VALUTNE KRIZE KAO SAVREMENI OBLIK EKONOMSKIH KONFLIKATA

Eldin Dobardži , doc. dr

Internacionalni Univerzitet u Novom Pazaru
Novi Pazar, Srbija
eldin.dobardzic@gmail.com

Elma Elfi -Zukorli , prof. dr

Internacionalni Univerzitet u Novom Pazaru
Novi Pazar, Srbija
g.menadzer@uninp.edu.rs

Amela Ahmatovi -Ljaji , MSc

Internacionalni Univerzitet u Novom Pazaru
Novi Pazar, Srbija
a.ahmatovic@uninp.edu.rs

Irma Mašovi -Muratovi , MSc

Internacionalni Univerzitet u Novom Pazaru
Novi Pazar, Srbija
i.masovic@uninp.edu.rs

Apstrakt

Rad *Valutne krize kao savremeni oblik ekonomskih konflikata* na pregledan na in prikazuje najzna ajnije devizne krize koje su se desile jedna za drugom u Meksiku, Jugoisto noj Aziji i Rusiji tokom 90-ih godina prošloga veka. Rad objašnjava glavne uzroke koji su doveli do izbijanja ovih kriza kao i mere monetarnih vlasti da ove krize i 'ugase'. Sa aspekta godina ubrzanog ekonomskog rasta i prosperiteta koje su prethodile, ove valutne krize bile su iznena uju e za kreatore ekonomske politike u svim ovim zemljama. Rad je uz grafi ke prikaze kretanja deviznih rezervi, prikazao i kretanja kamatnih stopa, cena akcija i deviznog kursa (rublja-dolar) sa ciljem boljeg objašnjenja i razumevanja perioda koji su vladali na finansijskim tržištima ovih zemalja pre samih valutnih kriza. Rad se oslanjao na komparativnu analizu ekonomskih indikatora, pre svih kretanja BDP-a u zemljama koje su doživele krah svojih valutnih tržišta. Karakteristike svih ovih kriza je da su se putem efekta preliivanja prenosile sa jednog na drugo devizno tržište. Na kraju, rad u zaklju ku ukazuje na mogu nosti izbijanja ovakvih ili sli nih kriza i u današnjim turbulentnim i vremenima u kojima su 'valutni ratovi' sve više prisutni na globalnom finansijskom tržištu.

Klju ne re i: valutni slom, prosperitet, komparativna analiza, finansijsko tržište.

CURRENCY CRISES AS A MODERN FORM OF ECONOMIC CONFLICTS

Abstract

The paper *Currency Crises as a Modern Form of Economic Conflicts* in a clear way showing the most significant currency crises which occurred one after another in Mexico, Southeast Asia and Russia in the 90s of the previous century. Next, paper explains main causes that led to the outbreak of this crises and the measures of monetary authorities to turn off them. From the aspect of years of rapid economic growth and prosperity which preceded these currency crises, were amazing for policymakers in these countries. With graphs presentation of foreign exchange reserves, movements in interest rates, stock prices and exchange rate (ruble/dollar) paper wants to show better understanding and explanation of periods that have ruled on the financial markets of these countries themselves before the currency crisis. Paper relied on a comparative analysis of economic indicators, the development of GDP in countries that have experienced a collapse of their currency markets. The characteristics of all these crises is spill over effects passed from one to the other foreign exchange market. Finally, the paper in the conclusion make the point of the risk of such and similar crises in today's turbulent times, and where 'currency wars' are increasingly present in the global financial market.

Keywords: currency crash, prosperity, comparative analysis, financial market.

JEL codes: F31

UVOD

Jaki tokovi privatnog kapitala su šansa da zemlje u razvoju/tranziciji brže apsorbiraju masivnije prilive stranog kapitala, ali istovremeno i opasnost da kasniji odlivi tog kapitala izazovu valutnu krizu. Zajedni ka karakteristika tih kriza bio je cikličan obrazac kretanja stranog kapitala: posle perioda preteranog priliva stranog kapitala u zemlje u razvoju, odjednom prestaje poverenje stranih kreditora i oni povlače kapital iz tih zemalja, izazivaju i valutne krize (Irovi, 2001). U prvoj polovini osamdesetih godina došlo je do serije finansijsko-valutnih kriza započete u Meksiku krajem 1982. godine. Pre toga je u periodu 1979-1982. godine došlo do eskalacije priliva stranog kapitala u Meksiko (kao i u druge zemlje u razvoju), pri čemu se visoke realne kamatne stope delovale veoma privlačno za strane kreditore. Međutim, nakon što se ispostavilo da Meksiko nije više u stanju da servisira svoje obaveze, strani kreditori su posumnjali u nemogućnost servisiranja dugova od strane ostalih visokozaduženih zemalja u razvoju što je bio uzrok nastajanja sistematske finansijsko-valutne krize. Ta kriza je osim Meksika gde je započela zahvatila i teško pogodila 15 visokozaduženih zemalja u razvoju. Tada se radilo o privatnom kapitalu pretežno transnacionalnih komercijalnih banaka, dok su na drugoj strani dužnici bili državne banke i državne kompanije kao i privatne kompanije koje su zajmove dobijale uz garanciju države. Ova finansijsko-valutna kriza bila je uglavnom završena do 1990. godine, kada je strani privatni kapital ponovo počeo da ulazi u njihove ekonomije zbog ponovnog uspostavljanja poverenja. Scenario je, mada sa neznatno izmenjenim karakteristikama, ponavljen u 1990-im godinama kada je opet došlo-posle dužeg talasa visokog priliva stranog

kapitala- do valutno-finansijskih kriza u Latinskoj Americi, Aziji i Rusiji. Razlika je jedino bila u tome što je strani kapital bio ne samo u obliku bankarskih zajmova nego i portfolio kapitala institucionalnih investitora, dok su dužnici bile privatne kompanije i banke u zemljama u razvoju. Ponovljen je scenario u kome je visok priliv stranog kapitala doveo do apresijacije realnog deviznog kursa, što je bio glavni transmisioni mehanizam za formiranje povećanih deficita u tekućim bilansima kao kontrateza masivnom prilivu neto stranog kapitala.

MEKSI KA VALUTNA KRIZA

Kada je decembra 1994. godine Meksiko doživeo valutni slom, to je u mnogim strukturnim krugovima bilo pravo iznenađenje, jer je Meksiko u godinama pre krize predstavljan kao primer uspešnog sprovođenja tržišno-orijentisanih reformi. Naime, Meksiko je dosledno primenjivao tržišno-orijentisani model ekonomskih reformi na planu makroekonomske i strukturalne politike. Makroekonomska politika je koristila fiksni kurs domaće valute pezosa prema američkom dolaru kao nominalno sidro. Fiskalni deficiti su smanjeni na umerene stope prema BDP-u. Stope inflacije su doživele impozantan pad sa 159% u 1987. godini na svega 8% u 1993. godini (Neely, 1996).

