viri in izkušnje z globalnega delovanja. Naloga regije je, da zagotovi dobre finančne institucije in močno vodstvo.

Vprašanje je, kako lahko koristijo spoznanja preteklih kriz pri iskanju ustreznega modela makroekonomskega vodenja, ki bi zmanjšal možnost izbruha krize ali vsaj ublažil posledice za majhno odprto gospodarstvo. Prvi odgovor je najbrž v modelu gospodarskega razvoja in makroekonomske politike (produktivnost dela, stanje plačilne bilance in javnih financ). Del odgovora je v prenosnih mehanizmih, ki so povezani z stopnjo odprtosti države in njenim sistemom deviznega tečaja. Nadaljne je pomembno tudi področje finančne ureditve, njene prepletenosti in nadzora nad finančnimi posredniki. Če torej pogledamo celostno, je rešitev v liberalizaciji plačilne bilance in finančne ureditve, tečajni ureditvi in skrbi za nadzor in stabilnost finančnega sistema (Borak, 1998, str. 17). Prvine makroekonomskega upravljanja naj bi bile:

- omejevati mora pretoke kratkoročnega kapitala (uvedba neobrestovanih depozitov, ki rokovno presegajo zapadlost obveznosti) in neposrednih tujih naložb (obstoj organa z diskrecijsko pravico odločanja)
- omejevati je treba pritoke denarja v podjetja in banke. Makroekonomsko je vseeno, kje se nabira dolg. Z vidika varnosti depozitov pa ne. Možnost dajanja garancij države upnikom je treba preprečiti
- oblikovati je treba trden nadzor nad bankami in drugimi finančnimi posredniki z jasnimi in razumljivimi pravili varnega poslovanja in z neodvisnim organom upravljanja. Banke ne smejo imeti delnic v podjetju in v drugih bankah. Obstajati morajo omejitve za posojanje tujini in odpiranje podružnic v tujini. Povezane osebe morajo biti razkrite
- javni sektor ne sme imeti primanjkljaja, temveč presežek, potreben za sterilizacijo operacij centralne banke, ki tako ne izriva privatnih posojilojemalcev, in podporo k stabilnosti zavezani denarni politiki. Javni sektor se ne sme zadolževati v tujem denarju
- centralna banka mora biti neodvisna pri vodenju monetarne politike. Sterilizacijo opravlja s prodajo svojih papirjev. Čimbolj omejevalna je fiskalna politika, več prostora je pri uravnavanju količine denarja v obtoku in vplivanju na domače obrestne mere. Primankljaj plačilne bilance mora biti nadzorovan, fiksni devizni tečaj ni priporočljiv

- zmanjšati je treba pomen državnega tveganja in povečati vpliv meritev vseh možnih tveganj. Državna garancija vpliva na pripis državnega tveganja tveganju projekta, zato je umetno znižan in vpliva na večji moralni hazard

Naštete sestavine niso skladne s prevladujočo ekonomsko paradigmo in z zahtevami evropskih pridružitvenimi sporazumi, katerega cilji so popolna liberalizacija plačilne bilance in finančnega področja. Vendar se tako odpravljajo vse ovire za prenašanje realnih in finančnih šokov.

Kakorkoli že, azijska rast se bo verjetno nadaljevala z izobraževanjem, varčevanjem in rastočo delavno silo (Krugman, 2002c). Rast verjetno ne bo tako visoka, kot je bila, je pa še npr. mnogo delavcev iz Kitajske, ki čakajo na vključitev v moderni svet. V končni fazi bodo najbrž zaslužni za večino svetovnega bruto proizvoda, saj navsezadnje Azijci predstavljajo večino svetovne populacije.

