

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**  
**VZROKI VALUTNIH KRIZ V DEVETDESETIH**

Ljubljana, junij 2002

ALJAŽ FINC

# KAZALO

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2. DEFINICIJE VALUTNIH KRIZ.....</b>	<b>3</b>
<b>3. TEORETIČNI MODELI VALUTNIH KRIZ.....</b>	<b>6</b>
3.1 MODELI PRVE GENERACIJE ALI OSNOVNI MODEL.....	6
3.2. MODELI DRUGE GENERACIJE .....	9
3.2.1. ČREDNI NAGON .....	12
3.2.2 UČINEK OKUŽBE.....	13
3.2.3 DELOVANJE VELIKIH INVESTITORJEV.....	14
3.3. MODELI TRETJE GENERACIJE .....	15
3.3.1. MORALNI HAZARD IN PREKOMERNO INVESTIRANJE .....	16
3.3.2. MODEL NAVALA NA BANKE.....	16
3.3.3. BILANCE PODJETIJ IN VALUTNE KRIZE .....	17
<b>4. EMPIRIČNE DETERMINANTE VALUTNIH KRIZ.....</b>	<b>18</b>
<b>5. VZROKI VALUTNIH KRIZ.....</b>	<b>21</b>
5.1. MAKROEKONOMSKA POLITIKA IN VPLIV MDS-A NA NASTAJAJOČE TRGE.....	21
5.1.1. TEČAJNA POLITIKA IN TRDEN DEVIZNI TEČAJ KOT “NOMINALNO SIDRO” .....	21
5.1.2. VLOGA MDS-A .....	23
5.1.3. MONETARNA POLITIKA.....	25
5.1.4. FISKALNA POLITIKA.....	26
5.2. STANJE V FINANČNEM SEKTORJU IN POMANKANJE NADZORA.....	27
5.2.1 STANJE V BANČNEM SEKTORJU .....	27
5.2.2. POMANJKANJE NADZORA .....	28
5.3. ZUNANJA RANLJIVOST GOSPODARSTVA .....	28
5.3.1. STRUKTURA IN JAKOST TOKOV KAPITALA.....	28
5.3.2. VPLIV ZUNANJIH DEJAVNIKOV ALI “MONSUNSKI UČINEK” .....	33
5.4. UČINEK OKUŽBE.....	36
5.5. POLITIČNI INTERESI IN KORUPCIJA .....	37
5.5.1. POLITIČNI INTERESI.....	37
5.5.2. KORUPCIJA .....	38
<b>6. SKLEP .....</b>	<b>40</b>
<b>7. LITERATURA .....</b>	<b>41</b>
<b>8. VIRI.....</b>	<b>43</b>
SLOVARČEK.....	44

# 1. UVOD

Eden izmed glavnih razlogov za ustanovitev mednarodnega denarnega sklada (MDS) leta 1944 je bil zagotoviti kreditno pomoč državam s plačilnobilančnimi težavami, in jim s tem omogočiti časovno sprejemljivo prilagajanje plačilnobilančnim neravnotežjem. Obseg teh kreditov se je v zadnjem desetletju znatno povečal, poleg tega pa so bili le-ti mnogokrat odobreni šele po usodnih odlivih kapitala, ki so države že predhodno prisilili k devalvaciji svojih valut.

Padec vrednosti valut so povzročili veliki špekulativni napadi. Ti so opustošili tisto, kar se je prej zdela neizčrpna količina deviznih rezerv. In zakaj napadi na prav te valute? Zato, ker so bile njihove devalvacije tudi pričakovane. Na tej točki se mi tako zastavlja vprašanje, ali so potem prav špekulativni napadi krivci valutnih kriz v devetdesetih? To vprašanje pa je obenem tudi teza mojega diplomskega dela: **Špekulacije so povzročiteljice valutnih kriz**. Krožna logika, po kateri investitorji prodajajo določeno valuto, ker naj bi ta po pričakovanjih devalvirala, pri tem pa paradoksalno večino pritiska ustvarijo prav investitorji sami oziroma njihovo pomankanje zaupanja v valuto, pa je njihova glavna determinanta.

V zadnjem desetletju smo bili priča kar nekaj valutnim krizam, ki so predmet moje razprave. Zaradi nekaterih podobnosti med njimi sem se odločil poiskati vzroke, ki so botrovali njihovem nastanku in jih ustrezno pojasniti, to pa je tudi cilj te naloge.

Diplomsko delo sestavlja šest poglavij, od katerih sta prvo in zadnje uvod oziroma zaključek.

Drugo poglavje je namenjeno definiciji valutnih kriz, aktualni in pereči temi mnogih novejših razprav ekonomske literature tako na teoretični kot na praktični ravni. Kljub obilici naporov, ki so bili vloženi v poskus enotne definicije, se še vedno srečujemo z različnimi, pogosto nasprotujočimi si definicijami. Skrajnost v razmišljanjih predstavlja znani ekonomist Paul R. Krugman (2000, str. 1), ki pravi, da "Splošno sprejete definicije valutnih kriz sicer ni, vendar jih prepoznamo, ko jih vidimo"<sup>1</sup>. Kako pomembna je torej definicija?

V tretjem poglavju bom predstavil prevladujoče modele valutnih kriz. Ti modeli so pomembni za razumevanje valutnih kriz na splošno in so osnova za vse nadaljne empirične raziskave in drugič modeli v sebi skrivajo vzroke za nastanek valutnih kriz, ki so predmet mojega diplomskega dela. Začel bom z opisom osnovnega modela (model prve

---

<sup>1</sup>"There is no generally accepted formal definition of a currency crisis, but we know them when we see them".

generacije)<sup>2</sup>, ki je bil razvit že pred dvajsetimi leti, a še danes ostaja osnova razprav o valutnih krizah. Zaradi njegove pomankljivosti ali bolje, nerealističnega pogleda na centralno banko in njene omejitve ter zaradi nezmožnosti aplikacije tega modela na novejša primera kriz, bom v nadaljevanju predstavil modele druge generacije. Slednji odpirajo pomembno vprašanje: ali so valutne krize vedno upravičene? Ali so valutne krize vedno rezultat tržnih pričakovanj o nekonsistentnosti nacionalnih politik? Ali pa so preprosto rezultat arbitraže in v nasprotnem primeru do njih sploh ne bi prišlo? V tem kontekstu bom predstavil primere kriz, katerih vzroki ne ležijo v osnovnih dejavnikih. Mednje spadajo čredni nagon, delovanje velikih investitorjev in učinek okužbe. A v teoriji modelov valutnih kriz to še zdaleč ni vse. Že azijska kriza leta 1997 je načela dvome o modelih druge generacije in s tem odprla vrata modelom tretje generacije. Ti se pojavljajo v treh inačicah, katerih skupne karakteristike so večji negativni učinki na gospodarstvo oziroma njegov proizvod ob izbruhu krize.

Četrto poglavje diplomske naloge se ukvarja z empirično podporo vzrokov valutnih kriz. V njem bom na kratko predstavil sedem študij, ki so nastale v obdobju od leta 1995 do 2000. Namen takšne predstavitve je predvsem poiskati najučinkovitejše indikatorje valutnih kriz. Ti se močno razlikujejo od krize do krize, kar potrjuje sklep o različnosti vzrokov valutnih kriz. Kljub velikemu številu indikatorjev pa izstopajo le nekateri. Te sem razvrstil v sledeče skupine: realni devizni tečaj, mednarodne denarne rezerve, ekspanzivna proračunska in monetarna politika, domača inflacija, razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami.

V zadnjem, petem poglavju bom s pomočjo empiričnih študij iz četrtega poglavja izločil glavne vzroke, potrjene tako s strani teorije (modeli prve, druge in tretje generacije) kot prakse in jih ustrezno vsebinsko pojasnil. Vzroke valutnih kriz bom razdelil v pet skupin. Najprej bom predstavil makroekonomsko politiko in vpliv MDS na nastajajoče trge, pri čemer dajem poudarek na tečajno politiko ter restriktivno monetarno in fiskalno politiko. Sledi stanje v finančnem sektorju (bančni sektor in mednarodna likvidnost) in pomankanje nadzora, zunanja ranljivost gospodarstva, kamor so vključeni tudi kapitalski tokovi in vpliv njihove variabilnosti na stabilnost gospodarstva, učinek okužbe ter, kot zadnje, vpliv političnih interesov in korupcije na nastajajoče trge.

---

<sup>2</sup> Eichengreen et al. (1995) prvi uvedejo pojma "modeli prve generacije" in "modeli druge generacije" v teorijo valutnih kriz.

## 2. DEFINICIJE VALUTNIH KRIZ

Valutne krize so navadno opredeljene v okviru finančnih kriz, kamor sodijo tudi bančne in dolžniške krize (Aziz et al., 2000). Za nadaljno analizo valutnih kriz sta pomembni tudi definiciji bančne in dolžniške krize, to pa predvsem iz dveh razlogov. Prvič, le v redkih primerih prihaja do popolnoma izoliranih primerov kriz, saj so značilnosti valutnih kriz pogosto povezane z ostalimi finančnimi problemi v gospodarstvu. Iz tega razloga je zato zelo težko izolirati "čisto" valutno krizo. In drugič, v mnogo primerih se ena vrsta krize razvije v drugo. V praksi se nahajajo primeri tako istočasnih značilnosti bančnih, valutnih in dolžniških kriz (Azija, Mehika), kot tudi primeri, kjer bančnim krizam sledijo valutne (Aziz et al., 2000).

Graciela L. Kaminsky in Carmen M. Reinhart (1999) definirata bančne krize kot naval na banke; naval, ki posledično vodi v zaprtje, združitve in prevzeme bank s strani javnega sektorja. Definicija pa vključuje tudi primere tistih bančnih kriz, katerih vzrok niso navali oziroma so bili le-ti neuspešni. Slednji povzročajo tako preklic konvertibilnosti bančnih obveznosti kot pritisk na vlado oziroma njeno intervencijo. Definicija, ki jo podajata Kaminsky in Reinhart, omogoča možnost uporabe spremembe bančnih depozitov kot indikatorja začetka bančnih kriz. Pogosto se bančni problemi pojavijo ne le na strani obveznosti banke, temveč tudi na strani njenih sredstev v obliki padca cen nepremičnin in stečajev podjetij v nefinančnem sektorju. Zaradi težje dostopnosti tovrstnih podatkov je določanje bančnih kriz na ta način močno otežkočeno.

"Dolžniško krizo lahko definiramo kot nezmožnost servisiranja dolga do tujine s strani določene države" (Aziz et al., 2000, str. 5).

Peter J.G. Vlaar (2000, str. 1-4) meni, da je za napovedovanje in merjenje valutnih kriz osnovnega pomena njihova definicija. Večina strokovnjakov ponuja definicijo valutne krize za sisteme trdnih deviznih tečajev in jo definira kot devalvacijo/revalvacijo oziroma kot razpad trdnega in s tem vzpostavitev drsečega režima deviznega tečaja. Pri tem žal izpušča mnogokateri primer, ko države ne vežejo svoje valute na tujo valuto ali košarico tujih valut, tj. v primeru, ko gre za prosto gibanje tečaja znotraj dovoljenih meja. Še več, tudi države, katerih valuta prosto drsi, so lahko žrtve uničujoče depreciacije, katero povzročijo špekulativni napadi. Prav tako ne moremo šteti med valutne krize manjšega nihanja vrednosti valute v mirnem obdobju. Tu gre le za prilagoditev realnega deviznega tečaja dejanskemu stanju v gospodarstvu, izogibanje bodočim špekulativnim napadom in ne nazadnje za pospeševanje izvoza.

Iz tega sledi, da je pomembna predvsem velikost spremembe deviznega tečaja. Lahko bi rekli, da je valutna kriza definirana kot velika depreciacija, tako nominalna kot realna. Na

tem mestu se zastavljata dve vprašanji o tem, kakšna naj bo mejna vrednost oziroma prag depreciacije in, ali sem spadajo tudi neuspešni špekulativni napadi. Prav odgovor na ti dve vprašanji pa je ena izmed glavnih točk razhajanja med prevladujočimi definicijami valutnih kriz.

Tako npr. Jeffrey A. Frankel in Andrew K. Rose (1996, str. 3) definirata valutni zlom kot nominalno depreciacijo valute za najmanj 25 odstotkov. V to definicijo neuspešni špekulativni napadi potemtakem niso vključeni. Meja 25-ih odstotkov je določena povsem arbitrarno, saj naj bi analiza občutljivosti<sup>3</sup> pokazala, da točna številka ni ključnega pomena. Ker gre v veliko primerih za države z visokimi stopnjami inflacije in zato tudi z visokimi pričakovanimi stopnjami depreciacije, ni dovolj, da devizni tečaj določene valute preseže mejo 25-ih odstotkov. Preseči mora tudi spremembo deviznega tečaja preteklega leta vsaj za 10 odstotnih točk. Poleg tega zgoraj omenjena avtorja, da bi se izognila dvojnemu štetju, med valutne zlome ne štejeta tistih, katerih časovni razmik je krajši od treh let.

Nekoliko drugače Eichengreen et al. (1995) ugotavljajo, da se špekulativni pritiski odražajo ne le v spremembi nominalnega tečaja (devalvacija/depreciacija)<sup>4</sup> temveč tudi v spremembah mednarodnih denarnih rezerv in spremembah obrestnih mer. V definicijo torej vključujejo tudi neuspele špekulativne napade. Osnovna logika takega pristopa se uresničuje v možnosti posega države v primeru napada na valuto. S takim pristopom lahko država prepusti devizni tečaj depreciaciji, intervenira na deviznem trgu s prodajo deviznih rezerv in ne nazadnje dvigne obrestne mere, s čimer se poveča pritok kapitala in zmanjša pritisk špekulacij na domačo valuto. V svojih analizah uporabljajo t.i. "indeks špekulativnega pritiska"<sup>5</sup>, ki je sestavljen iz tehtanega povprečja sprememb rezerv, obrestnih mer in nominalnega deviznega tečaja.

Kritika "indeksa špekulativnega pritiska", pod katero sta se podpisala Flood in Marion (1998), se nanaša na tri vidike tega modela: na pomankljivo izbiro uteži glede na spremenljivke, na "okuženost" indeksa s problemom agregacije časovnih vrst ter na problem nenapovedljivosti določenih kriz s pomočjo sprememb v ekonomskih temeljih.

Eden izmed vzrokov izključitve neuspešnih špekulativnih napadov iz definicije valutnih kriz je lahko specifična namembnost modela za napovedovanje valutnih kriz. J.P. Morgan (1998) je definirala svoj indikator za napovedovanje kriz "Event Risk Indicator" kot najmanj 10-odstotno realno depreciacijo glavnega bilateralnega deviznega tečaja. Takšna

---

<sup>3</sup> "Sensitivity analysis" se uporablja za testiranje referenčne regresije (oziroma njenih rezultatov), njene občutljivosti na različne intervale "kriznega indeksa" ter na uteži, ki jo sestavljajo. Pogosto se uporablja tudi za testiranje mejne vrednosti RDT oz. njegove depreciacije.

<sup>4</sup> Ker večina razpoložljive literature uporablja pojma depreciacija/apreciacija in o pojmu devalvacija/revalvacija govorimo samo v primeru, ko mislimo na sisteme trdnih deviznih tečajev, bom v nadaljevanju uporabljal pojma depreciacija/apreciacija za padec/rast deviznega tečaja.

<sup>5</sup> Ta indeks v svojih študijah uporabljajo tudi Kaminsky in Reinhart (1996) in Sachs et al. (1996)

definicija se zazdi popolnoma razumljiva ob upoštevanju dejstva, da je glavni cilj modela napovedati donosne mesece za investicije v “šibke” valute.

Geraldo Esquivel in Felipe Larrain B. (1999) podobno kot Frankel in Rose (1996) menita, da valutna kriza nastopi ob nenadni spremembi nominalnega deviznega tečaja. Se pravi, da se pridružujeta tistim, ki iz svojih definicij valutnih kriz izločajo neuspele špekulativne napade. Takšna definicija je predvsem posledica dejstva, da je nastop špekulativnega napada težko oceniti, te ocene pa so tudi precej subjektivne narave. Da bi Esquivel in Larrain deprecijacijo označila kot valutno krizo, mora ta izpolnjevati sledeča kriterija: stopnja deprecijacije mora biti relativno visoka glede na “normalno” stopnjo deprecijacije neke države, poleg tega pa mora vplivati na pariteto kupne moči (PKM) v državi. Iz definicije tako izključita nominalno deprecijacijo, ki je le posledica visoke inflacijske stopnje. Iz teh kriterijev je razvidno, da valutna kriza nastopi, ko se ob nominalni deprecijaciji pojavi tudi večja nenadna sprememba v realnem deviznem tečaju. Ker se splošna raven cen počasi odziva na spremembe v nominalnem deviznem tečaju, sta za odkrivanje valutnih kriz uporabila spremenljivko spremembe realnega deviznega tečaja. Zato sta morala najprej definirati velikost spremembe realnega deviznega tečaja, s katero je moč definirati valutno krizo. Po njunem mnenju torej valutna kriza nastopi, ko je izpolnjen eden izmed naslednjih pogojev:

#### Pogoj A:

Vsaj 15-odstotna sprememba akumuliranega tromesečnega realnega deviznega tečaja:

$$\Delta^3 \varepsilon_{it} > 15\%$$

ali

#### Pogoj B:

Enomesečna sprememba realnega deviznega tečaja (RDT) mora biti 2,54-krat večja od standardnega odklona mesečne stopnje rasti realnega deviznega tečaja. Hkrati mora preseči 4 odstotke:

$$\Delta^1 \varepsilon_{it} > 2.54 \sigma_i^{\Delta \varepsilon} \quad \text{in} \quad \Delta^1 \varepsilon_{it} > 4\%,$$

pri čemer so:

$\varepsilon_{it}$  realni devizni tečaj v državi  $i$  v času  $t$ ,

$\Delta^1 \varepsilon_{it}$  enomesečna stopnja rasti RDT v državi  $i$  v času  $t$ ,

$\Delta^3 \varepsilon_{it}$  akumulirana tromesečna stopnja rasti RDT v državi  $i$  in v času  $t$ ,

$\sigma_i^{\Delta \varepsilon}$  standardni odklon od  $\Delta^1 \varepsilon$  v državi  $i$ .