Na planu strukturalne politike izvršena je dalekosežna finansijska reforma: ukinute su restrikcije na tokove kapitala sa inostranstvom, unilateralno su snižene zaštitne spoljnotrgovinske barijere, a spoljni dugovi prestrukturirani. Na unutrašnjem finansijskom planu eliminisane su obavezne rezerve i kreditne kontrole banaka. Te promene su uticale na snažan priliv stranog kapitala u Meksiko. Na toj osnovi došlo je do formiranja visokih stopa izvoza i BDP-a. Devizne rezerve centralne banke Meksika su rasle i krajem 1993. godine se popele na 25 milijardi američkih dolara (slika 1). Međutim, ostao je i dalje problem visokog deficita u tekućem platnom bilansu koji je iznosio 8% BDP-a. Taj platni deficit je bio finansiran putem jakog priliva stranog kapitala (Whitt, 1996).

Ove povoljne ekonomske performanse prekinula su dva oštra špekulativna napada na Meksiko: prvi u martu i novembru 1994. godine. Ti valutni udari su ocenjeni kao signali da privatni investitori počinju da sumnjaju u sposobnost Meksika da izvršava sve finansijske obaveze po osnovu plasmana stranog i domaćeg kapitala. U kontekstu smanjenog kredibiliteta u Meksiku monetarni i finansijski sistem, u toku 1994. godine pojavila su dva poteza koja su postala sastavni deo scenarija formiranja valutne krize. Naime, centralna banka je povećala nivo domaćih kredita kako bi sterilizovala (neutralisala) efekte smanjenja primarnog novca usled redukcije deviznih rezervi. Druga mera odnosila se na konverziju kratkoročnih i dugoročnih obveznica denominiranih u pezosa (Cetes, Bondes) u kratkoročne obveznice denominirane u dolarima (Tesobonos). Veliki deo Tesobonosu držali su strani investitori. Ova konverzija obveznica praktično je značila skraćivanje prosečnog roka nastanka obveznica i povećanje stepena njihove dolarizacije.

Sl. 1. Kretanje deviznih rezervi Meksika u periodu decembar 1993-decembar 1994. godine (u mlrd. dolara)

Izvor: *International Monetary Fund (IMF), International Financial Statistic*

Centralna banka Meksika je 1994. godine ocenila da su ekonomski fundamenti zdravi, pa je stoga branila fiksni kurs pezosa putem intervencija na deviznom tržištu, što je dovelo do znatnog smanjenja deviznih rezervi. Ipak, 20. decembra 1994. godine meksi ke vlasti su ocenile da je neophodno da izvrše devalvaciju pezosa od 15%. U kontekstu fiksnog deviznog kursa sa kliznom targetnom zonom, devalvacija je izvršena tako što je gornji limit povišen (gornja granica do koje je dozvoljena oscilacija kursa na deviznom tržištu), dok je donji limit ostao nepromenjen. Devalvaciju pezosa koju su sprovele monetarne vlasti Meksika, svetska finansijska tržišta su protumačila kao znak slabosti države. Tako je neposredne posledice izvršene devalvacije decembra 1994. godine, došlo do teškog i fatalnog špekulativnog udara na meksi ku valutu. Devizne rezerve centralne banke pale su ispod tolerantnog minimuma od 10 milijardi dolara. Ključni neposredni faktor u scenariju valutnog udara bilo je odbijanje finansijskih investitora da refinansiraju dospele kratkoročne državne obveznice denominirane u američkim dolarima (Tesobonos). Istovremeno je i privatni sektor u Meksiku izgubio pristup na globalna tržišta kapitala – ime je izazvana masivna kriza devizne likvidnosti Meksika. Nakon toga centralna banka Meksika nije više bila u stanju da brani fiksni devizni kurs putem intervencija, pa je samo dva dana posle izvršene devalvacije objavila da napušta režim fiksnog kursa i da prelazi na režim fluktuirajućeg deviznog kursa.

Brzo topljenje deviznih rezervi bio je neposredni razlog za odluku meksi ke vlade da pređe na režim fluktuirajućeg deviznog kursa. Meksi ke devizne rezerve koje su krajem 1993. godine iznosile 25 milijardi dolara, u momentu prelaska na fluktuirajući kurs svedene su na svega 6 milijardi dolara. Posle prelaska na novi režim deviznog kursa, došlo je do jake depresijacije kursa pezosa prema dolaru. Po etkom januara 1995. godine dolarska vrednost pezosa bila je skoro 40% niža nego sredinom decembra 1994. godine (Whitt, 1996). Zatim se pezos privremeno, u trajanju od nekoliko meseci, stabilizovao na nivou od 6.4 pezosa za dolar ali je novembra 1995. godine naglo pao na 7.7 pezosa za dolar. Kriza na deviznom tržištu Meksika povukla je za sobom i krizu na domaćem tržištu kapitala. Kao rezultat toga,

cene akcija na berzama su značajno pale, a kamatne stope osetno porasle. Bankarski sistem Meksika doveden je na ivicu kolapsa.

Meksička valutna kriza se prenela na Argentinu (eng. *contagion effect*) u kojoj je poljuljan monetarni sistem, iako je bio zasnovan na principima valutne uprave. Prenosjenje valutne krize iz Meksika pokazalo je da globalizovana finansijska tržišta reaguju na povećane rizike ne samo u onoj zemlji u kojoj je došlo do izbijanja krize poverenja nego i u drugim zemljama posebno u onim koje su na više načina povezane sa zemljom u kojoj se kriza i desila.

Valutna kriza Meksika 1994-1995. godine naterala je tu zemlju da izmeni strategiju ekonomske politike. Napušten je koncept targetirane depresijacije zvaničnog kursa pezos. Umesto toga, monetarne vlasti su dozvolile da se devizni kurs slobodno formira na deviznom tržištu. Jedino je zadržana intervencija centralne banke na deviznom tržištu u slučajevima ako bi kurs pezos u jednom danu pao za više od 2%, da bi se izbegli kratkoročni špekulativni pritisci. Deficit tekućeg platnog bilansa je u 1997. godini smanjen na svega 2% BDP-a. Oštro smanjenje tekućeg platnog deficita bitno je uticalo da je kurs pezos prema dolaru bio uglavnom stabilan u 1996. godini uz nominalnu depresijaciju od svega 3% u toku te godine. To je imalo i u vidu tekućeg stopu inflacije značajno realno apresiranje pezos. Pri tome je realna apresijacija u 1996. godini kompenzирala približno polovinu realne depresijacije kursa pezos koja je ostvarena u periodu valutne krize 1994-1995. godine. U 1996. godini došlo je i do znatnog povećanja deviznih rezervi i to prvenstveno na bazi visokih realnih kamatnih stopa na kratkoročne državne obveznice denominirane u pesosima (BIS, 1997).

