

## TEORETSKI MODELI ŠPEKULATIVNIH NAPADOV: GENERACIJSKI PRISTOP

### Theories of Speculative Attacks: A Generation Approach

#### 1. Uvod

Špekulativni napadi na valute in številni posledični valutni zlomi do sredine prejšnjega stoletja niso bili zelo pogosti. Svetovni monetarni sistem je bil pod vplivom omejenega števila močnih valut, ki so temeljile na zlatem standardu. Opustitev neposrednega zlatega standarda po veliki depresiji in po II. svetovni vojni je pomenila radikalen preobrat: posamezne valute so postale močno odvisne od domače makroekonomske politike in zatorej občutljive na vse oblike tržnih špekulacij. Brettonwoodski sistem poskusa vračanja na obliko posrednega zlatega standarda je zaradi vgrajene t. i. »nemogoče trojnosti« (Wyplosz 1998), to je sočasnosti monetarne neodvisnosti, fiksnega deviznega tečaja in popolne kapitalske mobilnosti v začetku sedemdesetih, doživel zlom.

Dogajanja v naslednjih dekadah so bila zelo burna: nastajanje novih valut in monetarnih oblasti, pospešena liberalizacija kapitalskih računov, nezadostno upoštevanje stabilnosti cen kot temeljnega cilja denarne politike. Povečana globalna integracija finančnih trgov, ki je potekala v luči portfelja in direktnih investicij, pa je prinesla tudi pomemben stranski učinek, to je povečano občutljivost valut in posledično širši manevrski prostor za obstoj špekulativnih napadov na valuto in s tem možnosti za izbruh finančnih kriz.

V članku obravnavamo razvoj modelov špekulativnih napadov v luči analize generacijskega pristopa, pri čemer poizkušamo podati teoretske in empirične značilnosti modelov s poudarkom na diferenciaciji modelov. V obravnavi se zaradi obsega članka podrobneje osredotočamo samo na prvo in drugo generacijo, medtem ko tretjo generacijo obravnavamo samo z vidika vnosa novih variabel v model. Teoretske pristope posameznih generacij soočamo z genezo in strukturo najbolj tipičnih kriz obravnavanih generacij.

#### 2. Obrambna sposobnost tečajne politike: prva generacija

Teoretske osnove o plačilnobilančnih krizah je postavil Krugman (1979), ki je dokazoval, da plačilnobilančna kriza izbruhne, ko kontinuirano slabšanje osnovnih variabel postane nekonsistentno s poskusom obdržati fiksni tečaj. Krugmanov model pojasnjuje plačilnobilančno krizo kot rezultat osnovne nekonsistentnosti med domačo makroekonomsko politiko – običajno financiranje proračunskega deficita z emisijo – in poizkusi obdržati fiksni tečaj. Ta nekonsistentnost je lahko začasno prisotna, če ima centralna banka zadostne rezerve. Čas napada špekulantov na valuto je torej determiniran s kritično ravno deviznih rezerv. Ob zadostni izgubi deviznih rezerv je centralna banka prisiljena, da opusti fiksacijo tečaja. Plačilnobilančna kriza torej rezultira v prehod na plavajoči tečaj.

Dejavniki, ki sprožijo nezmožnost centralne banke, da bi obdržala tečaj, so številni:

- financiranje fiskalnega deficita s strani centralne banke,
- velik in rastoč deficit tekočega računa,

dr. Sebastjan Strašek, red. prof.  
dr. Timotej Jagrič, doc.

Nataša Špes, spec. posl. ekon.

Univerza v Mariboru

Ekonomsko-poslovna fakulteta

#### Izvleček

UDK: 339.747

Članek obravnava teorije špekulativnih napadov. S pomočjo generacijskega pristopa avtorji raziskujejo genezo in mehanizme sodobnih napadov. Devetdeseta leta so prinesla v tem pogledu nova spoznanja. Pri tem ugotavljajo avtorji pomembne spremembe v strukturnih karakteristikah finančnih kriz. Razlike v generacijskih pristopih sugerirajo, da mora v razmerah visoke mobilnosti kapitala zanesljiv model upoštevati poleg osnovnih variabel tudi multipla ravnovesja in samoizpolnjujoč karakter špekulativnih napadov. Ekonomski in socialni stroški kriz, merjeni z izgubo outputa v tretji generaciji kriz, zahtevajo posebno pozornost ekonomske politike pri liberalizaciji finančnega sektorja in finančnem odpiranju gospodarstva.

*Glavne besede:* finančni trgi, valutne krize, asimetrična informiranost, okužba

#### Abstract

UDC: 339.747

The paper studies theories of speculative attacks. Using a generation approach, we research the genesis and mechanisms in recent attacks. We find significant changes in structural characteristics of financial crises. The 1990s brought new insights in this respect. The differences in generation approaches suggest that in the world of high capital mobility a reliable model has to consider, besides fundamental factors, multiple equilibria and the self-fulfilling character of speculative attacks. The economic and social costs of the crises estimated in terms of lost output in the third generation require special focus of economic policy on the liberalisation process in the financial sector and financial opening of the economy.

*Key words:* financial markets, currency crises, asymmetric information, contagion

JEL: F30, F32

- ekcesivno investiranje v tvegane in nizkodonosne projekte,
- realna apreciacija.

Nekateri novejši pristopi sugerirajo, da se utegne monetarna oblast odločiti za opustitev fiksnega tečaja iz nekaterih drugih razlogov: npr. zaradi zaskrbljenosti o negativnih učinkih vztrajanja na pariteti (kot npr. porast obrestne mere, porast brezposelnosti itd.). Krugmanov model imenujejo tudi model prve generacije plačilnobilančnih kriz. Ker kriza torej nastane kot rezultat nekonsistentnosti med monetizacijo prevelikega deficita javnega sektorja in sistemom deviznega tečaja, je kriza hkrati neizogibna in napovedljiva v gospodarstvu, ki se sooča s konstantnim slabšanjem osnovnih variabel.

Krugmanov model je doživel vrsto izpopolnitev. Flood in Garber (1984) sta konstruirala enostavni linearni model z uvedbo stohastične komponente. Connolly in Taylor (1984) sta analizirala režim plazeče vezave (angl. *crawling peg*) in poudarila obnašanje relativnih cen menjalnih dobrin pred kolapsom tečajnega režima. V njuni analizi realni tečaj aprecira, bilanca tekočih transakcij pa se poslabša neposredno pred kolapsom. Krugman in Rotemberg (1991) sta razširila model z uvedbo špekulativnih napadov v ciljnih conah, medtem ko so Flood, Garber in Kramer (1996) uvedli v model vlogo aktivne sterilizacijske politike.

Osnovni modeli kriz prve generacije so se torej razširili v tri glavne smeri. Prva zajema aktivno vpletanje države v menedžment kriz in v sterilizacijo izgub v deviznih rezervah. Druga skupina modifikacij opušča predpostavke o perfektno špekulativnih napadih in uvaja negotovost. Tretja smer pa je povezana z modeli ciljnih con.

Prva modifikacija se nanaša na izkušnje nekaterih valutnih kriz v devetdesetih letih (Velika Britanija, Mehika, Rusija in Ukrajina), ko je bil negativni učinek izgub deviznih rezerv na denarno ponudbo steriliziran, dopuščajoč gladko rast denarne ponudbe v obdobju napada. V tem pristopu ostajajo v času napada denarna ponudba, devizni tečaj, tuja raven cen in obrestna mera nespremenjeni. Razlika v primerjavi s kanoničnim modelom (Krugman) se nanaša na strukturo denarne ponudbe: v obdobju kapitalskih odlivov so mednarodne rezerve nadomeščene z domačimi krediti. Takšne razmere pospešijo izčrpanje mednarodnih rezerv, kolaps deviznega tečaja in špekulativni napad na valuto. Iz orisanega lahko sklepamo, da fiksni tečaj ne more preživeti, če nameravajo oblasti sterilizirati izgube rezerv in špekulanti to pričakujejo. Ob stabilizacijski politiki in prostem pretoku kapitala se fiksni tečaj izkaže kot nevzdržen ne glede na velikost mednarodnih rezerv.

