

## ДЕТЕРМИНИРАЧКИ ФАКТОРИ НА ФИНАНСИСКИТЕ КРИЗИ

Василка Габер-Наумоска,<sup>1</sup> Стеван Габер,<sup>2</sup> Илија Груевски<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Управа за јавни приходи, Скопје  
[vasilka.gaber-naumoska@ujp.gov.mk](mailto:vasilka.gaber-naumoska@ujp.gov.mk)

<sup>2</sup> Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип  
[stevan.gaber@ugd.edu.mk](mailto:stevan.gaber@ugd.edu.mk)

<sup>3</sup> Економски факултет, Универзитет „Гоце Делчев“, Штип  
[ilija.gruevski@ugd.edu.mk](mailto:ilija.gruevski@ugd.edu.mk)

### Апстракт

Финансиските кризи претставуваат опасна економска појава која, доколку се случи, може да предизвика сериозни последици за една национална економија. Токму последиците се една од главните причини зошто интересот за оваа тема е непресушен. Во насока на подобро разбирање на финансиските кризи, трудот дава опис на главните и детерминиращи фактори, како што се порастот на каматните стапки, порастот на несигурноста, проблемите во банкарскиот сектор, фискалните нерамнотежи, и сл., кои се детектирани како виновници за сериозните економски падови во националниот производ, вработеноста и националниот доход. Подоброто разбирање на овие фактори треба да овозможи полесно предвидување на некои идни економски текови. Освен тоа, трудот делумно опфаќа и анализа на берзанските падови и на кризите „близначки“ и нивните причинско-последични ефекти врз економијата.

*Клучни зборови:* Финансиски кризи, каматни стапки, берзански падови, кризи „близначки“, економска нерамнотежа.

## DETERMING FACTORS OF FINANCIAL CRISES

Vasilka Gaber-Naumoska,<sup>1</sup> Stevan, Gaber<sup>2</sup>, Ilija, Gruevski<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Public Revenue Office, Skopje  
[vasilka.gaber-naumoska@ujp.gov.mk](mailto:vasilka.gaber-naumoska@ujp.gov.mk)

<sup>2</sup> Economic faculty, Goce Delcev University, Stip  
[stevan.gaber@ugd.edu.mk](mailto:stevan.gaber@ugd.edu.mk)

<sup>3</sup> Economic faculty, Goce Delcev University, Stip  
[ilija.gruevski@ugd.edu.mk](mailto:ilija.gruevski@ugd.edu.mk)

### Abstract

Financial crises present a dangerous economic phenomenon that, if it occurs, could have serious consequences for a national economy. Consequences are one of the main reasons why the interest in this topic is inexhaustible. In order to better understand the financial crises, the paper describes the main and determining factors, such as rising interest rates, growing uncertainty, problems in the banking sector, fiscal imbalances, etc., which have been detected as the culprits of serious economic downturns in national product, employment and national income. A better understanding of these factors should make it easier to predict some future economic trends. In addition, the paper partly covers the analysis of stock market declines and “twin” crises and their causal effects on the economy.

*Keywords:* Financial crises, interest rates, stock market falls, “twin” crises, economic disbalances.

## 1. Вовед

Со влезот во XXI век, јасно е дека сме далеку од времето на Бретонвудскиот систем, кога пазарите беа стабилизирани со фиксни девизни курсеви и движењето на капиталот беше строго регулирано. Со падот на Берлинскиот сид во 1989 година, комбинацијата на економска либерализација, брзиот пад на комуникациските и транспортните трошоци,

новата дигитална технологија, донесувањето стандарди за глобален бизнис и зголемената мобилност на капиталот ги надминаа историските пазарни бариери. Поголемите и поинтегрираните глобални пазари ги заменија затворените национални пазари, а познатите географски дефинирани пазари и индустриски структури имаат значителен подем. Овие промени најдраматично се одразија врз светските финансиски пазари. Затворените и строго контролирани финансиски системи од порано, кои беа првенствено доминирани од банките (и, секако, често од владите) беа заменети со слободното движење на капиталот преку државните граници. Одлуките не се повеќе во рацете на неколку (како што искуси Банката на Англија преку шпекулативното победување на фунтата од страна на Џ. Сорос на 16 септември 1992 година), туку во рацете на милиони индивидуални инвеститори, првобитно големи институционалните инвеститори.

Пазарите, носени често од екстремистите како Сорос, ги наградуваат победниците и безмилосно ги отфрлаат губитниците. Употребата на финансиските деривати достигна огромни размери во двата правци: за хеџирање на ризикот и за шпекулирање со големи добивки и непремостливи загуби. Нови видови на финансиски договори биле развивани континуирано за да се изолираат и оценат специфичните ризици и да се тргува со идните финансиски текови. Насекаде низ светот, физичкиот имот е во процес на интензивна секјуритизација и тргување на финансиските пазари. Придобивките од новите финансиски трендови се многубројни. Инвеститорите имаат повеќе начини да ги диверзифицираат своите портфолија и да остварат високи приноси прифаќајќи соодветен ризик. Фирмите кои имаат недостиг на капитал и кои имаат лимитирани можности на финансирање во сопствената држава, можат да се приклучат на глобалните извори на капитал, при што ќе влијаат врз намалување на трошоците на капитал и поефикасна алокација на ресурсите.