AZIJSKA VALUTNA KRIZA

Kriza iz 1997. godine je poznata kao Azijska kriza jer se njen početak desio u državama Jugoistočne Azije. Ta nije, ova kriza je prvenstveno potekla od krize tajlandske valute baht i kasnije se proširila na sve i deo manje razvijenih azijskih zemalja, a preko njih i do Rusije. Prvi atributi inicijalne finansijske krize u nekim azijskim zemljama u 1997. godini i širenje tokom vremena rezultat su najvećim delom iznenadnih promena tržišnih očekivanja i poverenja prethodnih godina regionalnih tržišta (Radelet i Sachs 1998; Maršal 1998, Chang i Velasco, 1999). Priznaju i pogoršanje makroekonomskih performansi pojedinih zemalja pogođenih krizom sredinom 1990-ih, ovaj pogled sugerise da se obimu i dubini krize ne bi trebalo pripisati pogoršanja osnovnih ekonomskih indikatora, već panici od strane domaćih i međunarodnih investitora. Druge studije tvrde da se kriza dogodila pre svega kao rezultat strukturnih i političkih distorzija (Corsetti, Pesenti i Rubini, 1998). Prema ovom gledištu, osnovna neravnoteža izazvana je valutnom i finansijskom krizom u 1997. godini čak i nakon što je kriza počela, preterana reakcija tržišta izazvala je pad deviznog kursa, pad cene imovine i smanjenje ekonomskih aktivnosti. Nekoliko studija je pokušalo da pruži empirijski dokaz ekonomske i finansijske krhkosti u krizi azijskih zemalja pogođenih u godinama pre 1997. godine (Corsetti, Pesenti i Rubini, 2001). Poređenjem pokazatelja na krhkost u pogođenim zemljama na početku krize sa onima u nepogođenim ili manje

pogo enim ekonomijama u razvoju, uglavnom koriste i regresionu analizu popre nog preseka, ove studije su pokazale da kriza uti e na zemlje koje su u proseku bile slabije od drugih, iako za nekoliko zemalja nepogo enih krizom utvr eno da su ranjive prema indikatorima koji su se koristili u studiji.

Ova kriza je najpre izbila u Tajlandu jula 1997. godine, ali se ubrzo proširila na Indoneziju, Maleziju, Filipine i Južnu Koreju. Kao i u slu aju Meksika, i ove zemlje u periodu pre krize su ostvarivale visoke stope ekonomskog rasta na bazi jake izvozne propulzije. Stope inflacije bile su umerene i kretale su se u rasponu između 5 i 8% na godišnjem nivou, što ukazuje na to da su ove zemlje vodile opreznu monetarnu politiku. Fiskalni deficiti bili su umereni, tako da je makroekonomska politika generalno bila ocenjena kao zadovoljavaju a. Ovde treba i spomenuti da su ove zemlje imale visoke stope doma e štednje i investicija, uključujući i investicije u obrazovanje. Ovakva konfiguracija makroekonomske i strukturalne politike-pored relativno niskih nadnica i bogatih prirodnih resursa bio je pravi magnet za velike koli ine inostranog kapitala. Me utim, nedostatak jako dobrih makroekonomskih performansi bio je dosta visok deficit u teku em bilansu pla anja koji se kretao od 5 do 8% BDP-a (Reinhart i Kaminsky, 1998). Prema mišljenju Arestisa i Glickmana (2002), ovaj relativno visok deficit u teku em bilansu smatran je posledicom visokog neto dotoka kapitala, koji je ulazio u ovaj region upravo zbog povoljnih ekonomskih perfomansi, s tim da je to moralo biti u korelaciji sa teku im spoljnim deficitom. Takve proporcije defcita teku ih platnih bilansa smatrane su alarmantnim u zemljama koje su sklone visokoj potrošnji. Me utim, kod azijskih zemalja platni deficiti su bili povezani sa visokom investicijama u ekonomiji i sa rastu im u eš em štednje u društvenom proizvodu, što je stvaralo utisak robusnog i održivog ekonomskog rasta (BIS, 1998).

Precenjeni fiksni devizni kursevi u ovim zemljama bili su povezani sa održavanjem viših realnih kamatnih stopa u odnosu na najrazvijenije zemlje, što je bio faktor koji je podržavao transfer kapitala iz razvijenih zemalja. To je tako e moglo uticati na visoke platne deficite. Prema MMF-u, prve sumnje u održivost visokih ekonomskih perfomansi zapažene su sredinom 1996. godine u Tajlandu u vidu znatnog smanjenja stope rasta izvoza i BDP-a (tabela 1), pada cena akcija na tržištima kapitala, rastu ih poteško a na tržištu nekretnina kao i slabljenja fisklane pozicije. MMF tvrdi da je valutna kriza u Tajlandu mogla da bude spre ena, da su na vreme povu eni odlu ni potezi ekonomske politike. Doduše, tajlandska vlada je u prvoj polovini 1997. godine preduzela izvesne mere, ali su one o igledno bile nedovoljne za uspostavljanje poverenja u tržište, što je kao rezultat dovelo do ozbiljnih napada na njihovu nacionalnu valutu baht (MMF, 1997).

Tabela 1. Kretanje realnog BDP-a nekih azijskih zemalja u periodu 1995-1998. godine

Godina Država	1995	1996	1997	1998
Tajland	8.8	5.5	-1.3	-9.4
J. Koreja	8.9	6.8	5.0	-5.8
Indonezija	8.2	8.0	4.7	-13.7
Malezija	9.4	8.6	7.7	-6.7
Filipini	4.7	5.8	5.2	-0.5

Izvor: *International Monetary Fund [IMF], World Economic Outlook (Oct. 1999).*

Prema Salvatoreu i Campanu (2010) nekoliko indikatora je uticalo da do e do valutne a ujedno i finansijske krize u jugoisto noj Aziji:

1. Teku i deficit² kao procenat od BDP-a-Teku i deficit ve i od 4-5% BDP-a se generalno smatra neodrživim i može da dovede do previranja na deviznom tržištu, devalvacije nacionalne valute, i opšte finansijske i ekonomske krize.
2. Dugoro ni dug kao procenat BDP-a-Iskustvo pokazuje da je svaka vrednost iznad 30% po etak budu ih problema, ako nacija nije u stanju da servisira i na kraju plati dug. Veli ina ovog pokazatelja se kretala od 59.7% za Indoneziju, 50.3% za Tajland, 47.3% za Filipine, a 42.1% za Maleziju, do 32.1% za Koreju (Reagle i Salvatore, 2000). Hong Kong i Singapur nisu imali spoljni dug u 1996. godini (Corsetti, Pesenti i Roubini, 1998). Spoljni dug kao procenat BDP-a bio je svega 15.8% za Kinu i 22.5% za Indiju. Dakle, ovaj pokazatelj ispravno prikazuje u 1996. godini mogu nost finansijske i ekonomske krize u pet isto noazijskih zemalja koje su zapravo upale u krizu u 1997. godini, kao i pravilno ozna ene zemlje bez krize za one ekonomije koje nisu imale kriti an nivo spoljnog duga u odnosu na procenat BDP-a.
3. Kratkoro ni dug kao procenat BDP-a-Praksa je tako e pokazala da bilo koja vrednost za ovaj indikator iznad 8-10% može lako dovesti zemlju u finansijske poteško e zbog lako e i brzine kojom se ova vrsta stranog kapitala povla i od nacije. Godine 1996 ovaj procenat je iznosio 27.7% za Maleziju, 20.8% za Tajland 14.9%, za Indoneziju, 10.3% za Koreju i 9.1% na Filipinima, ali je imao vrednost od 0% za Hong Kong i Singapur (i vrlo verovatno za Tajvan), a samo 7.5% za Indiju, ali za Kinu visokih 19.7% (Kaminsky, Lazondo i Reinhart, 1997). Dakle, i ovaj pokazatelj je signalizirao potencijalne probleme koji su se mogli javiti u 1996.godini za isto noazijske zemlje koje su zapale u krizu u 1997.godini. Samo u Kini je ovaj pokazatelj predvi ao krizu koja nju nije zahvatila.

² Godine 1996, deficit teku eg ra una kao procenat BDP-a imao je slede e vrednosti: 7.9% za Tajland, 4.9% za Maleziju, 4.8% za Koreju, 4.7% za Filipine, i 3.3% za Indoneziju. Za velike azijske zemlje koje su manje pogo ene krizom 1997. godine, kao što su Hong Kong i Indija teku i deficit kao procenat BDP-a u 1996. godini imao je vrednosti od 3.9% i 1.6%, respektivno, dok su Singapur, Tajvan i Kina imali suficit teku ih ra una (od 13.9%, 10.9% i 0.9% kao procenat BDP-a).

4. Tekući i ranjivost umanjena za strane investicije kao procenat BDP-a-Negativna vrednost za ovaj indikator meri deo tekućeg računa nacije (kao procenat BDP zemlje) finansiran od portfolio investicija ili dotoka "vrućeg novca" (Salvatore, 1998). Oni mogu vrlo lako i brzo iscuriti i povesti zemlju u finansijsku krizu. Dosadašnja iskustva pokazuju da je kritična vrednost ovog pokazatelja iznad -2 ili -3% od BDP-a (Deficit tekućeg računa umanjena za priliv stranih direktnih investicija, kao procenat BDP-a) može dovesti do problema za budućnost nacije. Vrednost ovih pokazatelja u 1996. godini bila je -21.7 za Koreju, -5.6 za Tajland, -3.1 za Filipine, ali +0.7 za Maleziju i +3.0 za Indoneziju, kao i +0.7 za Indiju, +23,6 za Singapur, a za Kinu čak +51.1. To znači da u 1996. godini ovaj pokazatelj ispravno predvideo krizu u tri (Koreja, Tajland i Filipini) od pet isto noazijskih zemalja koje su se zapravo našle u krizi u 1997. godini.
5. Servisiranje duga u odnosu na izvoz-Što je veći udeo izvoza nacije u zaradama potreban da bi se servisirao spoljni dug, više je nesiguran položaj nacije odnosno zemlje, jer postoji mnogo drugih razvojnih potraživanja na njihovim inostranim zaradama. Na primer, u godinama pre Azijske krize, tajlandske i malezijske banke su u velikoj meri pozajmljivale u dolarima na međubankarskom tržištu i bile su u stanju da vrate pozajmljeno kada je kriza izbila. Ne postoje jasne brojke za vrednost ovog pokazatelja koji može da signalizira eventualne finansijske poteškoće za zemlju. Vrednost ovog indikatora u Meksiku 1994. godine, kada je i sam zapao u finansijske poteškoće 1995. godine bio je 28.1%. Samo je Indonezija imala veći udeo u vrednosti za ovaj pokazatelj u 1996. godini (36.8%). Ostale četiri Isto noazijske zemlje koji su zapale u krizu u 1997. godini imale su mnogo niže vrednosti u 1996. godini, tako da se ovaj indikator, sam po sebi, ne bi mogao uzeti kao znak potencijalnih budućih finansijskih problema za ove zemlje.
6. Broj meseci uvoza koje zemlja može finansirati svojim deviznim rezervama-Ovaj pokazatelj je posebno relevantan u režimu fiksnog deviznog kursa. Vrednosti manje od 3 ili 4 se mogu smatrati opasno niskim i predstavljaju jasan signal upozorenja o mogućim budućim finansijskim problemima (Campano i Salvatore, 2010). Od pet isto noazijskih zemalja koje su se zaista našle u krizi u 1997. godini, samo su Filipini imali nižu vrednost za ovaj pokazatelj u 1996. godini (2.8%). Vrednost ovog pokazatelja za Indoneziju je u 1996. godini iznosila 4.4%, 7.0% za Tajland, za Maleziju 7.2%, i za Koreju 14.6% (International Financial Statistics, 2008). Vrednost ovog pokazatelja za Hong Kong je iznosila 3.9%, 4.4% za Indiju, 11.9% za Singapur, i 12.8% za Kinu. Dakle, ovaj pokazatelj je predvideo samo krizu u Indoneziji, a možda i Hong Kongu.

Tajland je bila prva zemlja pogođena stampedom valutne krize koja je neposredno bila izazvana gubitkom kredibiliteta zemlje u ovoj ima međunarodnih kreditora i investitora. Bez obzira što se valutna kriza možda mogla nazreti godinu dana pre njenog izbijanja, ona je iznenada doživela svoj vrhunac i to u momentu kada su nosioci stranog kapitala odbili da refinansiraju dospele glavnice. U prvoj polovini 1997. godine centralna banka Tajlanda pokušala je da putem intervencija na

deviznom tržištu održi fiksni devizni kurs svoje nacionalne valute baht prema ameri kom dolaru i da time uti e na kredibilitet zemlje. Osim što su uticale na zna ajan gubitak deviznih rezervi zemlje te intervencije nisu dale željene rezultate. To je uticalo da jula 1997. godine centralna banka napusti fiksni režim deviznog kursa i da dozvoli da se kurs bahta slobodno formira na deviznom tržištu. Iako su doma e kamatne stope pove anje u cilju usporavanja pada kursa, baht je do kraja 1997. godine izgubio nekih 45% od svoje vrednosti prema dolaru. Došlo je do neznatnog pove anja inflacije, ali je težište unutrašnjeg makroekonomskog prilago avanja išlo preko pada BDP-a. Tako je realni BDP koji je u 1996-oj godini porastao za 5.5% u 1997. godini smanjen za 1.3% (tabela 1). Ovaj dramati an preokret i pad BDP nastao je usled jakog obaranja doma e agregatne tražnje i posebno jakog smanjenja uvoza. To je, me utim, imalo i korelaciju u jakoj i brznoj promeni u platnobilansnim proporcijama. Deficit teku eg bilansa je sa 8% u 1996. godini smanjen na svega 2% u 1997. godini. Veliko smanjenje platnog deficita, uz porast kamatnih stopa i restrikciju agregatne tražnje, delovalo je na zaustavljanje depresijacije bahta po etkom 1998. godine (BIS, 1998).

