

Sadržaj

Predgovor	9
Zahvale	13
Uvod: Obećanje ekonomske sigurnosti	17
 <i>Prvi dio</i>	
Ekonomski rizici u napredujućem svijetu	
Prvo poglavlje	
Kako je svijet mogao izgledati od 1950. do danas	37
Drugo poglavlje	
Skriveni problemi ekonomskog rizika	47
Treće poglavlje	
Zašto nova tehnologija stvara rizik	61
Četvrto poglavlje	
Četrdeset lopova: raznovrsni ekonomski rizici	73
 <i>Drugi dio</i>	
Kako znanost i tehnologija stvaraju nove mogućnosti u financijama	
Peto poglavlje	
Nova informacijska tehnologija primijenjena na upravljanje rizikom	83
Šesto poglavlje	
Psihologija primijenjena na upravljanje rizikom	95
Sedmo poglavlje	
Priroda inovacije u financijama	111
 <i>Treći dio</i>	
Šest ideja na novi financijski poredak	
Osmo poglavlje	
Osiguranje sredstava za život i vrijednosti kuća	119
Deveto poglavlje	
Makrotržišta: trgovanje najvećim rizicima	133

Deseto poglavlje	
Zajmovi povezani s prihodom: smanjenje rizika teških vremena i stečaja	149
Jedanaesto poglavlje	
Osiguranje od nejednakosti: zaštita raspodjele dohotka	159
Dvanaesto poglavlje	
Međugeneracijsko socijalno osiguranje: podjela rizika između mladih i starih	173
Trinaesto poglavlje	
Međunarodni dogovori oko kontrole rizika	181
<i>Četvrti dio</i>	
Razvoj novog financijskog sustava	
Četrnaesto poglavlje	
Baze podataka o globalnom riziku	193
Petnaesto poglavlje	
Nove mjerne jedinice i elektronički novac	205
Šesnaesto poglavlje	
Ideje u praksi: istraživanje i zagovaranje	223
<i>Peti dio</i>	
Novi financijski poredak kao nastavak povijesnog procesa	
Sedamnaesto poglavlje	
Pouke glavnih financijskih inovacija	231
Osamnaesto poglavlje	
Pouke iz glavnih inovacija socijalnog osiguranja	245
Epilog	
Model radikalne financijske inovacije	267
Bilješke	275
Literatura	323
Kazalo pojmova	355
Kazalo imena i institucija	361
Pogovor (Josip Sapunar)	369

Predgovor

Ekonomski uspjesi nastali tehnološkim napretkom sami po sebi ne jamče bolji život za više ljudi. Golema ekonomska nesigurnost i nejednakost prihoda preplavljuje današnji svijet, usprkos sve većim ekonomskim postignućima tehnološkog napretka mogu se razviti sve gori uvjeti života. No, nove ideje upravljanja rizikom omogućavaju upravljanje širokim rasponom rizika – sadašnjim i budućim, neposrednim i dalekim – i ograničavanje popratnih pojava "kreativne destrukcije" kapitalizma. Primjena ovih ideja neće pomoći samo u smanjenju popratnih rizika, nego će omogućiti i pozitivniji stav prema riziku, stvarajući tako raznolikiji i, samim time, inspirativniji svijet.

Novi financijski poredak predlaže radikalnu, novu infrastrukturu upravljanja rizikom glede osiguranja bogatstva nacija: radi očuvanja milijardu malih – i ne tako malih – ekonomskih uspjeha koji održavaju ljude diljem svijeta. Većina tih uspjeha rijetko čini vijest, a ne izaziva niti javnu raspravu, ali njima se obogaćuje teško zarađena socijalna sigurnost i bez njih bi izgled napretka bio izgubljen. No, radikalnom promjenom temeljnih institucija i pristupa upravljanju svim tim rizicima – i velikima i malima – daleko više možemo učiniti za poboljšanje života i društva, nego pojedinačnim popravcima.