Во текот на 1990-те премијата на ризик поврзана со акциите и обврзниците бележеше пад речиси кај сите видови имот, што водеше до заклучокот дека капиталот поевтинуваше. Имено, постои уверување дека колку повеќе ќе се зголеми ефикасноста на финансиските пазари, толку повеќе ќе се намалува цената на капиталот. Многу поважно е тоа што многу земји во развој ги отворија своите финансиски системи во светот кон глобалниот пазар, без адекватна пазарна инфраструктура и изградени стандарди. Банкарската супервизија, сметководствените и управувачките практики и правните заштити не беа доволни за да обезбедат ефикасно и стабилно функционирање на финансиските пазари. Како резултат на ова, финансиските кризи денес се сè почести, со поголеми трошоци и поголем ефект на прелевање врз бизнисмените и инвеститорите надвор од земјите во кои настанала кризата.

## 2. Форми на економска нерамнотежа

Во пазарните економии, бруто-домашниот производ на долг рок покажува тенденција на пораст, кој според статистичките податоци не е праволиниски и варира над и под линијата на потенцијален бруто-домашен производ. Имено, неговите движења во некои години се проследени со големи падови (услови на криза), односно брзи пораста (во услови на просперитет) во други години. Поради овие флукуации се вели дека развојот на бруто-домашниот производ е цикличен и врз основа на ова се појавиле познатите теории за бизнис циклусите како предизвик на макроекономистите, чија основна цел е откривање на причините кои ги индуцираат овие нерамномерни движења на БДП и кои мерки треба владата да ги превземе за да одговори адекватно на цикличните флукуации. Имено, *бизнис циклусите* упатуваат на циклични флукуации на вкупната економска активност на една земја, односно на нејзиниот пораст, потоа опаѓање, на повторен пораст што соодветствува на двете основни фази на бизнис циклусите: *експанзија и рецесија*.

*Фазата на експанзија* се одликува со пораст на вкупниот аутпутот, доходот, производството се зголемува пропорционално со продажбата и остварените профити, невработеноста креирана во фазата на рецесија се исцрпува, вработеноста расте, а преку неа и доходите и потрошувачката. Инвестиционата активност се зголемува, очекувањата на економските субјекти се поволни, а се подобрува и бизнис климата и расте оптимизмот. Негативните импликации на експанзијата се огледуваат преку можноста зголемената побарувачка и потрошувачка да стимулираат инфлаторни тенденции, кои негативно се

одразуваат врз стабилноста на цените и врз стабилниот економски раст на долг рок<sup>1</sup>.

*Инфлацијата* се дефинира како состојба во економијата кога паричните фондови ги надминуваат стоковните фондови, поради што доаѓа до пораст на општото ниво на цени. Трошоците на инфлацијата зависат првенствено од тоа дали потрошувачите, инвеститорите, работниците и фирмите ќе можат да ги антиципираат и на тој начин ќе ги редуцираат сериозните општествени трошоци. Во услови на инфлација, агрегатната побарувачка за добра и услуги при дадено ниво на цени расте многу побрзо од агрегатната понуда на добра и услуги, што се должи во прв ред на високата стапка на монетарен раст. Имено, инфлацијата често настанува во случаи кога владите на земјите во развој го финансираат својот дефицит преку печатење на пари или како последица на неконтролираните експанзивни монетарни политики. Кога месечната стапка на инфлација надминува 50 % велиме дека во земјата постои *хиперинфлација*<sup>2</sup>.

Трошоците од хиперинфлацијата се далеку поголеми отколку во состојба на инфлација. Во такви услови се зголемуваат мотивите за брзо конвертирање на домашната валута во странска, поради брзиот пад на нејзината куповна моќ, се зголемуваат трошоците за кинење чевли, времето и енергијата која се троши за да се ослободат луѓето од валутата што побрзо ги намалува ресурсите и го забавува производството, а сето ова има штетни последици врз економскиот раст<sup>3</sup>. Во овие услови, даночните обврзници имаат мотиви да доцнат во извршувањето на нивната даночна обврска колку што е можно повеќе, со цел да им се намали реалната вредност на нивната обврска. Реалната вредност на прибраните даночни приходи се намалува драстично во услови на хиперинфлација, со штетни последици врз јавните финансии и способноста на владата да обезбедува јавни добра и услуги.

*Фазата на рецесија* се одликува со пад во производството во најмалку два последователни квартали, зголемена невработеност, а со тоа и намалени приходи и потрошувачка на секторот на домаќинствата. Профитите бележат пад, а дел од фирмите се соочуваат со финансиски проблеми. Постојните капацитети слабо се користат, поради што нема логика да се оди со нови инвестиции. Песимизмот почнува да преовладува, а неповолните очекувања на економските субјекти придонесуваат за дополнително намалување на инвестициите. Рецесиите понекогаш се многу силни, остри, перзистентни и предизвикуваат голем пад на бруто-домашниот производ продуцирајќи кризни настани, како што се: висока невработеност, банкротства на фирми и банки, нагласени социјално-политички тензии и војни. Имено, во услови на затворање на економски капацитети, отпуштање на работници, намалени приходи и побарувачка, доаѓа до остар пад на цените кој прераснува во *дефлација*, односно состојба кога стоковните фондови ги надминуваат паричните фондови, поради што доаѓа до опаѓање на општото ниво на цени. Последиците на дефлацијата се погубни врз реалните варијабли (аутпутот и вработеноста), се трупаат залихите, се јавува дезинвестирање (бегање од реалните вредности кон ликвиден имот), нагло опаѓање на вработеноста, ниска искористеност и стерилност на факторите на производство предизвикувајќи тешки финансиски потреси на економиите ширум светот. Тие се препознатливи најмногу во услови на финансиски кризи, како што беше Големата депресија од 1929-1933 кога индексот на цени бележи просечен годишен пад од -10 % и по стапката на движење на монетарната маса, која во истиот период се намали за 1/3.