Pogoj A zagotavlja, da se vsaka dovolj velika realna deprecijacija pojmuje kot valutna kriza, pri čemer je mejna vrednost 15 odstotkov določena arbitrarno. Pogoj B pa po drugi strani skuša zajeti spremembe v RDT-ju, ki so relativno dovolj velike glede na predhodne mesečne spremembe RDT-ja, značilnega za določeno državo. Med predstavljenimi definicijami valutnih kriz je moč opaziti precej razlik. Odraž teh razlik so predvsem različni rezultati, dobljeni s pomočjo empiričnih analiz, namenjenih odkrivanju in napovedovanju valutnih kriz, ki so podrobneje predstavljene v četrtem delu.

### **3. TEORETIČNI MODELI VALUTNIH KRIZ**

Izvirnik osnovnega modela, katerega avtor je Stephan Salant, se je pojavil že sredi sedemdesetih let. Logika modela, ki se sprva ni nanašal na valutne krize temveč na nevarnost shem za stabilizacijo cen blaga, se je uporabil kot osnova za nastanek prvih modelov valutnih kriz. Ti modeli, danes poznani tudi pod imenom “modeli prve generacije”, so svoje pravo mesto v kontekstu valutnih kriz dobili v odzivu na dve večji valutni krizi DVR<sup>6</sup>, mehiške (1973-82) in argentinske (1978-81).

#### **3.1 MODELI PRVE GENERACIJE ALI OSNOVNI MODEL**

Stephan Salant (1978) je trdil, da so sheme za stabilizacijo cen blaga potencialne tarče špekulativnih napadov. Domneval je, da bodo špekulanti držali v rokah “izčrpljivo” zalogo kapitala oziroma premoženja (v nadaljevanju kapital) le v primeru dovolj visoke rasti cen le-tega. Tako bi bil donos na njihov kapital vsaj enakovreden donosu na ves preostali kapital.

Vprašanje pa je, kaj bi se zgodilo v primeru, ko bi stabilizacijski odbor izrazil namero prodaje oziroma nakupa tega kapitala po fiksni ceni. Odgovor je odvisen od višine “skrite” cene kapitala, tj. tiste cene, ki bi prevladovala v odsotnosti stabilizacijskega odbora. Ko bi bila cena kapitala, določena s strani stabilizacijskega odbora, višja od skrite cene, bi špekulanti prodajali svoj kapital z utemeljitvijo, da kapitalski dobički niso več pričakovani. V tem primeru bi prišlo do močnega povečanja zalog stabilizacijskega odbora.

---

<sup>6</sup> Države v razvoju.



V nasprotnem primeru pa, ko bi skrita cena preseгла ciljno ceno stabilizacijskega odbora, bi posamezniki začeli kupovati kapital, ki bi z rastjo skrite cene zopet postal njihov “željeni” kapital. V takšnem primeru bi stabilizacijski odbor ostal brez zalog kapitala.

Podobno logiko je v teorijo valutnih kriz vpeljal P. Krugman (1979). Predpostavljal je naraščajoč trend “skrite” cene<sup>7</sup> tuje valute, tj. tiste cene, ki bi prevladala po špekulativnem napadu<sup>8</sup>. Razlog za rast skrite cene tuje valute naj bi po njegovem mnenju bil v prekomernem izdajanju denarja s strani centralne banke, namenjenega predvsem financiranju proračunskega primankljaja. Glavni problem naj bi torej ležal v ekspanzivni monetarni politiki. Tovrstna monetarna politika je gledano dolgoročno v nasprotju s trdnim deviznim tečajem, kratkoročno pa povzroča večje povpraševanje po tuji valuti. Vse skupaj ustvarja močan pritisk na deprecijacijo domače valute.

Logika osnovnega modela valutnih kriz, ki jo povzemam po Flood in Marion (1998) je zelo podobna poskusu stabilizacijskega odbora, da bi fiksiral ceno določenega sredstva. Prav zato si je mogoče zastaviti vprašanje, kaj bi se zgodilo v primeru, da bi špekulanti čakali do točke, ko bi deviznih rezerv zmanjkalo po naravni poti. Ob takšnem pasivnem obnašanju špekulantov bi prišlo do nenadnega skoka deviznega tečaja ali do deprecijacije domače valute, s tem pa do večjega povpraševanja po zdaj “dragoceni” tuji valuti. Ker bi bili v tem primeru imetniki domače valute na izgubi, je edina racionalna poteza špekulantov njena prodaja v trenutku, ko vrednost deviznih rezerv pade na kritičen nivo oziroma doseže mejno vrednost (tj. npr. količina deviznih rezerv potrebna za zadovoljitev povpraševanja med špekulativnim napadom). Opisano situacijo bom predstavil na sledečem grafičnem primeru (Slika1). Premica  $s_1$  predstavlja trdni devizni tečaj fiksiran pred napadom,  $d$  domače kredite,  $\mu$  stopnjo rasti domačih kreditov potrebno za financiranje proračunskega deficita ter  $s_2$ <sup>9</sup> skriti devizni tečaj, ki je enak vsoti  $\alpha\mu$  in  $d$ .

Predpostavimo najprej, da je  $d$  manjši od  $d^A$ . Ob taki stopnji domačih kreditov  $d$  bo špekulativni napad povzročil kasnejšo apreciacijo valute in s tem izgubo za “kupce” (v tem primeru špekulante) deviznih rezerv od države. Do napada ne bo prišlo vse dokler je  $d < d^A$ . In kaj se zgodi v primeru, ko špekulanti čakajo vse do trenutka, ko je  $d > d^A$ ? V tem primeru je  $s_2 > s_1$ , kar pomeni obstoj kapitalskih dobičkov špekulantov za vsako “kupljeno”

---

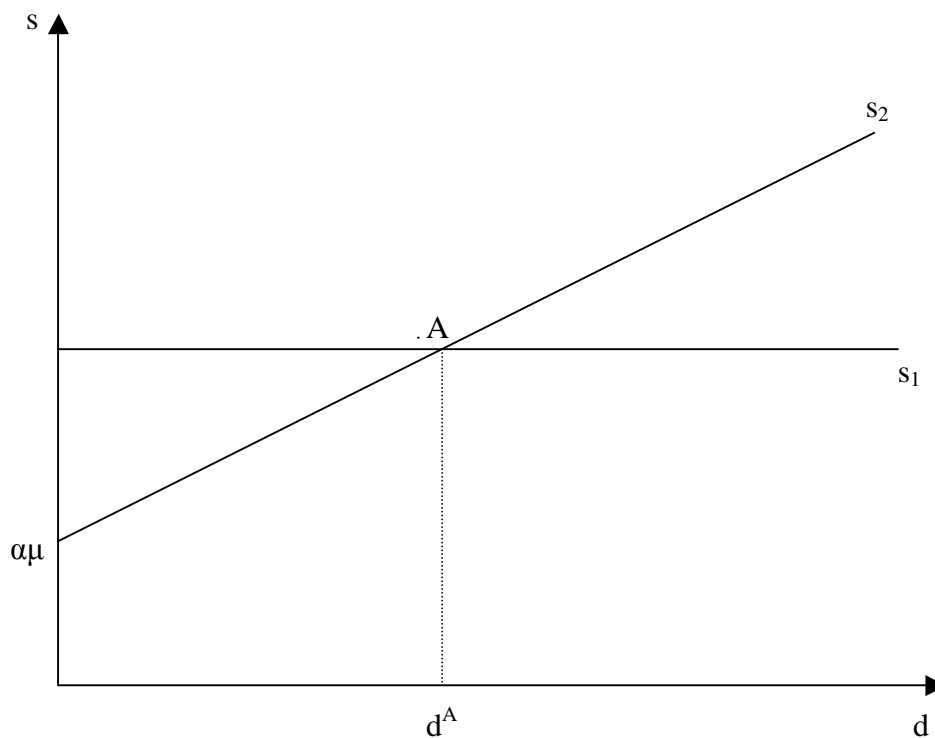
<sup>7</sup> Za določitev časa špekulativnega napada se v analizo vpelje skriti devizni tečaj. Definiran je kot plavajoči devizni tečaj, ki bi prevladal v primeru, ko bi špekulanti izčrpali preostale rezerve potrebne za vzdrževanje fiksnega deviznega tečaja. Skriti devizni tečaj pomaga tudi pri ocenjevanju dobičkov špekulantov, saj predstavlja ceno, po kateri lahko špekulanti prodajo mednarodne devizne rezerve, predhodno “kupljene” od države. Hkrati je to tudi tisti devizni tečaj, ki uravnoteži razmere na denarnem trgu po napadu, ko deviznih rezerv zmanjka (Flood, Marion 1998, str. 5).

<sup>8</sup> Kljub temu, da termin “špekulativni napad” ni bil uporabljen v Krugmanovem delu, sem ga na tem mestu uporabil, saj se v nadaljevanju navezujem na delo avtorjev Flood in Marion (1998), kjer je ta izraz uporabljen.

<sup>9</sup> Natančno izpeljavo skritega deviznega tečaja  $s_2$  podata Flood in Marion (1998, str. 3-6) ob predpostavki nespremenljivega deviznega tečaja, tujih cen in tujih obrestnih mer. Ob rasti domačih kreditov po stopnji  $\mu$  pride torej do padca rezerv  $r$  po isti stopnji ( $r = -\mu$ ).

enoto deviznih rezerv od države. Ker špekulanti seveda lahko predvidijo možne kapitalske dobičke, pride do medsebojnega “tekmovanja” v smislu prehiteti druge in napasti pred njimi. Njihova tekmovalnost se nadaljuje toliko časa, dokler ni čas napada potisnjen nazaj v točko  $d=d^A$ . Iz tega sledi, da pride do predvidenega napada točno v točki  $s_2=s_1$ . Hkrati prav zaradi tekmovalnosti ne pride do nenadnih skokov v deviznem tečaju.

**Slika 1: Špekulativni napad**



**Vir: Flood, Marion (1998:6).**

Predstavljen osnovni model ni le osnova za nastanek kasnejših modelov valutnih kriz, temveč je pomemben predvsem zaradi dveh iz njega izvirajočih ugotovitev. Prvič, večina valutnih kriz odseva v modelih prve generacije nekonsistenco med domačo politiko in politiko deviznega tečaja, in drugič, nenadni špekulativni napadi so razumljeni kot racionalno obnašanje posameznikov v primeru, ko valuta ni več fiksirana.

Slaba stran modelov prve generacije je v njihovi pomankljivi zgradbi in nerealistični razlagi vzrokov za nastanek valutnih kriz. Največ kritik si zasluži preveč mehaničen opis vladne politike. Po predpostavkah osnovnega modela naj bi bil ključ vseh težav slaba vladna politika, njena potreba po inflacijskem davku pa vzrok naraščajoče skrite cene tuje valute. Če so sklepi, ki izvirajo iz osnovnega modela pravilni, bi krizo preprečila že sama

rešitev fiskalnega problema. Če k temu dodamo še špekulacijski motiv, ki ga omogoča nekonsistentna politika (konstanten deficit in vezava deviznega tečaja), pa je valutna kriza praktično neizogibna.

Dandanes velja za zmotno tudi domneva o "prijaznosti" valutnih kriz, se pravi njihovi neškodljivosti za gospodarstvo. Sporen je tudi teoretično določljiv čas špekulativnega napada<sup>10</sup> (v praksi je ta trenutek zelo težko napovedati), ki je odvisen od količine deviznih rezerv in domače kreditne ekspanzije.

Prej opisani in grafično prikazani osnovni model označuje obdobje pred valutno krizo kot postopno, a konstantno zmanjševanje mednarodnih denarnih rezerv, ter konstantno relativno rast domačih kreditov glede na povpraševanje po denarju. Motor delovanja osnovnega modela je povečano ustvarjanje primarnega denarja kot posledice financiranja javnega sektorja ali proračunskega primankljaja. Tako povečano financiranje javnega sektorja kot proračunski primankljaj sta med najpomembnejšimi indikatorji za nastanek valutne krize.

### **3.2. MODELI DRUGE GENERACIJE**

Medtem ko v tradicionalnem pristopu pri obravnavanju valutnih kriz igra osrednjo vlogo zmanjšanje deviznih rezerv, ima politična odločitev o morebitni opustitvi fiksne paritete glavno mesto v modelih druge generacije. Ti modeli nam tako postrežejo s celo vrsto novih indikatorjev za napovedovanje valutnih kriz.

Pomankljivosti modelov prve generacije se pokažejo ob seriji špekulativnih napadov na valute EMS-a v letih 1992-93. V primeru EMS krize si je državna politika preprosto "oprala roke". V letih 1992-93 so države, ki so bile del EMS-a ohranile dostop do trga kapitala, izdajanje denarja pa je prešlo v roke monetarni politiki. In ne nazadnje, izginila je tudi mehanična povezanost med odlivom kapitala in opustitvijo trdnega deviznega tečaja v duhu osnovnega modela "you run out of reserves and that is it" (Krugman, 2001, str. 5). Po Krugmanovem mnenju tovrstna trenja postanejo v veliki meri stvar politične odločitve.<sup>11</sup>

Kljub temu, da imajo modeli druge generacije kar nekaj skupnih točk, se med seboj razlikujejo po velikosti vpliva, ki ga pripisujejo ekonomskim temeljem in političnim odločitvam (v nadaljevanju ekonomski temelji). V nekaterih modelih druge generacije igrajo ekonomski temelji odločilno vlogo pri določanju t.i. vmesnega območja<sup>12</sup> odločilnih

---

<sup>10</sup> Izpeljavo in razlago enačbe za čas napada podajata Flood in Marion (1998, str. 7).

<sup>11</sup> Leta 1992 so se britanske oblasti odločile, da ne bodo več branile tečaja funta za ceno višjih obrestnih mer, medtem ko je Francija storila ravno obratno.

<sup>12</sup> Obstfeld (1994), Drazen (1998) ter Flood in Marion (1998) na različne načine določajo vmesno območje.

spremenljivk, tj. območja, v katerem je valutna kriza možna, a ne "nujna". To pomeni, da je možnost valutne krize opredeljena s stanjem ekonomskih temeljev, pri čemer država z relativno dobrimi temelji ne bo doživela krize. S tem pa je tudi mogoče napovedati, katere države so potencialne kandidatke za valutno krizo, pa čeprav krize povsem natančno ni mogoče napovedati (Esquivel, Larrain, 1998).

Pomembna predpostavka modelov valutnih kriz, ki temeljijo na ekonomskih temeljih je ta, da vlada s svojo aktivno politiko maksimira svojo ciljno funkcijo. Le-to sestavljajo trije elementi: motiv za opustitev trdnega deviznega tečaja (visoka stopnja zadolženosti, brezposelnosti, padec družbenega proizvoda), motiv za vzdrževanje trdnega deviznega tečaja (trden devizni tečaj kot inflacijsko sidro, simbol nacionalnega ponosa, dejavnik pospeševanja mednarodnih tokov kapitala in trgovine) ter pogoj, da morajo stroški branjenja fiksne devizne tečaja rasti, ko investitorji oziroma trg pričakujejo, (ali vsaj sumijo), da bi bila lahko pariteta opuščena. Prav zadnji pogoj kaže na to, da je v modelu prisotno trenje v odločitvah vlade med opustitvijo in vzdrževanjem trdnega deviznega tečaja (Obstfeld, 1994).

Vse dokler je vezava valute verodostojna, so zgoraj opisani stroški cena, ki jo je vlada pripravljena plačati bodisi zaradi svojih političnih ciljev bodisi dolgoročnih ekonomskih ciljev, ki jih zagotavlja trden devizni tečaj. V trenutku, ko vezava neke valute ni več verodostojna, bodo investitorji zahtevali višje obrestne mere za sredstva, denominirana v tej valuti. A tudi vlada, ki je pripravljena plačati višjo ceno za vzdrževanje vezave svoje valute v odsotnosti špekulativnega napada lahko v nasprotnem primeru, tj. pri špekulativnem napadu, te cene ni pripravljena plačati. Prav ta nepripravljenost predstavlja vzpodbudo za napad vseh tistih špekulantov, ki verjamejo, da je verjetnost za napad s strani ostalih špekulantov na trgu povečana. Rezultat je možnost samouresničljive krize "zaupanja" (Krugman, 2001, str. 6-7).