Druga skupina modifikacij standardnih modelov je odstranila predpostavko o perfektno napovedanih špekulativnih napadih. Tržni udeleženci nikoli niso prepričani, kdaj bo nastopil napad in kako se bo devizni tečaj spremenil. Tako postane negotovost element v kalkulacijah špekulantov (Flood in Marion 1996). Model zajema nelinearnost pri-

vatnega obnašanja, kar omogoča multiple rešitve. Če agenti predvidevajo večjo valutno variabilnost v prihodnosti, to vpliva na domačo obrestno mero, na povpraševanje po denarju in vpliva končno na večjo variabilnost deviznega tečaja. Premiki v pričakovanih vplivajo na »senčni« tečaj (brez intervencij) in s tem na odločanje, ali bo napad profitabilen, in spremenijo čas napada. Krize so še vedno lahko rezultat nekonsistentnosti v makroekonomski politiki (kot v prvi generaciji), lahko pa tudi nastanejo iz samoizpolnjujočih pričakovanj. Obstoje nelinearnosti privatnega obnašanja zagotavlja, da lahko ekonomija nenadoma preskoči iz neogroženosti z napadom na valuto v ravnovesje napada na valuto.

Tretja vrsta modifikacij je nastala na osnovi empiričnih ugotovitev, da v mnogih primerih fiksni režimov deviznih tečajev obstaja fluktuiranje tečajev v določenem pasu okrog uradne paritete. Tako se začne porajati vprašanje, kako se tečaj obnaša znotraj pasu odstopanja. (Krugman 1998). Te modele so poimenovali modeli ciljnih con. Ti modeli predvidevajo, da si oblasti prizadevajo, za gibanje deviznega tečaja znotraj pasu in da sledijo politiki fiksiranja denarja na nivoju, ki ohranja tečaj znotraj pasu.

Predpostavimo šok, ki zmanjšuje količino denarja in vpliva na apreciacijo deviznega tečaja. Vzdrževanja tečaja v okviru pasu zahteva od monetarnih oblasti, da v prihodnosti povečajo količino denarja, zato je deprecijacija bolj verjetna kot apreciacija. V pričakovanju takšnega dejstva bodo zatorej špekulanti pripravljene prodajati domačo valuto, kar bo dejansko vodilo v deprecijacijo. Špekulanti bodo torej delovali na tečaj stabilizirajoče, ko bodo torej substituirali popolnoma kredibilno monetarno oblast. Če pa predpostavimo nekredibilno monetarno oblast pa bo šok v denarni ponudbi povzročil negotovost pri špekulatih, ki utegnejo interpretirati slabitev valute kot signal prihodnjih problemov z osnovnimi variablami. V tem primeru bodo tujo valuto kupovali in ne prodajali. Na ta način bodo špekulacije delovale destabilizacijsko.

Destabilizacijski učinki premikov deviznih tečajev v okviru pasu pogosto vodijo v razmere, ko oblasti intervenirajo na deviznih trgih že mnogo prej, ko je dosežena meja pasu. Na ta način limitirajo variabilnost deviznega tečaja in de facto zožujejo manevrski prostor cone, s tem pa eksistenca pasu oz. cone ne prispeva k večji fleksibilnosti.

Plačilnobilančne krize se torej v tem modelu ne zgodijo v vakuumu, temveč predstavljajo racionalni odziv ekonomskih subjektov na osnovno neravnovesje v gospodarstvu oz. na opaženo vodenje makroekonomske politike. Razlog devalvacijskih pričakovanj je nekonsistentnost med narodnogospodarsko obljubo (fiksni tečaj) in gospodarskim obnašanjem (ekspanzivna politika). Anticipacija bodoče devalvacije vodi v pospešeno zmanjšanje deviznih rezerv in v špekulativni napad. Ker gre pri krizah prve generacije za izbruh krize zaradi osnovnih slabosti in nekonsistentnosti v gospodarstvu, je te krize praviloma moč predvideti. Zato sistem zgodnjih opozorilnih signalov včasih deluje.

### 3. Pojavne oblike modelov prve generacije

#### Kriza zunanjega dolga v osemdesetih letih

V sedemdesetih letih so številne države v razvoju znatno povečale svoje sposojanje na mednarodnih finančnih trgih, kar jim je omogočilo, da so vodile politiko velikih deficitov v bilanci tekočih transakcij. V obdobju 1972–1981 je skupina petnajstih držav v razvoju, ki so jih kasneje v Mednarodnem monetarnem fondu poimenovali »visoko zadolžene države«, imela deficite v tekočih računih, ki so znašali v povprečju več kot 18 odstotkov njihovega izvoza blaga in storitev. Ti deficiti so bili financirani s spojojanjem v tujini, v glavnem pri poslovnih bankah v Združenih državah Amerike, na Japonskem in v Evropi. Do leta 1986 se je delež njihovega zunanjega dolga že povečal na preko 60 odstotkov bruto domačega proizvoda (BDP).

V naslednjih letih so postale obresti na zunanji dolg težko breme za države v razvoju. Za 15 najbolj zadolženih držav so obrestna plačila znašala v obdobju 1982–1989 kar med eno četrtno in eno tretjino vrednosti njihovega izvoza. Zaradi nezmožnosti najemanja novih posojil za odplačilo obresti, je državam v razvoju kot edini izhod iz nastalih razmer preostajalo povečanje izvoza in zmanjšanje uvoza blaga in storitev. Ta presežek v bilanci menjave blaga in storitev je omogočil visoko zadolženim državam plačevanje obresti in s tem uravnovešanje bilance tekočih transakcij. Ker pa je zmanjšanje uvoza, predvsem kapitalskih dobrin, vplivalo na zmanjšanje ali celo negativno gospodarsko rast, se je v teh državah močno znižala življenjska raven.

V zvezi z genezo in mehanizmi kriz zunanjega dolga držav v razvoju se postavlja vrsta vprašanj (Abel in Bernanke 2005). Prvo vprašanje, ki se zastavlja analitičkom, je naslednje: Zakaj so se države v razvoju tako močno zadolžile in zakaj so bili posojilodajalci pripravljeni posojati tako visoke zneske? Analize sugerirajo dva dejavnika: prvi dejavnik se nanaša na dejstvo, da je visoko sposojanje v tujini del normalnega procesa ekonomskega razvoja.

Razvijajoča država uvaža velike količine kapitalskih dobrin in drugega blaga, ne da bi producirala dovolj za

izvoz, kar povzroča deficit v tekočem računu. V rastoči državi v razvoju je v tej fazi posojanje v tujini dobičkonosno tako za domače investitorje kakor tudi tuje posojilodajalce.

Drugi razlog povečanja zunanjega dolga držav v razvoju je bil značilen za sedemdeseta leta. Naftna šoka v obdobju 1973–1974 in 1979–1980 sta predstavljala močna negativna ponudbena šoka, ki sta rušilno delovala na dohodek neizvoznikov nafte v državah v razvoju. Zaradi domneve o začasnosti teh šokov so se potrošniki odzvali z zmanjšanjem varčevanja, kar pa je privedlo v povečane deficite tekočih računov in povečanje spojojanja v tujini.

Drugo vprašanje se nanaša na dejavnike poslabšanja izterljivosti dolgov. Vrsta negativnih makroekonomskih šokov in dejavnikov (nepredvidenih ob nastajanju dolgov) je prizadela ekonomije držav v razvoju, npr. svetovna recesija 1979–1982 je zmanjšala povpraševanje po izvozu držav v razvoju, kar je omajalo ravnovesje med izvoznimi dohodki in obrestmi na zunanji dolg. Dodatni negativni učinek je prispeval visok porast obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih v zgodnjih osemdesetih letih. Ker je bila večina dolga držav v razvoju v obliki spremenljivih obrestnih mer, so se obrestne obremenitve avtomatsko povečale. Analitiki (Abel in Bernanke 2005) tudi očitajo posojilodajalcem, da je bilo pogosto posojanje zelo lahko, brez zadostne preverbe kreditojemalcev ter da je bila kontrola nad uporabo kreditov, tako podjetij kot vlad, slaba. Del razlogov je tudi v hitri ekspanziji spojojanja v sedemdesetih letih, ki ni bila spremljana z zadostno skrbnostjo.