Dalja i vrlo bitna karakteristika valutne krize koja je kao što se vidi prvo izbila u Tajlandu, bilo je njeno brzo prenošenje u druge zemlje regiona za koje su strani investitori procenili da postoje indicije precenjenosti valutnih kurseva u kontekstu relativno visokih deficita u teku im platnim prometima. Tako je ubrzo došlo do 'prelivanja' valutne i finansijske krize iz Tajlanda na Indoneziju, Filipine i Maleziju. Nešto kasnije došlo je do špekulativnog napada me unarodnih investitora na južnokorejski von. Time je ukupno pet zemalja u regionu Jugoisto ne Azije bilo uvu eno u krizu. U me uvremenu došlo je do pritiska i na još neke valute u ovom regionu-tajvanski, singapurski i hongkonški dolar-ali su te valute odbranjene, pre svega zahvaljuju i visokim deviznim rezervama. Osim deviznih rezervi, ove zemlje su kao što je navedeno prema Salvatoreu i Campanu (2010) imale i druge pokazatelje u odnosu na zemlje koje je kriza direktno pogodila. U tom špekulativnom udaru samo su singapurski i tajvanski dolar pretrpeli umereni pad, dok je hongkonški dolar zadržao fiksni kurs prema ameri kom dolaruu okviru režima valutne uprave (eng. *currency board*). Pritisak regionalne valutne krize osetio se i na Kinu, ali je ta velika zemlja i ekonomija, zahvaljuju i vrlo visokim deviznim rezervama³ kao i kontroli tokova stranog kapitala, uspela da zadrži devizni kurs nacionalne valute juana na nepromenjenom nivou. Cena koju je platila Kina za zadržavanje svoje valute juana bila je smanjenje njene cenovne konkurentnosti na svetskim tržištima, što se odrazilo na blago popuštanje kineskog izvoza kao i na neznatno usporavanje ekonomskog rasta. Od svih pet zemalja koje su bile najviše zahva ene krizom, najgore je prošla Indonezija iako je ta zemlja dve godine pre krize ostvarivala natprose an rast od oko 8% (tabela 1). Osim ovako velikog rasta BDP-a Indonezija je imala umerenu inflaciju od 8% i zadovoljavaju u stopu deficit teku eg bilansa (3.7% BDP-a). Prva reakcija centralne banke odnosila se na revidiranje deviznog kursa putem proširenja intervencionog koridora, formalno zadržavaju i fiksni devizni kurs. Kada se pokazalo da to nije najbolje rešenje, sredinom avgusta 1997. godine dozvoljeno je slobodno formiranje kursa

³ Krajem 1997. godine devizne rezerve Kine iznosile su oko 140 milijardi američkih dolara.

indonežanske nacionalne valute rupija. Uvedena je restriktivnija monetarna politika uz povišene kamatne stope, ali relani sektor ekonomije nije bio u stanju da izdrži takve kamatne stope. Pravi slom valutnog kursa nastao je krajem 1997. godine i po etkom 1998. godine (tabela 2).

Tabela 2. *Uticaj Azijske krize na valute, cene akcija i kamatne stope u periodu 1.jul 1997-16. februar 1998. godine*

Zemlja	Depresijacija valute u odnosu na ameri ki dolar (u %)	Promene cenama akcija indeksa (u %)	Promene kamatnim stopama (referentne)
Indonezija	231.00	-81.74	2 398
Južna Koreja	83.04	-63.06	965
Malezija	55.43	-58.41	373
Filipini	51.37	-59.17	0
Tajland	87.09	-48.37	-25

Izvor: *Martinez O. (1998), What lessons does the Mexican hold for recovery in Asia?, Finance and Development, str. 7.*

Katastrofalan pad vrednosti rupije (po etkom 1998. godine vredela je jednu šestinu njene vrednosti iz perioda neposredno pre izbijanja krize) izazvao je ogromno pove anje troškova servisiranja dugova izraženih u stranim valutama, tako da je prezaduženi korporativni sektor postao insolventan. To se ubzo i odrazilo na veliki pad BDP-a (tabela 1) kao i nagli rast inflacije koja je tokom marta 1998. godine iznosila 40% na godišnjem nivou. Valutno-finansijska kriza u Južnoj Koreji je posebno interesantna, jer se radi o ekonomiji koja je u toku poslednjih decenija ostvarila neverovatne performanse, tako da je od siromašne agrarne zemlje postala 11. najve a ekonomija u svetu. Geneza krize u Južnoj Koreji ima svoje specifi nosti vezane za ekstenzivnu izgradnju industrijskih kapaciteta koji su u znatnoj meri finansirani putem dotoka stranog kapitala. U strategiji razvoja korejske ekonomije bilo je pogrešno što se zemlja previše oslanjala na bankarske zajmove uz relativno manje koriš enje stranih direktnih investicija. Usled smanjenja izvoznih prihoda, Južna Koreja je pove ala deficit tekueg platnog bilansa na skoro 5% BDP-a u 1996. godini (BIS, 1998). U prvoj polovini 1997. godine došlo je do bankrotstava nekoliko ve ih industrijskih konglomerata, što je imalo za posledicu pove an pritisak na nacionalnu valutu von. Sredinom novembra 1997. godine proširen je koridor u okviru kojeg je korejski von mogao da fluktuirao sa +/-2.25 na +/- 10%. Krajem novembra 1997. godine Južna Koreja je došla na ivicu nesposobnosti izvršavanja finansijskih obaveza prema inostranstvu. Odmah nakon toga, u decembru 1997. godine monetarne vlasti su dozvolile slobodno formiranje deviznog kursa na deviznom tržištu. Istovremeno su povu eni restriktivni potezi na planu makroekonomske politike i preduzete su mere u pravcu strukturalnog prilago avanja. To je bila osnova sa sporazum sa multinacionalnim kmercijalnim bankama o reprogramiranju velikog dela kratkoro nih kredita. Time je stvorena baza za postepeni povratak poverenja stranih kreditora i investitora, nakon ega je zemlja polako po ela da izlazi iz krize. Teku i bilans došao je u suficit krajem 1997.

godine, devizni kurs se stabilizovao, a kamatne stope su sa nivoa od 30% na kome su bile krajem 1997, poele znajno da padaju. Cena ovakvog prilagoavanja usled krize bila je dosta visoka. Poetkom 1998. godine industrijska proizvodnja smanjena je za 10%, nezaposlenost je porasla na 6.5%, dok je inflacija porasla na blizu 10% najveim delom zbog poveanjanja cena uvozne robe (Bank for International Settlements, 1998).