Покрај дефлација, рецесиите можат да бидат придружени со силно опаѓање на производството, брзо зголемување на невработеноста, значително опаѓање на трговската размена и истовремено високи стапки на инфлација кое соодветствува на состојба на *стагфлација*, која беше регистрирана со Рецесијата од 1973-74 година (првиот нафтен шок) и стагнатните стапки на пораст на општествениот производ од 2-2,5 % кои беа забележани во високоразвиените земји за време на овој рецесивниот период.

<sup>1</sup> Види: Таки Фити, „Феноменологија на економските кризи“, Скопје, 2009.

<sup>2</sup> Види: Philip Cagan, in his classic study of hyperinflation, 1956.

<sup>3</sup> Види: Bernanke, 2004.

### 3. Фактори кои ја предизвикуваат финансиската криза

Финансиските кризи се појавуваат кога има нарушување во финансискиот систем кој предизвикува значаен пораст на проблемите на погрешна селекција и морален hazard на финансиските пазари, при што пазарите не се во способност да ги канализираат средствата ефикасно од штедачите кон фирмите со продуктивни инвестициони можности. Како резултат на неефикасноста на финансиските пазари, доаѓа до остар пад на цените и неуспех на многу финансиски и нефинансиски фирми што на крајот резултира со драстичен пад на економската активност.

Според Мишкин, пет категории на фактори можат да ја распламтат финансиската криза: пораст на каматните стапки, пораст на несигурноста, ефектот на пазарот на капитал врз Билансот на состојба, проблемите во банкарскиот сектор и државните фискални нерамнотежи<sup>4</sup>:

- *Пораст на каматните стапки.* Согласно на искуството од минатото, поединците и фирмите со најризични инвестициски проекти се всушност оние кои се спремни да ја платат највисоката каматна стапка. Ако дојде до пораст на каматните стапки поради зголемената побарувачка за кредити или поради намалување на понудата на пари, барателите кои имаат добар кредитен ризик е помалку веројатно дека ќе аплицираат за кредит, додека барателите со лош кредитен ризик ќе бидат најупорни во нивното барање за кредит. Поради зголемените проблеми на погрешна селекција, кредиторите нема да сакаат да одобруваат повеќе кредити. Значителниот пад во кредитирањето ќе води до остар пад на инвестициите и агрегатната економска активност.
- *Пораст на несигурноста.* Драстичниот пораст на несигурноста на финансиските пазари, кој е последица веројатно на неуспехот на врвни финансиски и нефинансиски институции, рецесијата или падот на берзите, ја отежнува селекцијата на кредиторите на добрите и лошите кредитни ризици. Неможноста на банките да го решат проблемот на погрешна селекција ја намалува нивната волја за одобрување кредити, што води до намалување на инвестициите и економската активност.
- *Ефектот на пазарот на капитал врз Билансот на состојба.* Состојбата на билансот на состојба на една фирма има важни импликации за сериозноста на проблемите со асиметрични информации во финансискиот систем. Имено, остар пад на берзата е само еден фактор кој може да предизвика сериозни нарушувања на Билансот на состојба кој може да ги зголеми проблемите на погрешна селекција и морален hazard на финансиските пазари и може да предизвика финансиска криза. *Падот на берзата значи дека нето-вредноста на корпорацијата се намалила, бидејќи цената на акциите е вредноста на нето-вредноста на корпорацијата.* Намалената нето-вредност ја намалува расположеноста на банките за кредитирање, бидејќи нето-вредноста на фирмите има слична улога како колатералот на банките. Кога вредноста на колатералот се намалува, тоа им обезбедува помала заштита на кредиторите, зголемувајќи ја можната загубата по основа на кредити. Имено, кредиторите имаат помала заштита од последиците на проблемот на погрешна селекција и поради тоа го намалуваат зајмувањето, што предизвикува намалување на инвестициите и економскиот раст. Од друга страна, намалената вредност на корпоративната нето-вредност, предизвикува зголемување на моралниот hazard преку обезбедување мотиви за фирмите да побаруваат кредити со цел да реализираат ризични инвестиции, бидејќи во случај на неуспех на проектите, нивната загуба ќе биде помала. Во индустриските земји, каде инфлацијата е умерена, многу должнички договори се склучуваат со подолг рок на доспевање и фиксни каматни стапки. Имено, доколку дојде до неантиципирано *намалување на општото ниво на цени* тоа ќе доведе и до намалување на нето вредноста на фирмите. Ова се случува поради тоа што плаќањата на долгот се фиксирани во номинални износи, при што неочекуван пад на општото ниво на цени ја зголемува вредноста на обврските на фирмата изразени во реални износи (го зголемува товарот на долгот), но не ја зголемува реалната вредност на средствата на фирмата. Конечниот исход е дека нето вредноста на фирмата изразена во реален износ (разликата помеѓу средствата

<sup>4</sup> Види: Frederic S. Mishkin, "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", seventh edition, 2004.