#### 4. Pripravljenost za obrambo: druga generacija

Novjši modeli so pokazali, da se kriza lahko razvije brez značilne spremembe v osnovnih variabliah. Te modele imenujemo modeli druge generacije plačilnobilancnih kriz, njihovo pa avtorstvo pripisujejo Obstfeldu (1984). Temeljna značilnost teh kriz je v dejstvu, da se razvijejo brez značilnega poslabšanja osnovnih variabel, predvsem kot rezultat čistih špekulacij proti valuti. Bistvena razlika glede na modele prve generacije je dejstvo, da gre pri prvi generaciji

TABELA 1: Indikatorji zunanjega dolga po posameznih državah

	Skupaj dolg			Dolg glede na % BDP			Dolg glede na % izvoza		
	1980	1990	1998	1980	1990	1998	1980	1990	1998
Skupaj vse države	610	1,473	2,465	21	34	37	13	17	18
Podsaharska Afrika	61	177	226	24	65	68	7	13	15
Vzhodna Azija in Pacifik	94	286	698	21	32	40	13	16	12
Južna Azija	38	130	165	20	35	28	12	28	18
Evropa in Centralna Azija	76	221	435	9	17	36	7	14	13
Srednji vzhod in S. Afrika	84	183	206	18	38	29	6	16	14
Latinska Amerika in Karibi	257	475	736	35	45	37	36	25	34
Druge države	58	203	221	32	130	74	11	22	13

Vir: Salvatore (2001).

ji plačilnobilančnih kriz za vprašanje sposobnosti centralne banke, da brani devizni tečaj. Ta sposobnost je determinirana praviloma z velikostjo deviznih rezerv. Pri drugi generaciji kriz pa gre za pripravljenost centralne banke, da ubrani tečaj. Centralna banka in devizni špekulanti z analizo stroškov in koristi (angl. *cost-benefit analysis*) permanentno preverjajo to pripravljenost (npr. vpliv na obrestno mero, brezposelnost itd.).

Kot vidimo, prihaja do impulza za nadaljnji razvoj teorije špekulativnih napadov oz. plačilnobilančnih kriz predvsem zaradi negotovosti v pogledu obnašanja centralne banke. Druga generacija kriz sistemizira ta vidik, pri čemer posebej izpostavlja ekonomsko-politični vidik. Opuščitev fiksacije tečaja torej ni več odvisna od tega, ali so devizne rezerve izčrpane, ampak je odločitev odvisna od vrste variabel (Flood in Marion 1998). Ker ekonomska politika cilja vrsto pomembnih variabel (zaposlenost, nivo cen, obresti, gospodarska rast, razdelitev), prihaja med slednjimi do negativne povezanosti (angl. *trade off*).

Če obstaja torej negativna povezanost (angl. *trade off*) med obljubo o določeni ravni deviznega tečaja in preostalih ciljih ekonomske politike, se postavlja za akterje na deviznem trgu vprašanje, kakšno ceno je pripravljena plačati ekonomska politika, da bi ubranila tečaj. Lahko se torej pojavi situacija, ko je sicer sposobnost ekonomske politike za ubranitev tečaja zadostna, vendar bi utegnila opustiti obrambo tečaja, ker akterji na deviznem trgu domnevajo, da monetarne oblasti oportunitetne stroške ocenjujejo kot previsoke. Obnašanje monetarnih oblasti lahko analiziramo torej z vidika analize stroškov in koristi, ki jih je treba oceniti. Druga generacija kriz zagovarja stališče, da privatni akterji na deviznem trgu pri njihovih odločitvah optimizacijske probleme centralne banke upoštevajo. Zato je analiza stroškov in koristi monetarnih oblasti kompleksnejša, saj obstaja pri tvorbi pričakovanj med monetarnimi oblastmi in privatnimi akterji medsebojna povezanost.

Ko privatni akterji proučujejo razmišljanja monetarnih oblasti o stroških in koristih, obstaja vedno določena možnost, da bodo monetarne oblasti stroške obrambe trdnega tečaja obravnavale kot previsoke. V tem primeru obstaja več možnih vzorcev obnašanja (Weber 1999): Privatni akterji lahko stavijo na možnost, da bodo monetarne oblasti branile devizni tečaj. Če se sposobnost branjenja ni spremenila, lahko sistem brez špekulativnih napadov preživi. Če pa privatni akterji domnevajo, da je pripravljenost braniti tečaj dovolj slabotna, bodo valuto napadli, tudi če sposobnost braniti (zadostne devizne rezerve) ne daje povoda za to (kot se predpostavlja v modelih prve generacije). Ker je napad na valuto praviloma za napadalca nenevarna transakcija, pri kateri napadalec lahko izgubi samo stroške transakcije, je popolnoma odprto, kakšen izid bo napad imel. Če bo do napada prišlo in bo le-ta uspešen, bo torej sprememba tečaja izsiljena, kljub temu da ekonomske osnove (angl. *fundamentals*) tega (še) ne zahtevajo. Stabilnost tečaja je torej odvisna od tega, kakšne aktivnosti posamezni devizni akterji pričakujejo od drugih deviznih akterjev. Ker so možnosti

natančne ocene obnašanja drugih privatnih akterjev omejene, se oblikujejo pričakovanja akterjev predvsem glede na obnašanje in reakcije ekonomske politike.

Če se monetarne oblasti uspejo ubraniti napada, to še ne pomeni, da je nevarnost minila: če pride do eksogenih motenj oz. šokov (npr. poslabšanje konjunkturo, povečana brezposelnost, zmanjšanje davčnih prejemkov, poslabšanje mednarodnih pogojev menjave (angl. *terms of trade*), povečanje obrestnih mer na svetovnih finančnih trgih), bodo le-ti vplivali na spremembo razmerja med stroški in koristmi za monetarne oblasti. Stroški trdnega tečaja rastejo, pripravljenost branjenja tečaja pa slabi. Ker privatni akterji ta dejstva zaznavajo, obstaja pri vsaki eksogeni motnji možnost novega napada.

#### 4.1 Razlike med modeli druge generacije

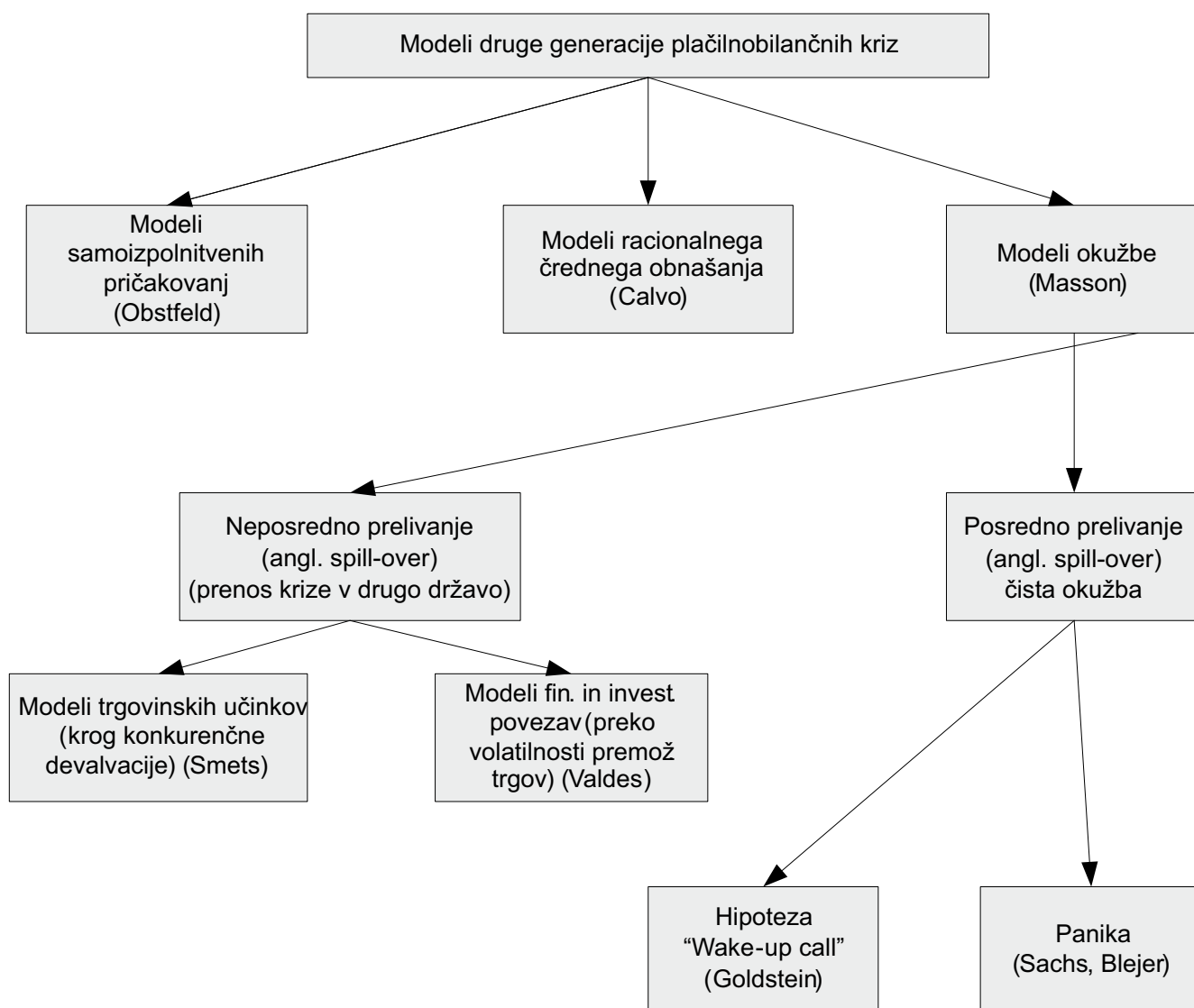
Modele druge generacije lahko torej definiramo kot tiste, pri katerih izbruhne kriza v ekonomijah, kjer nekonsistentna politika in osnovna neravnovesja niso prisotna oz. kjer ni zaslediti kontinuiranega slabšanja ekonomskih osnov. Takšen tip formulacije plačilnobilančne krize prinaša celo vrsto različnih scenarijev, ki jih prikazuje slika 1.

