

Bojan Antić*

# NEKE LEKCIJE O FINANSIJSKOJ LIBERALIZACIJI: ISKUSTVO INDIJE

*Kada objašnjavamo esencijalne razloge liberalizaciji računa kapitala u Indiji, uputan je stav Williamson-a prema kome se zauzimanje tog kursa objašnjava, kako preovlađujućim duhom tog vremena (pre Azijske krize), tako i potrebom indijskih kompanija da pristupe jeftinijim kreditima u inostranstvu i to bez potrebe da podnose zahtev za dozvolu za inostrano zaduživanje kod Rezervne banke Indije.*

*Dakle, Indija je osećala duboku potrebu za integracijom u globalnu ekonomiju, a jedan od važnih koraka u tom pravcu bila je liberalizacija računa kapitala, odnosno, ukupna finansijska liberalizacija.*

* Orka - Hemija doo

Liberalizacija računa kapitala u Indiji predstavlja integralnu i nerazlučivu komponentu širih ekonomskih reformi neoliberalnog tipa, koje se sprovode od početka 90-tih godina 20. veka i to u obliku koji je napravio evolutivni raskid sa neuspešnim Nehruovim reformama "trećeg puta". Liberalizacija računa kapitala, zajedno sa drugim elementima pro-tržisnih ekonomskih reformi, predstavljala je radikalan zaokret u odnosu na 40-togodišnji eksperiment sa centralno-planskom ekonomijom. Zahvaljujući ekonomskim reformama, indijska ekonomija je transformisana u ekonomiju neuporedivo otvorenijeg tipa (Tabela 1), sa prosečnom godišnjom stopom ekonomskog rasta od 9% nezabeleženom još od vremena sticanja nezavisnosti, niskom i stabilnom stopom inflacije, deviznim rezervama od 180 milijardi dolara kao rezultantom kapitalnih priliva u većoj meri nego kao rezultantom suficita tekućeg računa - time, višestruko premašujući nivo spoljnog duga. Gradualistička, oprezna i pažljivo sekvencirana liberalizacija računa kapitala sa paralelnim jačanjem finansijskog sektora i regulatornog ambijenta obezbedila je otpornost zemlje prema eksternim šokovima, pre svega, prema Azijskoj finansijskoj krizi 1997-98. godine. Analogno tome, gradualizam, ne samo u sferi liberalizacije računa kapitala, već i u kontekstu ukupnih ekonomskih reformi, razlog je metaforičkoj komparaciji performansi indijske ekonomije sa slonom - koji se sporo, ali sigurno kreće.

Tabela 1. Ključni indikatori indijske ekonomije (u % bruto domaćeg proizvoda)

| | 1990/01 | 1995/96 | 2000/01 | 2003/04 | 2004/05 | 2005/06 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Trgovina | 14.6 | 21.5 | 22.4 | 24.3 | 29.3 | 32.9 |
| Izvoz | 5.8 | 9.1 | 9.9 | 11.0 | 12.2 | 13.2 |
| Uvoz | 8.8 | 12.4 | 12.5 | 13.3 | 17.1 | 19.7 |
| Tekući račun | 17.2 | 25.7 | 29.1 | 31.6 | 39.5 | 45.3 |
| Kapitalni tokovi | 12.1 | 12.5 | 21.6 | 22.4 | 24.3 | 32.7 |
| SDI | 0.03 | 0.6 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 1.0 |
| Tržišna kapitalizacija Bombajske berze (kraj marta) | 16.0 | 44.3 | 27.4 | 43.5 | 54.7 | 85.6 |

Izvor: Reserve Bank of India (2007)

Ono što zaokuplja heurističku pažnju ovog rada je način na koji je Indija započela i sprovodila (do sada) vrlo uspešnu liberalizaciju računa kapitala. Cilj rada je da spozna prirodu tog procesa i izvuče lekcije, koje bi mogle biti od izuzetnog značaja i to u kontekstu vodiča za uspešnu finansijsku liberalizaciju, kao procesa inherentnog savremenoj intenzivnoj ekonomskoj globalizaciji.

## Sadržina indijskog pristupa finansijskoj liberalizaciji

### Osnovne determinante izbora gradualističkog pristupa

Fundamentalno pitanje koje se postavlja promatrajući indijsko iskustvo je zašto je Indija pristupila gradualističkoj, opreznoj i pažljivo sekvenciranoj dinamici liberalizovanja računa kapitala, a ne tzv. *big bang* pristupu? Odgovor na ovo pitanje može biti kako teorijske, tako i praktične prirode.

U teorijskom smislu, ukrcavanje na kurs finansijske liberalizacije podrazumeva potencijal dostizanja signifikantnih benefita: 1) slobodna mobilnost kapitala može povesti ka efikasnijoj alokaciji resursa, odnosno, njihovom usmeravanju ka najproduktivnijoj upotrebi; 2) finansijska liberalizacija može promovisati trgovinsku aktivnost, paralelno uz priliku za "omekšavanje" potrošnje, imajući u vidu njen intrinsičan ciklični karater; 3) finansijska liberalizacija može simplificirati portfolio diverzifikaciju i promovisati kvalitetniju distribuciju rizika, obarajući transakcijske troškove i poboljšavajući prinose; 4) finansijska liberalizacija može dati kontribuciju specijalizaciji u sferi finansijskih usluga, "probuditi" inovativnost i uvećati produktivnost, kako finansijskog tako i realnog sektora.