Malezija i Filipini su tako e bili u vu eni u valutno-finansijsku krizu sredinom 1997. godine, ali su prošli bez velikih efekata krize, za razliku od spomenutih Tajlanda, Indonezije i Južne Koreje. Malezija je pretrpela veliki odliv kapitala, pa je bila prinu ena da sprovede depresijaciju svoje valute u kombinaciji sa administrativnim merama na planu kontrole spoljnih tokova kapitala, dok su restrikcije na planu makroekonomske politike bile umerene. Filipini su, usled prekida priliva inostranog kapitala, prošli kroz jaku depresijaciju svoje valute. Fiksni kurs koji se do tada koristio, napušten je jula 1997. godine i uvedene su zna ajne restrikcije na planu monetarne politike. Dubinski uzroci valutne krize u grupi azijskih zemalja sastoje se u kombinaciji (iri, 2001):

- 1) Volatilnog ponašanja privatnog stranog kapitala (posebno kratkoro nog),
- 2) Slabosti domaih finansijskih tržišta (posebno bankarskog sistema), i
- 3) Slabosti makroekonomskih politika koje su preterano dugo zadržale strategiju fiksnih deviznih kurseva.

Osim ovih glavnih nedostataka, koji su najveim delom doveli do izbijanja valutne krize, postoji još mnogo manjih faktora koji su tako e imali odre enog uticaja na izbijanje krize i koji su karakteristike svake zemlje pojedina no. Posledice ove valutne krize, usled globalizacije svetske trgovine i kapitala, ose ale su se u celom svetu, a najviše u neposrednom okruženju ovih zemalja. Posle velikog pada berzanskih cena u zemljama koje su bile zahva ene krizom, ubrzo je došlo do jakog pada berzanskih cena na svim tržištima kapitala u svetu, ukljuuju i amerike i evropske berze. Ipak, posle izvesnog vremena, berzanska tržišta u SAD i Evropi su se stabilizovala. Azijska kriza imala je izvestan uticaj na izbijanje valutne i finansijske krize u Rusiji. Tako e, ova kriza je imala uticaja i na stvaranje krizne situacije u Brazilu. Najzad, kriza u regionu Jugoisto ne Azije negativno je delovala i na produžavanje recesije u Japanu.

RUSKA VALUTNA KRIZA

Posle šest godina ekonomskih reformi u Rusiji, privatizacije i makroekonomske stabilizacije ograni en uspeh. Ipak, u avgustu 1998, nakon snimanja svoje prve godine pozitivni ekonomski rast od pada Sovjetskog Saveza, Rusija je bila prisiljena na podrazumevani suvereni dug, obezvreivanje rublja, i proglasila suspenziju isplata od strane komercijalnih banaka sa stranim kreditorima. U aprilu 1996, ruski zvani nici su po eli pregovarati da se pomeri pla anja spoljnog duga nasle en od bivše Sovjetskog Saveza. Pregovori da se vrati svojoj suverenoj duga je veliki korak ka vra anju investitora poverenje. Rusija je uspela da hiperinflaciju iz 1992 i 1993. godine zaustavi sprovode i jako restriktivnu monetarnu politiku. Stopa inflacije je sa preko 1500% u 1992. godini oborena na 15% u 1997. godini. Me utim, posledice

obaranja visoke inflacije ogleдалe su se u drasti nom smanjenju nivoa BDP-a. U periodu 1990-1996. godine pad BDP-a iznosio je u proseku 8% po kvartalu (Bank Austria, 1998). Prema podacima Svetske banke (1998) indeks BDP-a iznosio je 1997. godine prema 1989. godini svega 52. To zna i da je BDP Rusije u tom periodu gotovo prepolovljen. Istovremeno se sprovodila politika liberalizacije cena, privatizacija na bazi vau erskog pristupa kao i liberalizacija ekonomskog i finansijskog poslovanja sa inostranstvom. Ova kombinacija restriktivne monetarne politike i brze liberalizacije realnog sektora ekonomije uticala je na formiranje vrlo visokih fiskalnih deficita. Ti deficiti bili su finansirani emisijom visokih iznosa državnih obveznica kao i odlaganjem pla anja obaveza iz državnog budžeta, što je proizvelo visoku nelikvidnost u ekonomskim tokovima.

Januara 1998. godine izvršena je tehni ka monetarna reforma i 1000 starih rubalja zamenjeno je za jednu novu rublju. Tako umesto važe eg kursa od 6200 rubalja za dolar, novi kurs iznosio je 6.2 rublje za jedan ameri ki dolar. Valutni režim zasnivao se na specifi noj varijanti fiksnog kursa s tim da je tržišni kurs mogao da fluktuiru u okviru unapred odre enog valutnog koridora koji je iznosio +/- 15% u odnosu na centralni kurs. Uo i izbijanja valutne krize, pri centralnom kursu od 6.2 rublje za ameri ki dolar, tržišni kurs je mogao da se kre e izme u 5.27 i 7.13 rublji za ameri ki dolar. Tržišni kurs rublje je u petak 14. avgusta 1998. godine (poslednjeg radnog dana pre izbijanja valutne krize) iznosio 6.3 rublje za dolar.

Tabela 3. *Hronologija ruske valutne krize*

Datum	Aktivnosti monetarnih vlasti Rusije
Januar 1998. godine	Uvo enje novog valutnog režima: centralni kurs 6.2 rublje za dolar za slede e tri godine uz zonu oscilacija +/- 15%
14. avgust 1998. Godine	Tržišni kurs iznosi 6.3 rublje za dolar
17. avgust 1998. Godine	Defakto devalvacija rublje: utvr en je novi koridor od 6.0 do 9.5 rublji za dolar. Ukinut centralni kurs. Prelazak rublje na režim plivaju eg kursa. Moratorijum servisiranja spoljnih i unutrašnjih dugova.

Izvor: irovi , M (2001), *Devizni kursevi*, str. 443.

U ponedeljak 17. avgusta 1998. godine ruska vlada i centralna banka objavile su devalvaciju ruske rublje tako što je utvr en novi valutni koridor od 6.0 do 9.5 rublji za ameri ki dolar. Me utim, novi valutni koridor je imao fiktivan karakter jer centralna banka Rusije nije više imala obavezu da brani kurs rublje u okviru tog koridora. Mada je centralna banka ipak ostavila sebi mogućnost da u slu aju prekomernih oscilacija kursa rublje interveniše kako bi te oscilacije smanjila. Me utim, monetarne vlasti Rusije nisu izri ito uvele obavezu da brane kurs rublje ukoliko došao do gornje ili donje granice valutnog koridora (slika 2). Može se zaklju iti da je valutni koridor imao fiktivan karakter i da je donet najve im delom iz psiholoških razloga kao bi se na neki na in smirilo tržište, a i celokupna doma a i me unarodna javnost. Karakteristi no je i da nije utvr en novi centralni kurs rublje (asimetri no bi iznosio 7.75 rublji za dolar). To zna i da je ruska rublja ne samo promenila valutni koridor u smislu devalvacije nego i da je prešla na fleksibilno

formiranje kursa na deviznom tržištu uz zadržavanje mogu nosti ali ne i obaveze da centralna banka može povremeno da vrši intervencije na deviznom tržištu.