Upravo kao što moderni sustavi osiguranja štite ljude od katastrofalnih rizika u njihovim životima, ta će nova infrastruktura koristiti financijske inovacije koje štite ljude od rizika sustava: od gubitka posla zbog promjene tehnologije do prijetnji domu i zajednici zbog promjenjivih ekonomskih uvjeta.

Uspješnom provedbom ova bi novopredložena financijska infrastruktura omogućila ljudima da slijede svoje snove, s većom vjerom nego što im to omogućuje postojeći način upravljanja rizikom. Bez tih načina postizanja veće sigurnosti mladim će ljudima, čije ideje i vještine predstavljaju sirovinu za rast informacijskog društva, biti teško preuzimati rizike neophodne za pretvaranje intelektualne energije u robe i usluge korisne društvu.

Povijesno gledano, ekonomski mislioci bili su ograničeni stanjem relevantnih načela upravljanja rizikom svoga doba. Nedavni pomaci u

teoriji financija, informacijskoj tehnologiji i psihologiji omogućavaju osmišljavanje novih ideja za upravljanje tehnološkim i ekonomskim rizicima sadržanim u kapitalizmu – inovacijama koje prošli mislioci nisu mogli zamisliti. Karl Marx, zagovaratelj komunističkog pokreta, nije poznao takve ideje o upravljanju rizikom kad je 1867. objavio *Kapital*. Nije ih imao ni John Maynard Keynes, glavni tumač moderne liberalne ekonomske politike, kad je 1936. objavio djelo *General Theory of Employment, Interest and Money* 1936. godine, a niti Milton Friedman, glavni predstavnik ekonomskog libertarijanizma, kad je 1962. objelodanio knjigu *Kapitalizam i sloboda*.

I na kraju, *Novi financijski poredak* primjena je tehnologije upravljanja rizikom na glavne životne probleme. On opisuje elektronički integriranu kulturu upravljanja rizikom osmišljenu za rad zajedno s već postojećim ekonomskim institucijama kapitalizma glede promicanja bogatstva. Knjiga ne obećava utopiju, niti nudi rješenja za sve probleme. Nije potaknuta ni jednom političkom ideologijom niti simpatizerima ijedne klase. Ono što nudi koraci su kojima svoj život realno možemo učiniti mnogo boljim. Predstavljanjem novih ideja o tehnologiji temeljnog upravljanja rizikom ova knjiga ne predstavlja dovršenu matricu za budućnost. Umjesto toga, opisuje novi smjer koji će se neizbježno poboljšati budućim eksperimentiranjem, inovacijama i novim pomacima u financijskoj teoriji, u manipulaciji relevantnim informacijama povezanim s rizikom te sposobnošću društvenih znanstvenika da se pozivaju na psihologiju glede osmišljavanja tehnika koje skrbe o korisniku i ljudima pomažu u upravljanju rizicima povezanim s prihodom.

Rad na ovoj knjizi započeo sam 1997., na vrhuncu godina razmišljanja i pisanja o načinima poboljšanja institucija u rješavanju rizika, pojedinca ili društva. Godine 1993. objavio sam tehničku monografiju *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*, uz brojne znanstvene članke o općoj temi upravljanja rizicima Allana Weissa, Karla Casea, Stefana Athanasoulisa i drugih. Ali ta djela nisu stvorila veću sliku, niti su se dotakla velikih problema za koje sam držao da se trebaju istaknuti široj publici.

U to sam doba ovu knjigu planirao iskoristiti za integriranje svog razmišljanja u širu sliku našeg društva i gospodarstva. Nadao sam se ispraviti krajnje pogrešno javno razumijevanje tehnoloških i ekonomskih rizika i prenijeti jasniju, točniju sliku stvarnih rizika s kojima se ljudi sučeljavaju. Također sam se nadao da ću objasniti kako nas nazočnost različitih oblika rizika, od kojih su mnogi na prvi pogled skriveni, sprečava u dostizanju najvećeg potencijala.