Ipak, pored benefita, finansijska liberalizacija podrazumeva i određene rizike, čije

efektuiranje i skupocene ekonomske i socijalne posledice nagone kreatore ekonomske politike na opreznost, pažljivo promatranje procesa, koordinaciju mera ekonomske politike, gradualizam. Naime, asimetrične informacije mogu povesti ka neefikasnim tržišnim ishodima, negativnoj selekciji, moralnom hazardu, kao i efektu krda. U takvom okruženju, neodmerena i prerana finansijska liberalizacija može uvećati rizik izbijanja bankarske i/ili valutne krize, čiji trošak može biti nesagledliv u politekonomskom smislu. Štaviše, finansijska liberalizacija, kako ističe Reddy (2007), može pogoršati blagostanje ako postoje domaće tržišne distorzije, tipa perverznih impulsa u obliku trgovinskih barijera i diskriminatornih garancija i subvencija. Ne smemo zapostaviti ni mogući negativan uticaj kapitalnih tokova na širok spektar makro varijabli, kao što su: devizni kurs, kamatne stope, devizne rezerve, domaći monetarni uslovi, kao i štednju i investicije.

S druge strane, praktično iskustvo po pitanju finansijske liberalizacije je još jedan krupan razlog nužnosti da se ovom procesu ne pristupa ishitreno.

Kako nas podučava iskustvo, razvijene zemlje su sprovodile proces finansijske liberalizacije u periodu od 1974. do 1994. godine. Uspeh koji su postizale bio je direktna posledica gradualističke dinamike kombinovane sa očuvanjem mera kontrole kapitala koje su se javljale na mahove.

Zemlje koje danas spadaju u kategoriju brzo rastućih ekonomija, započele su sa ovim kursom s početka 80-tih godina 20. veka. Za razliku od razvijenih zemalja, one su se suočavale sa krupnim izazovom po pitanju upravljanja kapitalnim prilivima, dok su pojedine zemlje iz ove grupacije iskusile iznenadne zastoje u finansiranju, kao i naglo povlačenje finansijskih resursa što je vodilo seriji kriza i visokim troškovima saniranja njihovih posledica. Usled toga, oživljavala je retorika i praksa ponovne selektivne i postepene implementacije pojedinih mera kontrole kapitala.

Tokom 90-tih godina 20. veka, finansijske krize koje su izbijale u Brazilu, Istočnoj Aziji, Meksiku i Rusiji ponovo su osvetlile činjenicu da konvertibilnost računa kapitala nosi visok potencijal izbijanja i širenja finansijske krize. Tako, Azijska finansijska kriza predstavlja jedan nesrećan slučaj koji je kombinovao okolnosti fundamentalnih strukturnih problema, slabosti finansijskog sektora, neadekvatnu superviziju, kao i prebrzu finansijsku liberalizaciju zagovaranu od strane MMF-a. Taj slučaj je nedvosmisleno ukazao na nužnost harmoničnog kombinovanja principa postupnosti u kontekstu liberalizacije računa kapitala paralelno sa izgradnjom regulatornih i supervizijskih institucija, kao i zdravom makroekonomskom politikom, politikom deviznog kursa i politikom finansijskog sektora.

Kada objašnjavamo esencijalne razloge liberalizaciji računa kapitala u Indiji, uputan je stav Williamson-a (2006) prema kome se zauzimanje tog kursa objašnjava, kako preovlađujućim duhom tog vremena (pre Azijske krize), tako i potrebom indijskih kompanija da pristupe jeftinijim kreditima u inostranstvu i to bez potrebe da podnose zahtev za dozvolu za inostrano zaduživanje kod Rezervne banke Indije. Dakle, Indija je osećala duboku potrebu za integracijom u globalnu ekonomiju, a jedan od važnih koraka u tom pravcu bila je liberalizacija računa kapitala, odnosno, ukupna finansijska liberalizacija.

*In summa*, i teorijska razmatranja, i još važnija empirijska iskustva jasno objašnjavaju izbor i posvećenost indijske ekonomske elite, koja je mudro učila na greškama drugih, gradualističkom pristupu liberalizacije računa kapitala. Tome treba pridodati i urođenu pažnju i promišljenost indijske birokratije u povlačenju poteza finansijske liberalizacije, ali i činjenicu da se radilo o opštem pristupu celokupnim ekonomskim reformama evolutivne tranzicije umesto rapidnog prestrukturiranja i šok terapije, što je bilo zasnovano na činjenicama da se ekonomskim reformama nije pristupilo nakon duže ekonomske krize[1], da su solidne ekonomske performanse iz 80-tih godina bile posledica evolutivne transformacije, kao i da je

[1] Platnobilansna kriza iz 1991. godine smatrana je kratkoročnim prekidom bez izazivanja loših ekonomskih performansi u dužem vremenskom periodu.

izbor gradualističke strategije bila pretpostavka obezbeđivanja društvenog konsenzusa koji je obezbeđivao širok legitimitet ekonomskim reformama.