SKLEP

Če na kratko povzamemo vzroke azijske krize, vidimo, da so krizo povzročili pomankljivosti finančnega in podjetniškega sektorja skupaj z makroekonomsko občutljivostjo (Lindgren et al., 2002). Posojilodajalci in jemalci kreditov se niso zavarovali zaradi sistema deviznega tečaja. Kapitalni prilivi so pomagali pri vse večjem posojanju, ki je rezultiral v slabih posojilih in vodil do inflacije nepremičnin. Tako povečane cene v tem sektorju so nadalje spodbujale posojila in kapitalne prilive. Velika stopnja finančnega vzvoda podjetij in kratkoročna nezavarovana zadolženost v tujini je povečala ranljivost vzhodnoazijskih držav na spremembe v tržnih pričakovanjih.

Kriza je pokazala na strukturne in politične neskladnosti. Tržna pretirana reakcija in čredni nagon so pripeljali do padca tečajev, cen premoženja in ekonomske aktivnosti (Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002). Dokazi o regulatornih neustreznostih in tesne povezave med podjetji in vlado so osrednjega pomena razumevanja krize. Problem moralnega tveganja je povečal občutljivost finančnega sektorja med privatizacijo. Na podjetniški ravni so politični pritiski po visoki rasti vodili k praksi javnih garancij privatnim projektom, ki so bili pod vladno kontrolo, bili so neposredno subvencionirani ali podprti z politiko direktnega kreditiranja preferiranih industrij. Politika poznanstev in intervencija vlade v nesposobnih podjetjih so dajali trgu signale zavarovanja donosov pred napačnimi šoki. Veliki kapitalni pritoki so skupaj z omenjemi težavami vodili v primanjkljaj tekočega računa. Dononost investicij se je izkazala kot slaba. Kljub temu se je investiranje nadaljevalo, verjetno zaradi nizkih obrestnih mer v razvitih državah, ki so pocenile stroške kapitala in motivirala prilive v Azijo. Faktor, prezrt pri spojojanju, je bil seveda moralno tveganje. Pomankanje nadzora in tržne discipline, majhna kapitalska ustreznost bank, pomankanje sheme obveznih rezerv, nezanimanje za izbiro dobrih investicij, korupcija in netržni kriteriji alokacije kreditov so povzročili padec cen. Slab, podkapitaliziran bančni sistem je vodil v vse večji delež slabih posojil, kar je samo še poslabšala liberalizacija. Banke in finančne institucije so zanemarjali standarde tveganj. Slabi računovodski standardi so pripomogli k prikriivanju vse večjih pomankljivosti v teh državah. Tuja posojila so bila dolgoročna, nezavarovana in v tuji valuti. Kazalec razmerja med kratkoročnimi zunanji obveznostmi in mednarodnim rezervami, ki kaže na finančno ranljivost, je bil nad 100 odstotki v Koreji, Indoneziji in na Tajskem. Finančni posredniki si niso prizadevali zmanjšati tveganj v njihovem premoženju. Nasprotno, sistem je vplival na prevzemanje vedno večjih tveganj.

Nauki, ki sledijo iz azijske krize lahko strnemo v naslednje (Strašek, 1998, str. 87):

- Narobe je, da se osredotočimo samo na to, kaj bi morala ekonomska politika napraviti tik pred izbruhom krize. Izvor krize namreč sega leta nazaj.
- Pomembno je spremljanje kumulativne spremembe domačih cen glede na ceno države, na katero je valuta vezana.
- Pametno je proučevati učinke intervencij na deviznem trgu in sprememb v mednarodnih rezervah na domačo denarno ponudbo in ostale agregate v primerjavi z ustreznimi agregati.
- Sistem deviznega tečaja, ki je vezan na neko tujo valuto, je zelo občutljiv na domače politične spremembe ali zunanje šoke, kar vpliva na pričakovanja investitorjev.
- Špekulativni udari so prisotni v primerih razmer visoke mobilnosti kapitala in kadar gre za fiksni devizni tečaj. Na slabe novice trg reagira zelo hitro in s tem izzove špekulativne napade. Fiksni tečaj je vzdržljiv, če ima država dovolj finančnega zaledja za obrambo in če je skladen z osnovnimi spremenljivkami. Drugače pride do napada na valuto.
- Izbruh krize in okužba je pogosto v funkciji transparentnosti finančnega sistema. Če je finančni sistem organiziran na temelju povezav in ne informacij, investitorji ne morejo ocenjevati solidnosti bank in podjetij na objektivni ravni. Zato je okužba še toliko bolj verjetna, saj vlagatelji ne opazijo razlik med državami. Pomanjkanje informacij tudi pomeni takojšne odločitve, kar se tiče vlaganj in dviganj kapitala.
- Azijska kriza in japonska recesija kažeta, da zgolj trgovinsko prilagajanje ni dovolj za ozdravitev. Potrebni so znatni napor in rezultati pri saniranju bančnega sektorja.
- Azijska kriza je tudi zgodba o napihnjenem balonu posameznih premoženjskih oblik. Ti počijo kljub dobrih osnovah v gospodarstvu ob določenih odstopanjih v finančni sferi in ustvarjenih razmerah panike. Značilnosti "prijateljskega kapitalizma" so v teh državah ustvarile dobro podlago za prenos okužbe v druge države, čeprav med njimi ni bilo tesnejših povezav.