Iz povedanega sledi, da obstaja veliko dejavnikov, ki vplivajo na maksimizacijo ciljne funkcije vlade, zaradi česar spadajo v kategorijo indikatorjev valutnih kriz. To so npr. višje tuje obrestne mere, ki ob trdnem deviznem tečaju povzročijo povišanje domačih obrestnih mer, padec proizvoda in povečanje stopnje brezposelnosti. Povišanje domačih obrestnih mer za zagotovitev trdnega deviznega tečaja pa lahko vpliva tudi na stroške financiranja države, hkrati pa je lahko odločitev o morebitni deprecijaciji odvisna od višine javnega dolga. Prav tako lahko višje obrestne mere pomenijo oslabitev bančnega sektorja in posledično obtežijo vladno tehtnico na stran deprecijacije in ne na kasnejšo pomoč v primeru krize bančnega sistema. To seveda pomeni, da je lahko prisotnost bančnih problemov prav tako pomemben indikator bližajoče se valutne krize. Ker pa je vlada tista, ki odloča oziroma "tehta", spadajo v skupino indikatorjev valutnih kriz tudi politične odločitve (Kaminsky et al., 1998).

Druga veja modelov druge generacije, ki je bistvenega pomena pri dokazovanju pravilnosti moje na začetku postavljene hipoteze, vidi možnost za nastanek valutne krize tudi v odsotnosti kakršnihkoli sprememb v ekonomskih temeljih. Ključnega pomena zanje je nepredvidljiva ekonomska politika oz. nelinearno obnašanje države, ki odpira možnost za nastanek multiplega ravnotežja ter posledično samouresničljive valutne krize.

Najpomembnejša predpostavka teh modelov je nenačrtovana ekonomska politika, ki se aktivno odziva na spremembe v gospodarstvu. Po drugi strani pa ekonomski subjekti na podlagi odločitev ekonomske politike oblikujejo svoja pričakovanja, ki vplivajo na ključne spremenljivke v gospodarstvu in posledično na odločitve ekonomske politike. Ta zaključeni krog omogoča multiplo ravnotežje, za katerega je značilno prehajanje iz enega ravnotežja v drugega brez vidnih sprememb ekonomskih temeljev. To pomeni, da se lahko gospodarstvo v določenem trenutku nahaja v ravnotežju, ki je konsistentno s trdnim deviznim tečajem. Že sam pesimizem v pričakovanjih ekonomskih subjektov pa lahko povzroči spremembe v političnih odločitvah ter razpad trdnega deviznega tečaja (Wyplosz, 1998, str. 6-8).

Wyplosz (1998, str.10) pravi, da obstoj multiplega ravnotežja ter pričakovanja ekonomskih subjektov kot vzvod za premik gospodarstva iz enega ravnotežja v drugega, vplivajo na nastanek samouresničljivih valutnih kriz. Ob tem mora na eni strani obstajati "trdno" ravnotežje tj. stanje, ko ni nevarnosti za napad na valuto, prioriteta vlade pa ostaja trden devizni tečaj, ki je skladen z ekonomskimi temelji. Istočasno pa je na drugi strani potreben obstoj "krhkega" ravnotežja, ki je lahko razlog, da napad na valuto uspe. "Krhko" ravnotežje je prej vzrok manjše želje vlade po obrambi pred špekulativnim napadom kot pa opustitve režima deviznega tečaja. Tako ravnanje vlade je lahko možno le v primeru obstoja določene šibke točke (višja brezposelnost, zmanjšanje proizvoda ali poslabšanje stanja v bančnem sektorju) v gospodarstvu, ki prepreči, da bi država branila trden devizni tečaj z dvigom obrestnih mer. Zelo verjetno je, da ima skoraj vsaka država kakšno šibko točko, kar pa v normalnih pogojih še ne pomeni nič slabega. Obstoj šibke točke je tako potreben, ne pa tudi zadosten pogoj za špekulativni napad. Samouresničljivi napadi lahko doletijo vsako državo s trdnim deviznim tečajem in visoko mobilnostjo kapitala, ki se nahaja med "popolnoma varno" in "zagotovo napadeno", zaradi česar so take vrste kriz na podlagi ekonomskih temeljev nepredvidljive.

Do zdaj sem opisal mehanizem delovanja teh modelov, a še vedno ostaja odprto vprašanje, kaj je dejansko v ozadju pričakovanj tržnih subjektov<sup>13</sup>, na katere se odziva vlada oziroma

---

<sup>13</sup> Krugman (1988) pravi, da okoliščine, v katerih se kriza lahko pojavi, predstavlja za špekulatorja t.i. "one-way option". To pomeni, da bodo špekulatorji pobrali kapitalski dobiček (ali, če merimo v tuji valuti, se bodo izognili izgubi) s prodajo domače valute v primeru, da do valutnega zloma pride, v nasprotnem primeru, pa ne bodo na zgubi. Kot odgovor na vprašanje zakaj potem špekulatorji že ob najmanjšem sumu ne prodajo valute navaja mikroekonomske oziroma tržne nepopolnosti, kot so transakcijski stroški, problemi pri pripravi kreditnih linij itd., saj lahko že manjši transakcijski stroški nadomestijo visoke letne stopnje donosa in s tem preprečijo uničujoč špekulativni napad.

vladna politika. Prav to je vprašanje na katerega po mojem mnenju ni mogoče dati natančnega odgovora in ga hkrati tudi ni moč najti v obstoječi literaturi, kajti vsaka valutna kriza postreže z novo vrsto dejavnikov, ki so mnogokrat odvisni celo od človeške narave in so kot taki skrajno nepredvidljivi. Se pravi, da je lahko v principu sprožilec valutne krize karkoli, naj si bo to sama informacija ali nek dovolj pomemben dogodek. Važno je, da v pomembnost take informacije verjame čim večje število udeležencev na trgu. V primeru, ko število tržnih subjektov, ki verjamejo v tako informacijo doseže kritičen nivo, pa se lahko gospodarstvo premakne v krizno ravnotežje.

V nadaljevanju bom predstavil tri najpogosteje omenjene različice modelov, ki pomagajo razložiti delovanje samouresničljivih kriz. To so čredni nagon, učinek okužbe in delovanje velikih investorjev.

### **3.2.1. ČREDNI NAGON**

Tako osnovni model kot tudi modeli druge generacije predpostavljajo učinkovitost deviznih trgov, kar konkretno pomeni razpoložljivost informacij ter njihovo učinkovitost. Zelo malo je dokazov, ki bi potrdili, da ta domnevanja veljajo, saj se na deviznih trgih pojavljajo zelo velika odstopanja oz. anomalije predpostavk učinkovitosti.

Eno izmed neučinkovitosti predstavlja čredni nagon. V kontekstu valutnih kriz bi takšno obnašanje npr. lahko pomenilo, da je val prodaj (v tem primeru gre za valuto) preprosto posledica čiste imitacije, ki se v skrajnem primeru sprevrže v valutno krizo.

Krugman (1998) pojasnjuje fenomen črednega nagona s pomočjo iz mikroekonomije znanega učinka vagona. Za njegovo aplikacijo v kontekst valutnih kriz je potrebno najprej predpostaviti, da investitorji razpolagajo izključno s svojimi privatnimi informacijami. To pomeni, da ima npr. investitor 1 posebne informacije o nekem trgu nepremičnin, investitor 2 razpolaga s posebnimi informacijami o stanju bank v tem gospodarstvu investitor 3 pa ima informacije o dogajanju in namerah vlade. Ker je vse, s čimer razpolaga investitor 1 samo njegova informacija, bo v primeru, da bo ta negativna, začel prodajati valuto. V primeru, da investitor 2 vidi, kaj počne investitor 1, se lahko zgodi, da začne s prodajo valute tudi on, in to kljub temu, da je lahko njegova informacija nevtralna ali celo pozitivna. Posledično pa lahko začne prodajati valuto tudi tretji investitor (kljub temu, da je lahko njegova informacija pozitivna), saj dejanja ostalih dveh investorjev povzročita, da dvom investitor 3 začne dvomiti v pravilnost svoje informacije. Vse to pomeni, da učinek vagona ustvarja na trgih s privatnimi informacijami neke vrste "vroči denar", ki lahko povzroči pretiran odziv deviznega trga na informacije o ekonomskih spremenljivkah.

### 3.2.2 UČINEK OKUŽBE

Prva razlaga učinka okužbe temelji na realnih povezavah<sup>14</sup> med državami, ko npr. valutna kriza v državi A poslabša ekonomske temelje države B. Tak način je možen pri državah s podobno gospodarsko strukturo ali podobno izvozno strukturo. V tem primeru deprecijacija v eni državi povzroči poslabšanje trgovinske bilance, zaposlenosti ter proizvoda druge države, lahko pa govorimo celo o kompetitivnih devalvacijah (Gerlach, Smets, 1995).

Ker pa je povezanost trgovine med državami, ki so žrtve učinka okužbe mnogokrat zelo šibka oz. odsotna sem v literature našel tri alternativne razlage, ki pojasnjujejo tudi takšne primere.

Prva razlaga, (Drazen, 1998, str. 6) temelji na informacijskih eksternalijah, ki jih aplicira na devizne trge. Vzemimo npr. dve državi s podobnimi makroekonomskimi okoliščinami, državo A in državo B. Primer tovrstnega učinka okužbe lahko predstavlja informacija o opustitvi trdnega deviznega tečaja države A. V primeru negotovosti vlade glede obrambe trdnega deviznega tečaja države B, lahko že sama informacija o razpadu trdnega deviznega tečaja države A povzroči, da bo država B, ki se nahaja v podobnih makroekonomskih okoliščinah bolj verjetno opustila trden devizni tečaj. Pri tem je pomembno, da je informacija te vrste izključno odraz razpada režima deviznega tečaja neke valute in nikakor ne informacija o makroekonomskih razmerah ali političnem stanju.

Druga razlaga vidi učinek okužbe v povezavi z multiplim ravnotežjem in samouresničljivim špekulativnim napadom. Po Massonu (1998, str. 5) naj bi bili ti modeli edini sposobni razložiti pravi (po njegovi definiciji) učinek okužbe (glej opombo št. 14). Trdi namreč, da je kriza rezultat poslabšanja stanja na tekočem računu plačilne bilance, ki je posledica ekstremno visokega servisiranja dolga. Istočasno pa obrestne mere vključujejo depreciajsko premijo, zaradi česar so lahko pričakovanja o deprecijaciji samouresničljiva.

Podobno tudi Eichengreen in Wiplosz (1993) ugotavljata, da lahko visoka brezposelnost povzroča predvidevanja tržnih subjektov o sprostitev monetarne politike. Možna posledica takšnih predvidevanj so špekulacije napram valuti države z visoko brezposelnostjo. Zaradi večjega pritiska na rast obrestnih mer pride do rasti stroškov branjenja trdnega deviznega tečaja, kar povzroči depreciajske pritiske kljub dejstvu, da do njih v odsotnosti špekulativnega pritiska sploh ne bi prišlo. Pričakovanja o monetarni ekspanziji postanejo zato samouresničljiva.

---

<sup>14</sup> Mason (1998) uporablja v primeru, ko se kriza zaradi vpliva ekonomskih temeljev širi iz ene v drugo državo izraz "učinek preliivanja". Z "učinkom okužbe" pa označuje izključno primere, ko kriza v eni državi samodejno sproži krizo v drugi, ne da bi bilo mogoče ta prenos pojasniti z ekonomskimi temelji.

Drazen (1998, str. 11-16) predstavi še model "članskega" učinka okužbe. Osnova tega modela je predpostavka, da je fiksiranje deviznega tečaja v osnovi politična odločitev, ki nastopi zaradi želje po večji politični integraciji in se potemtakem udejanja predvsem na račun ekonomskih stroškov. Hkrati je pomembna negotovost špekulantov glede zavezanosti države k trdnemu deviznemu tečaju. Špekulanti namreč ne morejo vedeti kakšno težo pripisuje vlada konfliktnim ciljem. Kar pa vedo, je to, da je članstvo v neki integraciji, ki je pogojeno z "ne-devalvirati", zelo pomemben cilj<sup>15</sup> države. Zaradi tega dejstva bi racionalno obnašanje špekulantov pomenilo, da bo uspešen napad na eno valuto razkril šibkejšo integriranost držav znotraj integracije in s tem postavil pod vprašaj moč in verodostojnost integracije kot celote. Ostale članice integracije tako v očeh špekulantov postanejo dovzetnejše za napad.

### 3.2.3 DELOVANJE VELIKIH INVESTITORJEV

Primeri, kjer so krize rezultat bodisi samouresničljivih racionalnih pričakovanj bodisi iracionalnega črednega nagona, omogočajo dobičkonosnost velikih špekulantov<sup>16</sup>, katere Krugman (1998) imenuje "Soroi". Za primer Krugman vzame državo, ki je dovolj ranljiva, da bi bila lahko tarča špekulativnega napada. Ranljivost države lahko izvira tako iz prepričanja investorjev v opustitev vezave v primeru špekulativnega napada kot preprosto zaradi posnemanja drug drugega in povzročitve nepotrebne panike. V takšnem primeru bi lahko velik investor (Soroi) najprej zavzel kratko pozicijo v valuti ranljive države, nato pa preprosto sprožil krizo s kombinacijo izjav v javnosti in izzivalnega prodajanja te valute.

Zdi se, da veliki investitorji le pospešijo nastanek krize, saj valuta, ki je ranljiva za samouresničljiv špekulativni napad, predstavlja dobičke tudi za ostale manjše investitorje. Ne glede na to, ali je na trgu prisoten velik investitor, začnejo manjši investitorji prodajati valuto v pričakovanju, da bo eden izmed njih dejansko omajal trden devizni tečaj. Tako lahko povzročijo propad vezave valute tudi v odsotnosti velikih investitorjev.

---

<sup>15</sup> Pomembnost članstva je odvisna predvsem od tega, kdo so ostale članice, ter od ekonomskih "žrtev", ki jih mora vlada sprejeti zaradi vezave svoje valute.

<sup>16</sup> Klasičen primer takšne strategije je napad George Sorosa (od tod tudi ime "Soroi") na britanski funt leta 1992, pri čemer je verjetno Soros kriv le predčasnega izstopa Velike Britanije iz ERM. Ista zgodba bi se verjetno zgodila tudi v odsotnosti Sorosa (čeprav verjetno nekoliko kasneje).



### 3.3. MODELI TRETJE GENERACIJE

Kljub uporabnosti prej omenjenih modelov prve in druge generacije, je azijska kriza pokazala novo obliko valutne krize, ki se razlikuje od prejšnjih kriz v kar nekaj osnovnih pogledih.

Mogoče je trditi, da nobeden izmed ekonomskih temeljev, značilnih za modele prve generacije v azijski krizi ni igral pomembne vloge. Vlade prizadetih gospodarstev so vodile proračunsko uravnoteženo politiko, hkrati pa se niso posluževale kakršnekoli kreditne ali monetarne ekspanzije.

Kljub manjšemu padcu gospodarske rasti držav, ki jih je zajela azijska kriza v letu 1996, ni mogoče opaziti večjih premikov v brezposelnosti. To pomeni, da ni nikakršne vzpodbude za opustitev trdnega deviznega tečaja zaradi potreb po monetarni ekspanziji, kar je bil vzrok krize EMS-a leta 1992. Poleg tega so bile posledice azijske valutne krize za prizadeta gospodarstva zelo negativne (Krugman, 1998).

Azijska kriza torej ni bila ne posledica proračunskega deficita ne posledica favoriziranja ekonomskih ciljev, kot je to značilno za modele druge generacije, saj je bil njen vzrok finančno prekoračenje in posledično finančni zlom. Manjšo vlogo v azijski krizi so odigrali devizni tečaji, saj je šlo predvsem za prenapihnenost in posledično zlom vrednosti premoženja in nepremičnin, pri čemer je bila valutna kriza prej znak krize, kot pa njen vzrok.

Kakšnemu modelu naj bi potemtakem ustrezale krize v drugi polovici devetdesetih? V literaturi se pojavlja več modelov, o katerih si ekonomisti niso enotni, ali gre v resnici za neko novo vejo modelov (se pravi za modele tretje generacije), ali pa so le nove oblike že obstoječih in med njimi načelno ni razlik. Tudi sam sem mnenja, da bi lahko valutne krize, ki jih pojasnjujejo modeli tretje generacije zlahka pojasnili tudi z modeli druge generacije. Ne glede na to, kam ti modeli spadajo, so pomemben člen v moji nalogi. Ker dajejo nove indikatorje valutnih kriz ter omogočajo njihovo boljše razumevanje, bom zato v nadaljevanju na kratko (za potrebe moje naloge) predstavil tri inačice teh modelov.

Prva izmed treh, katere avtor je P. Krugman (1998), opisuje prekomerne investicije kot posledico moralnega hazarda, kar vodi v zunanjo prezadolženost ter v zlom valute. Druga inačica je v večji meri delo Changa in Velasca (1999) in temelji na osnovi modela navala na banke Diamond-Dibvig. In zadnja, katero je prav tako zakrivil P. Krugman (2001) temelji na povezavi med bilanco podjetja in depreciacijo.