Postupnost i opreznost u liberalizaciji računa kapitala u Indiji reflektovala se u detaljnim i periodičnim evaluacijama sprovođenim od strane niza komiteta formiranih u te svrhe. Finansijska liberalizacija s početka 90-tih godina javila se kao urgentna potreba rođena u jeku platnobilansne i finansijske krize. Upravo su te krize oblikovale strategiju Indije prema finansijskoj liberalizaciji i širim ekonomskim reformama. Opšti okvir finansijskoj liberalizaciji postavljen je 1991. godine izveštajem Komiteta visokog nivoa za platni bilans[2], kojim je predsedavao dr C. Rangarajan, bivši guverner Rezervne banke Indije.




Osnovne preporuke sadržane u ovom izveštaju ticale su se: liberalizacije transakcija tekućeg računa, promene u strukturi kapitalnih tokova od zajmovnih ka nezajmovnim tokovima, strogih restrikcija na komercijalne zajmove u inostranstvu (naročito kratkoročnog tipa), dekuražiranja volatilnih elemenata kapitalnih tokova (koji su poticali od nerezidentnih Indijaca) kroz postepenost finansijske liberalizacije i postepene liberalizacija kapitalnih odliva. Dopunska preporuka Komiteta odnosila se na uvođenje tržišno-determinisanog deviznog kursa, uz rigoroznu neophodnost sprečavanja prekomernih deficita tekućeg računa. Specifičnost programa finansijske liberalizacije bila je izolovanost od uticaja međunarodnih savetnika i okrenutost domaćoj ekspertizi, dok je obim promena koje je finansijska liberalizacija podrazumevala emitovao jasan signal o intenzitetu finansijske represivnosti pod kojom je funkcionisao indijski finansijski sektor, naročito u danima vrhunca - od 70-tih do kasnih 80-tih godina 20. veka.

Počev od 1997. godine, proces finansijske liberalizacije sprovođen je prema stavovima definisanim Izveštajem Tarapor komiteta o konvertibilnosti računa kapitala[3]. Ovim izveštajem eksplicitno je identifikovan skup makroekonomskih, institucionalnih i tržišnih preduslova za dalji napredak u procesu liberalizacije računa kapitala. Osnovne koristi koje je ovaj Izveštaj očekivao od otvorenijeg računa kapitala ticale su se mogućnosti mobilizacije inostranog kapitala za domaće investicije, konvergencije između domaćih i međunarodnih kamatnih stopa, mogućnosti portfolio diverzifikacije za rezidente, kao i elemenata inovativnosti u domaćem finansijskom sektoru. Izveštaj je posebno naglasio potrebu liberalizacije kapitalnih odliva koji bi time doprineli stabilnosti deviznog kursa kroz mehanizam neutralizacije dejstva kapitalnih priliva na devizni kurs. Dalje, Izveštaj je definisao putanju finansijske liberalizacije za naredne tri godine. Esencija Izveštaja odnosila se na autorsku svesnost, zasnovanu na opserviranom i obimnom praktičnom iskustvu, da finansijska liberalizacija, uz slab finansijski sektor i druge slabosti karakteristične za rastuća tržišta koja su iskusila mračnu stranu finansijske liberalizacije, može imati kao posledicu fatalni ishod. Konkretnije posmatrano, Izveštaj je precizno definisao tri fundamentalna uslova koja moraju biti ispunjena u potpunosti da bi se uvela konvertibilnost računa kapitala: 1) Indija je morala da uvede veću fiskalnu disciplinu, kako bi se sprečila okolnost da kapitalni prilivi daju potporu neodrživoj situaciji; bez toga, došlo bi, eventualno, do krize kada tržišta donesu odluku da prestanu sa finansiranjem fiskalnog deficita,

[2] Report of the High Level Committee on Balance of Payments
[3] Report of the Tarapore Committee on Capital Account Convertibility

2) Indija je morala da redukuje stopu inflacije na nivo 3-5% *per annum*, kao i da usvoji okvir ciljane inflacije i 3) Indija je morala da "očisti" bankarski sistem, kako bi kapitalni prilivi bili adekvatno usmeravani ka profitonosnim investicijama, umesto da budu u funkciji odlaganja procedure bankrota. Dakle, finansijski sistem je morao biti spreman za liberalizaciju računa kapitala, kako bi ista stimulativno delovala na razvoj finansijskog sistema i ekstenziju njegovih koristi za javni i privatni sektor. Štaviše, paralelno sa ovim zahtevima, neophodno je bilo dalje liberalizovati sektor spoljne trgovine pre prihvatanja velikih obima kapitalnih priliva, tako da se može očekivati da profitabilnost investicija bude blisko povezana sa socijalnim prinosom na investiciju, umesto da kapitalni prilivi budu usmereni ka profitabilnim ali socijalno neefikasnim uvozno-supstitativnim industrijama. Do sada, Indija je uspešno realizovala dva od tri zadatka: oborila je stopu inflacije, usvojivši okvir ciljane inflacije i "očistila" je bankarski sistem od nenaplativih zajmova koji su redukovani sa 13.7% u martu 1997. godine na 5.2% marta 2005. godine; štaviše, progres je ostvaren i u segmentu spoljnotrgovinske liberalizacije kroz fazno otklanjanje uvoznih kvota za potrošna dobra. Ipak, još jedna oblast u kojoj se zahtevaju značajni napori tiče se fiskalne discipline: ukupan deficit javnog sektora je porastao sa 7.3% bruto društvenog proizvoda 1997-98. godine na 7.7% bruto društvenog proizvoda 2005-6. godine, dok se racio javnog duga prema društvenom proizvodu popeo sa 65% na 83%. U ovakvim okolnostima, indijska vlada finansira deficit po ceni kapitala nižoj no što bi bila kada bi se sektoru stanovništva dopustilo da slobodno preusmeri štednju ka međunarodnom tržistu kapitala i višim prinosima. Kada bi se u ovakvim okolnostima dalje vršila finansijska liberalizacija, došlo bi do rasta troškova finansiranja javnog deficita, što bi indijsku vladu sigurno dovelo do nemogućnosti pokrivanja svih budžetskih rashoda. Time shvatamo da bi puna liberalizacija računa kapitala u ovom trenutku bila preuranjena i bez značajnih benefita, dok bi rizici potpunog finansijskog otvaranja bili sasvim izvesni.