Neiss (2002) pa vidi v azijski krizi naslednja spoznanja:

- Politično vmešavanje v bančno kreditiranje in pomankanje bančnega nadzora se pokažejo ob padcu cen nepremičnin. Brez prestrukturiranja bančnega sektorja ni možnosti dolgoročnega okrevanja azijskih držav. Vlada je s svojim ravnanjem pred krizo povzročila nediscipliniranost finančnih institucij. Tak sistem postane bolj občutljiv na krizo. MDS ni dovolj naredil, da bi se že pred krizo začele reševati te težave. Morebitna neuspešnost reševanja problemov v prihodnje bo zamajala domače in tuje zaupanje.
- Akumulacija kratkoročnih tujih dolgov s strani bank in privatnih korporacij je bila ključna za nastanek krize. Ko se je optimizem prelevil v pesimizem, so bili ti krediti v paniki dvignjeni. Potrebno bo boljše obvladovanje tveganja in upravljanja z dolgovi, posebej pa previdna liberalizacija kapitalskega računa, ki se naj prične po okrepitvi finančnega sistema.
- Prizadete države bi se stabilizirale hitreje, če bi investitorji prestrukturirali dolg ali priskrbeli nov denar, namesto da so se umaknili s teh trgov. Vprašanje pa je, kako bi jih bilo možno ob taki delitvi bremena in omejitvi moralnega tveganja prepričati v to.
- Ob krizi v državah, kjer bi bilo to potrebno, ni bilo varovalnih povezav. Postavili so jih na silo, ko je bilo že prepozno. Države bi morale sistematično zgraditi sistem socialne podpore in se manj zanašati na tradicionalni sistem družinske podpore, ki ne bo učinkovita v nedogled, saj se prebivalstvo teh držav stara.