и обврските на фирмата во реален износ) значително се намалува и ги зголемува проблемите на погрешна селекција и морален hazard со кои се соочуваат кредиторите. Поради *несигурноста за идната вредност на домашната валута* во земјите во развој и некои индустриски земји, многу нефинансиски фирми, банки и влади согледале дека е полесно да емитуваат долг деноминиран во странска валута. Ова може да води до финансиска криза на ист начин како остриот неантиципиран пад на цените. Со должнични договори деноминирани во странска валута, кога има неочекуван пад на вредноста на домашната валута (депрецијација), товарот на долг на домашните фирми се зголемува. Бидејќи средствата на фирмите се најчесто деноминирани во домашна валута, има последователно разорување на Билансите на состојба на фирмите и намалување на нето вредноста, кои повторно ги распламтуваат проблемите на погрешна селекција и морален hazard кои водат кон пад на економската активност. Имено, забележавме дека каматните стапки имаат директен ефект врз проблемите за погрешна селекција, со тоа што порастот на каматните стапки игра улога на промовирање на финансиски кризи преку нивниот ефект врз хартиите на вредност во средствата на Билансот на состојба на сопствениците. Порастот на каматните стапки влијае врз намалување на готовинските приливи на фирмата со тоа што ги зголемува нивните трошоци по основа на каматни плаќања. Намалувањето на *готовинските текови* (разликата помеѓу готовинските приливи и одливи) предизвикува нарушување во Билансот на состојба, бидејќи ја намалува ликвидноста на фирмите или домаќинствата, зголемувајќи ја несигурноста на кредиторите во однос на финансискиот потенцијал на фирмите и на нивната способност за навремено исполнување на кредитните обврски и нивниот кредибилитет кој е од круцијално значење за финансиските институции. Како последица на ова, проблемите на погрешна селекција и морален hazard постануваат многу сериозни за кредиторите, предизвикувајќи пад на економската активност. Ова претставува уште една дополнителна причина зошто драстичниот пораст на каматните стапки може да биде важен фактор кој води до појава на финансиска криза.

- *Проблемите во банкарскиот сектор.* Банките имаат клучна улога на финансиските пазари бидејќи се добро позиционирани за да се завземат во активности за обезбедување на информации кои ги олеснуваат продуктивните инвестиции за економијата. Состојбата на Билансот на состојба на банките има важен ефект врз кредитирањето на банките. Ако банката има нарушување во нејзиниот Биланс на состојба и со тоа значителна контракција во банкарскиот капитал, тогаш банката ќе има помалку средства да ги користи за давање кредити и процесот на кредитирање драстично ќе се намали, што значи дека повторно ќе има негативен ефект врз економската активност и инвестициите. Имено, доколку влошувањето на Билансите на состојба на банките е премногу сериозно, банките ќе започнат да откажуваат во исполнувањето на нивните обврски и секојдневни активности, што ќе резултира со затворање на банките, разгорување на страв кој како вирус ќе се шири од една до друга банка, предизвикувајќи и здрави банки да прекинат со работа. Мултиплицираниот банкарски неуспех во економската литература е познат како *банкарска паника или "bank panic"*. Изворот на зараза се повторно асиметричните информации. Во состојба на паника, депозиторите се водени од мислата: „Подобро осигуран отколку да се тагува“ ("*Better safe than sorry*"), стравувајќи за сигурноста на своите депозити (во отсуство на осигурување на депозитите) и во недостаток на доволно информации за квалитетот на банкарското кредитно портфолио, започнуваат панично да ги повлекуваат своите депозити сè до моментот кога банките целосно банкротираат и доживуваат неуспех. Пропаста на голем број банки за краток временски период значи дека има загуба на обезбедување на информации на финансиските пазари, а со тоа и директна загуба на финансиската интермедијација од страна на банкарскиот сектор. Затегнувањето на кредитните спреги од страна на банките во услови на финансиска криза, исто така, влијае врз намалување на понудата на кредити кон заемобарателите, што последователно води кон повисоки каматни стапки. Крајниот исход од банкарската паника е повторно пораст на проблемите на погрешна селекција и морален hazard на кредитните пазари: Овие проблеми доведуваат до остар пад на кредитирањето на фирмите со продуктивни

инвестициски можности, што резултира со посериозна и потешка контракција на економската активност и загрозување на финансиската стабилност.

- *Државните фискални нерамнотежи.* Во земјите во развој (понов пример се Аргентина, Бразил и Турција) државните фискални нерамнотежи можат да креираат страв од несервисирање на државниот долг. Како последица на ова, државите можат да имаат тешкотија да пронајдат купувачи за нивните обврзници, при што можат да ги присилат банките да ги купат обврзниците издадени од државата. Меѓутоа, доколку настане неисполнување на обврските од страна на државата, тогаш доаѓа до значајно ослабување на Билансите на состојба на банките, кои водат до значајна кредитна контракција и намалување на економскиот раст. Стравот од неисполнување на обврските по основа на емитиран долг од страна на државата може да предизвика криза на девизниот курс, при што вредноста на домашната валута значајно да се намали како последица на повлекувањето на средствата на инвеститорите од земјата. Депрецијацијата на домашната валута тогаш води до разорување на Билансите на состојба на фирмите кои имаат големи износи на долг деноминиран во странска валута. Овие проблеми со Билансите на состојба водат до зголемување на проблемите на погрешна селекција и морален hazard, опишани подетално погоре, и до остра контракција на економската активност.