Sa izvršenom kapitalnom relaksacijom, inostrani kapitalni prilivi (Tabela 2) počeli su da rastu 1993/94. godine, a naročito od 2003/04. godine, beležeći skok sa 15.6 milijardi dolara na 20.2 milijarde dolara 2005/06. godine. Ne samo da se, kao rezultat uspešne finansijske liberalizacije, povećao kvantitet kapitalnih priliva, već je došlo i do kvalitativnog prestrukturiranja u korist

Tabela 2. Strane investicije u Indiji (u milionima američkih dolara)

| | '95/96 | '96/97 | '97/98 | '98/99 | '99/00 | '00/01 | '01/02 | '02/03 | '03/04 | '04/05 | '05/06 | '06/07[1] |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| A. SDI (I+II+III) | 2,144 | 2,821 | 3,557 | 2,462 | 2,155 | 4,029 | 6,130 | 5,035 | 4,322 | 6,051 | 7,722 | 19,531 |
| I Akcijski kapital | 2,144 | 2,821 | 3,577 | 2,462 | 2,155 | 2,400 | 4,095 | 2,764 | 2,229 | 3,778 | 5,820 | 16,065 |
| II Reinvestirane zarade | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 1,350 | 1,645 | 1,833 | 1,460 | 1,904 | 1,676 | 2,936 |
| III Ostalo | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 279 | 390 | 438 | 633 | 369 | 226 | 530 |
| B. Portfolio inv. (I+II+III) | 2,748 | 3,312 | 1,828 | -61 | 3,026 | 2,760 | 2,021 | 979 | 11,377 | 9,315 | 12,492 | 7,003 |
| I DS/ADS[2] | 683 | 1,366 | 645 | 270 | 768 | 831 | 477 | 600 | 459 | 613 | 2,552 | 3,776 |
| II SII[3] | 2,009 | 1,926 | 979 | -390 | 2,135 | 1,847 | 1,505 | 377 | 10,918 | 8,686 | 9,926 | 3,225 |
| III Ofšor fondovi i ostalo | 56 | 20 | 204 | 59 | 123 | 82 | 39 | 2 | N/A | 16 | 14 | 2 |
| Ukupno (A+B) | 4,892 | 6,133 | 5,385 | 2,401 | 5,181 | 6,789 | 8,151 | 6.014 | 15.669 | 15.366 | 20.214 | 26.534 |

Izvor: Reserve Bank of India Bulletin (2007)
1) Projektovana vrednost
2) Globalni/američki depozitni sertifikati
3) Strani institucionalni investitori

stabilnijih nezajmovnih kapitalnih tokova, smanjujući mogućnost izbijanja dužničke krize u slučaju inverzije domaćih i/ili međunarodih ekonomskih okolnosti. Kao godišnji udeo u bruto društvenom proizvodu, kapitalni tokovi su povećali prosečno učešće od 1.6% tokom 80-tih godina, na 2.3% tokom perioda 1992-2002. godine, ukazujući time da su kapitalni tokovi bili u skladu sa apsorpcionim kapacitetom procesa ekonomskog rasta tokom 90-tih godina.

**Finansijska liberalizacija i Međunarodni monetarni fond (MMF)**

Za razliku od Azijske finansijske krize, iz koje je MMF izašao kao intelektualno demantovana institucija, imajući u vidu zagovaranu prebrzu finansijsku liberalizaciju i njene sistemske negativne reperkusije, u slučaju Indije, MMF je podržavao vladinu strategiju gradualističkog pristupanja finansijskoj liberalizaciji od samog početka. Odnos koji je Indija gajila prema MMF-u, nedopuštajući mu nametanje koncepta prebrze finansijske liberalizacije i posledično ponašanje MMF-a u pravcu podrške gradualističkoj strategiji, može biti eksplicirano, u najširem smislu, svesnošću i izraženom sumnjom indijske elite u inhibiran kapacitet MMF-a da priskoču u pomoć u slučaju izbijanja krize platnog bilansa.

Početkom 90-tih godina, MMF je tolerisao tranzitorne restrikcije na tekućem računu indijske ekonomije. Od februara 1994. godine, MMF je ukazao da bi uvođenje člana VIII - koji označava konkordanciju zemlje sa izbegavanjem restrikcija na plaćanja i transfere za tekuće međunarodne transakcije - uputilo jasan signal da se Indija nalazi na putu ka tržišnoj ekonomiji. Tako, Indija je potvrdila svoju orijentisanost ka tržišnim principima krajem 1994. godine preko uvođenja pune konvertibilnosti za tekuće transakcije. Subsekventno, MMF se složio sa postepenim otvaranjem za SDI, adekvatnošću opreznog pristupa potencijalno volatilnim kratkoročnim kapitalnim tokovima, i opštije, opreznim pristupanjem kapitalnim prilivima. U kontekstu upravljanja deviznim režimom, MMF je nastavio da retorički potencira veću fleksibilnost i dvosmerno kretanje deviznog kursa, što bi imalo efekat na rast osiguranja od valutnog rizika i razvoj tržišta derivata.