V okviru druge generacije plačilnobilančnih kriz je na prvem mestu treba omeniti samoizpopolnitvene krize ali krize multiplih ravnovesij (Obsfeld 1984). Razvijajo se brez značilnega poslabšanja osnov, predvsem ko rezultat čistih špekulacij proti valuti. Obstaja dobro ravnovesje, kjer akterji ne napadajo valute in kjer dobre osnove omogočajo preživetje tečaja. Simultano obstaja »slabo ravnovesje«, kjer bo napad uspel, če bo do njega prišlo. Med obema ekstremoma (verjetnost 0 in 1) obstaja t. i. sivo območje, kjer eksistirajo v gospodarstvu določene slabosti, ki ne izključujejo, hkrati pa tudi ne zagotavljajo napada na valuto. Če ob določenem povodu prvemu napadalcu sledi še več drugih, bo napad uspel.

Generični razlog te teorije je v dejstvu, da trgi agirajo na temelju pričakovanj o določenem izidu. Kar povzroča krizo, je verovanje, da kriza lahko izbruhne. Pričakovanja, ki niso ex-ante neupravičena, so potrjena ex-post z izidom, ki so ga provocirala. So torej samoizpopolnitvena (angl. *self-fulfilling*). V napad se vključijo takorekoč vsi, sicer beležijo velike izgube pri devalvaciji.

Povečana globalizacija finančnih trgov povečuje pomen kapitalskega računa. Spremembe v pričakovanjih ali mišljenjih investorjev lahko inducirajo nenadne obrate v kapitalskih tokovih ter pahnejo gospodarstvo v plačilnobilančno krizo. Zaradi okrepljenih kapitalskih tokov je možnost izbruha krize bistveno večja kot v preteklosti. Volatilnost tokov kapitala je delno odraz črednega obnašanja na finančnih trgih. Takšno obnašanje karakterizira tendenca povečevanja t. i. preseganja (angl. *overshooting*) v obeh smereh. Calvo in Mendoza (1995) ugotavljata, da čredno obnašanje ni nujno neracionalno v razmerah, ko je informacija draga. Njun model predpostavlja, da pomanj-

Slika 1: Prikaz členitve modelOV druge generacije plačilnobilančnih kriz



kanje informacij povzroča povečano občutljivost akterjev na govornice in dejanja. Informacijska kaskada (Flood in Marion 1998) predstavlja torej razmere, ko ima subjekt samo delno informacijo; zato je lahko v takšnih okoliščinah za posameznega investitorja optimalno, da sledi tistim investitorjem, za katere domneva, da posedujejo informacijsko prednost. Pogosto je čredno obnašanje posledica dejstva, da so menedžerji investicijskih fondov ocenjeni na osnovi primerjave z donosnostjo preostalih fondov, zato je čredno obnašanje manj tvegano kot soliranje. Povečana globalizacija vodi pogosto do zmanjšane deleža posameznih trgov v strukturi naložb, kar povzroča, da se reducira zbiranje informacij o takšnem trgu. Neposredni učinek je torej posnemanje drugih oz. obravnava takšnega trga samo na regionalnem nivoju.

Zmanjšanje nacionalnih in regionalnih preprek za mednarodno menjavo in tuje investicije je v zadnjih dveh desetletjih privedlo do znantno tesnejših povezav med nacionalnimi gospodarstvi. Povečana stopnja integriranosti

trgov je po eni strani delovala kot pomemben stimulator mednarodne menjave med državami, po drugi strani pa povečana stopnja globalizacije deluje tudi kot potencialni kanal okužbe. Proučevanje kanalov okužbe postaja zato v sodobnih razmerah zelo pomemben element makroekonomske stabilnosti. Učinke okužbe pa podrobneje obravnavajo ravno modeli druge generacije finančnih kriz. Masson (1998) definira okužbo kot situacijo, kjer kriza v eni državi deluje kot povod za krize v nekaterih drugih državah, ki jih sicer ni moč pojasniti z osnovnimi variablami.

## 4.2 Pojavne oblike modelov druge generacije

### Kriza EMS

V obdobju 1987–1992 sta bili v Evropskem monetarnem sistemu (EMS) izvršeni samo dve prilaganji paritet. Temelj vnovičnega razmišljanja o spremembi paritet je predstavljala združitev Nemčij, ki je zahtevala od Bundes-

banke visoko raven obrestnih mer. Takšne obrestne mere pa niso ustrezale večini preostalih članic EMS, ki so se borile z visoko stopnjo brezposelnosti. Finančni investitorji so začeli v pričakovanju devalvacije valut s prodajami le-teh, centralne banke pa so na napade reagirale s povečanjem obrestnih mer. Tako se je obrestna mera za čez noč povečala na Švedskem celo do 75 odstotkov (na letni osnovi). Povečanje obrestnih mer pa ni bilo zadostno, da bi preprečilo beg kapitala in velike izgube deviznih rezerv centralnih bank, ki so bile pod pritiskom. Do prvega špekulativnega napada je prišlo 8. 9. 1992, ko so bile napadene valute skandinavskih držav. Finske oblasti so se odločile opustiti fiksno vezavo na nemško marko in prepustiti tečaj trgu brez centralnobančnih intervencij. Finska marka je devalvirala za 13 odstotkov v primerjavi z nemško marko.

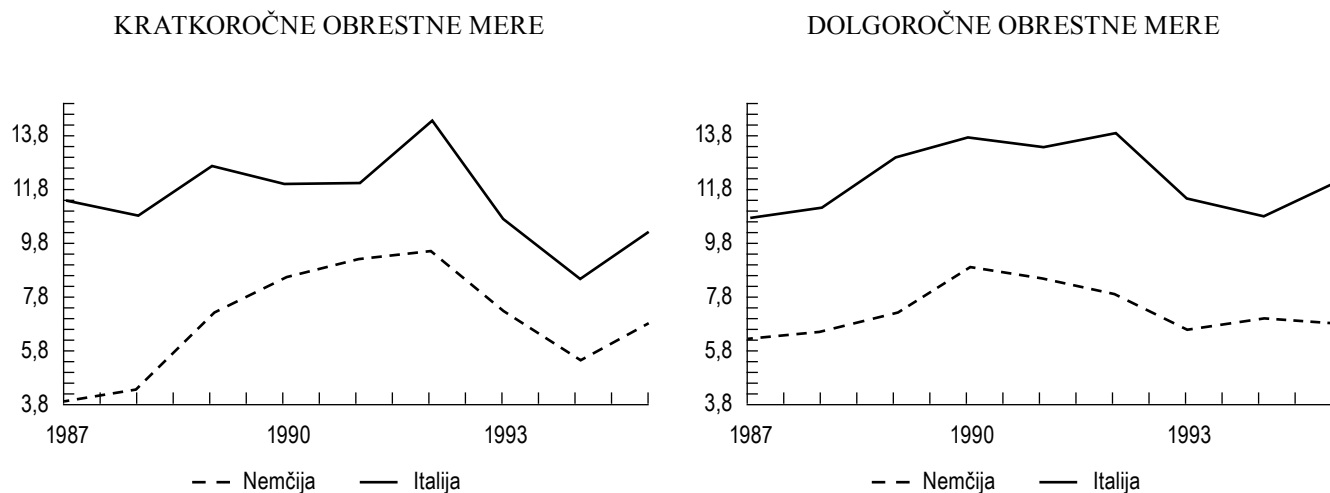
V drugem valu napadov je Banka Italije nekaj dni uspevala z intervencijo vzdrževati pariteto lire, vendar ob

velikih izgubah deviznih rezerv, ko je bila končno prisiljena devalvirati za 7 odstotkov v primerjavi z nemško marko.