Sl. 2. Kretanje deviznog kursa rublje u odnosu na ameri ki dolar u periodu 1995-2000. godine

Izvor: *Me unarodni monetarni fond*

Neposredni razlog zbog kojeg je doneta odluka o devalvaciji ruske valute bilo je rapidno sniženje deviznih rezervi centralne banke Rusije. Pad deviznih rezervi je bio direktno povezan sa prenošenjem efekata azijske valutne krize, što je neposredno dovelo i do pada berzanskog indeksa ruskih akcija za 50% (slika 3), kao i sa daljim padom cena nafte na tržištu.

Sl. 3. Kretanje cena akcija na ruskom tržištu u periodu januar 1996-novembar 2001. godine

Izvor: *Chiodo i Owyang (2002), A case study of a currency crisis: the Russian default of 1998, str. 8.*

Obzirom da je finansijsko tržište Rusije kao i stanje državnog budžeta bilo dosta neuravnoteženo, to si ovi udari koji su došli spolja bili dovoljni da uzdrmaju poverenje stranih investitora. Tako je krajem 1997. godine po prvi put došlo do povla enja velikih iznosa sredstava nerezidenata sa ruskog tržišta kratkoro nih državnih obveznica, što je automatski imalo direktan uticaj na smanjenje deviznih rezervi zemlje. Odgovor centralne banke na ovaj pritisak na rublju, bilo je izražen u

velikom povećanju njenih kamatnih stopa (slika 4) kao i uvođenju drugih restriktivnih mera (porast stope obavezne rezerve na devizne depozite kod banaka i uvođenje limita na strana zaduženja ruskih banaka). Ovo povećanje kamatnih stopa imalo je meutim, kontraefekat u povećanju obaveza državnog budžeta po osnovu servisiranja državnog duga. Pri tome treba imati u vidu da su kamatna plaćanja apsorbovala oko polovinu budžetskih prihoda (Bank for International Settlements, 1998).

Sl. 4. Kretanje kamatne stope Centralne banke Rusije u periodu jul. 1996-novembar 2000. godine

Izvor: Centralna banka Rusije

Rapidno smanjenje deviznih rezervi ruske centralne banke bilo je povezano sa tada važećim valutnim režimom, po kom je postojala obaveza intervencije centralne banke u cilju odbrane fiksnog kursa u okviru valutnog koridora. U toku jula i avgusta 1998. godine centralna banka je izgubila deviznih rezervi u visini od 8.8 milijardi dolara. Samo u toku avgusta 1998. godine zlatne i devizne rezerve centralne banke Rusije smanjene su za 5.7 milijardi dolara (tabela 4). U takvoj situaciji monetarne vlasti Rusije ocenile su da ne mogu da dozvole dalje snižavanje deviznih rezervi, pa je intervencija centralne banke kao mehanizam odbrane kursa ukinut. Time je ruska nacionalna valuta i zvanično prešla na slobodan režim formiranja na deviznom tržištu.

Tabela 4. Zlatne i devizne rezerve centralne banke Rusije u toku avgusta 1998. godine

Datum	Vrednost deviznih rezervi (u milijardama \$)
31. jul 1998. godine	18.4
7. avgust 1998. godine	17.0
14. avgust 1998. godine	15.1
21. avgust 1998. godine	13.4
28. avgust 1998. godine	12.7

Izvor: irovi, M (2001), *Devizni kursevi*, str. 445.

Istovremeno sa odlukama o prelasku sa fiksnog na fleksibilno formiranje deviznog kursa rublje, odlučeno je da se uvede moratorijum od 90 dana na plaćanje spoljnih dugova, kao i da je neophodno da se izvrši prestrukturiranje unutrašnjeg državnog duga. To je značilo da država više nije bila u stanju da servisira ni spoljne ni unutrašnje dugove. Spoljni dugovi su došli pod režim tzv. privremenog moratorijuma zbog oštrog sniženja deviznih rezervi na nivo koji je ocenjen kao minimalan. Unutrašnji dug je morao da se prestrukturira zbog nedovoljno novca u državnom budžetu.

Rusija je završila 1998. godinu sa smanjenjem realnog outputa od 4.9% umesto malog rasta koji se očekivao. Devalvacija rublje uticala je na povećanje izvoza Rusije dok je uvoz i dalje ostao na niskom nivou. Slika (5) pokazuje rast realnog BDP-a Rusije, koji je porastao 8.3 procenata u 2000. godini i oko 5% u 2001. godini. To su najbolji su pokazatelji da je Rusija relativno brzo izašla iz ove krize i da je vrlo brzo počela da ostvaruje dobre rezultate u rastu svoje ekonomije. Uvoz je imao trend rasta u prvoj polovini 2001. godine, pomažući i da se stvori ravnoteža u trgovini. U isto vreme, potrošačke cene su porasle za 20.9% i 21.6% u 2000 i 2001. godini, respektivno, u poređenju sa 92.6 %u 1999. godini (Chiodo i Owyang, 2002).

Sl. 5. Kretanje realnog BDP-a Rusije u pred i post kriznom periodu

Izvor: Centralna banka Rusije

Poreklo Ruske krize leži u strukturnim problemima: uglavnom zbog nedostatka kapitala (Basdevant, 2000; Basdevant, 1999), kao i institucionalnim problemima. Posebno su značajna dva glavna aspekta (Basdevant i Hall, 2002): saradnja (ili nedostatak) između industrije i bankarskog sistema, i neefikasnosti tržišta (ne postoji realni kliring tržišta, a ne-gotovinske transakcije su široko rasprostranjene).

Prema Iroviću (2001) nekoliko ključnih razloga je uticalo na pojavu ove krize:

- a) Neadekvatna strategija stvaranja tržišno-orijentisanog ekonomskog sistema-Prebrza privatizacija velikih državnih preduzeća putem vaučerskog sistema u praksi je dovela do toga da su budući vlasnici za vrlo malo novca dolazili u posed kontrolnih paketa u njihovom akcijskom kapitalu. Ovaj model promene vlasničke strukture nije doveo do poboljšanja performansi privatizovanih kompanija. Na drugoj strani sprovođenje restriktivne monetarne politike od strane centralne banke Rusije nije bilo u korelaciji sa stvaranjem tržišnog ponašanja u realnom sektoru ekonomije, što je uticalo na kreiranje koalicije između makroekonomske politike i mikroekonomskog ponašanja.
- b) Veliki budžetski deficit
- c) Prebrza deregulacija na polju spoljne trgovine.
- d) Slab bankarski sistem.
- e) Masivan odliv kapitala, i
- f) Pad cena nafte na svetskom tržištu tokom 1998. godine.