LITERATURA

1. Abella I. Manolo: Protecting Temporary Migrant Workers: The Challenges for Modernising States in Asia. Labour Migration and the Recent Financial Crisis in Asia. Paris: OECD Publications, 1999, str. 57-70.
2. DBS Group Holdings: The Asian miracle: back on course...Euromoney, London, 2000, 6, str. 12-13.
3. Borak Neven: Azijska finančna kriza in nauki za Slovenijo. Bančni vestnik, Ljubljana, 1998, 3, str. 16-18.
4. Bošković Dragiša: Japonska krivda in kazni. Gospodarski vestnik, Ljubljana, februar 1998, 9, str. 54-55.
5. Carson-Parker John, Peagam Norman: An exiting market-for tough players only. Japan, Euromoney, Special sponsored supplement, 1986a, 9, str. 1-11.
6. Carson-Parker John, Peagam Norman: Capital flows in and pours out. Japan, Euromoney, Special sponsored supplement, 1986b, 9, str. 14-15.
7. Carson-Parker John, Peagam Norman: Freeing the Euro yen and samurai markets. Japan, Euromoney, Special sponsored supplement, 1986c, 9, str. 24-27.
8. Carson-Parker John, Peagam Norman: Reshaping the financial landscape. Japan, Euromoney, Special sponsored supplement, 1986d, 9, str. 14-15.
9. Chada Bankim, Folkerts-Landau David: The Evolving Role of Banks in International Capital Flows. International Capital Flows. Chicago and London: The University of Chicago Press, A National Bureau of Economic Research, 1999, str. 191-222.
10. Claessens Stijn, Djankov Simeon, Lang H.P. Larry: East Asian Corporation: Heroes or Villains?. Washington: World Bank Discussion Paper No. 409, 2000. 33 str.
11. Corsetti Giancarlo, Pesenti Paolo, Roubini Nouriel: What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?
(URL: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>), 27.2.2002.
12. Dominguez M. Kathryin: The Role of the Yen. International Capital Flows. Chicago and London: The University of Chicago Press, A National Bureau of Economic Research, 1999, str. 133-171.
13. Gao Guanjiang: Economic, Labour Market and Migration Developments in China. Labour Migration and the Recent Financial Crisis in Asia. Paris: OECD Publications, 1999, str. 73-83.
14. Fisher Stanley: Currency Crises. Chicago and London: The University of Chicago Press, A National Bureau of Economic Research, 1999, str. 453-458.
15. Foreign Direct Investment and Recovery in Southeast Asia. Paris: OECD Publications, 1999. 263 str.
16. Hatibović Džemal: Izastaranje Japana u finansijsku supersilu. Međunarodni problemi, Beograd, IMPP, 1990, 1, str.33-48.
17. International Monetary Fund: The IMF's Response to the Asian Crisis. A Factsheet.
(URL: <http://www.imf.org/External/np/exr/facts/asia.HTM>), 21.4.2002a.
18. International Monetary Fund: Recovery from Asian Crisis and the Role of IMF.
(URL: <http://www.imf.org/ekternal/np/exr/ib/2000/062300.htm>), 21.4.2002b.
19. Ito Takatoshi: Capital Flows in East and Southeast Asia. International Capital Flows. Chicago and London: The University of Chicago Press, A National Bureau of Economic Research, 1999, str. 111-132.
20. Jaklič Marko: Navodila za predmet in izbrani teksti 2001/2002. Finančni sistemmi in načini financiranja gospodarstva. Japanese Banks and internationalisation. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2001, Bs.
21. Jaklič Marko: Poslovno okolje podjetja. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 353 str.