Настанувањето на финансиските кризи и драстичниот пад на економската активност влијаат значително врз зголемување на сиромаштијата и дистрибуцијата на доходот. Имено, согласно економските истражувања за импактот на финансиските кризи во услови на загуба на аутпутот и богатството, постојат неколку извештаи за социјалните трошоци, во смисла на ефектите на сиромаштијата и нееднаквоста на доходот. Теоретски, финансиските кризи се очекува да ја влошат сиромаштијата и да ја загорат нееднаквоста поради неколку причини:

- *Влошување на условите на пазарот на труд.* Финансиските кризи со себе носат загуба на повисоки работни места, пониски наемнини, принудена транзиција во активностите на неформалниот сектор со посиромашни изгледи на пазарот на трудот и зголемена несигурност во поглед на работата.
- *Промени во релативните цени.* Релативните цени на добрата што се тргуваат се зголемуваат како последица на валутната депрецијација, предизвикувајќи намалување на релативните наемнини во секторот на нетргувани добра, кои можат дополнително да се загорат, бидејќи депрецијацијата ја зголемува конкурентноста на странските пазари, при што го индуцира растот на извозот и вработеноста во извозниот сектор. Големи валутни депрецијации можат да водат до пораст на домашната инфлација која ги погодува релативно сиромашните луѓе кои имаат многу ниски приходи. Имено, храната што се увезува, исто така, многу ги погодува релативно сиромашните, кои трошат пропорционално повеќе од нивниот буџет на храна.
- *Контрактивна фискална и монетарна политика после појавата на финансиска криза.* Како резултат на кризата, владите секогаш чувствуваат притисок врз фискалните буџети. Ова често значи дека јавните расходи за здравство, образованието и различните трансфери и социјални програми ќе бидат намалени во земјите во кои постои финансиска криза, со што ќе им се нанесе голема штета на сиромашните. Ситуацијата се влошува, општо земено, бидејќи рестриктивните фискални политики се придружени со контрактивни монетарни политики кои се превземаат за да се запрат капиталните одливи или исполнување на некои други стабилизациони цели.
- *Регионални и етнички потрес.* Финансиските кризи и последователно намалената економска активност секогаш разгоруваат различни политички, регионални и етнички тензии во земјите. За жал, толеранцијата е лесна жртва во услови на криза и обично таа е цената што се плаќа за социјалното нарушување.

#### 4. Берзанските падови и кризите „близначки“ како форма на финансиски кризи

Падовите на берзанските пазари предизвикуваат значајни намалувања на цените на средствата. Падот на берзата може да настане и кога нема некој позначаен настан поврзан со битни информации. Воведот на налозите за запирање на загубите комбинирано со маргиналните повици и принудната продажба предизвикана од намалувањето на средствата што биле искористени како колатерал, како и стратегиите на динамично тргување се сметале за потенцијалните причинители за падот на берзите од 1929 и 1987 година, бидејќи не го испочитувале основниот закон за побарувачка и на тој начин го дестабилизирале пазарот<sup>5</sup>.

Имено, постојат неколку теоретски модели кои даваат објаснување за причините зошто падовите на берзите настануваат и даваат можност за нивно избегнување во иднина. Овие модели се групирани во четири категории, и тоа:

- Модели на недостиг на ликвидност (Liquidity shortage models);
- Модели на многукратна рамнотежа и површност (Multiple equilibria and sunspot models);
- Модели за пукање на меури (bursting bubble models);
- Модели на агрегирање на одредени информации (Lumpy information aggregation models).

Секоја од овие групи на модели може да ги објасни падовите на берзите дури и кога сите агенти се однесуваат рационално. Сепак, тие се разликуваат во нивното предвидување за движењето на цените откако ќе настане падот на берзата.

*Првата група на модели* објаснува дека намалувањето на цените се должи на *привремен недостаток на ликвидност*. Пазарот има надолен тренд кога никој нема волја да купи акции во одреден временски момент. Ова може да се должи на притисокот за продажба од страна на програмските трговци. Оваа продажба може да се протолкува погрешно, како продажба стимулирана од лоши вести. Ова понатаму води до голем пад на цените. Во овој случај, асиметричните информации за мотивите на тргување се пресудни за генерирање на падови на берзите. Падовите кои се водени исклучиво од недостаток на ликвидност имаат привремена природа и ќе се очекува брзо опоравување на берзите.