V tretjem valu je bil napaden še funt ter ponovno italijanska lira (kljub predhodni devalvaciji). Obe državi sta se odločili za začasno prekinitve sodelovanja v mehanizmu deviznih tečajev – MDT (angl. *exchange rate mechanism* – *ERM*) ter deprecirali za 15 odstotkov v primerjavi z marko. Napadalci so se znova obrnili proti drugim valutam: Švedska je v borbi za ohranitev paritete povečala obrestno mero za čez noč (angl. *overnight rate*) na 500 odstotkov, Irska pa na 300 odstotkov. Španija se je odločila, da ostane v evropskem mehanizmu menjalnih tečajev, hkrati pa je devalvirala za 5 odstotkov.

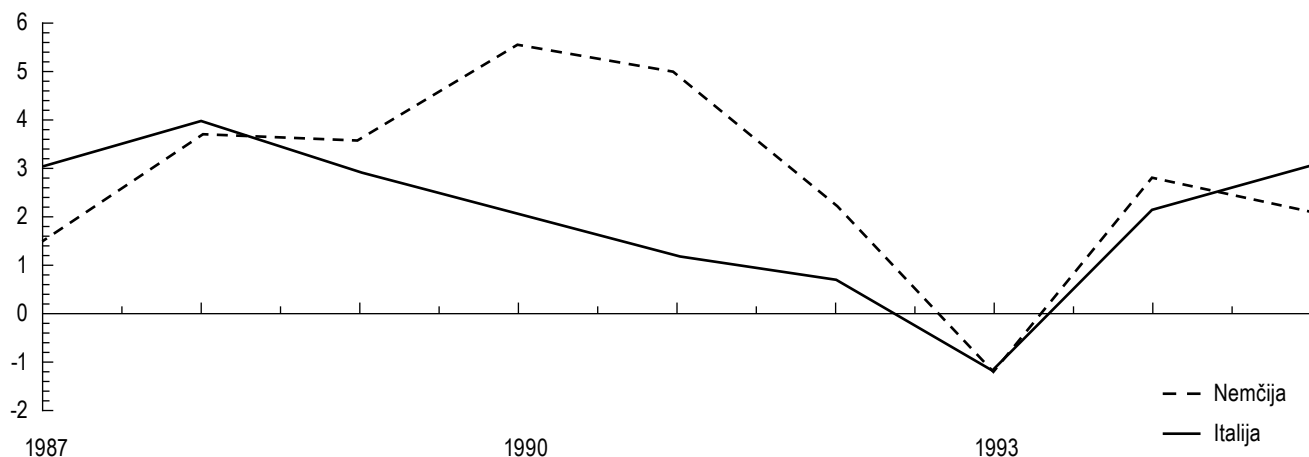
Iz dosedanje analize je razvidno različno obnašanje držav v zvezi z napadom: nekatere države so izstopile iz evropskega mehanizma menjalnih tečajev; druge so devalvirale, vendar ostale v Evropskem mehanizmu menjalnih tečajev

Slika 2: Gibanje kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer

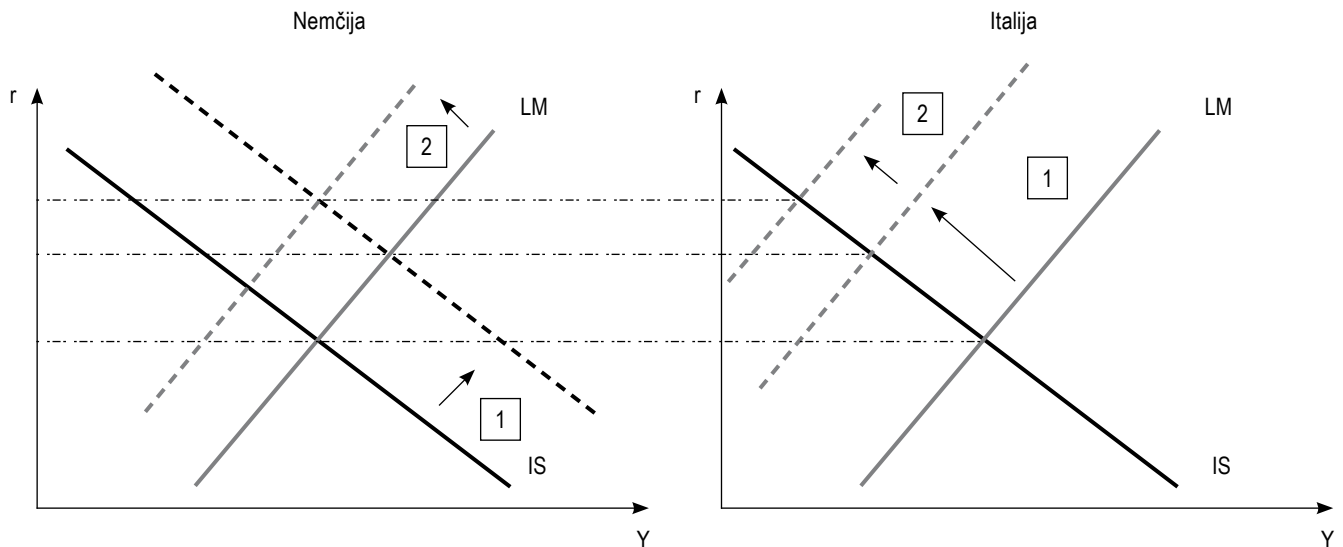


Vir: Fatas (2004).

Slika 3: Rast realnega BDP



Slika 4: Premiki v modelu IS-LM v krizi EMS



(npr. Španija), preostale pa so ohranile pariteto in pokazale odločnost ostati v evropskem mehanizmu menjalnih tečajev navkljub visokim stroškom, ki so bili povezani z visokimi obrestnimi merami (Francija). Julija 1993 so države evropskega mehanizma menjalnih tečajev sklenile, da dovolijo širok pas nihanja tečajev (plus oz. minus 15 odstotkov) od centralne paritete, kar je dejansko pomenilo premik v sistem, ki dopušča zelo visoke tečajne fluktuacije. Povečanje obrestnih mer so je odražalo v hitrem padanju rasti BDP.

Kriza evropskega mehanizma menjalnih tečajev je tipični predstavnik druge generacije plačilnobilančnih kriz, ko se mora monetarna oblast odločiti o negativni povezanosti (angl. *trade off*) med stroški vzdrževanja paritete (Francija je morala vzdrževati raven obrestnih mer nad nemško) in devalvacijo.

Krizo EMS je moč analizirati tudi v luči t. i. »nemogoče trojnosti« (Wyplosz 1998), ki pravi, da so v skupini naslednje karakteristike nekompatibilne, medtem ko so v paru kompatibilne: (1) polna mobilnost kapitala; (2) fiksni devizni tečaji; (3) neodvisnost denarne politike. Gre za princip, ki je direktna implikacija Mundell-Flemmingovega modela IS-LM: v razmerah popolne kapitalske mobilnosti je obrestna mera določena eksogeno s tujo obrestno mero, krivulja LM pa s kumulativnimi neto prilivi.

Iz slike 4 je razvidno, da je ekspanzivna fiskalna politika v Nemčiji morala biti kompenzirana s kontrakcijsko denarno politiko v Italiji. Kontrakcijska denarna politika je vodila višje obrestne mere in prisilila Banko Italije v nadaljnje višanje obrestnih mer. Kriza EMS je pokazala, da so fiksni devizni tečaji slaba rešitev, če monetarna politika ni dovolj disciplinirana. V tem smislu so bile Italija in Španija prisiljene v devalvacijo, saj so vzdrževale previsoko inflacijo v obdobju 1987–1991 in pri tem utrpele izgubo konkurenčnosti. Obrestne mere v napadenih državah so morale biti povišane znatno nad raven nemške obrestne mere, predvsem zaradi izgube kredibilnosti sistema.

V začetku obdobja je kriza EMS lahko preživela zaradi prisotnosti kapitalskih kontrol. V tej prvi fazi je dovoljevala sočasnost fiksnih deviznih tečajev in neko raven monetarne neodvisnosti, ko je različne stopnje inflacije po članicah kompenzirala z občasnimi spremembami tečajev. V drugi fazi je bil cilj uveljaviti enako denarno politiko v vseh članicah – ob vodilni vlogi nemške centralne banke. To je bilo tudi obdobje razgrajevanja kapitalskih kontrol. Poskus ignoriranja pravila »nemogoče trojnosti« se je v razmerah šoka nemške združitve in svetovne recesije odrazil v neizogibnem – v krizi EMS.