### **3.3.1. MORALNI HAZARD IN PREKOMERNO INVESTIRANJE**

Povezava moralnega hazarda s prekomernim investiranjem je verjetno bolj ali manj znana in jasna. Imamo torej lastnika finančno-posredniške institucije, ki investira izključno tuj denar in pri tem za morebitne izgube ne odgovarja. To pomeni, da z investicijo v tvegan projekt (pričakovan donos tvegane investicije je nižji kot netvegane), kamor ne bi investirali niti do tveganja indiferentni investitorji, nima v primeru propadlega projekta praktično kaj izgubiti. V nasprotnem primeru enostavno pobere presežni donos. Posledice teh neracionalnih odločitev (neracionalnih v smislu, da je pričakovan donos tvegane investicije, za katero se investitor odloči, nižji od netvegane investicije), so socialne izgube, ki nastanejo zaradi padca pričakovanega neto donosa.

Pri tem pa je še pomembnejše dejstvo, da zavarovani in neregulirani oz. premalo regulirani finančni posredniki, povzročajo preveliko investiranje celotnega gospodarstva<sup>17</sup>. To vodi v znižanje družbene blaginje, saj višji donosi v "ugodnem" stanju ne odtehtajo povečanih izgub v "neugodnem" stanju (to je takrat, ko tvegane investicije propadejo). Pri tem je ključnega pomena neelastičnost ponudbe kapitala in nepremičnin, v katere so investicije usmerjene. To pomeni, da večje povpraševanje po investicijskih dobrinah ne vpliva na količine, temveč na cene ali natančneje, na njihovo rast. Rezultat je inflacija kapitala in nepremičnin, čemur v končni fazi sledi padec prenapihnenih cen, nesolventnost finančnih posrednikov in omejen obseg poslovanja. Dodaten pritisk na deflacijo je tako neizogiben (Krugman, 1998a, str. 2-5).

Prav bojazen pred nenadnim padcem cen je lahko dovolj tehten razlog za preplah (beg kapitala iz države) in samouresničljivo krizo ter za njeno širjenje med državami z zelo šibkimi ekonomskimi povezavami.

### **3.3.2. MODEL NAVALA NA BANKE**

Kljub temu, da se moja diplomska naloga osredotoča v prvi vrsti na valutne krize, moram omeniti model navala na banke in to predvsem iz dveh razlogov. Prvi razlog je velika korelacija med zlomom deviznega tečaja in bančnimi krizami<sup>18</sup>, drugi pa pomembno dejstvo, da banke igrajo dosti večjo vlogo na nastajajočih trgih kot v zrelih gospodarstvih.

Razlago modela navala na banke lahko pričnem s predpostavko obstoja finančnih posrednikov, ki pa s kapitalom posameznikov razpolagajo tako, da ga investirajo bodisi v

---

<sup>17</sup> Preprost matematični model, ki to tudi dokaže, najdemo v Krugmanovem delu "What happened to Asia" Krugman (1998).

<sup>18</sup> Kaminsky in Reinhart (1996) dokazujeta pomoč bančnih kriz pri napovedi valutnih kriz.

dolgoročna bodisi v kratkoročna sredstva. Model temelji na treh obdobjih, finančni posredniki pa lahko sredstva investirajo kratkoročno (do konca drugega obdobja) po  $(1+r)^{19}$  ali dolgoročno (do konca tretjega obdobja) po  $(1+h)^2$ , pri čemer je  $h$  večji od  $r$ . Seveda lahko finančni posredniki tudi predčasno likvidirajo dolgoročno investirana sredstva, a samo po vrednost  $v$ , ki je manjša od  $(1+r)$ , pri čemer je  $(1+r)$  obljubljeni vrednost vlagateljem ob koncu drugega obdobja. Če za trenutek odmislimo možnost naval na banke, ugotovimo, da lahko ti posredniki pravzaprav izkoristijo zakon velikih števil in tako omogočijo vsakemu vlagatelju dvig sredstev na njegovo željo, pri tem pa razpolagajo z določenim pričakovanim številom dvigov, npr.  $(p)^{20}$  v drugem obdobju (Krugman, 1999, str. 4-6).

Do tu vse lepo in prav, a takšni posredniki so prave potencialne tarče navalov, glede na to, da je vrednost  $v$  v primeru likvidacije nižja kot obljubljeni izplačilo posameznikom, ki predčasno dvignejo svoje vloge. Če se sedaj osredotočimo na banke, postane jasno, da se prav lahko zgodi, da bodo vlagatelji dvignili svoje depozite predčasno, to pa preprosto iz prepričanja, da bodo to storili tudi ostali. Pri tem je pomembno to, da je ta skupina vlagateljev tako velika, da postanejo likvidnostna sredstva banke nižja od zahtevane vsote teh vlagateljev. Banke so v takšnem primeru prisiljene k likvidaciji projektov sredi teka, saj jim primanjkuje likvidnih sredstev. Zaradi nižje likvidacijske vrednosti  $v$  od obljubljenega višine izplačila  $(1+r)$  ni mogoče izplačati vseh vlagateljev, naval na banke pa je s tem še pospešen saj "zadnji v vrsti" ostanejo praznih rok (Krugman, 1999, str. 4-6).

Zopet smo priča zgodbi, podobni prejšnji, le da gre v tej za naval na banke, ki ga lahko sprožijo samouresničljiva pričakovanja. Popolnoma vzdržno stanje pred krizo lahko torej omaja nepotrebna panika.

### **3.3.3. BILANCE PODJETIJ IN VALUTNE KRIZE**

Model, ki povezuje bilance podjetij z valutnimi krizami, je delo P. Krugmana (2001). Ta Krugmanov model je precej podoben modelu naval na banke Changa in Velasca (1999), saj oba modela valutno krizo razlagata s pomočjo iste predpostavke oz. pogoja, ta pa je odtok kapitala iz gospodarstva, v katerem so ekonomski temelji popolnoma "zdravi".

Za primer si lahko predstavljamo podjetja, ki so v fazi velikega odtoka kapitala z visokim finančnim vzvodom in veliko dolgovi, denominirani v tuji valuti. Posledica odtoka kapitala je močna deprecijacija valute (valutna kriza), ki močno zmanjša (če ne celo izniči) neto vrednost teh podjetij. In če pri tem velja, da podjetja s slabimi bilancami v pogojih

---

<sup>19</sup> V primeru reinvestiranja sredstev vezanih za eno leto, je donos (po dveh letih) enak  $(1+r)^2$ .

<sup>20</sup> Vse kar morajo finančni posredniki storiti, je to, da del sredstev  $(p)$  investirajo v kratkoročna sredstva, preostali del  $(1-p)$  pa v dolgoročna sredstva. S tem omogočijo vlagateljem dvig pričakovanih zneskov  $(1+r)$  na koncu drugega obdobja oz.  $(1+h)^2$  na koncu tretjega.

nepopolnega trga kapitala ne morejo investirati, pride do velikega padca investicij, kar odtok kapitala le še poveča. Tako smo torej priča modelu tretje generacije: nekaj (in to je lahko karkoli) povzroči nenadno veliko depreciacijo valute, ki uniči bilance podjetij in potisne gospodarstvo v krizno ravnotežje (Krugman, 2001, str. 8-9).

## 4. EMPIRIČNE DETERMINANTE VALUTNIH KRIZ

V skladu s ciljem moje diplomske naloge (poiskati vzroke valutnih kriz), sem se odločil preučiti tudi nekaj praktičnih modelov za napovedovanje in odkrivanje kriz. Prav ti praktični modeli za svoje spremenljivke uporabljajo določene indikatorje oz. determinante, s pomočjo katerih bom lažje določil vzroke preteklih valutnih kriz.

Velikokrat so rezultati tovrstnih modelov odvisni od izbire same definicije valutnih kriz, metode, s pomočjo katere posamezen model odkriva in napoveduje krize ter števila in vrste držav, ki jih model vključuje ter povezanosti med samimi spremenljivkami v modelu. Žal je "napovedna" moč večine modelov zelo nezanesljiva. Kljub razlikam je posamezne indikatorje mogoče združiti v skupine, s pomočjo katerih je mogoče definirati vzroke za nastanek valutnih kriz. Tako bom v nadaljevanju predstavil nekaj takšnih modelov ter s pomočjo indikatorjev, ki so njihov sestavni del, in teoretične podlage (tretja točka diplomske naloge) določil vzroke valutnih kriz.

Frankel in Rose (1996) vzameta vzorec 105-ih držav in iščeta determinante valutnih kriz na podlagi letnih podatkov v obdobju od 1971 do 1992. Predstavita tako grafično kot ekonometrično regresijsko analizo. S pomočjo grafične analize<sup>21</sup> ugotavljata, da so valutne krize povezane z visokim deležem dolga v BDP-ju, pri čemer gre za dolg s kratkim rokom dospelja, spremenljivimi obrestnimi merami in nizkim deležem TDI. Hkrati opazita v obdobju pred krizo tudi rast tujih obrestnih mer, padec rezerv, precenjenost valute ter rast domačih kreditov. Presenetljivo pa grafična analiza ne pokaže ne znatnega vpliva deficita tekočega računa ne proračunskega primankljaja. Z uporabo regresije kot alternativne metode prideta do ugotovitve, da je večja verjetnost kriz povezana z nižjim deležem TDI, nizkimi deviznimi rezervami, precenjenim deviznim tečajem, rastjo domačih kreditov ter rastjo tujih obrestnih mer. Na drugi strani pa so spremenljivke, ki merijo vpliv proračunskega primankljaja, deficita na tekočem računu, nižje gospodarske rasti v svetu ter kompozicije dolga, statistično neznačilne in posledično nimajo vpliva na nastanek valutne krize. Poleg problematičnosti grafične analize omenjenih avtorjev pa ima tudi njuna

---

<sup>21</sup> Problem grafičnih rezultatov je predvsem njihova neobjektivnost oz. univariantnost, ki omogoča le analizo vpliva posameznih spremenljivk.

regresija zelo slabo napovedno moč, tako da so njeni rezultati dodatno postavljeni pod vprašaj.

Avtorja naslednjega modela sta Esquivel in Larrain (1998), ki s svojim modelom, temelječim na vzorcu tridesetih držav<sup>22</sup> v obdobju med 1975 in 1996, ugotovita, da so vse spremenljivke, ki sta jih vključila v model, statistično značilne. Po njunem mnenju na nastanek valutne krize vplivajo visok delež inflacijskega davka, primankljaj tekočega računa, "ponesrečena" vezava realnega deviznega tečaja, nizek delež deviznih rezerv glede na M2, negativni šok v menjalnih razmerjih TOT, negativna rast dohodka na prebivalca ter učinek okužbe. Napovedna moč tega modela je tako kot pri vseh ostalih modelih močno odvisna od izbrane mejne vrednosti in močno niha med 17 in 70 odstotki za napoved kriznega obdobja.

Vlaar (2000) vključi v svoj model mesečne podatke enaintridesetih držav<sup>23</sup> za obdobji 1987-96 in 1996-99 ter za celotno obdobje 1987-99. Rezultati prvega obdobja kažejo, da statistično značilne spremenljivke na različne načine vplivajo na njegov krizni indeks. Zelo pomembna je pozitivna avtokorelacija med izgubo rezerv in devalvacijo, istočasno pa ima ta domača inflacija in precenjenost realnega deviznega tečaja statistično značilen vpliv na krizni indeks. Domača inflacija, precenjen realni devizni tečaj in izguba deviznih rezerv vplivajo na krizni indeks ne le direktno, temveč tudi preko verjetnosti zloma fiksne paritete. Ostale spremenljivke s statistično značilnim vplivom v modelu so tudi delež uvoza glede na izvoz, delež deviznih rezerv glede na M2, letne stopnje rasti kratkoročnega dolga glede na devizne rezerve ter deprecijacije valut sosednjih držav (učinek okužbe).

Primerjava analiz za obdobji 1987-96 in 1987-99 ter analize za obdobje 1997-99 je razkrila, da so spremenljivke, povezane z likvidnostjo, močno pridobile na pomenu v primerjavi s tistimi spremenljivkami, ki so povezane s solventnostjo. Še posebej se je zmanjšal vpliv deleža uvoza glede na izvoz v obdobju 1997-99, medtem ko se je močno povečal vpliv stopnje rasti kratkoročnega dolga glede na devizne rezerve in s tem na nastanek valutne krize. Nespremenjen pa ostaja vpliv deleža rezerv glede na M2. To seveda pomeni, da nosijo likvidnostne spremenljivke večjo težo v novejših primerih valutnih kriz.

Golfjan in Valdez (1997) sta na svojem modelu, ki temelji na vzorcu 26-tih držav v zadnjih 13-tih letih, poskušala ugotoviti, ali je s pomočjo pričakovanj o spremembah deviznega tečaja in njegove precenjenosti, mogoče napovedati valutno krizo. Ugotovila sta, da je realni devizni tečaj zelo pomemben indikator valutnih kriz. Prav tako sta prišla do spoznanja, da so spremembe realnega deviznega tečaja vključene v tržna pričakovanja o bodočem gibanju nominalnega deviznega tečaja. V nasprotju s tema dvema ugotovitvama pa model v resnici pokaže, da s pomočjo pričakovanj krize dejansko ni mogoče

---

<sup>22</sup> Seznam v model vključenih držav v Esquivel, Larrain (1998, str. 11)

<sup>23</sup> Seznam v model vključenih držav v Vlaar (2000, str. 12)

napovedati. Analizo sta Golfjan in Valdez zaključila z ugotovitvijo, da so valutne krize v večji meri nenapovedljiv dogodek.

Kaminsky, Lizondo in Reinhart (1998) na podlagi mesečnih podatkov vključijo v analizo 15 držav v razvoju in 5 razvitih držav v obdobju 1970-95. Izkaže se, da so spremenljivke z najmočnejšim vplivom, naslednje: odstopanje realnega deviznega tečaja od dolgoročnega trenda, pojav bančne krize, stopnja rasti izvoza, stopnja rasti delniških indeksov, M2 glede na stopnjo rasti rezerv, rast proizvoda, rast mednarodnih denarnih rezerv, rast multiplikatorja M2 ter rast domačih kreditov glede na stopnjo rasti BDP-ja. Pri tem se realni devizni tečaj pokaže kot najvplivnejši indikator, zaradi česar naj bi vsaka realna precenjenost deviznega tečaja pomenila bodisi depreciacijo bodisi nižjo inflacijsko stopnjo doma (v primerjavi z referenčno državo).

Sachs, Tornell in Velasco (1996) analizirajo učinek prelivanja na primeru mehiške krize (1994-95) na skupini dvajsetih nastajajočih trgov. Trdijo, da je mehiška kriza zajela le tiste države, ki so bile že prej prizadete. Sodeč po njihovih ugotovitvah naj bi na učinek prelivanja imeli vpliv le trije faktorji: precenjen realni devizni tečaj, merjen kot realna apreciacija v obdobju 1990-94 glede na njeno povprečje v obdobju 1986-89, šibek bančni sistem, merjen z rastjo bančnih kreditov privatnemu sektorju, ter nizke stopnje mednarodnih denarnih rezerv glede na M2. Testirajo tudi vpliv investicij, varčevanja, deficita tekočega računa, velikost pritoka kapitala ter položaj proračunske politike, a nobena izmed teh spremenljivk ne izboljša rezultatov. Model jih pripelje do zaključka, da imata realna apreciacija deviznega tečaja in močan porast posojil pozitiven vpliv na nastanek valutne krize v državah z nizkimi mednarodnimi denarnimi rezervami in šibkimi ekonomskimi temelji, kar pa ne velja tudi za države z nizkimi rezervami in močnimi ekonomskimi temelji.

Nitithanprapas in Willet (2000) sta v svoj vzorec vključila 27 držav in preučila vpliv v model vključenih spremenljivk na mehiško in na azijsko krizo. V nasprotju z rezultati modelov Sachs et al. (1996) in Kaminsky, Reinhart (1996) prideta do zaključka, da je tekoči račun v povezavi z večjo realno apreciacijo deviznega tečaja pomemben indikator valutnih kriz<sup>24</sup>. Dovzetnost države za valutno krizo se poveča tudi s šibkostjo bančnega sistema in ekspanzijo domačih kreditov. Prav tako rezultati modela pokažejo pomembnost ekonomskih temeljev pri učinku okužbe med mehiško in azijsko krizo. Tako kot Sachs et al. (1996), tudi ta dva avtorja trdita, da lahko visoke mednarodne denarne rezerve države s trgovskim primankljajem obvarujejo pred valutno krizo.

Čeprav se empirične študije kar precej razlikujejo druga od druge po valutnih krizah, ki jih preučujejo, ter uporabljeni metodologiji, lahko med njimi ugotovimo nekatere vzporednice. Jasno je, da je nemogoče razložiti vse dosedanje valutne krize, ne da bi uporabili veliko

---

<sup>24</sup> Še boljše rezultate dobita, ko vključita poleg deviznega tečaja in tekočega računa še TDI.