## Osobenosti indijskog pristupa finansijskoj liberalizaciji: lekcije umesto zaključka

Povoljno iskustvo Indije u finansijskoj liberalizaciji, zasnovano na jasno identifikovanim prednostima i nedostacima međunarodnog iskustva iz proteklih 10-15 godina, može se komprimovati u nekoliko lekcija.

*Lekcija br. 1*: Liberalizacija računa kapitala tretirana je kao proces, a ne kao događaj. *Eo ipso*, finansijska liberalizacija je smeštena u duži vremenski okvir, što je reflektovalo serioznost indijskih ekonomskih autoriteta i potrebu za minimizacijom potencijalnih troškova po indijsku ekonomiju i društvo. Jasne distinkcije bile su napravljene između priliva i odliva kapitala, uz asimetričan tretman, posmatrano iz ugla kontrole, priliva (manje regulisanih), odliva vezanih za prilive (slobodnih) i odliva (više regulisanih). Faze liberalizacije računa kapitala bile su responzivne domaćim ekonomskim kretanjima, naročito kretanjima u monetarnoj i finansijskoj sferi, ali i evoluciji međunarodne finansijske arhitekture. Diskreciono pravo promene skupa mera kontrole kapitala je zadržavano i uočljivo povezivano sa stanjem i razvojnim kretanjima segmenata finansijskog tržišta, ali i sa drugim segmentima pulsirajuće indijske ekonomije koja je prolazila kroz proces burnog prestrukturiranja i globalnog integrisanja.

*Lekcija br. 2*: Ekonomski autoriteti Indije su priznavali egzistenciju relacije između tekućeg računa i računa kapitala, i stoga, implementirali procedure koje su ciljale ka sledećem: liberalizacija SDI i portfolio kapitala sledila je liberalizaciju sektora spoljne trgovine i tekućeg računa da ne bi došlo do situacije da se kapitalni prilivi usmeravaju ka neproduktivnim investicijama i ponašaju isključivo po principu traženja rente. To je bilo u skladu sa široko prihvaćenim konsenzusom u literaturi prema kome liberalizacija tekućeg računa treba da prethodi liberalizaciji računa kapitala. Racionalizacija spoljnotrgovinske politike podrazumevala je aboliciju izvoznih subvencija, sistema dozvola i kvantitativnih restrikcija, kao i obaranje carinskih stopa. Prosečna carinska stopa je više nego prepolovljena između ranih

i kasnih 90-tih godina, kako bi se te stope dovele u nivo stopa karakterističnih za APEC[4]. Takođe, liberalizacija tekućeg računa bila je propraćena prelaskom sa fiksnog zvaničnog kursa na dualni režim deviznog kursa 1992. godine, i potom, na jedinstveni devizni kurs određivan na međubankarskom deviznom tržištu i prljavo plivanje 1993. godine.

*Lekcija br. 3*: Liberalizacija računa kapitala se odvijala analogno sa ukupnim reformama indijske ekonomije. To je podrazumevalo sekvenciranje finansijskog otvaranja sa drugim reformskim procesima, kao na primer, sa jačanjem bankarskog sistema, fiskalnom konsolidacijom, trgovinskom liberalizacijom i ukupnim promenama u internom i eksternom ekonomskom okruženju. Mere finansijske liberalizacije koje su implementirane paralelno sa drugim sistemskim merama uvek su imale za cilj međusobno osnaživanje, pothranjujući time poverenje javnosti *vis-à-vis* reformskog procesa.

Tako, na primer, međunarodni portfolio kapital bio je privučen u Indiju ne samo merama finansijske liberalizacije, već i postojanjem korporacija sa istorijatom robusnih poslovnih rezultata, razumljivim računovodstvenim standardima, stabilnim i predvidivim pravnim okvirom, mogućnostima rasta koje je pružalo veliko indijsko tržište sa jeftinom radnom snagom, odnosno, kontinuitetom u makroekonomskim i strukturnim reformama i "prijateljskim" politikama prema međunarodnim investitorima.

Takođe, izgrađena je kvalitetna regulatorna infrastruktura koja je bila neophodna kako je iskustvo drugih zemalja pokazalo da je tranzicija iz finansijske represije ka finansijskoj liberalizaciji redovno vodila finansijskom krahu u okolnostima neadekvatno regulisanih finansijskih sistema. Važan napredak postignut je na terenu jačanja discipline među igračima tržišta kapitala u pravcu emitovanja potpunijih informacija tržišim participantima, kako bi se time smanjila informaciona asimetrija na finansijskom tržištu i poboljšao kvalitet investicionih odluka.