22. Kohsaka Akira: The Asian Crisis and the Globalisation of Financial Markets. Labour Migration and the Recent Financial Crisis in Asia. Paris: OECD Publications, 1999, str. 17-36.
23. Krugman Paul: Currency Crisis. International Capital Flows. Chicago and London: The University of Chicago Press, A National Bureau of Economic Research, 1999, str. 421-440.
24. Krugman Paul: What Ever Happened to Asian Miracle.
(URL:<http://web.edu/krugman/www/perspire.htm>), 28.2.2002a.
25. Krugman Paul: What Happened to Asia.
(URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>), 28.2.2002b.
26. Krugman Paul: Will Asia Bounce Back. Speech for Credit Suisse First Boston.
(URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/suisse.html>), 28.2.2002c.
27. Lindgren Carl-Johan et al.: Financial Sector Crisis and Restructuring. Lesson from Assia.
(URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/opfinsec/index.htm>), 21.4.2002.
28. Low Linda: Structural Adjustment in Asia following the Asian Financial Crisis. Labour Migration and the Recent Financial Crisis in Asia. Paris: OECD Publications, 1999, str. 39-56.
29. Meltzer H. Allan: Asian Problems and the IMF.
(URL: <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-10.html>), 28.2.2002.
30. Neiss Hubert: Lesson From the Asian Crisis.
(URL: <http://www.cato.org/events/monconf16/neiss.pdf>), 28.2.2002.
31. Qureshi Moeen: Capital Flow and the East Asian Financial Crisis. International Capital Flows. Chicago and London: The University of Chicago Press, A National Bureau of Economic Research, 1999, str. 172-176.
32. Rafferty Kevin: Cautious dip into foreign Waters. Euromoney, London, 2000, 6, str.145-152.
33. Tony Shale. Winning Hearts in Japan Wins Them Abroad Too. Japanese Capital Market. Euromoney: Special supplement, London, 1988, 4, pril.9, str.18-24.
34. Strašek Sebastjan: "Spill-over" učinki azijske krize. Reforme in gospodarska rast. Maribor: Bilten EDP, 1998, str. 81-88.
35. Takeshi Sato: Tokyo Sheds Restraints on Capital Market Dynamics. Japanese Capital Market. Euromoney: Special supplement, London, 1988, 4, pril. 9, str.2-24.
36. Tesar L. Linda: The Role of Equity in International Capital Flows. International Capital Flows. Chicago and London: The University of Chicago Press, A National Bureau of Economic Research, 1999, str. 235-257.
37. Turner Graham: The Future Ambitions of Japan's Financial Gigants. Long Range Planning. International Journal of Strategic Management and Corporate Planning, London, 20(1987), 5, str. 11-20.
38. Woronoff Jon: The Japanese Economic Crisis. London: Macmillan Press Ltd., Second Edition, 1996. 287 str.
39. Yoshitomi Masaru: Capital Flows to East Asia. International Capital Flows. Chicago and London: The University of Chicago Press, A National Bureau of Economic Research, 1999, str. 182-186.
40. Zidarič Dunja: Socialni vidiki socialne krize v azijskih državah. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 47 str.

PRILOGA 1

Tabela 1: Indeksi borznih cen

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	696.00	610.00	678.00	866.00	1027.00	882.00	651.00	376.00
Indonezija	417.00	247.00	274.00	588.00	469.00	513.00	637.00	401.00
Malezija	505.00	556.00	643.00	1275.00	971.00	995.00	1237.00	594.00
Filipini	651.00	1151.00	1256.00	3196.00	2785.00	2594.00	3170.00	1869.00
Singapur	1154.00	1490.00	1524.00	2425.00	2239.00	2266.00	2216.00	1529.00
Tajska	612.00	711.00	893.00	1682.00	1360.00	1280.00	831.00	372.00
Hong Kong	2024.00	4297.00	5512.00	11888.00	8191.00	10073.00	13451.00	10722.00
Tajvan	4350.00	4600.00	3377.00	6070.00	7111.00	5158.00	6933.00	8187.00

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Tabela 2: Indeksi borznih cen nepremičnin

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Indonezija	-	119.00	66.00	214.00	140.00	140.00	143.00	40.00
Malezija	113.00	113.00	126.00	369.00	240.00	199.00	294.00	64.00
Filipini	32.00	34.00	39.00	81.00	80.00	87.00	119.00	59.00
Singapur	230.00	280.00	250.00	541.00	548.00	614.00	648.00	357.00
Tajska	74.00	82.00	168.00	367.00	232.00	192.00	99.00	7.00
Hong Kong	312.00	453.00	554.00	1392.00	862.00	1070.00	1682.00	41.00
Tajvan	61.00	71.00	57.00	137.00	109.00	59.00	55.00	55.00

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

PRILOGA 2

Tabela 3: Delež denarnega agregata M1 v tujih rezervah

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	1.50	2.16	1.84	1.79	1.57	1.54	1.44	1.81
Indonezija	1.73	1.48	1.30	1.44	1.58	1.53	1.21	1.62
Malezija	0.96	0.93	0.81	0.69	0.84	1.07	1.16	1.46
Filipini	4.14	1.21	1.05	1.13	1.01	1.19	0.89	1.24
Singapur	0.30	0.28	0.28	0.29	0.26	0.26	0.25	0.26
Tajska	0.57	0.50	0.48	0.48	0.47	0.43	0.44	0.52
Hong Kong	-	0.45	0.46	0.45	0.40	0.35	0.35	0.23
Kitajska	4.95	3.87	10.30	12.99	4.72	4.07	3.45	3.24
Tajvan	0.99	0.98	1.18	1.27	1.28	1.32	1.42	1.55