število različnih pojasnjevalnih spremenljivk (indikatorjev). To je v prvi vrsti zato, ker so vzroki za njihov nastanek zelo različni. Kljub številčnosti spremenljivk, nekatere med njimi po vplivu na nastanek kriz izstopajo. To so predvsem realni devizni tečaj, mednarodne denarne rezerve, ekspanzivna proračunska in monetarna politika (navadno se meri s stopnjo rasti domačih kreditov), domača inflacija ter razlike med domačimi in tujimi obrestnimi merami. Kar je pri tem presenetljivo, pa je to, da deficit tekočega računa sam po sebi nima statistično značilnega vpliva, vendar pa ob vključitvi v model skupaj z realno precenjenostjo ter deležem TDI močno pridobi na svoji razlagalni moči. Zelo pomemben pri pojasnjevanju nastanka valutnih kriz je tudi učinek okužbe.

S pomočjo pravkar predstavljenih reprezentativnih indikatorjev in teoretičnih modelov (opisanih pod tretjo točko), bom v nadaljevanju utemeljil izbiro vzrokov valutnih kriz in te vzroke tudi pojasnil.

## **5. VZROKI VALUTNIH KRIZ**

Na podlagi dosedanjih teoretičnih in empiričnih ugotovitev sem vzroke valutnih kriz združil v pet skupin. Najprej bom predstavil makroekonomsko politiko in vpliv MDS-a na nastajajoče trge s sledečimi indikatorji: sprememba realnega deviznega tečaja, proračunski deficit/bdp, stopnja rasti javnega dolga/bdp, rast kreditov, realne obrestne mere. Sledi stanje v finančnem sektorju in pomankanje nadzora z naslednjima indikatorjema: bančne krize in finančna liberalizacija. Tretja skupina vzrokov je zajeta v zunanji ranljivosti gospodarstva z indikatorji, kot so: tekoči račun, kapitalski račun, struktura in tokovi kapitala, delež mednarodnih deviznih rezerv/BDP, uvoz, kratkoročni pritek kapitala/BDP, TDI/dolg, zunanji dolg/BDP ter gibanje tujih obrestnih mer in inflacije. Pod četrto točko bom obravnaval učinek okužbe, pod zadnjo, peto, pa še politične interese in korupcijo s sledečimi indikatorji: zmaga vlade na volitvah, zamenjava stare vlade, korupcija, kratkovidnost vlade ter drugi nepredvidljivi dogodki na političnem področju.

### **5.1. MAKROEKONOMSKA POLITIKA IN VPLIV MDS-A NA NASTAJAJOČE TRGE**

#### **5.1.1. TEČAJNA POLITIKA IN TRDEN DEVIZNI TEČAJ KOT “NOMINALNO SIDRO”**

Eden najpomembnejših vzrokov, po mojem mnenju celo najpomembnejši, za ranljivost nastajajočih trgov je sam fiksni devizni tečaj. Fiksni devizni tečaji so problematični predvsem v primeru, ko pride do fiksiranja deviznega tečaja med državama z različnimi ekonomskimi temelji (npr. z različno stopnjo inflacije). Kljub temu se države odločijo za ta korak predvsem zaradi slabosti, ki izvirajo iz fleksibilnih deviznih tečajev. Najpomembnejši argument proti njihovi uporabi je verjetno ta, da so ti devizni tečaji močno podvrženi nihanjem, zaradi česar je obenem močno oteženo trgovinsko povezovanje z ostalimi državami. Poleg tega lahko fleksibilni devizni tečaji služijo tudi kot neke vrste protekcionistični trgovinski ukrepi, zaradi česar so tudi nezaželeni, ter, jasno, spodbujajo inflacijo.

Prav visoka inflacija na nastajajočih trgih ter (sicer v manjši meri) pogojevanje posojil s strani MDS-a, sta glavna razloga za fiksiranje deviznega tečaja teh trgov. Trden devizni tečaj namreč velja za način, kako hitro pridobiti ugled s tem, da se stopnja inflacije določenega gospodarstva z zgodovinsko visoko inflacijo v zelo kratkem obdobju močno zmanjša<sup>25</sup>.

Uporaba trdnega deviznega tečaja kot "nominalnega sidra" pa je v praksi precej drugačna od teorije. Pomembno je dejstvo, da se inflacija, v nasprotju s teorijo, ne bo takoj spustila na nivo tuje inflacije, zaradi česar se bo ustvarjal močan pritisk na realno precenjenost deviznega tečaja<sup>26</sup>. Razlogov, zakaj se inflacija ne bo takoj spustila na "zahtevan" nivo, je lahko veliko. Takojšna neprilagodljivost je lahko posledica nepopolne substitucije domačega blaga za tuje, zaradi česar kratkoročno pariteta kupne moči ne velja. Zelo verjetno se lahko pričakuje tudi pritisk plačne inflacije v gospodarstvu zaradi cenovne rigidnosti plač navzdol. Dodaten problem dovolj hitrega znižanja inflacije predstavljajo tudi t.i. lepljive cene. Koncept lepljivih cen pomeni, da podjetja ne prilagodijo svojih cen takoj, ko pride do sprememb bodisi v povpraševanju ali stroških. Razlog za to so lahko cene, ki so določene s pomočjo dolgoročnih pogodb med podjetji in kupci, ali pa način delovanja in struktura<sup>27</sup> posameznih trgov.

Neizogibna posledica takojšnje neprilagoditve domače inflacijske stopnje tuji (svetovni) je realna precenjenost deviznega tečaja, ki pomeni izgubo konkurenčnosti za domače gospodarstvo (domače izvozno blago postane relativno dražje od tujega uvoznega blaga), ter vodi do zmanjšanja izvoza in povečanja uvoza, s čimer se ustvarja deficit tekočega računa plačilne bilance.

---

<sup>25</sup> Da je država prisiljena znižati svojo inflacijsko stopnjo v zelo kratkem obdobju, je mogoče dokazati na zelo preprostem primeru, ko velja, da PKM velja tako na kratek kot tudi na dolgi rok ( $P=S \cdot P^f$ ). Zaradi tega mora biti pri fiksnem deviznem tečaju deprecijacija domače valute enaka nič, da velja enakost med domačo in tujo inflacijsko stopnjo.

<sup>26</sup> Tudi, če so razlike med domačo in tujo inflacijo relativno majhne, npr. 3 - odstotne, se skozi čas pritisk na valuto le še veča in je lahko precenjenost realnega deviznega tečaja npr. po preteku petih let že 15 - odstotna.

<sup>27</sup> Sprememba cen je lahko mnogokrat povezana s precejšnjimi stroški (distribucija katalogov in cenikov).



Dober primer ne dovolj hitrega padca inflacijske stopnje je Mehika, ki je imela med leti 1990-94 svojo valuto fiksirano na ameriški dolar. Ker je bila v tem obdobju mehiška inflacija približno za 5 odstotkov višja od ameriške, je prišlo ob koncu obdobja do kar 25 - odstotne realne precenjenosti mehiškega peza glede na bazno leto 1990. Posledično je Mehika konec leta 1994 zdrsnila iz skoraj uravnoveženega tekočega računa v letu v primankljaj v velikosti 28 milijard \$ (Roubini, 1997, str. 23).

Prav tako so realno precenjenost deviznih tečajev v obdobju 1990-97 beležile tudi nekatere azijske države (Malezija 19%, Filipini 23%, Tajska 12%, Indonezija 8%, Singapur 18% in Hong Kong 30%). Na drugi strani pa so nekatere azijske države (Koreja, Tajvan in Kitajska) celo beležile realno depreciacijo svojih deviznih tečajev. Pomembno je, da te razlike niso naključne, temveč so odraz različnih režimov deviznih tečajev, saj so imele države Koreja, Tajvan in Kitajska precej bolj fleksibilne režime deviznih tečajev. Prav tako je imela Indonezija z najnižjo stopnjo realne precenjenosti fleksibilnejši režim deviznega tečaja v primerjavi z ostalimi petimi državami (Roubini, 1997, str. 29).

Se pravi, da se težava skriva v antiinflacijski politiki, ki uporablja trden devizni tečaj kot orodje za znižanje inflacijske stopnje. Ker pa se inflacijska stopnja ne spusti dovolj, da bi se izenačila s svetovno inflacijsko stopnjo, pride do realne precenjenosti deviznega tečaja in - posledično - primankljaja na tekočem računu. Prav na nastajajočih trgih se zdi "napačna" izbira režima deviznega tečaja še posebej pomembna ter aktualna, saj se je večina teh držav srečevala s precej višjo inflacijsko stopnjo v primerjavi z zelo nizko inflacijsko stopnjo v ZDA v istem obdobju. Ali to pomeni, da fiksiranje deviznega tečaja le ni tako učinkovito sredstvo za boj proti visokim stopnjam inflacije? Očitno je, da trden devizni tečaj precej dobro deluje v začetnem obdobju, ko so razlike v inflacijskih stopnjah ogromne (primer Real Plana).

Mislím, da se problem pojavi pri manjših razlikah, ki (kot je opisano zgoraj) v daljšem časovnem obdobju generirajo močne pritiske na valuto. Ena izmed rešitev bi bila morda vzpostavitev plazečega deviznega tečaja z vnaprej postavljenimi mejami, ki bi sovpadale z razliko v inflacijskih stopnjah.

### **5.1.2. VLOGA MDS-A**

Kljub temu, da se je zavedal deflacije, je MDS nadaljeval z restriktivno monetarno politiko, ki je vodila v visoko domačo brezposelnost, stečaje in počasnejšo gospodarsko rast nastajajočih trgov. Ob tem se je pojavila bojazen za nastanek ene najresnejših globalnih finančnih kriz po veliki depresiji v tridesetih letih.

V času velike depresije so se prizadete države iz deflacijskih gibanj izkopal predvsem s pomočjo ekspanzivne monetarne in fiskalne politike (povečale so državne izdatke). Se pravi, da MDS danes vodi enako politiko (z namenom stabilizacije cen in deviznih tečajev), ki je že pahnila takratna gospodarstva v depresijo. "Napačno" politiko MDS-a kritizira tudi Krugman (1998b), ko pravi: "Države so bile dejansko prisiljene pozabiti na makroekonomsko politiko. Namesto, da bi poizkušale preprečiti ali vsaj ublažiti bližajočo se gospodarsko krizo, so bile prisiljene slediti politiki, ki je gospodarsko krizo samo še poglobila".

Predvsem so pomembni razlogi MDS-a za vodenje takšne vrste politike. Po mojem mnenju razlog za njihove odločitve ne more biti v izboljšanju nadzora in povečanju ekonomske aktivnosti. Možen odgovor bi lahko bil, da omejevalna makroekonomska politika zagotavlja dolgoročno gospodarsko rast, a po mojem mnenju je verjetnejša razlaga ta, da takšna politika zagotavlja odplačilo dolga do tujine.

Naslednji problem predstavlja moralni hazard kot posledico jamstev MDS-a. Kreditodajalci naj bi odobrili nastajajočim trgov tudi bolj tvegana posojila, ki jih v nasprotnem primeru, če ne bi bilo torej jamstva s strani MDS-a, ne bi bili pripravljene odobriti. Fischer (1998) npr. priznava problem moralnega hazarda v valutnih krizah, a nasprotuje možnosti, da so jamstva MDS-a sama pripomogla k nepremišljenemu usmerjanju investicij v nastajajoče trge, saj bi bila ta gospodarstva v nasprotnem primeru prisiljena k uvedbi strogih ekonomskih, finančnih, socialnih in političnih ukrepov. Še naprej navaja, da naj bi privatni sektor med azijsko krizo kljub jamstvom MDS-a izgubil kar 75 odstotkov svojega premoženja. Verjetno res ne moremo krivde za pojav moralnega hazarda v celoti zvaliti na MDS, a je prav tako verjetno, da je MDS vsaj do neke mere pripomogel k večji verjetnosti, da do njega tudi pride.

Dodatno vprašanje, ki se postavlja, je, ali so programi MDS-a namenjeni preprečevanju, ali pa le odlaganju tveganja neplačila tujega dolga s strani nastajajočih trgov. Odgovor je odvisen predvsem od stopnje gospodarske rasti oz. od vprašanja, ali bo ta gospodarska rast omogočila bolj gotovo odplačevanje teh posojil. Kljub temu, da je bilo v poznih devetdesetih odprtih veliko dvomov o zmožnosti odplačil dolgov nastajajočih trgov, MDS še vedno gleda na probleme nastajajočih trgov kot na kratkoročne likvidnostne probleme. Možno je, da MDS v primeru nesolventnosti ne bi bil odobril novih dodatnih posojil nastajajočim trgov v času krize. To, da gleda MDS na te trge kot na nelikvidne in ne kot na nesolventne, je posledica njegove definicije vzdržne<sup>28</sup> zadolženosti. MDS meni, da je zadolženost nastajajočih trgov vzdržna, ko pride na teh trgih do izboljšanja makroekonomske politike, kapitalskih tokov in učinkovitosti, zaradi česar tudi še naprej odobrava dodatna posojila že tako prezadolženim nastajajočim trgov.

---

<sup>28</sup> Kot kazalca uporablja zunanji dolg/BDP in zunanji dolg/izvoz, pri čemer meni, da je država "težko zadolžena" (heavily indebted), ko prvi kazalec preseže 80%, drugi pa 220%.

Pravkar opisana makroekonomska politika skozi perspektivo MDS-a do držav s plačilnobilančnimi težavami nakazuje, da je del vzrokov za nastanek valutnih kriz zelo verjetno mogoče najti tudi v vrsti makroekonomske politike. Prav iz tega razloga bom v nadaljevanju kot možne vzroke nastanka valutne krize na kratko predstavil monetarno in fiskalno politiko, ki so jo države vodile v obdobjih “pred” in “med” valutno krizo.

### **5.4.3. MONETARNA POLITIKA**

Že v prejšnji točki sem omenil podobnost monetarne politike v poznih devetdesetih in na začetku tridesetih let prejšnjega stoletja, torej v času velike depresije (omejevalna monetarna politika namenjena stabilizaciji cen). Nekateri ekonomisti menijo, da so se ZDA v 30-ih izkopale iz depresije predvsem zahvaljujoč se ekspanzivni monetarni politiki. Prav nasprotno pa je večina nastajajočih trgov v poznih 90-ih vodila omejevalno monetarno politiko z namenom znižanja visoke stopnje inflacije. Njihov glavni cilj je bil stabilizacija cen in deviznih tečajev s pomočjo vezave svojih valut na tuje (predvsem na ameriški dolar), kar pa je na žalost le še povečalo ranljivost teh gospodarstev.

Dodaten problem držav, ki so jih prizadele valutne krize, so predstavljale neodvisne domače centralne banke, ki so omogočale hitrejšo rast domačih cen v primerjavi s tujimi. V pogojih višje inflacije in trdnega deviznega tečaja so bili nastajajoči trgi prisiljeni dvigniti obrestne mere, s tem pa je prišlo le še do večjega deflacijskega pritiska.

Destabilizirajoči učinek deflacije oz. padanja cen je mogoče pojasniti s pomočjo dveh teorij in znanega IS-LM modela. Prva izmed njiju je “dolžniško-deflacijska” teorija, ki razlaga učinke nepričakovanega znižanja rasti cen in pravi, da padanje cen povečuje realno vrednost dolga (količina kupne moči, ki jo mora posojilojemalec odplačati posojilodajalcu), kar postavlja posojilodajalce v boljši položaj kot posojilojemalce. Ob precej realni predpostavki, da je nagnjenost k potrošnji posojilojemalcev višja od tiste, ki jo imajo posojilodajalci, ima padec ravni cen za posledico neto zmanjšanje potrošnje, premik IS krivulje navznoter in posledično nižji dohodek. Istočasno se ustvarja dodaten pritisk na depreciacijo domače valute, ki pa v primeru trdnega deviznega tečaja pomeni predvsem znižanje rezerv in tako nima želenega pozitivnega učinka na povečanje izvoza in posledično proizvoda.

Pomembno je poudariti, da obstajajo dodatni razlogi, ki imajo negativen vpliv na bruto domači proizvod. To je lahko npr. zmanjšanje količine denarja v obtoku s strani centralne banke, vse to pa z željo zmanjšati pritisk na depreciacijo domače valute. Hkrati ne smemo pozabiti na inflacijski učinek depreciacije na uvozno blago in surovine ter pozitivnega učinka povečanja premije za tveganje na dvig povpraševanja po denarju, saj je v takih primerih mnogokrat denar najvarnejše dostopno premoženje. Vse tri spremembe pa imajo

vpliv na premik LM krivulje na levo, kar sicer zmanjša začetni pritisk na depreciacijo valute, a samo še dodatno zniža bruto domači proizvod.

Druga teorija razlaga učinke pričakovane deflacije in ima enak končni učinek na proizvod kot prva. Na tem delu se mi zastavlja vprašanje, zakaj potemtakem MDS odobrava kredite vsem tem državam, hkrati pa od njih zahteva, da vodijo restriktivno monetarno politiko, ki vodi v znižanje njihovega proizvoda. Poleg tega je zelo verjetno, da tovrstni premiki v nekem gospodarstvu sprožijo nezaupanje investorjev v celoten sistem in so hkrati dobra osnova za samouresničljive valutne krize.