U bankarskom sektoru, izvršena je postepena liberalizacija kompleksne strukture kamatnih stopa, kako bi se sprečilo da banke naglo uvećaju aktivne kamatne stope i uspore ekonomski rast i razvoj. To je kombinovano sa redukcijom izdvajanja gotovinskih sredstava na račun kod Rezervne banke Indije, otvaranjem bankarskog sektora za međunarodnu konkurenciju i jačanjem prudencijalne regulative i supervizije banaka u skladu sa Bazelskim propisima[5], kao i sa pooštravanjem tretmana sumnjivih zajmova. Specijalna pažnja posvećena je nerezidentnim depozitima usmerenim u bankarski sistem Indije, kako bi se, za razliku od perioda platnobilansne krize 1990-91. godine tokom koje su bili veoma volatilni usled kamatnih diferencijala i eksplicitnih državnih garancija na devizni kurs, privukla stabilna depozitna baza.

Tiha finansijska revolucija, kako ju je označio Kelkar (2004), podrazumevala je i reorganizaciju i modernizaciju dva najveća berzanska tržista u Indiji: NSE - berze u Nju Delhiju i BSE - berze u Bombaju. Time je dat svež zamajac učvršćenju anglo-saksonskog modela finansijskog sistema u Indiji i privlačenju međunarodnog portfolio kapitala. Šira distribucija rizika, u jeku nabujalih kapitalnih priliva, ostvarena je tipskom diverzifikacijom igrača koji su mogli da nastupaju na finansijskom tržištu. Tako, kao novi učesnici na finansijskom tržištu pojavili su se: strani institucionalni investitori, uzajamni fondovi, fondovi smelog kapitala, osiguravajuće kompanije i penzioni fondovi, koji su proširili spektar profesionalizovanih finansijskih usluga i povećali atraktivnost Indije kao međunarodnog investicionog odredišta.

*Lekcija br. 4*: Indija je pristupila hijerarhizaciji u liberalizaciji računa kapitala, koja je podrazumevala davanje prioriteta liberalizaciji priliva u odnosu na odlive, dok

[4] Asia Pacific Economic Cooperation

[5] Za banke koje posluju u Indiji tačno je preciziran dan početka pune implementacije Bazel II standarda. Tako, za strane banke koje posluju u Indiji i indijske komercijalne banke sa inostranim operacijama, respektivni datum je 31. mart 2008. godine, dok ostale komercijalne banke počinju sa punom implementacijom 31. marta 2009. godine.

su svi odlivi vezani za prilive bili, takođe, liberalizovani. Ako analizu spustimo na tipove međunarodnog kretanja kapitala, SDI su preferirane iz razloga stabilnosti ovih kapitalnih tokova, pozitivnih efekata na domaću makroekonomsku dinamiku i "uvoza" discipline u indijsku ekonomiju kroz dinamiziranje konkurencije, dok su inostrani kratkoročni prilivi zajmovnog kapitala bili izbegavani usled inherentne volatilnosti i mogućih distortivnih efekata. Priliv portfolio kapitala bio je poželjan od početka 90-tih godina, pri čemu su zadržavane restrikcije i vidu plafoniranja vlasničke participacije u kompanijama i sektorima. Osnovni cilj strategije finansijskog otvaranja bio je postizanje i očuvanje široko diverzifikovanog računa kapitala. Zadržane restrikcije na spoljno zaduživanje denominirano u stranoj valuti bile su posledica snažnog sećanja na dugovnu krizu koja je pogodila Indiju ranih 90-tih. Njihovo postojanje blokiralo je moguće valutne špekulacije, a restrikcije su uzimale oblik izražene kontrole kratkoročnog zajmovnog zaduživanja i plafoniranja eksternog komercijalnog zaduživanja privatnog i javnog sektora, izuzev za pribavljanje kapitalnih dobara i najvažnije privredne delatnosti, poput energetike, javne infrastrukture i telekomunikacija. O postojećoj averziji prema zajmovnim prilivima govori i činjenica da su oni stagnirali na nivou od 1% bruto društvenog proizvoda Indije u periodu 1992-2004. godine. Zahvaljujući tome, Indija nije iskusila krizu platnog bilansa u periodu nakon 1992. godine. Mere kontrole kapitala su postepeno stimulisale spoljno zaduživanje na duži rok, naročito u segmentu komercijalnih zajmova i operacija banaka i dilera na deviznim tržistima. U kontekstu kapitalnih priliva i njihove upotrebe, značajna pažnja je posvećena i dolarizaciji indijske ekonomije, kojoj je pristupano na krajnje konzervativan način, imajući u vidu moguć destabilizacioni efekat međurezidentnih transakcija u stranoj valuti na domaću ekonomiju.



Kada su u pitanju kapitalni odlivi, prvenstvo je davano korporativnom sektoru, koga su sledili finansijski intermedijari (banke i druge finansijske institucije), a na kraju su dolazila individualna kapitalna kretanja. Korporativni sektor je uživao preferencijalni tretman kako bi se moćnim indijskim kompanijama simplificirao nastup na međunarodnom tržištu, kroz direktne investicije i/ili akvizicije. Smatrano je da će liberalizacija kapitalnih odliva imati poželjan efekat na nadgradnju indijske industrije kroz lakši pristup tehnološkim i menadžerskim znanjima. Finansijski intermedijari su uživali drugostepeni značaj iz razloga relativne nelikvidnosti aktivnih bilansnih pozicija, kao i relativno kratkoročne prirode pasivnih pozicija; njima je pripisivana i mogućnost participacije u prenošenju domino efekta i samoispunjavajuće krize poverenja. Krucijalno je da je finansijska liberalizacija finansijskih intermedijara obavljana paralelno sa reformama finansijskog sektora u pravcu njegove veće stabilnosti i poverenja. Kada se radi o individualnim kretanjima kapitala, nerezidenti indijskog porekla su uživali sasvim drugačiji status u odnosu na nerezidente: nerezidentnim Indijcima dozvoljeno je da pristupaju računima u Indiji, raspolažu akcijama i nekretninama, i posledično, da ih povlače, dok je nerezidentima uživanje istih prava oduzimano (sve do 2002-03. godine). Ne smemo zapostaviti činjenicu da se izuzetost Indije domino efektu iniciranom Azijskom finansijskom krizom duguje, između ostalog, upravo opisanim merama kontrole kapitalnog odliva. Na posletku, Indija je zabranjivala upotrebu rupija u inostranstvu za transakcije koje u osnovi nisu imale trgovinske i/ili investicione transakcije. Indija je na taj način želela da izbegne situaciju u kojoj bi očekivanje depresijacije usled domino efekta ili loših fundamenata dovelo do obimne prodaje i posledične depresijacije.