### Mehiška kriza

V drugi polovici osemdesetih let je Mehika začela z gospodarsko reformo in makroekonomsko stabilizacijo. Eden izmed elementov programa je bilo znižanje inflacije. V tem procesu dezinflacije je Mehiki uspelo znižati inflacijsko stopnjo od 159 odstotkov v letu 1987 na približno 20 odstotkov v letu 1991, zato se je odločila, da bo vzdrževala devizni tečaj pesa v razmerju do dolarja več ali manj konstantno. Takšna odločitev je predstavljala temelj za izbruh krize v letu 1994.

Tabela 2: Nominalni in realni devizni tečaj med Mehiko in ZDA, 1990–1994

	1990	1991	1992	1993	1994
Peso glede na dolar	2,81	3,01	3,09	3,11	3,37
Raven cen Amerika	100	100,2	100,8	102,3	103,6
Raven cen Mehika	100	120,5	136,7	148,8	158,9
Realni menjalni tečaj	100	89	81	76	78
Mehiška trgovinska bilanca/BDP %	-1,8	-3,8	-6,4	-5,4	-7,2

Vir: Blanchard (1997).

Visoka realna apreciacija pesa je do leta 1994 podražila mehiški blagovni izvoz za 22 odstotkov glede na ZDA in to samo v petih letih. Posledica je bil visok trgovinski deficit Mehike, ki je v letu 1994 že znašal 7,2 odstotka BDP. Financiranje deficita je potekalo ob visokih kapitalskih prilivih nemoteno, dokler v letu 1994 niso postala razmišljanja o močni apreciranosti in neizogibni devalvaciji vse bolj prisotna.

Mehika se je trudila vzdrževati pariteto pesa z visoko obrestno mero, vendar pa so jo veliki kapitalski odlivi decembra 1994 prisilili v 50-odstotno devalvacijo. Leto dni kasneje, v decembru, je bil tečaj pesa 7,75 za dolar v primerjavi s 3,45 pesa v novembru 1994. Kapital, ki se ni odločil za umik, je zahteval visoke obrestne mere, le-te so močno porasle tako v nominalnem kot v realnem izrazu.

Pomemben dejavnik, ki je pripeljal v mehiško finančno krizo, je po mnenju Mishkina (1998) poslabšanje bančnih bilanc zaradi povečanja izgub pri posojilih. Ko so bile namreč mehiške banke privatizirane v zgodnjih devetdesetih letih in finančni trgi deregulirani, so takšne razmere vodile v posojilni pok (angl. *boom*), kjer je delež bančnih kreditov privatnemu nefinančnemu podjetniškemu sektorju porasel od 10 odstotkov BDP v letu 1988 na preko 40 odstotkov BDP v letu 1994. Zaradi slabega nadzora poslovnih bank s strani regulatorjev in pomanjkanje ekspertiz o monitoringu posojilodajalcev s strani posojilodajalcev so se začele povečevati izgube na kreditih, pri čemer je to povzročalo erozijo bančnega neto premoženja. Takšen padec bančnega kapitala pomeni, da bodo banke imele manjše vire za posojanje, izpad posojanja pa lahko vodi v kontrakcijo ekonomske aktivnosti.

Dodatni dejavnik mehiške finančne krize je bil tudi porast tujih obrestnih mer. Dvig obrestne mere v ZDA (februar 1994) je pomenil dodatni pritisk na mehiške obrestne mere, kar je vplivalo na povečanje problemov asimetrične informiranosti v mehiškem finančnem sistemu. Posledični porast obrestnih mer v Mehiki (z namenom obrambe pesa pred špekulativnim napadom) pa je še povečal negativno selekcijo v mehiškem finančnem sistemu.

Povečana obrestna izplačila so povzročila zmanjšanje neto denarnega toka podjetij in gospodinjstev, kar je vodilo v poslabšanje njihovih bilanc. Mishkin (1998) ugotavlja, da so mehiške dolžniške pogodbe imele zelo nizko dospelost, običajno krajše od enega meseca. Takšne implikacije rastočih obrestnih mer so torej zaradi poslabšanja problemov negativne selekcije in moralnega hazarda vodili v razmere, ko so bili posojilodajalci manj pripravljeni dati posojila. Finančna kriza je bila tako rekoč neizbežna.

## 5. Slabosti finančnih trgov: tretja generacija

V zadnjem desetletju se pojavljajo novi pristopi pri obravnavi plačilnobilančnih kriz, ki jih poimenujejo tretja generacija kriz (Weber 1999). Ta pristop povezuje pomanjkljivosti finančnih trgov z deviznimi trgi. Karakterizirajo ga tri pomembne značilnosti: asimetrična informiranost na

finančnih trgih, liberalizacija finančnih trgov brez ustrezne regulacije in nadzora, slabosti finančnega sektorja in obnašanje investitorjev. Izhodišče pristopa je predpostavka, da so informacije na finančnih trgih asimetrično porazdeljene, kar posledično otežuje učinkovito razporejanje virov. Informacijska asimetrija med upniki in dolžniki vodi v negativno selekcijo (zaradi asimetrične informiranosti investitorji ne morejo natančno ovrednotiti podjetij, zato dobra podjetja emitirajo manj, slaba pa več) in moralni hazard z uničujočimi učinki na omejevanje kreditnega posredništva (Mishkin 1999). V razmerah rastočih in visokih obresti se za kredite odločajo subjekti z bolj tveganimi projekti. Slabi kreditorejmalci torej izpodrivajo dobre. V takšnih razmerah utegnejo posojilorejmalci izigrati posojilodajalce. Državni in mednarodni bail-out vzbujajo upe za eventualno pomoč. Posledica je torej, da so krediti in investicije na neoptimalni ravni, ker posojilodajalci reducirajo obseg kreditiranja.

Problem na porajajočih trgih pa je predvsem ta, da liberalizacija finančnih trgov poteka brez ustrezne regulacije in nadzora. Delne finančne reforme so ustvarile pogoje za nekontrolirani priliv kratkoročnega kapitala, ki je bil v veliki meri uporabljen kot dolgoročne naložbe v nepremičninski trg in v nemenjalni sektor. Nedograjena finančna liberalizacija pa je omogočila hkrati tudi stampedični odliv kapitala.

Po letu 1997 dominirata v obravnavi finančnih kriz tretje generacije dva večja pristopa. Prvega so predstavili McKinnon in Phil (1996) pa tudi Krugman (1998, 1999); definirali so »sindrom prezadolženosti« in poudarili vlogo moralnega hazarda pri nereguliranih bankah in finančnih institucijah (Corsetti, Pesenti in Roubini 1998). V skladu s tem pristopom lahko pričakujemo pomoč države za večje banke in korporacije z dobrimi političnimi vezami v primeru problemov s solventnostjo. To ima dve implikaciji: pričakovanje bodočega reševanja pomeni prikrito denarno pomoč, kar pa stimulira napihovanje in pok balona (angl. *ciklus boom-bust*) na premoženjskem trgu. Na drugi strani pa prezadolženost privatnega sektorja lahko interpretiramo kot potencialni državni dolg. Valutno stran finančne krize lahko tako tolmačimo kot posledico pričakovanih proračunskih stroškov fiskalnega restrukturiranja in delne monetizacije.

Ta pristop v nekaterih pogledih spominja na model prve generacije kriz, ki poudarjajo pomen osnovnih variabel. Razlike se kažejo predvsem v tem, da so se modeli prve generacije finančnih kriz posvečali proračunskim in monetarnim dejavnikom, ki so pripeljali do špekulativnega napada, pri modelih tretje generacije pa so analize dobile še mikroekonomsko plat.

Alternativni pogled predstavljata Radelet in Sachs (1998), ki navajata samoizpolnjujoč pesimizem mednarodnih posojilodajalcev kot razlog za finančno krhkost azijskih držav. Avtorja poudarjata, da kljub temu da se je azijska ekonomija soočala z resnimi problemi tako na makro- kot na mikroekonomskem nivoju, da neravnotežja vendarle niso bila tako ostra, da bi povzročila finančno krizo takšnih razsežnosti. Avtorja krivita kombinacijo dejavnikov, kot so: panika



v mednarodnem investitorskem okolju, politične napake v menedžmentu kriz, slabo izoblikovani programi reševanja kot razlog, ki je vodil v finančno paniko, ta pa v valutno krizo, naval na banke, masivne bankrote in politični nered. Chang in Velasco (1998) sta uporabila podoben pristop, saj sta razložila azijsko krizo kot rezultat navala na banke.

Chari in Kehoe (1996) poudarjata pomen čredenja pri pojasnjevanju mehanizma širjenja krize. V razmerah nepopolnih informacij so menedžerji zaradi njihovega nagrajevanja vezanega na uspešnost vzpodbujeni, da sledijo obnašanju oz. ravnanju svojih kolegov, da bi obdržali svojo učinkovitost pri opravljanju s kapitalom vsaj na povprečju.