*Втората група на модели* укажува на тоа дека големи намалувања во цените можат да бидат поттикнати и од *мали настани*. Тоа претставува надворешен, површен настан, односно јавно објавување кое не содржи никакви информации за тековните економски настани. Имено, ова може да влијае врз економските резултати, бидејќи економските агенти ги користат нив како координативно средство и на тој начин влијаат врз верувањата на економските агенти. Економијата може да има многукратни рамнотежи и настанувањето на овие појави може да индицира поместување од повисоко ниво на рамнотежа на цените на средствата кон ниво со пониски цени. Ова води до голема промена во фундаменталната вредност на средствата. Треба да се забележи дека сите движења помеѓу овие многубројни рамнотежи не мора да се поврзани со мали појави.

*Третата група модели* ги објаснуваат падовите на берзите преку меурите. Имено, за разлика од Моделите на повеќекратна рамнотежа или Sunspot моделите, падот кој е предизвикан од меури што пукаат (*“bursting bubbles”*) може да настане, иако фундаменталната вредност на средството не се менува. Во овој модел има значително голем пораст на цените пред падот на берзите. Цените на средствата ја надминуваат нивната фундаментална вредност и тоа е познато од страна на сите учесници на финансискиот пазар, иако оваа информација не е заеднички споделени помеѓу нив. Секој трговец размислува дека другиот трговец не знае дека цената на средствата (акциите или недвижностите) е преценета. Поради тоа, секој од трговците верува дека ќе може да го продаде ризичното средство (имот) по повисока, дури и нереална цена на некој друг. Во еден момент меурот пука и цените драстично паѓаат. Падот на берзите кој се должи на пукањето на меурите е корекција и не треба да се очекува дека цените повторно ќе скокнат после падот. Имено, пукањето на меурите дава многу веродостојно објаснување за падовите на берзите, меурите

<sup>5</sup> Види: Markus, K. Brunnermeier, “Asset Pricing under Asymmetric information”, Bubbles, crashes, technical analysis and herding, Oxford University Press, 2001, стр. 166-170.

тешко може да се објаснат во теоретските модели без асиметричните информации или рационално однесување.

*Според четвртата група на модели* - драстичен пад на цените на берзите во теоретските модели може да настане и кога меурите не постојат. Тоа е случај кога не постои заедничко знаење од страна на инвеститорите дека цените на средствата се многу високи. Често, трговците не знаат дека цените се преценети, но дополнително набљудување на цените комбинирано со знаење од патеката на минатите цени им дава ненадејна свесност за постоењето на погрешни цени. Овој *Модел на агрегирање на информациите* е блиско поврзан со Хердинг моделите. Економијата може да биде во делумна информациска каскада сè додека каскадата не е срушена од страна на еден мал настан. Овој настан го стимулира откривањето на информациите комбинирано со висок пад на цените. Падот на берзите предизвикан од Моделот на агрегирање на некои информации е често придружен од значителен пораст на цените. Падот сам по себе ги коригира погрешните цени на средствата и, оттука, не се очекува брзо заздравување на финансискиот пазар. Имено, никакви мерки не треба да се превземаат доколку падот на берзите е само корекција на цените, на пример, пукањето на меурите. Од друга страна, доколку кризата се должи на идентично однесување на стадо (“herding behavior”) како во случаи на навала на банки, контролите на капиталот се корисни мерки за да се избегне Паретовата инфериорна рамнотежа на навала на банки (“Pareto inferior bank-ran equilibrium”).

Креаторите на економската политика кои имаат способност да ги идентификуваат и разликуваат овие причини ќе можат да развиваат правилни мерки за намалување на импактот на идните кризи и да ги минимизираат социјалните трошоци со кои се соочува голем дел од популацијата. Во американската историја ќе остане запаметен падот од 29 октомври 1929, вторник, кога берзата имаше пад од 12 % или загуба од 8 - 9 милиони долари, познат како „Црниот вторник“, кој се именуваše како почеток на Големата депресија, но не и нејзин причинител. За овој пад постои консензус помеѓу економистите и историчарите дека нема поединечен настан што го предизвикал. Имено, комбинација на настани, природни и индуцирани, согласно со владината политика, подобрувањето во производството и зголемената побарувачка за акции врз основа на кредити, сите доведоа до ненадеен пад на цените. Некои од економските експерти забележале дека за време на падот на берзата, федералните резерви ги ослабнале рестрикциите за позајмување на пари наместо да ги зајакне, дозволувајќи зголемено кредитирање на финансискиот пазар и можност на инвеститорите да купуваат акции преку позајмување од банките. Падовите на берзите се секогаш непредвидливи и варијабилни. На 19 октомври 1987, берзата изгубила 25 % од нејзината вредност во еден ден со драстично паѓање на акциите и индексот DOW Jonson за цели 508 % за само еден ден, кој ќе се запамети како најголем пад во историјата на САД.