#### **5.1.4. FISKALNA POLITIKA**

Pri vprašanju fiskalne politike gre predvsem za vmešavanje države v gospodarstvo. V ekonomski teoriji poznamo dva pristopa. Po prvem, klasičnem pristopu, katerega avtor je Adam Smith, naj bi se gospodarstvo avtomatično, brez intervencije države, pomikalo proti polni zaposlenosti skozi spremembe cen, plač in obrestnih mer. V tem primeru je državna politika označena kot "laissez-faire". Kejnezianski pristop pa pravi, da je za premagovanje brezposelnosti odločilnega pomena državna intervencija. Prav ta drugi pristop se je izkazal za uspešnega v obdobju po veliki depresiji, ko so se države s pomočjo ekspanzivne fiskalne politike izkopale iz krize.

Nastajajoči trgi v poznih 90-ih, ki so delovali pod strogimi pogoji MDS-a, so bili prisiljeni voditi uravnoteženo proračunsko politiko z zmanjševanjem izdatkov in povečevanjem dohodkov s pomočjo zviševanja davkov. Takšne vrste politika je zelo podobna klasični "laissez-faire" državni politiki, saj je ob takšnih pogojih državna intervencija močno omejena. Prav tako tradicionalna makroekonomska teorija predlaga, da naj bi se država iz recesije izkopala s pomočjo povečanja svojih izdatkov, se pravi s pomočjo proračunskega primankljaja. Seveda bi lahko trdili, da je zmanjšanje proračunskega primankljaja namenjeno izognitvi učinku izrinjanja privatnega sektorja, zaradi česar se poveča ekonomska učinkovitost in gospodarska rast. Zelo verjetno pa učinek izrinjanja ni glavni razlog restriktivne politike, saj ga MDS le redko omenja.

Po mojem mnenju restriktivna fiskalna politika diktirana s strani MDS-a služi predvsem kot zagotovilo za plačilo dolga do tujine, pri čemer ostaja skrb za dolgoročno gospodarsko rast s strani MDS-a sekundarnega pomena. Z drugimi besedami, restriktivna fiskalna politika, ki so jo vodili nastajajoči trgi v obdobju kriz v poznih 90-ih, je predvsem posledica njihove obveze do plačila tujega dolga.

## 5.2. STANJE V FINANČNEM SEKTORJU IN POMANKANJE NADZORA

### 5.2.1 STANJE V BANČNEM SEKTORJU

Bančni problemi so lahko glavni vir ranljivosti nekega gospodarstva (primer mehiške in azijske valutne krize). Še posebej to velja za primere, kjer je država s šibkim bančnim sistemom postavljena pred dilemo, ali naj varuje svoje banke, ali naj dvigne obrestne mere in s tem ubrani trden devizni tečaj. Bančni sistem ima zato za posledico večjo verjetnost špekulativnih napadov na valute. A merjenje bančne ranljivosti je precej težka naloga. Večina empiričnih študij uporablja za približek bančne ranljivosti kazalec stopnje rasti bančnih posojil privatnemu sektorju. Osnovna ideja tega kazalca je, da v primeru, ko se bančno posojanje močno poveča v zelo kratkem časovnem obdobju, banke zelo težko razlikujejo med dobrimi in slabimi projekti. Istočasno pa je nadziranje bank s strani oblasti močno ovirano, slab pregled bank nad odobrenimi krediti ter oviran nadzor pa povzročata zmanjšanje kvalitete posojil in povečujeta ranljivost bank.

Zgoraj opisana povezava bančne ranljivosti in valutnih kriz ne sovпада z modernimi pogledi na valutne krize, ki postavljajo v ospredje predpostavko o “preprostemu trade-off-u” med dvigom obrestnih mer in političnimi stroški deprecijacije. Toda ta predpostavka je pravilna le, ko se nanaša na ekonomije z zdravim bančnim sistemom, medtem ko ne velja v primeru ranljivega<sup>29</sup> oz. šibkega bančnega sistema. V primeru šibkega bančnega sistema so lahko banke občutljive tudi na deprecijacijo domače valute, ki poslabša stanje njihovih bilanc (banke razpolagajo s precej veliko količino nezavarovanega tujega dolga). To pomeni, da pride namesto do ekspanzionističnega učinka deprecijacije na gospodarstvo, do povečanja ranljivosti finančnega sistema v državi.

Primer šibkega bančnega sistema kot krivca za nastanek valutne krize predstavlja azijska valutna kriza. Izkazalo se je namreč, da je bilo vpletanje države v delovanje bank in bančnega sistema usodno za slednjega. Alokacija sredstev je potekala po principu t.i. “tovariškega kapitalizma<sup>30</sup>”, kar je pripeljalo do precejšnjega števila slabih posojil in posledično do zmanjšanja zaupanja v prihodnost azijskih bank. Temu je sledila verižna reakcija. Zmanjšano zaupanje je dvignilo premije za tveganje in posledično vplivalo na rast obrestnih mer, te pa so vplivale tako na padec cen na borzi kot tudi premoženja nasploh. To je pomenilo zmanjšanje vrednosti bančnih hipotek, večje število slabih posojil, še slabše stanje v bančnem sistemu ter še bolj omajano zaupanje v že tako šibke banke. Kljub

---

<sup>29</sup> Ranljiv bančni sistem pomeni, da imajo banke sorazmerno nizko neto vrednost, visoko izpostavljenost nihanjem deviznega tečaja ter slabo kvaliteto sredstev.

<sup>30</sup> Izraz “tovariški kapitalizem” se uporablja za vrsto kapitalizma, kjer se poslovne pogodbe in dogovori sklepajo v okviru prijateljskega oz. družinskega kroga in ne preko javnih razpisov.

temu, da je politična korupcija v bančnem sektorju predstavljala resen problem, bi lahko pravkar opisani "začaran krog" predstavljal samouresničljiv vidik azijske valutne krize; stanje se je poslabšalo predvsem zato, ker so ljudje tako verjeli.

Menim, da so države s trdnim deviznim tečajem in šibkim bančnim sistemom zelo verjetne kandidatke za valutno krizo, saj ne glede na to, kaj vlada naredi (dvigne obrestne mere ali devalvira svojo valuto), tvega še večje poslabšanje stanja svojih že tako ali tako ranljivih bank. Predvsem šibko stanje bančnega sektorja vpliva na obnašanje investitorjev oz. na njihovo negotovost in v skrajnem primeru celo paniko. Posledično začnejo investitorji umikati kapital, s tem pa le še povečujejo pritisk na deprecijacijo valute.

### **5.2.2. POMANJKANJE NADZORA**

Po neuspešnih napovedih mehiške in azijske krize je MDS začel kriviti omejeno razpoložljivost podatkov in njihovo netransparentnost s strani privatnega sektorja, zaradi česar je bilo dejansko stanje ekonomskih temeljev in finančnih podatkov precej zamegljeno. Napredek tehnologij je močno povečal obseg in hitrost kapitalskih tokov, to pa predvsem v privatnem sektorju. Ta je igral pomembno vlogo v valutnih krizah poznih devetdesetih, še posebej v azijski valutni krizi. V nasprotju z javnim sektorjem je bil privatni manj reguliran in nadzorovan. MDS trdi, da je pomankanje nadzora in transparentnosti podatkov tako v privatnem kot v javnem sektorju, povzročilo neracionalno kopičenje bogastva investitorjev in – posledično - nepremišljeno posojanje. Obratno pa naj bi večji nadzor nad podatki finančnega sektorja in njihova transparentnost v obeh sektorjih pomagali zmanjšati neracionalno kopičenje kapitala investitorjev ter omogočali uspešnejše odkrivanje dovetnosti gospodarstva za valutno krizo.

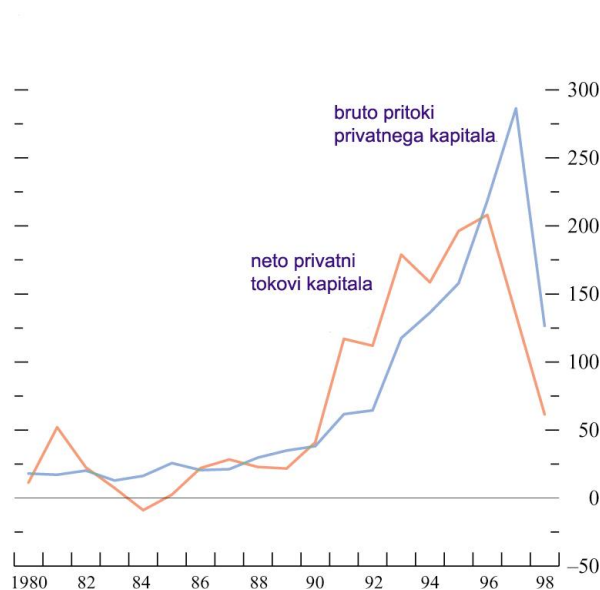
## **5.3. ZUNANJA RANLJIVOST GOSPODARSTVA**

### **5.3.1. STRUKTURA IN JAKOST TOKOV KAPITALA**

Gonilna sila valutnih kriz nastajajočih trgov v devetdesetih so bili nenadni obsežni odtoki kapitala. Še posebno azijska kriza je potrdila domneve o prehitri liberalizaciji kapitalskih tokov. MDS je bil vse do nedavnega trdno prepričan, da je potrebno kapitalske kontrole pospešeno odstraniti, saj so industrializirane države v glavnem popolnoma odprte za kapitalske tokove, v tej smeri pa bi se moral gibati tudi globalni trg v celoti. MDS je zato spodbujal liberalizacijo kapitalskega računa s pomočjo nadzora in posojil.

Da bi lahko razumeli razsežnosti azijske krize leta 1997, je pomembno vedeti, da je bila bruto količina špekulativnih prilivov kapitala precej večja od že tako ali tako velikega obsega neto pritoka kapitala v azijske države. Gibanje bruto in neto tokov kapitala je prikazano na sliki 2. Iz grafa je razviden močan porast bruto tokov kapitala v obdobju 1996-1997.

**Slika 2: Prikaz gibanja bruto in neto tokov kapitala v DVR v milijardah USD**



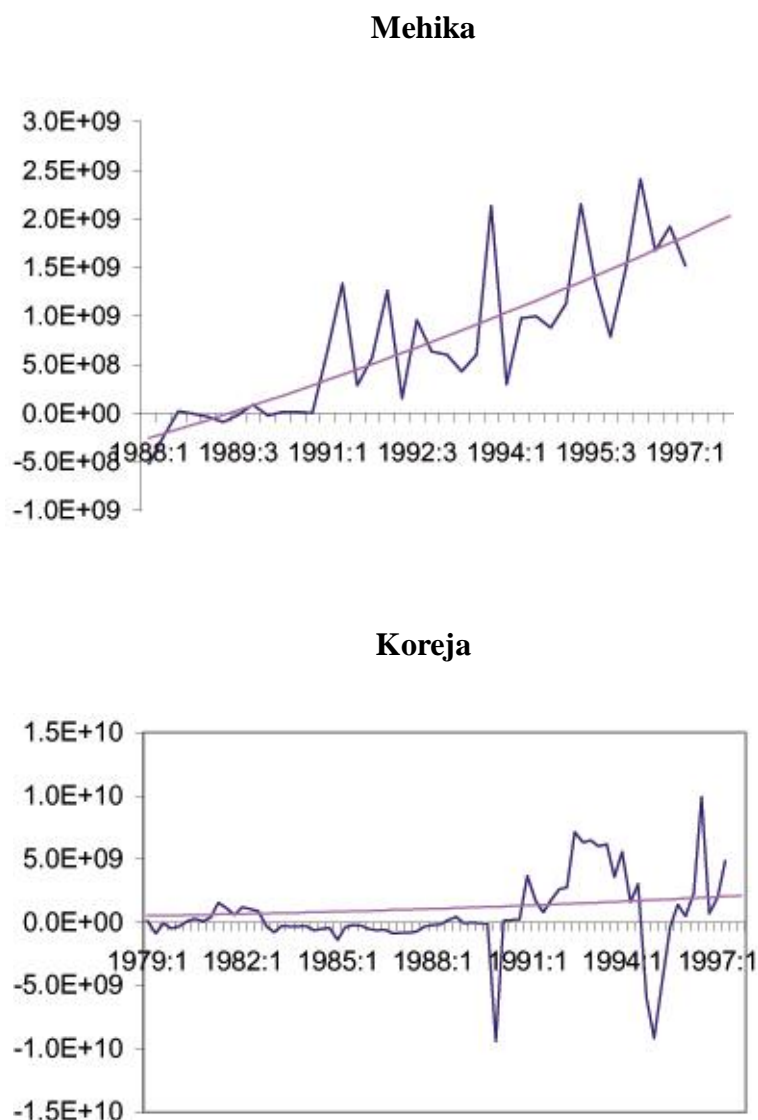
**Vir: IMF, World Economic Outlook, 1998.**

Višina bruto pritokov kapitala, ki je prikazana na sliki 2, pomeni v absolutnem smislu še mnogo večje odlive oz. odtokov kapitala, kot jih je moč prikazati zgolj z gibanjem neto odtokov kapitala iz držav v razvoju.

Prav spremenljivost oz. nestanovitnost ter povečan obseg kapitalskih tokov so zelo pomembni faktorji, ki omogočajo samouresničljive špekulativne napade značilne za valutne krize v 90-ih. Samouresničljivi napadi pomenijo, da lahko že sama pričakovanja o bodoči depreciaciji povzročijo napad na valuto. Pesimistična pričakovanja so lahko posledica več dejavnikov, to pa so npr.: deficit TR, nizke devizne rezerve, padec rasti in izvoza, zaskrbljenost zaradi nezmožnosti odplačila dolga denominiranega v tuji valuti ali preprosto splošen strah med investitorji na trgu.

Sprememba v naravi kapitalskih tokov je dobro razvidna tudi iz slike 3, kjer je prikazano gibanje neto tokov vrednostnih papirjev za Mehiko in Korejo.

**Slika 3: Prikaz gibanja neto tokov vrednostnih papirjev za Mehiko in Korejo**



**Vir: Wiplosz, 1998, str. 29.**

V zgodnjih 90-ih je v obeh primerih (Mehika, Koreja) mogoče opaziti večje nihanje neto tokov kapitala okrog ocenjenega trenda. Prav tako je opazen naraščajoč trend pritokov kapitala, kar je lahko posledica izboljšanja mednarodne alokacije resursov.

S spremembami v kapitalskih tokovih je skladen tudi že zgoraj omenjeni vpliv špekulativnih napadov na nastanek valutnih kriz v obdobju po drugi polovici 90-ih. V skladu s tem, kar sem povedal v poglavju o teoriji valutnih kriz, sta v ozadju predvsem dva mehanizma, s katerima je mogoče razložiti pojav špekulativnega napada. Prvi je multiplo ravnotežje, ki je možno le v primeru, ko so finančni trgi zmožni "premagati" monetarne oblasti, drugi pa je pojav šibke točke v gospodarstvu, ki onemogoči predvidljive reakcije



monetarnih oblasti. Ena takšnih šibkih točk bi bil lahko čas, ki ga potrebujejo finančni trgi in institucije ter regulacija in nadzor v državi za prilagoditev na nove razmere. Pri tem imam seveda v mislih predvsem večjo mobilnost kapitala. Prav regulacija in nadzor oblasti nad tokovi kapitala naj bi igrala pomembno vlogo v primeru valutnih kriz latinske Amerike, Azije in ne nazadnje tudi Evrope (Španija, VB, Švedska, Finska).

Šele danes MDS priznava, da bi bilo potrebno na novo preučiti vprašanje mobilnosti kapitala, to pa kljub možnosti, da so bili elementi špekulativnih napadov že prisotni tudi v prejšnjih krizah, npr. v valutni krizi v Latinski Ameriki v 80-ih (Wyplosz, 1998, str. 6). Mislim, da je manjšo vlogo špekulativnim napadom v zgodnejših primerih valutnih kriz mogoče pripisati predvsem očitni prisotnosti makroekonomskih neravnotežij (takšne krize so avtomatično povezane z modeli prve generacije) in dejstvu, da je imela večina potencialnih tarč (držav) špekulativnih napadov vse do sredine 80-ih vpeljane kapitalske kontrole.

Wyplosz (1998, str. 6-8) je mnenja, da napad na valuto v primeru učinkovitih kapitalskih omejitev ne vodi nujno k opustitvi trdnega deviznega tečaja. Ko je obseg špekulativnega napada časovno omejen, imajo monetarne oblasti namreč možnost deprecijacije deviznega tečaja, ne da bi prešle na sistem drsečih deviznih tečajev. To pomeni, da so postali samouresničljivi napadi vidnejši zaradi povečanja kapitalskih tokov.