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Tabela 4: Delež denarnega agregata M2 v tujih rezervah

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	6.48	8.33	7.20	6.91	6.45	6.11	6.51	10.50
Indonezija	6.16	5.51	5.61	6.09	6.55	7.09	6.50	7.37
Malezija	2.91	2.99	2.64	2.09	2.47	3.33	3.66	4.99
Filipini	16.33	4.82	4.35	4.90	4.86	5.86	4.50	6.97
Singapur	1.23	1.18	1.17	1.05	1.06	1.05	1.03	1.17
Tajska	4.49	4.10	4.10	4.05	3.84	3.69	3.90	5.29
Hong Kong	-	5.43	4.84	4.54	4.43	4.35	4.25	3.18
Kitajska	10.37	8.00	21.39	26.93	10.29	9.65	8.55	7.76
Tajvan	3.20	3.36	4.61	4.61	4.78	5.35	5.78	6.30

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

PRILOGA 3

Tabela 5: Vladni proračun (% BDP-ja)

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	-0.68	-1.63	-0.50	0.64	0.32	0.30	0.46	0.25
Indonezija	0.43	0.45	-0.44	0.64	1.03	2.44	1.26	0.00
Malezija	-3.10	-2.10	-0.89	0.23	2.44	0.89	0.76	2.52
Filipini	-3.47	-2.10	-1.16	-1.46	1.04	0.57	0.28	0.06
Singapur	10.53	8.58	12.35	15.67	11.93	13.07	14.10	9.52
Tajska	4.59	4.79	2.90	2.13	1.89	2.94	0.97	-0.32
Kitajska	-0.79	-1.09	-0.97	-0.85	-1.22	-1.00	-0.82	-0.75
Tajvan	1.85	-2.18	-5.34	-3.88	-1.73	-1.09	-1.34	-1.68

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

PRILOGA 4

Tabela 6: Bančno posojanje privatnemu sektorju (% rasti)

Država	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	20.78	12.55	12.94	20.08	15.45	20.01	21.95
Indonezija	17.82	12.29	25.48	22.97	22.57	21.45	46.42
Malezija	20.58	10.79	10.80	16.04	30.65	25.77	26.69
Filipini	7.33	24.66	40.74	26.52	45.39	48.72	28.79
Singapur	12.41	9.77	15.15	15.25	20.26	15.82	12.68
Tajska	20.45	20.52	24.03	30.26	23.76	14.63	19.80
Hong Kong	-	10.17	20.15	19.94	10.99	15.75	20.10
Kitajska	19.76	20.84	43.52	24.58	24.23	24.68	20.96
Tajvan	21.25	28.70	19.46	16.18	10.00	6.00	8.92

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Tabela 7: Bančno posojanje privatnemu sektorju (v % BDP-ja)

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Koreja	52.54	52.81	53.34	54.21	56.84	57.04	61.81	69.79
Indonezija	49.67	50.32	49.45	48.90	51.88	53.48	55.42	69.23
Malezija	71.36	75.29	74.72	74.06	74.61	84.80	93.39	106.91
Filipini	19.17	17.76	20.44	26.37	29.06	37.52	48.89	56.53
Singapur	82.10	83.34	85.05	84.14	84.21	90.75	95.96	100.29
Tajska	64.30	67.70	72.24	80.01	91.00	97.62	101.94	116.33
Hong Kong	-	141.84	134.20	140.02	149.00	155.24	162.36	174.24
Kitajska	85.51	87.87	86.17	95.49	87.12	85.83	91.65	101.07
Tajvan	100.41	108.99	126.43	137.23	146.89	149.49	146.05	146.23