*Кризите „близначки“* се оние состојби во кои почетокот на банкарските кризи е проследен со криза во Билансот на плаќање во рамките на следните 48 часа од настанувањето на банкарските кризи. Зачестените валутни кризи, посебно во Латинска Америка во доцните 1970-ти и раните 1980-ти, обезбедија мотив за примена на активна литература за кризите на Билансот на плаќање. Како што напомнал Paul Krugman’s (1979), кризите од овој тип се појавуваат бидејќи земјата го финансира својот фискален дефицит преку печатење на пари до оној степен при кој прекумерното кредитирање доведува до потенцијален колапс на режимот на фиксен девизен курс. Без оглед на причините на валутните кризи, ниедна стара литература, ниту новите модели на самоодржливи кризи не обрнале многу внимание на врската помеѓу банкарските и валутните проблеми и покрај фактот што многу од земјите што искусиле валутни кризи истовремено имале и домашни банкарски кризи. Врз основа на истражувањата, се утврдиле следниве резултати: *Прво*, согласно на интеракцијата помеѓу кризите, анализата не покажала врска помеѓу кризата на Блатниот биланс и банкарските кризи за време на 1970-тите, кога финансиските пазари беа строго регулирани. Во 1980 година, следејќи ја либерализацијата на финансиските пазари во многу делови низ светот, овие две кризи биле значително поврзани. Многу често, почетокот на проблемите во банкарскиот сектор им претходат на кризата на Билансот на плаќање. Согласно добиените резултати, колапсот на валутата ги продлабочува банкарските кризи и ги зголемува проблемите во финансискиот сектор. Врвот на банкарските кризи обично доаѓа после падот



на валутата, како последица на високите каматни стапки кои се неопходни за да се заштити фиксниот девизен курс или високата изложеност на банките во странство преку екстерен долг. *Второ*, иако банкарските кризи им претходат на кризите во Билансот на плаќање, тоа не мора да значи дека тие се непосредната причина на валутните кризи, иако банкарските кризи го влошуваат фиксниот девизен курс. Двете кризи се претходени од рецесија, или најмалку економски раст под нормалниот, влошени услови во трговијата, преценет девизен курс, како и зголемување на трошоците на кредитите, кои негативно влијаат врз извозот во земјата. Во двата типа на кризи, еден шок за финансиските институции (либерализацијата на финансиските пазари или зголемениот пристап на меѓународните пазари на капитал) го подгрева бумот на бизнис циклусот преку обезбедување на пристап до финансирањето. Ранливоста на финансиските институции се зголемува како што уделот на непокриените обврски во банкарскиот систем се искачува на високи нивоа. *Трето*, кризите (внатрешни и надворешни), пред да настанат се претходени од слаби и влошени економски индикатори. Додека шпекулативните напади можат и настануваат кога има промена во расположението на пазарот, и можното однесување на стадо, состојба во услови на криза со здрави економски индикатори е навистина ретка. *Четврто*, доколку се направи компарација во ситуациите каде што банкарските и валутните кризи настануваат поединечно во однос на оние од кризите „близначки“, се забележува дека економските индикатори имаат тенденција на влошување, економиите се значително послаби, а со тоа и кризите (и двете банкарските и валутните) се далеку потешки<sup>6</sup>.

Различни теоретски модели се користат за објаснување на врската помеѓу валутните и банкарските кризи. Едно каузално објаснување за влијанието на проблемите во Билансот на плаќање врз банкарските кризи. Еден иницијален надворешен шок, како пораст на странските каматни стапки, ќе предизвика пад на домашните резерви во услови на фиксен девизен курс. Ако не се стерилизира, тој ќе доведе до кредитна криза, зголемени банкротства и финансиски кризи. Покрај тоа, Frederic Mishkin (1996) тврди дека, ако се случи девалвација, позицијата на банките ќе ослабне уште повеќе ако голем дел од нивните обврски се деноминирани во странска валута. Модели како оној на Velasco (1987) посочуваат на спротивната каузална насока - проблемите во финансискиот сектор доведуваат до забрзување валутен колапс.

Овие модели нагласуваат дека кога централната банка ги спасува финансиските институции преку печатење на пари, тогаш се навратуваме на класичната теорија за кредитна криза предизвикана од прекумерната монетарна креација. Во многу случаи кризите во Билансот на плаќање се решаваат преку девалвација на домашната валута или со преминување од фиксен кон флексибилен девизен курс. Меѓутоа, централните банки можат со помош на контрактивната монетарна политика и интервенцијата на девизниот пазар да се изборат против шпекулативните напади. Во последните случаи, валутните турбуленции на пазарот ќе бидат изразени преку зголемување на домашните каматни стапки и драстичното намалување на девизни резерви. Оттука, индексот на валутните кризи треба да ги содржи овие различни манифестации на шпекулативни напади. Во духот на Eichengreen and Rose (1999) се конструирал индекс за турбуленцијата на девизниот пазар како пондериран просек на промените во девизниот курс и промените во девизните резерви.

Почетокот на банкарските кризи е маркиран преку два типа на настани: 1) навалата на банки и повлекување на депозити кои водат до затворање, спојување или превземање на финансиските институции од страна на јавниот сектор (државата), како во Венецуела 1993 година; 2) и доколку нема навала на банки, затворање, спојување или превземање преку државна интервенција на важни финансиски институции (или групи на финансиски институции), кои го одбележуваат почетокот на исти резултати за другите финансиски институции (како во Тајланд 1996-97). Банкарската криза велиме дека го достигнува својот врв кога има најтешка државна интервенција или затворање на банката. Имено, за појасно согледување и разбирање на кризите „близначки“ извршена е анализа на 20 земји во периодот од 1970-1995 година, кои се карактеризирале со мала и отворена економија и фиксен девизен курс. Овој период опфаќал 26 банкарски и 76 валутни кризи. За време на

<sup>6</sup> Види: B. N. Ghosh, “Global financial crises and Reforms”, 2001, стр. 09-15.