Drug pomemben vir ranljivosti v okviru tokov kapitala predstavlja njegova struktura. Splošno sprejeto mnenje je, da je večji delež TDI povezan z manjšo verjetnostjo nastanka valutnih kriz. Prav tako je deficit tekočega računa vzdržnejši v primeru, ko je financiran s TDI. Takšno prepričanje je mogoče utemeljiti s pomočjo dveh pogledov. Prvi pravi, da so tuje direktne investicije manj občutljive na kapitalske odlive, ki se pojavijo v zelo kratkem obdobju, v katerem do valutne krize sploh ne pride. Razlog za to je predvsem težka likvidacija fiksnih sredstev (tovarne in stroji) v tako kratkem času. Po drugi strani pa lahko investitorji v vrednostne papirje ter posojilodajalci na kratek rok precej lažje prodajo svoje premoženje oz. ne obnovijo svojih posojil. Prav zato velja, da je država z večjim deležem investicij v vrednostne papirje, v primeru sočasnega primankljaja na tekočem računu prisiljena bodisi v deprecijacijo svoje valute, bodisi v zmanjšanje domače absorpcije. Alternativni pogled pa pravi, da se TDI uporabljajo predvsem za investicije, ki pomagajo ustvarjati bodoče zaslužke, medtem ko se lahko kratkoročni kapitalski tokovi uporabljajo za financiranje potrošnje, kar pa samo še dodatno povečuje deficit tekočega računa. Potemtakem so TDI bolj verjetno povezane z višjo pričakovano rastjo izvoza ter manjšo verjetnostjo valutnih kriz.

Na sliki 4 (str. 32) so prikazane različne vrste tokov kapitala za različne skupine držav in za različne regije. Z nje je razvidno močno povečanje deleža TDI v primerjavi s kratkoročnimi tokovi kapitala. V skladu z zgornjo teorijo to pomeni zmanjšanje volatilnosti tokov kapitala in s tem manjšo verjetnost valutnih kriz. Pa je to res?

**Slika 4: Gibanje neto tokov kapitala v milijardah USD**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Skupaj</b>						
Neto privatni tokovi kapitala	156,3	194,0	214,8	117,8	69,5	89,7
Neto direktne investicije	83,5	99,3	121,1	145,0	127,3	119,2
Neto portfolio investicije	106,6	39,3	79,9	66,6	42,0	25,1
Ostale neto investicije	-33,8	55,4	13,9	-93,8	-99,8	-54,5
Sprememba rezerv	-65,3	-120,0	-105,5	-44,2	-29,2	-32,7
<b>Države v razvoju</b>						
Neto privatni tokovi kapitala	133,6	147,3	190,9	131,8	87,6	104,1
Neto direktne investicije	76,3	86,3	108,6	126,7	106,2	96,2
Neto portfolio investicije	85,8	22,2	52,5	51,8	38,0	18,9
Ostale neto investicije	-28,6	38,8	29,7	-46,6	-56,6	-11,0
Sprememba rezerv	-43,6	-72,2	-95,5	-50,9	13,0	-12,7
<b>Tranzicijske države</b>						
Neto privatni tokovi kapitala	18,9	42,6	16,0	22,6	13,2	16,4
Neto direktne investicije	5,4	13,4	13,4	18,2	17,1	18,2
Neto portfolio investicije	20,5	18,8	24,3	20,8	7,0	8,2
Ostale neto investicije	-7,0	10,4	-21,7	-16,4	-10,9	-10,0
Sprememba rezerv	-6,9	-36,2	-0,2	-6,3	-3,4	-6,5
<b>Azija</b>						
Neto privatni tokovi kapitala	64,8	91,7	100,2	21,5	-18,3	-7,3
Neto direktne investicije	44,4	51,0	60,2	60,2	45,1	35,0
Neto portfolio investicije	11,5	10,0	10,1	7,5	-6,5	-3,0
Ostale neto investicije	9,0	30,8	29,9	-46,3	-56,9	-39,3
Sprememba rezerv	-39,0	-33,0	-49,1	-12,1	-7,3	-8,9

**Vir: World Economic Outlook, September 1999.**

Alternativni pogled na vlogo TDI podajata v svoji študiji Eduardo Fernandez-Arias in Ricardo Hausmann (2000). Po njunem mnenju je izredno težko trditi, da se je frekvenca valutnih kriz zmanjšala kljub naraščajočemu trendu deleža TDI. Svojo tezo utemeljujeta na primeru Latinske Amerike, kjer je prišlo do občutne spremembe v naravi kapitalskih tokov. Neto privatni prilivi kapitala so iz 107 milijard \$ v letu 1997 padli na 68.6 milijard v letu 1999. Pritok tujih direktnih investicij pa je nasprotno močno porasel, saj so TDI v začetku 90-ih predstavljale 7.3 milijard \$, leta 1999 pa že kar 66.5 milijard \$ (Fernandes-Arias, Hausmann, 2000, str. 1-3).

Prav zato se pri tem postavlja vprašanje, ali je verjetnost valutnih kriz sploh kakor koli povezana s sestavo kapitalskih tokov. Hausmann in Fernandes-Arias sta postavila tezo, ki je v nasprotju s tradicionalnim pogledom in pravi, da TDI niso “nevnovčljive”, temveč so le ena izmed obveznosti podjetij, ne pa njihovo fizično sredstvo. Podjetja imajo več obveznosti in sredstev. Kljub temu, da v ozadju finančnih terjatev na nek način leži “nevnovčljiv” fizični kapital, so lahko prav te terjatve vzrok za nenaden odtok kapitala iz države. Dejansko lahko tuji investitorji zavarujejo tako svoje zasluzke kot tudi vrednost svojega premoženja, lahko pa špekulirajo na ta način, da vzamejo posojilo v domači valuti in kot jamstvo zastavijo svoje fizično premoženje. Še bolj kot teoretična možnost so bili po njenem mnenju takšni dogodki dejansko prisotni<sup>31</sup> (Fernandes-Arias, Hausmann, 2000).

To pomeni, da je nemogoče oceniti stopnjo tveganja različnih tipov kapitalskih tokov s tem, da gledamo na vsako vrsto posebej (odlivi kapitala so lahko zabeleženi na kakšnem drugem računu, ki ni povezan z TDI, to pa še posebej velja za obdobja krize). Z drugimi besedami, to, kar pride notri skozi vrata, gre ven skozi okno. Če želi npr. neko tuje podjetje umakniti denar iz države, kjer je možna kriza, ni nujno, da to naredi z repatriacijo kapitala. Namesto tega lahko vzame posojilo v domači valuti in kupi tuja sredstva oz. premoženje. Če na splošno povzamem ugotovitev Hausmanna in Fernandes-Ariasa, sama spremenljivost TDI še zdaleč ne daje zadostnih informacij o spremenljivosti kapitalskega računa.

### **5.3.2. VPLIV ZUNANJIH DEJAVNIKOV ALI “MONSUNSKI UČINEK”**

Na vsako izmed valutnih kriz v 90-ih so vplivali tudi zunanji dejavniki in to bodisi v obliki pritiskov na odtoke kapitala in na poslabšanje zunanjega ravnotežja, bodisi na proizvod teh držav. Naj začnem kar s prvo valutno krizo v tem obdobju, to je ERM krizo, ki se je odvijala med leti 1992-93. Padec berlinskega zidu v povezavi z vlogo nemške marke, de-facto glavne valute evropskega monetarnega sistema, je ustvaril posebne pogoje. Posledica združitve obeh Nemčij so bili ogromni izdatki, ki so se odražali v ekspanzivni fiskalni politiki Zahodne Nemčije. Zaradi deficita, ki je bil odraz ekspanzivne fiskalne politike, so vpeljali restriktivno monetarno politiko. Takšno obnašanje Nemčije pa je potisnilo v stisko ostale evropske države, ki so imele svojo valuto vezano na nemško marko. Tako so bile prisiljene izvajati restriktivno monetarno politiko brez možnosti fiskalne ekspanzije, zaradi česar so bile potisnjene v recesijo.

Ena izmed sprememb pomembnih “zunanjih” spremenljivk, ki so bolj ali manj vplivale na mehiško krizo leta 1994, je bila rast obrestnih mer v svetu. Ameriške realne obrestne mere so se namreč v letu 1994 dvignile na 1.77 odstotka iz 0.02 v letu 1993. Dvig realnih obrestnih mer je vplival predvsem na zmanjšanje investicij oz. na umik kapitala ne samo iz

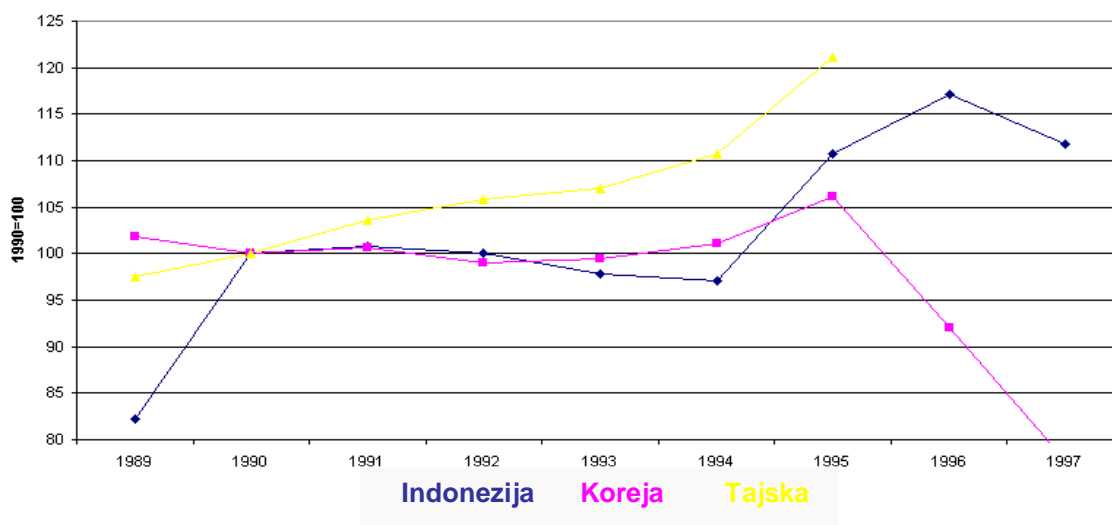
---

<sup>31</sup> Rezultati so v IMF (1998), box 2.2.

mehiškega trga, temveč tudi iz ostalih nastajajočih trgov. Podobno kot na mehiško valutno krizo so tudi na brazilsko leta 1998 vplivala rastoča gibanja obrestnih mer po svetu, ki so bila v večji meri posledica tveganja nenaklonjenih investitorjev. Na previdno obnašanje investitorjev sta nedvomno vplivali tudi valutni krizi v Aziji in Rusiji, saj je bilo obdobje med eno in drugo krizo zelo kratko (Masson, 1998, str. 5-6).

Na sliki 5 je prikazan padec izvoza<sup>32</sup> držav, ki jih je zajela azijska valutna kriza. Posledica te krize sta bili počasnejši gospodarski rasti Japonske in Evrope v tem obdobju ter apreciacija ameriškega dolarja (glej sliko 6). Kot je razvidno iz slike 6 se je pomladi leta 1995 začela konstantna apreciacija ameriškega dolarja napram večini ostalih valut (devizni tečaj jen/USD se je dvignil iz približno 80 leta 1995 na več kot 125 jena za ameriški dolar v letu 1997, kar pomeni visoko 56 – odstotno apreciacijo deviznega tečaja). Posledično so tudi azijske valute občutile apreciacijo<sup>33</sup>, saj so bile njihove valute vezane na ameriški dolar.

**Slika 5: Gibanje izvoznih indeksov za Indonezijo, Korejo in Tajsko**

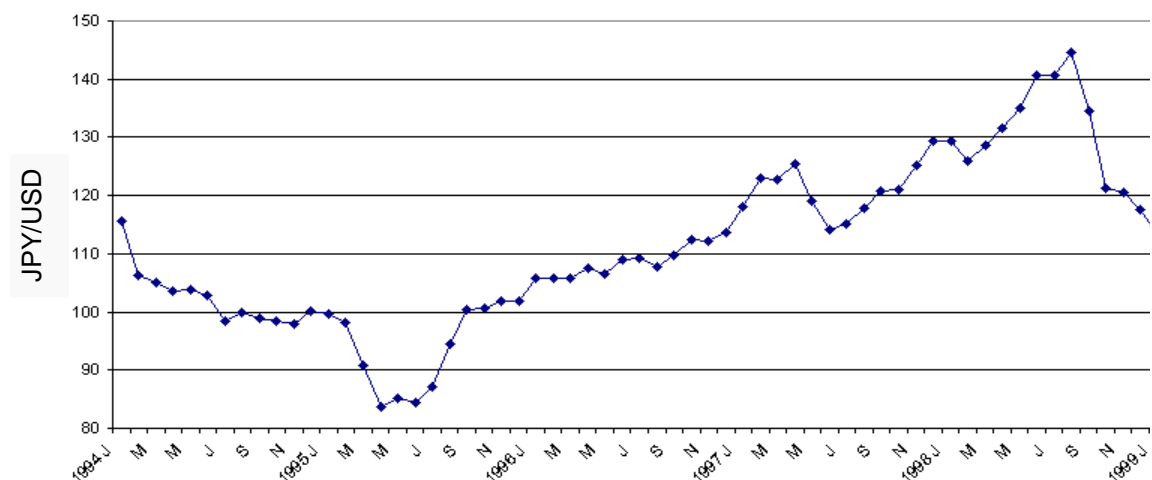


**Vir: International Financial Statistics, 1999.**

<sup>32</sup> Skoraj 30% izvoza azijskih držav je bilo usmerjenega na japonski trg.

<sup>33</sup> Če kot bazno leto vzamemo leto 1990, je do leta 1997 realna apreciacija po državah znašala: Malezija 19%, Filipini 23%, Tajska 12%, Indonezija 8%, Singapur 18%, Hong Kong 30%.

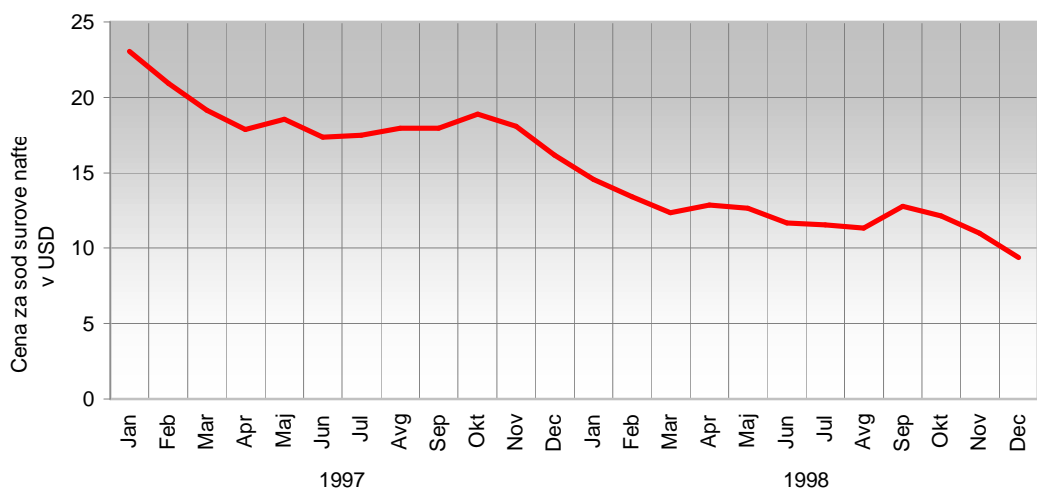
**Slika 6: Gibanje deviznega tečaja JPY/USD**



**Vir: International Financial Statistics, 1999.**

Slika 7 prikazuje gibanje cen nafte. Padec padec cen nafte (cena za sod surove nafte se je namreč znižala iz 23 USD januarja leta 1997 na 16 USD konec leta 1997) je na svetovnih trgih pomembno pripomogel k poslabšanju proračunskega deficita Rusije, ki je leta 1997 znašal nekaj več kot 8 odstotkov BDP-ja. Posledično je padec cen nafte skupaj z nekaterimi domačimi problemi prisilil Rusijo (in Ukrajino) k večjemu izposojanju doma in v tujini.

**Slika 7: Mesečne spremembe v gibanju cen surove nafte**



**Vir: <http://www.eia.doe.gov>**

## 5.4. UČINEK OKUŽBE

V poglavju o modelih druge generacije sem že predstavil različne razlage učinka okužbe. Če za trenutek pustim ob strani različna pojmovanja oz. razlikovanja o tem, kaj pravzaprav je “pravi” učinek okužbe, so za mojo analizo pomembni predvsem vzroki, ki povzročajo širjenje valutnih kriz med državami. Te je mogoče iskati bodisi v ekonomskih temeljih podobnih politično-kulturnih lasnostih, članstva različnih držav v določenih ekonomskih integracijah, bodisi preprosto v obnašanju investitorjev, ki lahko izzove samouresničljivo valutno krizo.

Valutne krize v devetdesetih so bile sestavljene iz najmanj petih različnih regionalnih “valov”: ERM kriza 1992-93, mehiška oz. latinsko ameriška kriza 1994-95, azijska 1997, ruska 1998 in brazilska. Na prvi pogled gre za popolnoma različne države, ki so bile žrtve “skupne” krize. In vendar, gre zares za tako različne države? Ali ni mogoče širjenja krize med njimi razložiti s pomočjo učinka prelivanja<sup>34</sup>?