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

PRILOGA 5

Tabela 8: Tuji dolgovi (v % BDP-ja), podatki Svetovne banke

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Koreja	13.79	13.51	14.34	14.18	14.32	23.80	28.40
Indonezija	65.89	68.21	68.74	56.44	60.96	61.54	56.74
Malezija	35.80	35.48	34.51	40.74	40.40	39.31	40.06
Filipini	69.02	71.45	62.29	66.09	62.42	53.21	49.75
Singapur	11.23	11.07	9.47	9.45	10.79	9.84	10.74
Tajska	32.80	38.38	37.51	34.10	33.31	33.78	50.05
Hong Kong	16.80	14.84	14.99	14.35	18.38	16.60	15.44
Kitajska	14.26	14.84	14.99	14.35	18.38	16.60	15.44
Tajvan	11.04	10.73	10.73	10.44	10.87	10.40	10.07

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Tabela 9: Sposobnost odplačevanja dolgov (dolg/izvoz), podatki Svetovne banke

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Koreja	10.80	7.20	7.80	9.40	6.90	7.30	8.80
Indonezija	33.40	34.30	32.60	33.60	30.70	30.90	36.80
Malezija	12.60	7.40	9.10	8.40	9.00	7.00	8.20
Filipini	27.00	23.00	24.40	25.60	18.90	16.40	13.70
Tajska	16.90	13.00	13.80	13.70	13.50	11.60	11.50
Hong Kong	1.71	1.23	1.08	0.93	1.49	0.71	-
Kitajska	11.70	11.90	10.20	11.10	8.90	9.90	8.70
Tajvan	2.29	2.01	1.86	1.3	1.68	1.82	-

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Tabela 10: Kratkoročni dolgovi (v procentih od celotnega dolga), podatki Svetovne banke

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Koreja	30.87	28.19	26.99	25.85	25.47	51.60	50.20
Indonezija	15.92	18.00	20.52	20.17	18.05	20.87	24.98
Malezija	12.43	12.14	18.18	26.58	21.13	21.19	27.83
Filipini	14.48	15.24	15.93	14.01	14.29	13.38	19.34
Singapur	17.51	18.92	19.91	17.87	13.28	14.56	19.81
Tajska	29.63	33.13	35.22	53.01	60.67	72.36	41.41
Hong Kong	45.97	46.63	45.89	41.19	30.04	28.36	43.57
Kitajska	16.85	17.89	19.01	17.80	17.40	18.91	19.72
Tajvan	88.31	86.49	86.93	84.99	76.75	72.18	68.44

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

PRILOGA 6

Tabela 11: Kratkoročni dolg (v % tujih rezerv)

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Koreja	72.13	81.75	69.62	60.31	54.06	17.45	203.23
Indonezija	149.28	154.62	172.81	159.70	160.36	189.42	176.59
Malezija	19.54	19.05	21.12	25.51	24.34	30.60	40.98
Filipini	479.11	152.31	119.37	107.68	95.00	82.85	79.45
Singapur	2.65	2.67	2.35	2.04	1.75	1.78	2.60
Tajska	62.55	71.31	72.34	92.49	99.48	114.21	99.69
Hong Kong	23.52	21.78	18.38	17.09	16.49	14.16	22.35
Kitajska	31.49	24.68	66.76	68.33	33.04	29.62	23.74
Tajvan	21.56	20.21	21.00	23.64	21.76	21.64	21.31

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

Tabela 12: Servisiranje dolga plus kratkoročni dolg (v % tujih rezerv)

Država	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Koreja	127.43	125.90	110.35	105.66	84.90	204.93	243.31
Indonezija	282.92	278.75	292.03	284.79	277.95	309.18	294.17
Malezija	63.96	45.87	45.55	42.37	48.73	55.92	69.33
Filipini	867.64	256.99	217.08	21.60	171.98	166.60	137.06
Tajska	102.35	99.34	101.34	120.28	126.54	138.13	122.62
Kitajska	30.51	26.87	22.82	20.64	22.02	16.82	-
Hong Kong	55.34	43.70	108.55	113.74	54.08	49.61	38.46

Vir: Corsetti, Pesenti, Roubini, 2002.