*Lekcija br. 5*: Liberalizacija kapitalnih odliva individualnih transaktora, korporativnog sektora i investicionih fondova zavisila je u velikoj meri od nivoa deviznih rezervi zemlje kao i od intenzivnije dvosmerne fluktuacije deviznog kursa. Ovakav pristup uplivisan je činjenicom internacionalizacije poslovnih aktivnosti indijskih kompanija i njihovom željom za skladnim međunarodnim sinergijama i dostupnim respektivnim znanjima. Takođe, smatrano je da promena u kapitalnim tokovima može biti apsorbovana promenom deviznog kursa, bez "bega" deviznih rezervi. Ovakvo rezonovanje ima i svoju negativnu stranu: za tržišta u nastajanju kao što je indijsko, kritično je očuvati devizni kurs na nivou koji obezbeđuje međunarodnu konkurentnost i implementaciju strategije ekonomskog rasta koji je predvođen izvozom. Da bi se ovo postiglo, Indija je pažljivo balansirala između liberalizacije računa kapitala i očuvanja poželjnog nivoa deviznog kursa. Naime, dok je s jedne strane Indija ohrabrivala kapitalni priliv kroz emitovanje nedvosmislenog signala o blagovremenom i urednom servisiranju spoljnog duga, iste te kapitalne prilive Indija je sterilisala u značajno meri[6], kako bi se očuvala stabilnost deviznog kursa rupija prema američkom dolaru koji je korišćen kao nominalno sidro, sprečio rast uvoza, pomoglo krhkom izvoznom sektoru (kako veće apresijacije deviznog kursa nije ni bilo), sprečilo narastanje deficita tekućeg računa i izbegli inflatorni efekti povećanih priliva kapitala. Tako sterilisane devizne rezerve pružale su podršku strategiji rasta predvođenim izvozom. Tokom 90-tih godina, Rezervna banka Indije je, kako bi pomirile interese, "isisavala" likvidnosne viškove iz bankarskog sektora i usmeravala ih ka finansiranju javnog deficita, i to preko aukcija vladinih obveznica i operacijama na otvorenom tržistu. To je činjeno na diskretan način, "isušujući" tržiste i sprečavajući potencijalnu ekscesivnu volatilnost deviznog kursa. Dakle, postepenost u otklanjanju mera kontrole kapitala dozvoljavala je uspešno kombinovanje određenog stepena monetarne autonomije i finog navođenja deviznog kursa ka nivou koji je obezbeđivao međunarodnu konkurentnost i stabilnost spoljnog sektora, rast deviznih rezervi, prevenciju špekulativno motivisanih aktivnosti i stabilan priliv kapitala. Dakle, kapitalni tokovi su oblikovali devizni režim podjednako koliko je devizni režim uticao na kapitalne tokove.

*Lekcija br. 6*: Kontinuitet indijskog ekonomskog uspeha duguje se umnogome sistemskoj političkoj stabilnosti. Od početka 90-tih godina 20. veka, u Indiji je održano šest parlamentarnih izbora i smenilo se sedam premijera na čelu, najčešće, koalicionih vlada koje su sačinjavale nacionalne i regionalne političke partije. Primetno je i krucijalno da uprkos šarenolikosti političkih ideologija na indijskoj političkoj sceni i frekventnim izbornim procedurama, prepoznavanje javnog dugoročnog interesa u delu sprovođenja ekonomskih reformi bila je posledica razvijene svesti indijske političke elite o značaju i neophodnosti postizanja i održanja konsenzusa na ovom terenu[7].

*Summa summarum*, uspeh koji je Indija postizala svojim uravnoteženim, faznim pristupom finansijskoj liberalizaciji izuzetna je preporuka za očuvanje tog kursa, uz nužna prilagođavanja, odnosno, fina štelovanja u skladu sa datim vremenskim momentom, odnosno, zahtevima koje postavljaju domaća i međunarodna kretanja. Pre svega, mislimo na reformu realnog sektora, dalju fiskalnu konsolidaciju i očuvanje pratećih makroekonomskih parametara koji se odnose na sistemsku stabilnost. To je transparentni okvir i kurs kojim Indija planira da se kreće za oročeni period od subsekventnih pet godina kako bi se postigla punija liberalizacija računa kapitala i integracija u međunarodno tržište kapitala, maksimizirajući benefite i minimizirajući rizike tog procesa kao savremene neizbežne dominante.