Valutno krizo ERM 1992-93 je mogoče delno pojasniti s pomočjo “članskega” učinka okužbe (Drazen, 1998). To pomeni, da v primeru, ko je glavni namen fiksiranja deviznega tečaja neke države politična integracija z njenimi “sosedami”, lahko že sama deprecijacija valute ene izmed teh sosednjih držav poveča špekulativni pritisk na ostale članice integracije. Dokaz za tovrsten pritisk na deprecijacije ostalih valut v integraciji je zapustitev režima trdnih deviznih tečajev s strani Velike Britanije leta 1992, saj je prišlo do pritiska na valute Italije, Španije, Irske, Danske in Francije. Vprašanje seveda ostaja, ali je tovrsten učinek okužbe res posledica “članskega” učinka. Kot vemo, je eden izmed pridružitvenih kriterijev najmanj dvoleten nespremenjen devizni tečaj napram valutam EU. Ko sta Velika Britanija in Italija septembra 1992 izstopili iz sistema trdnih deviznih tečajev, so se pojavili dvomi o prihodnosti EMU. Drazen trdi, da povzroča zahteva po vzdrževanju trdnega deviznega tečaja v primežu deprecijacije ene izmed članic EMU manjše stroške deprecijacije in s tem večjo verjetnost, da do nje pride tudi s strani ostalih članic.

Razloga za “članski” učinek okužbe temelji predvsem na predpostavki, da pri vključevanju v določene integracije mnogokrat igrajo pomembno vlogo politični interesi, ki pa odtehtajo izgube v domačem gospodarstvu (brezposelnost naprimer) vse do tedaj, dokler so politične koristi od integracije višje kot izgube v domačem gospodarstvu.

Nekateri avtorji kot npr. Roubin pripisujejo večjo težo preprosti razlagi učinka okužbe, ki temelji na trgovinskih povezavah med državami. To pomeni, da deprecijacija valute ene

---

<sup>34</sup> Učinek prelivanja definira Masson (1998), kot pojav, kjer kriza v nekem gospodarstvu vpliva na makroekonomske temelje drugih gospodarstev. Tako lahko naprimer devalvacija zmanjša cenovno konkurenčnost ostalih držav ali pa lahko zmanjšanje likvidnosti na določenem trgu povzroči umik kapitala iz ostalih trgov.

države v določeni regiji povzroči apreciacijo efektivnega realnega deviznega tečaja in s tem poslabša konkurenčnost ostalih držav v regiji, katerih valute še niso deprecirale. Če navežem to razlago na azijsko valutno krizo, to pomeni, da je tajska deprecijacija povzročila zmanjšanje malezijskega izvoza in posledično potisnila Malezijo čez kritično točko. Prav tako je mogoče pripisati vzrok širjenja krize v Evropi 1992-93 kompetitivnim devalvacijam. Depreciacija angleškega funta je imela negativen vpliv na trgovino in zaposlenost (vsaj tako je bilo opaziti) v Franciji, zaradi česar je prišlo do pritiska na francosko vlado za opustitev trdnega deviznega tečaja (Roubini, 1997).

Kakorkoli, trgovinske povezave so precej šibke tako v Evropi kot tudi Aziji, kaj šele v primeru valutne krize v Latinski Ameriki, kjer so te povezave praktično nične. Mehika ne predstavlja za Argentino ne pomembnega trga, ne pomembnega konkurenta. Zakaj bi potem ena "pezo" kriza povzročila drugo (Krugman, 1998, str. 8)?

Odgovor je mogoče najti v eni izmed teorij učinka okužbe kot ga definira Masson (1998). Po njegovi definiciji "čisti" učinek okužbe vključuje spremembe v pričakovanjih, ki so v tem primeru samouresničljiva, ter finančne trge, ki so predmet multiplega ravnotežja pri čemer je pomembno, da ne pride do sprememb v vrednostih ekonomskih temeljev neke države. Mason pride do ugotovitve, da je bila vrednost ključnih spremenljivk v mehiški in azijski krizi konsistentna z obstojem multiplega ravnotežja, zaradi česar so bile države potencialno izpostavljene učinku okužbe.

## **5.5. POLITIČNI INTERESI IN KORUPCIJA**

### **5.5.1. POLITIČNI INTERESI**

V nekaterih državah, še posebej v Argentini in Braziliji, so pri sprejemanju restriktivne makroekonomske politike igrali glavno vlogo kratkoročni politični interesi. Argentinski predsednik Carlos Saul Menem je bil izvoljen za svoj prvi mandat leta 1989. Njegova glavna naloga je bil boj proti zelo visoki inflaciji. Zaradi tega se je zatekel k vezavi peza na ameriški dolar (ustanovljen je bil celo valutni odbor), kar je prineslo potrebo po uporabi skrajno restriktivne politike. Inflacija je dejansko padla na 0.3 odstotka leta 1997 iz skoraj 5000 - odstotne v letu 1990, tako da je bil na naslednjih volitvah ponovno izvoljen. Podobno se je zgodilo tudi v Braziliji, kjer je dobil predsednik Fernando Henrique Cardoso nov mandat predvsem na račun uspešnosti t.i. "real plana", ki je bil namenjen znižanju visoke inflacije.

Povedano drugače to pomeni, da so bili ti predsedniki ponovno izvoljeni predvsem zaradi uspešne antiinflacijske politike. Potemtakem je sprostitev makroekonomske politike zanje

pomenila popoln tabu, saj bi pomenila povišanje že tako težko prigarane nizke inflacijske stopnje. Vendar pa takšna omejevalna politika ni ostala brez vplivov na gospodarstvu. Argentina in Brazilija sta se obe znašli v situaciji visoke brezposelnosti, stečajev in potrebe po zunanjem zadolževanju.

Se pravi, da s strani politikov obstaja visoka motivacija za doseg kratkoročne stabilnosti, s čimer pa se odlagajo nujne spremembe makroekonomske politike povezane z ekonomskimi temelji, ki so potrebne predvsem za oživitev gospodarstva.

Dodaten element, ki lahko vpliva na negotovost investorjev in na njihovo obnašanje, so tudi nepričakovani politični dogodki, ki sprožijo negotovost investorjev. Primer političnega dogodka, ki je imel vpliv na odnos investorjev, je bil atentat na predsedniškega kandidata vladajoče stranke v Mehiki. Da je bila mera polna, je vlada zaradi bližajočih se volitev dodatno sprostila monetarno in fiskalno politiko. Vse skupaj je močno vplivalo na odtok kapitala iz države ter na zmanjšanje deviznih rezerv.

### **5.5.2. KORUPCIJA**

Korupcija je nelegalno prejemanje provizij, ki povzroči neučinkovitost gospodarstva. Karakteristike korupcije so predvsem njena težavnost merjenja in različne oblike, v katerih se pojavlja. Viri korupcije so lahko npr. državna regulacija: trgovinske omejitve, cenovna kontrola, državne subvencije, razpolaganje z naravnimi viri in nacionalizacija podjetij. Poleg tega predstavlja korupcija za gospodarstvo velike stroške v obliki zmanjšanja investicij in gospodarske rasti. Tudi zaradi tega MDS zahteva od nastajajočih trgov politiko, ki je usmerjena v deregulacijo, liberalizacijo in privatizacijo, vse to z namenom zmanjšanja korupcije in povečanja ekonomske učinkovitosti (Mauro, 1997).

Kljub temu pa se nekateri primeri nedavnih privatizacij vidno razlikujejo od ciljev MDS-a. Eden izmed takšnih primerov je leta 1998 v Braziliji izpeljana privatizacija telefonskega operaterja Telecommunicationes Brasileiras SA za pičlih 19 milijard ameriških dolarjev. Tako čas kot tudi cena sta bolj kot privatizaciji podobna likvidaciji podjetja (Roper, 1998).

To pa ni edini način preko katerega korupcija vpliva na ranljivost gospodarstva. Shang-Jin Wei in Yi Wu (2001) sta v svoji študiji ugotovila, da korupcija vpliva na neugodno sestavo kapitala. Države z višjo stopnjo korupcije naj bi bile prejemnice manjše količine TDI, istočasno pa naj ne bi imela korupcija učinka na zmanjšanje pritokov bančnih kreditov. To pomeni, da korupcija vpliva na spremembo sestave kapitalskih pritokov na način zmanjševanja TDI in povečevanja bančnih posojil.



Shang-Jin Wei in Yi Wu (2001, str. 2-4) ponujata dva možna razloga za takšne učinke korupcije. Prvič, lokalne oblasti lahko lažje izkoristijo za vir korupcije TDI kot bančna posojila. To je že prvi razlog za “ex ante” manjši priliv TDI v države z visoko korupcijo. Drug pomemben razlog pa naj bi bilo višje zavarovanje predvsem s strani MDS-a in držav G7 za bančna posojila razvitih držav, kot pa za direktne tuje investitorje. Poleg tega avtorja še ugotavljata, da obstaja pomembna povezava med t.i. “tovariškim kapitalizmom” in samouresničljivimi valutnimi krizami, saj lahko korupcija preko sestave pritokov kapitala vpliva na spremembe v pričakovanjih ekonomskih subjektov.

## 6. SKLEP

Cilj mojega diplomskega dela je bil poiskati vzroke valutnih kriz, ob tem pa bodisi potrditi bodisi ovreči tezo, da jih povzročajo špekulacije. Z drugimi besedami, valutne krize niso rezultat sprememb v ekonomskih temeljih, temveč posledica samouresničljivih pričakovanj. Kot orodje so mi pri mojem diplomskem delu služili teorija valutnih kriz in empirični modeli, ki so namenjeni njihovemu odkrivanju in napovedovanju.

Moja naloga bi bila seveda mnogo bolj preprosta v primeru, če bi se oprl le na modele prve generacije ter na vzroke valutnih kriz v sedemdesetih in osemdesetih. Analiza vzrokov se namreč zares zaplete šele v devetdesetih, ko se valutne krize vse od ERM krize 1992-93 naprej pojavljajo v novih oblikah, to pa s sabo prinaša tudi njihovo načelno nenapovedljivost. Vsaki novi obliki valutne krize je seveda sledila tudi teorija, ki jo je poskušala pojasniti s pomočjo novih, vedno bolj zapletenih modelov.

Pisanja diplome sem se lotil z že omenjenim ciljem, da bom svojo tezo torej potrdil oz. ovrgel. Podrobno proučevanje modelov in kriz mi je ponudilo povsem nepričakovan rezultat. Teze nisem mogel ne potrditi, ne ovreči. Zakaj? Krize devetdesetih po mojem mnenju spadajo v skupino modelov druge in tretje generacije, saj se na nastajajočih trgih pojavljajo multipla ravnotežja in samouresničljiva pričakovanja, ki omogočajo premike med temi ravnotežji. A to še ne pomeni, da ekonomski temelji pri tem ne igrajo nobene vloge. Prav nasprotno, njihovo dovolj šibko stanje je predpogoj za obstoj multiplega ravnotežja. Špekulacije so torej odraz šibkega stanja ekonomskih temeljev, ki pod določenimi pogoji in v določenem trenutku pridejo na dan.

Menim, da ima največjo težo med vsemi ekonomskimi temelji prav vezava domače valute na tujo. Zastavlja se mi vprašanje, zakaj torej večina držav v razvoju veže svoje valute prav na ameriški dolar, kljub temu da ZDA za večino teh držav ne predstavljajo pomembnega trgovinskega partnerja. Posledice so vidne na primeru azijskih držav in gibanja ameriškega dolarja v odnosu do jena in evra. Menim tudi, da jedro valutnih kriz predstavlja prehitra vezava valut nastajajočih trgov, vse to pa z namenom znižanja inflacijske stopnje, ki pa se ne spusti dovolj hitro na nivo inflacije tiste države, na katero je valuta vezana. Tako pride do realne apreciacije deviznega tečaja.

Prišel sem do zaključka, da igrajo samouresničljiva pričakovanja v kontekstu valutnih kriz vlogo "sprožilca" krize, se pravi, da je stanje ekonomskih temeljev takšno, da bi konec koncev prišlo do valutne krize tudi v odsotnosti špekulacij.

## 7. LITERATURA

1. Aziz R., Caramazza F., Salgado R.: Currency Crisis: In Search of Common Elements. IMF Working Paper No. 00/67, Washington 2000, str. 1-10.
2. Chang R., Velasco A.: Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy. Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 99-15, Atlanta, 1999, 73 str.
3. Drazen Allan: Political Contagion in Currency Crises. University of Maryland and NBER, Maryland, 1998, 31 str.
4. Eichengreen B., Rose A. K., Wyplosz C.: Contagious Currency Crises. National Bureau of Economic Research, Working paper 5681, Cambridge, 1996, 50 str.
5. Eichengreen B., Rose A. K., Wyplosz C.: Exchange Rate Mayhem. (1995)
6. Esquivel G., Larrain F. B.: Explaining Currency Crises. Center for International Development at Harvard University, Development Discussion Paper No. 666, 1998, 33 str.
7. Fernandez-Arias E., Hausmann R.: Is FDI a Safer Form of Financing? Inter-American Development Bank, New Orleans, 2000.
8. Fisher Stanley: The IMF and the Asian Crises. [URL:<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/032098.htm>], 1998.
9. Flood R., N. Marion: Perspectives on the Recent Currency Crises Literature. National Bureau of Economic Research, Working paper No. 6380, Cambridge, 1998.
10. Frankel A. Jeffrey, Rose K. Andrew: Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. National Bureau of Economic Research, Working paper 5437, Cambridge, 1996, 31 str.
11. Gerlach S., Smets F.: Contagious Speculative Attack. European Journal of Political Economy, 11, 1995, str. 45-63
12. Goldfjan I., Valdes R.O.: Are Currency Crises Predictable?. International Monetary Fund Working Paper No. 97/159, Washington, 1997, 19 str.
13. J.P.Morgan: Event Risk Indicator Handbook. J.P.Morgan, London. [URL:<http://www.jpmorgan.com>], 2001.
14. Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C.M.: Leading Indicators of Currency Crises. IMF Staff Papers, 45, No.1, 1998, 48 str.

15. Kaminsky Garciela L., Reinhart Carmen M.: The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*, 1999, 40 str.
16. Krugman Paul: A model of balance of payments crises. *Journal of Money Credit and Banking* 11, 1979, str. 311-325
17. Krugman P.: Currency Crises. [URL:<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.htm>], 1998.
18. Krugman Paul: What Happened to Asia? [URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>], 1998a.
19. Krugman Paul: The Confidence Game. [URL:<http://www.thenewrepublic.com/magazines/tnr/current/krugman100598.html>], 1998.
20. Krugman P.: Fire-Sale FDI. [URL:<http://web.mit.edu/krugman/www/firesale.htm>], 1999.
21. Krugman Paul: *Currency Crises*. University of Chicago Press, Chicago, 2000, str. 1.
22. Krugman Paul.: Crises: The Next Generation?. Razin conference, Tel Aviv University, 2001.
23. Masson P.: Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria. IMF Working Paper No.98/142, Washington, 1998, 31 str.
24. Mauro Paulo: Why Worry About Corruption. [URL:<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues6/issue6.pdf>], 1997.
25. Nitithanprapas E., Willett T.D.: A Currency Crises Model That Works: A Payment Disequilibrium Approach. Claremont Graduate University, Claremont, 2000, 51 str.
26. Obstfeld Maurice: *The Logic of Currency Crises*. NBER, Working paper 4640, Cambridge, 1994.
27. Roubini Nouriel: Money and the Determination of the Interest Rates. [URL:<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro>], 1997.
28. Roper Don: Telebras: Latin America's Largest Privatization Liquidation in Response to Overindebtedness. [URL:<http://csf.Colorado.EDU/roper/telebras.html>], 1998.
29. Sachs J., Tornell A., Velasco A.: *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995*. National Bureau of Economic Research, Working paper 5576, Cambridge, 1996, 65 str.
30. Salant S., Handerson D.: Market anticipation of government policy and the price of gold. *Journal of Political Economy* 86, 1978, str. 627-648

31. Shang-Jin Wei, Yi Wu: Negative Alchemy?. Corruption Composition of Capital Flows and Currency Crises. National Bureau of Economic Research, Working Paper 8187, Cambridge, 2001, 51 str.
32. Vlaar Peter J. G.: Currency Crisis Models for Emerging Markets. De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 2000, 31 str.
33. Wyplosz Charles.: Speculative attacks and capital mobility. Graduate Institute Of International Studies, Geneva and CEPR, Geneva, 1998, 30 str.

## **8. VIRI**

1. World Economic Outlook. Washington: International Monetary Fund, October, 1998, 191 str.
2. World Economic Outlook. Washington: International Monetary Fund, September, 1999, 180 str.
3. International Financial Statistics. Washington: International Monetary Fund, 1999, 612 str.
4. Energy Information Administration. [URL:<http://www.eia.doe.gov>], 20.5.2002.

# SLOVARČEK

bail-out – pomoč pri finančnih težavah

bandwagon effect – učinek vagona

bank run model – model navala na banke

contagion effect – učinek okužbe

crony capitalism – tovariški kapitalizem

currency board – denarna uprava

debt-deflation theory – dolžniško deflacijska teorija

emergency markets – nastajajoči trgi

fundamentals – ekonomski temelji in politične odločitve

herding behavior – čredni nagon

lending boom – prekomerno posojanje

monsoonal effect – monsunski učinek

multiple equilibrium – multiplo ravnotežje

self-fulfilling speculative attack – samouresničljiv špekulativni napad

shadow price – skrita cena

spillover effect – učinek prelivanja

sticky-prices – lepljive cene