Na osnovi prej opisanih pristopov ter čredne teorije je Krugman (1999) izdelal model tretje generacije kriz, tako da se je osredotočil na mikroekonomske slabosti (kot so moralni hazard in prezadolženost), ki utegnejo sprožiti v razmerah visoke mobilnosti kapitala špekulativni napad na devizni tečaj. Ta model upošteva tako osnovne dejavnike kakor tudi eksistenco multiplih ravnovesij na trgu.

Tretja generacija kriz opozarja tudi na obnašanje sodobnih investorjev v povezavi s slabostmi finančnega sektorja. V središču pozornosti je vloga finančnih posrednikov, ki se kratkoročno zadolžujejo v tujini in dolgoročno investirajo doma. V primeru eksogenega šoka nastopi problem likvidnosti, kar pogosto povzroči ali okrepi odliv kapitala preostalih investorjev.

Azijska kriza 1997 predstavlja tipično pojavno obliko tretje generacije finančnih kriz. Krize, ki so ji sledile npr. v Rusiji (1998), Braziliji (1999), Turčiji (2000), Argentini (2001), pa so bile krize, pri katerih so se močno prepletale karakteristike tretje generacije z elementi prve in druge generacije. Upravičeno se zato ponujajo stališča, da prihaja v zadnjem desetletju do dramatične spremembe geneze in strukture finančnih kriz, ki zahtevajo nadaljnja empirična proučevanja.

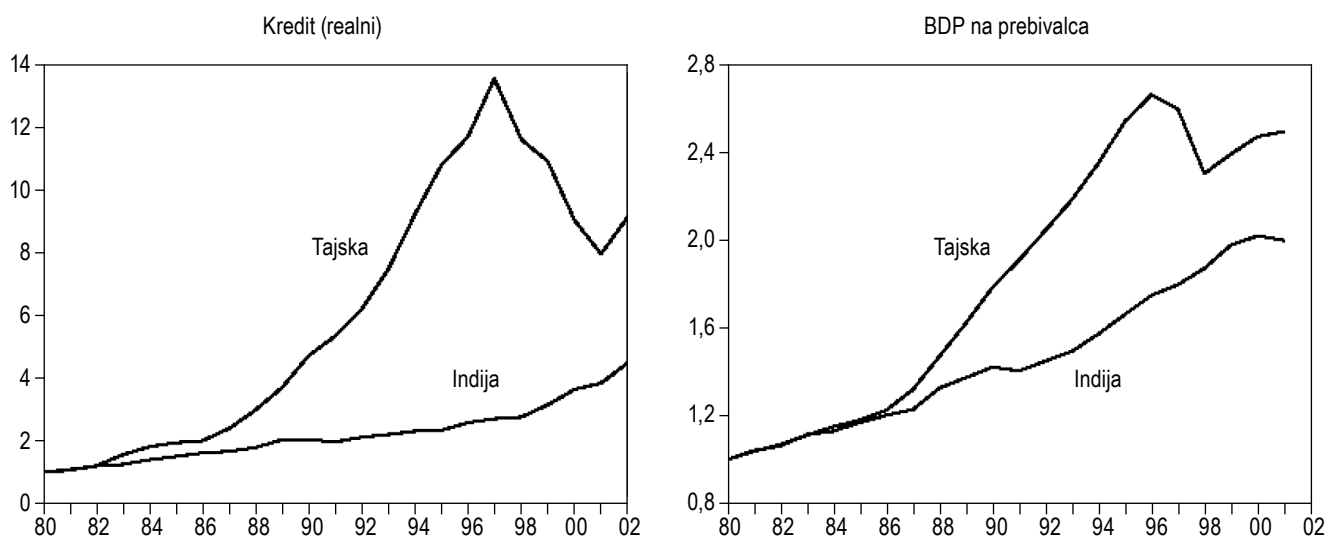
V pogledu finančne liberalizacije si stališča analitikov niso enotna: v nasprotju s skupino, ki finančno liberalizacijo povezuje z okrepljenim finančnim razvojem in s prispevkom k višji dolgoročni rasti, pa druga skupina zastopa stališča, da liberalizacija vodi v prekomerno prevzemanje tveganja, povečuje makroekonomsko volatilitnost in vodi v večjo pogostost kriz. Medtem ko npr. Bekaert, Harveya in Lundblada (2005) z empiričnimi testi ugotavljajo, da liberalizacija borznih trgov vodi v povečanje povprečne rasti BDP za 1 odstotek, in tudi testiranja Henryja (2000) potrjujejo ta rezultat na ravni podjetja, s tem ko kažejo, da finančna liberalizacija vodi v investicijski zamah povezan s padajočimi stroški kapitala, po drugi strani Glick in Hutchinson (2001) ugotavljata, da se nagnjenost k bančnim in valutnim krizam povečuje v obdobju po finančni liberalizaciji.

Kontrastni primer Tajске in Indije ilustrira dualni učinek finančne liberalizacije. Na Tajskem je finančno liberalizirano gospodarstvo doživljalo obdobje kreditnih ekspanzij in kriz, medtem ko se je Indija, neliberalizirana ekonomija, soočala s počasno, vendar varno rastjo. Indijski BDP na prebivalca je v obdobju 1980–2001 porasel samo za 99 odstotkov, medtem ko je tajski BDP na prebivalca porasel za 148 odstotkov, kljub temu da so bili soočeni z veliko finančno krizo.

Finančna liberalizacija običajno vodi v finančno krhkost in k priložnostnim finančnim krizam. Ranciere, Tornell in Westermann (2006) ugotavljajo, da je neto učinek finančne liberalizacije vendarle dolgoročnejša hitrejša gospodarska rast, kajti na dolgi rok pozitivni učinki večjega finančnega poglobljanja in večjega obsega investicij prevladajo nad negativnimi učinki finančne krhkosti in večje pogostosti kriz.

Empirična literatura pri obravnavi mehanizmov kriz razlikuje med različnimi tipi finančnih kriz: bančne krize, valutne krize, dolžniške krize in kombinacije vseh treh. Tretjo generacijo kriz definirajo tudi kot dvojno krizo (angl.

Slika 5: Tajska v primerjavi z Indijo (kredit in BDP (1980–2002))



Vir: Ranciere, Tornell in Westermann (2003).

*twin crisis*) spremljano z dolžniškim zlomom. Najnovejše empirične ocene (Bordo 2007) potrjujejo spremembo v vzorcih finančnih kriz in sugerirajo pojav novih mehanizmov in sprožilcev kriz.

Wei in Frankel (2004) poskušata raziskovati modele finančnih kriz z vidika vzročnika krize. Čigava napaka je izbruh krize? Prva generacija trdi, da je povzročitelj domača makroekonomska politika. Druga generacija je mnenja, da gre kriviti volatilne finančne trge, tretja generacija pa trdi, da je to finančna struktura. V nevtralnem jeziku so torej pojasnila naslednja: prekomerna makroekonomska ekspanzija, multiplo ravnovesje in moralni hazard. Z vidika identificiranja subjekta odgovornosti pa so »obtoženci« ne-disiplinirani domači nosilci ekonomske politike, »nori« mednarodni investitorji in »kronski« kapitalisti (Rajan 2004).

## 6. Sklepne misli

Sodobne finančne krize zahtevajo ukrepanje na treh medsebojno povezanih področjih, tj. v makroekonomski politiki, v politiki finančnega sektorja ter na področju upravljanja podjetij. V luči transmisijjskih kanalov novejših finančnih kriz se v fokusu obravnave vse bolj upravičeno pojavlja pomen regulacije in nadzora finančnega sistema. Občutljivost ekonomij, ki jih povzročča valutno in dospelostno neujemanje (angl. *mis-match*) v razmerah liberalizacije kapitalskega računa, še dodatno potencira pojav in razmah moralnega hazarda. Azijska lekcija opozarja na pomen skrbnega upravljanja tveganj v bančnem sistemu; prehod valutne krize v krizo dvojčka namreč enormno poviša stroške finančne krize, merjene z izgubo outputa. Zato se nam zdi utemeljeno priporočilo, da se preventiva kriz začneja z regulacijo finančnega sektorja.