Posledice ruske valutne krize nisu se zadržale samo u okviru Rusije. Njene posledice bile su vrlo značajne i na kasnije izbijanje valutne krize u Brazilu. Mnogo značajnije posledice osetio je tada najveći i hedž fond na svetu LTCM fond (engl. Long Term Capital Management). Razlog kolapsa ovog fonda jeste činjenica da su visok procenat njegovog portfolija sačinjavale upravo državne obveznice Rusije, koja je kao što je spomenuto objavila moratorijum na plaćanje svih spoljnih dugova. To je automatski uticalo i na nemogućnost isplate LTCM fonda svojim akcionarima i samim tim njegov vrlo brzi krah koji se i desio. Slom LTCM fonda je značajan jer je umalo doveo i do recesije u svetu koja je sprečena blagovremenom finansijskom intervencijom od strane američkog FED-a i nekih velikih komercijalnih banaka.

ZAKLJUČAK

Valutna kriza je fenomen koji je na savremenim finansijskim tržištima sve češći i koji najčešće prethodi promenama koje se dešavaju na drugim segmentima finansijskog tržišta, najviše na tržištima kapitala. Liberalizacija finansijskih tržišta koja se rapidno desila nakon sloma Breton-Woodovog sistema imala je ogroman uticaj na velike prilive kapitala iz razvijenih zemalja u razvoj. Propisi koji su se značajno olabavili omogućili su i priliv tzv. vrećeg kapitala (eng. hot money) koji jedino za cilj ima ostvarenje brze dobiti u kratkom vremenskom periodu i to upravo na razvijanim tržištima. Takva tržišta su u najvećoj meri bila i tržišta zemalja koje su obuhvaćene ovim radom i na kojima su se i desile valutne krize. Krize koje su se desile tokom poslednje decenije prošlog veka umnogome se razlikuju od valutnih

kriza koje se danas događaju i koje su pokreta i najveće svetske ekonomije. Ta različitost polazi od toga da velike svetske ekonomije sada namerno izazivaju slabljenje domaće valute, a sve u cilju jačanja i pospešivanja domaće izvoza (SAD, EU, Kina). To sve više liči na vođenje savremenih valutnih ratova gde najčešće slabije ekonomije, u prvom redu ekonomije u razvoju trpe najveće gubitke (zbog vezanosti domaće ekonomije za neku od valuta najvećih svetskih ekonomija). Značajvođenja samostalne i odgovorne monetarne politike (koliko je to uopšte moguće) i donošenja niza zakonskih propisa kojima bi se onemogućio priliv vrhunske kapitala i odlivanje istog u kratkom vremenskom periodu bio bi dobra zaštitna mera za devizna tržišta zemalja u razvoju. Otežavajuća okolnost je ogromna zavisnost tih tržišta od priliva inostranog kapitala u različitim formama. Uzroci izazivanja deviznih kriza najčešće dolaze sa tržišta kapitala koja su i nakon finansijske krize iz 2007 i dalje veoma deregulisana i kao takva i dalje inicijalna kapisla za neke nove potencijalne krize. Vreme koje je pred nama najverovatnije će pokazati i opravdanost odnosno neopravdanost vođenja "valutnih ratova" koje smo svakodnevni svedoci.

BIBLIOGRAFIJA

1. Arestis, P., Glickman, M. (2002). Financial Crisis in Southeast Asia: dispelling illusion the Minskian way. *Cambridge Journal of Economics*. 26. 237-260.
2. Basdevant, O., Hall S. (2002). The 1998 Russian crisis: could the exchange rate volatility have predicted it?. *Journal of Policy Modeling*, 24. 151-168
3. Boyer, R.S. (1978). Optimal foreign exchange market intervention. *Journal of Political Economy*. 86 (6). 1045-1055.
4. Campano, F., Salvatore, D. (2010). The Asian Financial Crisis and Warnings Indicators-Then and Now. *East Asia Law Review*, issue 1, volume 5. 456-475.
5. Corsetti, G., P. Pesenti, & Roubini, N. (1998). What Caused the Asian Currency and Financial Crisis??. NBER Working Paper, National Bureau of Economic Research, Massachusetts.
6. Corsetti, G., P. Pesenti, & Roubini, N. (2001). Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances.
7. In T. Ito, Krueger, A. O. (2001). *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*. Chicago: The University of Chicago Press.
8. Chiodo, A., Owyang, M. (2002). A case study of a currency crisis: the Russian default of 1998. Review of Federal Reserve Bank of St. Louis. 7-18.
9. Dominguez, K.M. (1998). Central bank Intervention and Exchange Rate Volatility. *Journal of International Money and Finance* (17): 161-19.
10. Marshall, D., (1998). Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure." *Economic Perspective* Third Quarter:13-28. Federal Reserve Bank of Chicago
11. Martinez, O. (1998). What lessons does the Mexican hold for recovery in Asia?. *Finance and Development*. Vol.36, Num. 2. 6-9.
12. Radalet S., Sachs J. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1-74.
13. Reinhart, C., Kaminsky, G. (1998). Financial crises in Asia and Latin America: Then and now'. *American Economic Review*. Vol 8. 444-449.

14. Petrović, M. (2003). *Devizni kursevi*. Beograd. Ekonomski fakultet u Beogradu.

RESUME

A currency crisis is a phenomenon that has become more and more common on modern financial markets and most is often preceded by changes occurring in other segments of the financial market, mostly in the capital markets. The liberalization of financial markets that occurred rapidly after the collapse of the Bretton Wood system had a huge impact on large capital inflows from developed to developing countries. The regulations were loosened significantly and thus enabled the influx of so-called hot money, which only aims at achieving quick profit in a short period of time in emerging markets. Such markets are largely the markets of countries covered in this work and in which a the currency crisis has occurred. The crises that have occurred over the last decade of the last century are very different from the currency crises that are now occurring and which are driven by the world's largest economy. This distinction assumes that major world economies cause a weakening of the domestic currency with the aim of strengthening and fostering domestic exports (USA, EU, China). It looks more like waging currency wars, where weaker economies, primarily emerging economies, suffer the greatest losses (due to the attachment of the domestic economy with a currency of one of the world's largest economies).

The importance of keeping an independent and responsible monetary policy (how it is more generally applicable), and the adoption of a set of regulations which would prevent the inflow of hot money, and casting it in a short period of time would be a good protective measure for the foreign exchange markets in developing countries. An aggravating circumstance is the huge dependence of these markets, the inflow of foreign capital in various forms. Causes inducing foreign currency crisis mostly come from the capital market, which even after the financial crisis of 2007 remains highly deregulated and as such continues to spark for some new potential crisis. The time ahead of us is likely to show the justification or unreasonable conduct "currency wars" of which we witnesses on a daily basis.