---

[6] Od 1996. godine, Rezervna banka Indije je apsorbovala u proseku oko 50% godišnjih kapitalnih priliva.

[7] Dalja finansijska liberalizacija nailazi na političku prepreku, pošto se politički lideri plaše da bi nastavak ovog procesa zahtevao neizbežne i nepopularne političke klackalice, što se u javnosti prikriva retorikom procvata različitih segmenata finansijskog sistema Indije.

## Literatura


1. Ahluwalia, M. S. "India's Economic Reforms"'. Seminar on India's Economic Reforms at Merton College, Oxford. June 1993.
2. Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Otker-Robe, I., Canales-Kriljenko, J. I., Kirilenko, A. "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization". IMF Occasional Paper No. 190.2000.
3. Bajpai, N., Sachs, J. D. "India's Economic Reforms: Some Lessons from East Asia". *The Journal of International Trade & Economic Development.*
4. No. 6: 2 (135-164). 1997.
5. Berry, S., Singh, K. "Domestic Financial Liberalization and International Financial Integration: Indian Perspective". Indian National Council of
6. Applied Economic Research. 2006.
7. Brahmbhatt, M., Srinivasan, T. G. Murrell, K. "India in the Global Economy"s. World Bank Policy Research No. 1681.1996.
8. Farrell, D., Lund, S., Greenberg, E., Doshi, R., Rosenfeld, J., Morin, F. "Accelerating India's Growth through Financial System Reform". McKinsey
9. Global Institute. May 2006.
10. Farrell, D., Lund, S. "A Tale of Two Financial Systems: A Comparison of China and India". McKinsey Global Institute. September 2006.
11. Gordon, F., Gupta, P. "Portfolio Flows into India: Do Domestic Fundamentals Matter?". IMF Working Paper No. 20.2003.
12. Jadhav, N. "Capital Account Liberalisation: The Indian Experience". Paper presented at *A Tale of Two Giants: India's and China's Experience with*
13. *Reform and Growth.* New Delhi. November 2003.
14. Kelkar, V. L. "India: On the Growth Turnpike". Narayanan Oration. ANU, Canberra. 2004.
15. Kletzer, K. M. "Liberalizing Capital Flows in India: Financial Repression, Macroeconomic Policy and Gradual Reforms". *Brookings/ CAER*
16. *Conference on the Indian Economy.* New Delhi. March 2004.
17. Kohli, R. "Capital Flows and Their Macroeconomic Effects in India". Working Paper No. 192. Washington: IMF. 2001.
18. Lane, P. R., Schmukler, S. "The International Financial Integration of China and India". World Bank Policy Research Working Paper No. 4132.2007.
19. Mohan, R. "Capital Account Liberalisation and Conduct of Monetary Policy: The Indian Experience". Seminar organised by the Banque de France
20. On *Globalisation, Inflation and Financial Markets.* 14 June 2007.
21. Panagariya, A. "India in the 1980s and the 1990s: a Triumph of Reforms". IMF Working Paper No. 43.2004.
22. Reddy, Y. V. "Point of View: Converting a Tiger". *Finance & Development.* Vol. 44. No. 1. March 2007.
23. Reserve Bank of India. *Reserve Bank of India Bulletin.* 16 July 2007.
24. Shah, A., Patnaik, I. "India's Experience with Capital Flows: The Elusive Quest for a Sustainable Current Account Deficit". NBER Working Paper
25. Series No. 11387.2005.
26. Varma, J. W. "Indian Financial Sector After a Decade of Reforms". Centre for Civil Society. 2002.
27. Virmani, A. "India's 1990-91 Crisis: Reforms, Myths and Paradoxes". Planning Commission Working Paper No. 4.2001.
28. Williamson, J. "Why Capital Account Convertibility in India is Premature?" *Economic and Political Weekly.* May 13, 2006.

## Apstrakt

Indija je započela proces liberalizacije računa kapitala kao integralni deo širih ekonomskih reformi početkom 90-tih godina 20. veka. Esencijalno obeležje tog procesa koji još uvek traje je gradualistička dinamika, zahvaljujući kojoj je Indija prešla dug i uspešan put u odnosu na preovlađujući režim pre početka procesa. Sa postepenom liberalizacijom kako stranih direktnih investicija (SDI) tako i portfolio investicija, nacionalna valuta rupija je stekla status konvertibilnosti. Ipak, neke kontrole još uvek opstaju i to za korporativni sektor i sektor stanovništva. Ovaj naučni rad nastoji da izvuče osnovne lekcije iz uspešnog indijskog iskustva, koje se mogu posmatrati u svetlu pouzdanog vodiča za uspešnu finansijsku liberalizaciju.

**Ključne reči**: Indija, finansijska liberalizacija, kontrola kapitala

## Abstract

India initiated liberalizing its capital account as an integral part of wide-ranging economic reforms in the beginning of the 90s. Essential characteristic of that still-lasting process is its gradualistic dynamics, owing to which India has passed a long and a successful way in relation to the dominant regime from the beginning of that process. With its gradual liberalization of both foreign direct investments (FDI) as well as portfolio investments, the national currency rupee has achieved the status of convertibility. Though, certain controls still prevail for the corporate sector and the individuals. This scientific paper attempts to draw fundamental lessons from the Indian successful experience, which can be regarded in the light of a reliable guide for the successful financial liberalization.

**Key words**: India, financial liberalization, capital controls

**JEL classification**: G1, G10