Prikazane pojavne oblike kriz, njihova geneza in struktura ter ekonomsko-politične implikacije sugerirajo pomembne razlike med generacijami finančnih kriz:

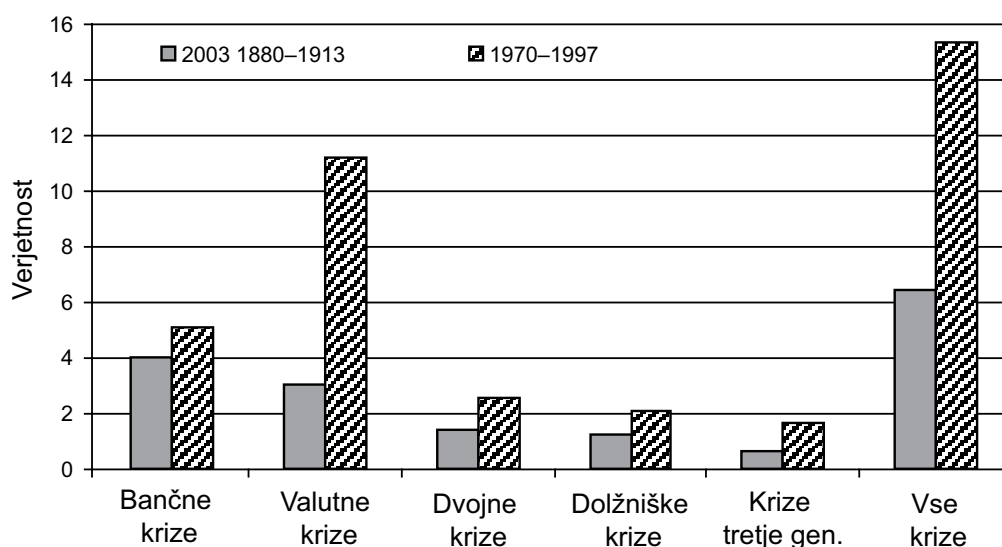
Prvo generacijo lahko definiramo kot finančno krizo, ki je zaslužena, napovedljiva in brez hudih učinkov. Povzročena je s kontradiktorno in nevdržno politiko. Ko se zgodi, postanejo slabe ekonomske variable dobro vidne, sama kriza pa dejansko ne poslabša stanja ekonomije.

Pri drugi generaciji postane dosti manj jasno, da je kriza zaslužena. Vendar pa postane kriza nepredvidljiva, čeprav še vedno večinoma brez vidnih učinkov.

S tretjo generacijo kriz pa kriza dejansko pridobi negativno konotacijo – v glavnem zato, ker ni več samo posledica denarne politike. V tej krizi postane deprecijacija nominalnega deviznega tečaja bolj simptom kot pa osnovni dejavnik kriz. Zato je upravičeno pričakovanje, da četrta generacija kriznih modelov morda sploh ne bo več valutna kriza, pač pa bolj splošna finančna kriza, kjer bodo glavno vlogo igrale netečajne cene.

Empirične raziskave sodobnih finančnih kriz kažejo, da se geneza in mehanizmi špekulativnih napadov spreminjajo v takšni meri, da postajajo krize vse manj napovedljive. Nepredvidljivost nastanka makroekonomskih neravnovesij in izbruha gospodarskih kriz je povezana z dejstvom, da ni moč predvideti vnaprej, katere osnovne variable se bodo pokazale kot slabotne oz. kateri dejavniki bodo delovali kot povodi. V pogledu osnovnih dejavnikov so se npr. v krizi ERM 1992–1993 kot slabotne variable pokazale brezposelnost in nekonkurenčnost; v mehiški krizi 1994–1995 kratkoročni nezavarovani javni zunanji dolg, v azijski krizi (Tajska, Indonezija, Koreja) kratkoročni nezavarovani privatni zunanji dolg; v Braziliji pa rastoči fiskalni deficit in

Slika 6: Sprememba v vzorcih finančnih kriz



Vir: Bordo (2007).

valutno vezan domači dolg. Dejstvo je, da tako rekoč vsaka kriza izpostavi novo osnovno variabla, na katero mora biti ekonomska politika pozorna.

Tudi v pogledu povodov za nastanek kriz obstajajo nejasnosti. Popolnoma nejasno je, kaj utegne sprožiti paniko pri investitorjih. Empirična evidenca sugerira celo paleto povodov: v krizi ERM 1992–1993 je bila to zavrnitev mastrichtske listine, v mehiški krizi 1994 porast ameriških obrestnih mer, na Tajskem 1997 močan padec izvoza itd.

Sodobne krize se občutno razlikujejo od kriz v prejšnjih desetletjih. Medtem ko je bil v krizah šestdesetih in sedemdesetih letih poudarek na nekonsistentnosti med fiskalno in monetarno politiko in sistemom deviznega tečaja, pa krize v devetdesetih letih karakterizirajo samoizpolnitvena pričakovanja in čredno obnašanje na mednarodnih kapitalskih trgih. Nekdanje plačilnobilančne krize so bile posledice dejstva, da je država financirala fiskalni deficit s tiskanjem denarja, kar je vodilo v presežno rast kreditov in v zlom fiksnega režima. Šlo je torej za neravnovesja v domačih osnovnih variablah. Sodobne krize pa se porajajo tudi v razmerah, ko domače osnovne variable niso nujno zelo slabe. Krize so posledica okužbe iz tujine. V takšnih razmerah se domača ekonomska politika nahaja pred popolnoma novimi izzivi. Globalizacija v vseh sferah gospodarstva ustvarja razmere, ko ni dovolj, da ekonomska politika zagotavlja solidne osnovne variable; upoštevajoč dejstvo, da so napadi prisotni v coni, ko so osnovne variable še solidne, vendar že ranljive, zahteva, da ekonomska politika nenehno stremi k doseganju takšne kakovosti osnovnih variabel, ki možnost napada reducirajo na minimum.

## LITERATURA

1. Abel, B. Andrew in Bernanke S. Ben. (2005). *Macroeconomics*. Pearson Education.
2. Bekaert, G., C. Harvey in R. Lundblad (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth? *Economic policy*: 77.
3. Blanchard, Oliver (1997). *Macroeconomics*. Prentice Hall.
4. Bordo, Michael (2007). Growing up to Financial Stability, NBER Working Paper No. 12993, NBER.
5. Calvo, Guillermo in Enrique G. Mendoza (1997). Rational Herd Behaviour and the Globalisation of Securities Markets. Mimeo. University of Maryland, November.
6. Connolly, M. in B. Taylor (1984). The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and its Impact on the Relative Price of Traded Goods. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 16.
7. Flood, Robert in Peter M. Garber (1984). Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics*: 17.
8. Flood, Robert, Peter Garber in Charles Kramer (1996). Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example. *Journal of International Economics*: 41.
9. Flood, Robert in Nancy Marion (1998). Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. *NBER Working Paper No. 6380*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
10. Glick, R. in M. Hutchinson (2001). Banking Crises and Currency Crises: How Common are the Twins. V: *Financial Crises in Emerging Markets*. (ur.) Glick, Moreno in Spiegel. New York: Cambridge University Press.
11. Henry, P. (2000). Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *Journal of Finance*: 55.
12. Krugman, Paul (1998). Asia: What Went Wrong. *Fortune*. March 2.
13. Krugman, Paul and James Rotemberg (1991). Speculative Attacks on Target Zones. V: *Target Zones and Currency Bands*. ur. P. Krugman in M. Miller. Oxford: Oxford University Press.
14. Krugman, Paul (1979). A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking* IV. 11: 311–325.
15. Masson, P. (1998). Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria. *IMF Working Paper*: 142.
16. McKinnon, Ronald in Huw Pill (1996). Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome. V: *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, ur. Takatoshi Ito in Anne O. Krueger. Chicago. University of Chicago Press.
17. Obstfeld, Maurice (1986). Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises. *American Economic Review*, IV. 76: 72–81.
18. Rajan, Raghuram (2004). Dollar Shortages and Crises, *NBER Working Paper* No. 10845.
19. Ranciere Romain, Aaron Tornell in Frank Westermann (2006). Decomposing the Effects of financial liberalization: Crise. Vs. Growth, *NBER Working Paper* No. 12806.
20. Ranciere, R., A. Tornell in F. Westermann (2003). Crises and Growth: A Re-evaluation. *NBER Working Paper* No. 10073.
21. Salvatore, Dominic (2001). *International Economics*. New York: John Wiley & Sons.
22. Weber, R. (1999). *Währungs und Finanzkrisen: Lehren für Mittel- und Osteuropa?*. Stuttgart: Lucens.
23. Wei, Shang-jin in Jeffrey Frankel (2004). Managing Macroeconomic Crises: Policy Lessons, mimeo, International Monetary Fund.
24. Wyplosz, Charles (1998). Globalised Financial Markets and Financial Crises. *Working Paper*. London: CEPR.