PRILOGA 7

Tabela 13: Donosnost sredstev podjetij (v procentih)

DRŽAVA	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988-96
Hong Kong	5.1	5.3	4.9	4.8	4.5	3.8	3.9	3.9	4.1	4.6
Indonezija	-	-	9.4	9.1	8.6	7.9	7.4	6.2	6.5	7.1
Japonska	5.7	5.4	4.6	4.7	4.8	4.5	4.1	3.8	3.6	4.1
Koreja	4.4	3.9	4.1	4.0	3.9	3.6	3.4	3.6	3.1	3.7
Malezija	5.4	5.6	5.4	6.2	6.0	6.5	6.3	6.1	5.6	6.3
Filipini	-	-	-	7.1	6.4	8.1	8.5	6.8	8.4	7.9
Singapur	4.9	4.5	4.2	3.9	5.2	4.6	4.5	3.9	4.0	4.4
Tajvan	-	-	-	5.1	6.2	6.5	6.8	6.5	6.6	6.7
Tajska	10.8	11.0	11.7	11.2	10.2	9.8	9.3	7.8	7.4	9.8

Vir: Claessens, Djankov, Lang, 2000, str.2.

Tabela 14: Operativne marže podjetij (v procentih)

DRŽAVA	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1988-96
Hong Kong	23.5	19.5	22.2	19.6	17.4	16.6	17.3	14.6	14.2	18.7
Indonezija	-	-	-	35.7	33.3	34.4	32.8	31.2	30.6	32.9
Japonska	22.2	22.7	22.9	22.4	21.9	21.8	21.8	23.1	23.3	22.1
Koreja	13.7	16.8	17.3	16.9	19.2	18.7	19.6	21.4	22.1	19.6
Malezija	16.4	16.3	17.1	17.3	17.6	17.4	18.4	19.5	25.5	18.1
Filipini	-	-	-	36.1	26.4	26.4	27.5	30.8	33.3	27.7
Singapur	17.3	16.7	16.8	15.5	15.2	15.2	14.1	13.6	13.1	14.9
Tajvan	-	-	-	25.4	21.4	22.7	22.6	22.3	21.9	22.6
Tajska	21.9	24.3	25.7	27.3	25.9	25.1	24.9	24.7	22.7	25.2

Vir: Claessens, Djankov, Lang, 2000, str.4.

Tabela 15: Realna letna rast prihodkov podjetij (v procentih)

DRŽAVA	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1989-96
Hong Kong	10.1	11.6	10.2	12.4	9.8	9.4	9.7	11.8	9.2
Indonezija	-	-	-	10.7	12.1	12.4	9.4	8.3	10.6
Japonska	7.4	8.2	8.4	8.3	8.8	8.5	7.2	4.3	7.7
Koreja	8.4	8.7	8.2	8.3	7.6	7.3	7.2	8.6	8.2
Malezija	9.7	12.3	11.8	12.7	13.1	12.6	11.7	11.9	11.9
Filipini	-	-	-	8.4	6.7	7.6	10.6	12.2	8.2
Singapur	8.4	8.6	8.1	9.4	11.6	11.8	10.2	7.7	8.7
Tajvan	-	-	-	7.1	11.3	10.3	9.7	8.4	9.3
Tajska	11.6	10.3	10.8	9.6	8.3	10.1	10.7	5.7	9.7

Vir: Claessens, Djankov, Lang, 2000, str.4.

SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

adverse selection - napačna izbira
bank run - naval na banko
bubble economy - ekonomija napihnjenega borznega mehurčka
chaebol - konglomerat
collateral - poroštvo
contagion - okužba
herding - čredni nagon
joint venture - skupna vlaganja
market manipulation - tržna manipulacija
prompt corrective action - takojšnja korektivna akcija
seignorage - monopolni dohodek, ki nastane s kreiranjem denarja
self-fulfilling crises - samosprožilna kriza
swap - zamenjava
tradeoff - izbira med različnimi dejavniki, da bi dosegli najboljšo možno kombinacijo