1970 година настанале 26 валутни кризи, додека банкарските кризи биле ретки со само 3 појавувања. Отсуството на банкарските кризи ја рефлектира строгата регулација на финансиските пазари во текот на 1970-тите. Спротивно на ова, додека бројот на валутните кризи по години не се зголемил во текот на 1980-тите и 1990-тите, бројот на банкарските кризи по години се зголемил за четири пати повеќе после либерализацијата.

Финансиските кризи значително зачестиле и прошириле во раните 1980-ти, кога реалните каматни стапки во САД биле на нивното највисоко ниво од 1930 година. Имено, странските каматни стапки имаат маркантна улога во предвидувањето на валутните кризи<sup>7</sup>. Второ објаснување зошто се распространети кризите е присутноста на ефектот на зараза, креирајќи домино ефект помеѓу земјите кои имаат слаби економски индикатори.

Проблемите во финансискиот сектор ја поткопуваат валутата. Девалвацијата, од друга страна влијае врз зголемување на постоечките банкарските проблеми и креира нови. Овие обратни механизми на повратна спрега можат да се зајакнат со помош на неадекватните хеџинг политики на банките, како што беше случајот со Азиските кризи. Присуството на магичниот круг имплицира дека кризите „близначки“ а priori се многу потешки, отколку валутните и банкарските кризи кои се појавуваат во изолација<sup>8</sup>. Согласно истражувањата на Kaminsky and Reinhart (1999), утврдено е дека почетокот на банкарските кризи им претходи на кризите на Билансот на плаќање, при што кризите „близначки“ се дефинираат како оние епизоди во кои валутните кризи го следат почетокот на банкарските кризи во текот на наредните 48 месеци<sup>9</sup>.

## ЗАКЛУЧОК

Финансиските кризи денес, како и во минатото, будат силен интерес за економски истражувања кои ќе доведат до појасно разбирање на факторите кои се одговорни за појава на разурнувачки економски состојби во националните економии. Од трудов можеме да резимираме дека финансиските кризи својот замав го постигнуваат со либерализацијата на пазарите на капитал и отворање на поединечните финансиски системи во насока на постигнување на побрз економски раст и развој. Ова е посебно релевантно за земјите во развој и неразвиените земји кои се природно препознатливи како капитално дефицитарни економии. Тука можеме да ги детектираме најважните фактори кои се одредени како предизвикувачи на финансиските кризи, како што се каматните стапки, фискалните нерамнотежи, проблемите во банкарскиот сектор, падот на берзите кој води до сериозни проблеми во Билансите на состојби на компаниите, и сл. Покрај овие важни фактори внимание е посветено и на кризите „близначки“, но и на берзанските падови. Овие сегменти треба да ни ги појаснат причините и поврзаноста помеѓу одредени варијабли што доведува до појава на посериозни финансиски кризи, кои може да ја девастираат националната економија.

### Користена литература:

1. Bernanke, B. (2004). "Panel Discussion: Inflation Targeting". Federal Reserve Bank of St. Louis, Review vol. 86, no. 4 (July/August): 165-168;
2. Brunnermeier, K. M. (2001). "Asset Pricing under Asymmetric information", *Bubbles, crashes, technical analysis and herding*. Oxford University Press, p. 166-170;
3. Cagan, P. (1956). *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*. In Friedman, Milton (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press;
4. Eichengreen, B. & Rose, K. A. (1999). *Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance*.

<sup>7</sup> Jeffrey Frankel and Andrew K. Rose (1993).

<sup>8</sup> Gaber, Stevan and Gaber-Naumoska, Vasilka and Naumoski, Aleksandar and Gruevski, Ilija (2015) *The Comprehension of the Financial Crises*. International Journal of Sciences: Basic and Applied Research, 24 (7). pp. 229-237.

<sup>9</sup> Kaminsky, Graciela, L., and Carmen, M. Reinhart. 1999. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems." *American Economic Review*, 89 (3): 473-500.

- 
- NBER Chapters, in: Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues (NBER-EASE volume 7), pages 29-56 National Bureau of Economic Research, Inc.;
5. Fiti, T. (2009). *Fenomenologija na ekonomskite krizi*. Ekonomski fakultet, Skopje;
  6. Frankel, A. J. & Rose, K. A. (1997). *The endogeneity of the optimum currency-area criteria*. Swedish Economic Policy Review 4. p. 487-512;
  7. Gaber, S. and Gaber-Naumoska, V. and Naumoski, A. and Gruevski, I. (2015). *The Comprehension of the Financial Crises*. International Journal of Sciences: Basic and Applied Research, 24 (7). pp. 229-237;
  8. Ghosh, N. B. (2001). *Global financial crises and Reforms*. Routledge, London;
  9. Kaminsky, L. G. and Reinhart, M. C. (1999). *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*. American Economic Review, 89 (3): 473-500;
  10. Krugman, P. (1979). *A Model of Balance of Payments Crises*. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11, No. 3, p. 311-325;
  11. Mishkin, F. (1996). *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*. National Bureau of Economic Research;
  12. Mishkin, S. F. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, New Jersey, USA;
  13. Velasco, A. (1987). *Financial crises and balance of payments crises: A simple model of the southern cone experience*. Journal of Development Economics, vol. 27, issue 1-2, 263-283.