No, 1999. prekinuli su me sve impresivniji dokazi o golemom "bumu" na tržištu dionica, "bumu" koji se pokazao povijesnih razmjera. Na savjet kolege ekonomista i dugogodišnjeg prijatelja Jeremyja Sie-

gela odlučio sam odložiti rad na ovoj knjizi i napisati knjigu o "bumu" na tržištu dionica – klasičan primjer posebne vrste pogrešne percepcije i pogrešna upravljanja dugoročnim rizicima o kojima sam pisao u znanstvenoj literaturi. Uz pomoć izdavačke kuće Princeton University Press sredinom ožujka 2000. uspio sam objaviti knjigu *Irrational Exuberance (Iracionalno obilje)*, upravo u trenutku najvećega tržišnog i tehničkog porasta.

Irrational Exuberance završava zaključkom da nije pretjerana samo razina tržišta dionica, nego i pozornost koju društvo posvećuje tržištu dionica te važnost koju mu pridajemo. Tržište dionica neće obogatiti sve nas, niti će riješiti naše ekonomske probleme. Građani pretjeruju obraćaju li pozornost na poslovni svijet samo zbog dionica, a još i više ukoliko drže da će dionice samo rasti.

Knjigom *Novi financijski poredak* nastavljam svoje prekinuto istraživanje te *Irrational Exuberance*. Nadam se da ću prikazivanjem načina na koji pogrešno shvaćamo rizik i iznošenjem značajnih ideja namijenjenih rješavanju tog problema objasniti kako u osnovi možemo riješiti situacije ekonomskog rizika. Doista ulazimo u novo ekonomsko razdoblje – s jakim tržištem ili bez njega – i moramo razmišljati o implikacijama novih tehnologija – stvarnim pokretačima globalne ekonomske promjene – ne samo na pojedinačne tvrtke i cijenu njihovih dionica, nego na sve nas. Moramo shvatiti način na koji je tehnologija prošlosti oblikovala naše institucije i moramo snažno i kreativno mijenjati svoja razmišljanja kako bismo mogli upravljati tim novim okruženjem. *Novi financijski poredak* daje pregled ključnih načina pretvaranja tog ideala u stvarnost.

Kao pomoć kritičkim čitateljima ove knjige prikupio sam i brojne tehničke i popratne materijale i nova saznanja koja se odnose na teme ove knjige. Nalaze se na web stranici <http://www.newfinancialorder.com>

Zahvale

Tijekom godina moj se način pisanja promijenio. Sada rabim što je moguće više umova za filtriranje ideja, predlaganje novih, pronalaznje činjenica i otkrivanje onoga što doista moram znati. Ponekad se čini da više vremena provodim pričajući s drugima nego pišući, ali osjećam da je to vrijeme dobro utrošeno. Stoga nastanak ove knjige neobično mnogo dugujem drugima.

Od svih ljudi koji su na ovoj knjizi surađivali sa mnom, ističe se Allan Weiss, moj nekadašnji student na Yaleu i predsjednik tvrtke koju smo osnovali 1991., Case Shiller Weiss, Inc. (sada podružnica tvrtke Fiserv, Inc.). Bio je prepun novih ideja. Allan i ja radili smo zajedno na razvoju koncepta regionalnih budućih tržišta nekretnina, osiguranju stambenog ulaganja i instrumentu makrotržišta koji smo nazvali makrovrijednosnice.

Moj izdavač u Princeton University Press, Peter Dougherty, pomogao mi je u osnovnom oblikovanju misli, pa i njemu mnogo dugujem. Njegova genijalnost stoji iza ove knjige i nikad je ne bih napisao bez njegove pomoći i zamisli. Također sam razvio intelektualni odnos s Henningom Gutmannom, donedavno urednikom u Yale University Press, i mnogo sam vremena proveo razgovarajući s njim o idejama u ovoj knjizi.

Stefano Athanasoulis, moj nekadašnji student na Yaleu, još je jedan moj bliski suradnik. Već pet godina zajedno radimo na matematičkoj teoriji definicije optimalnog tržišta koja nam je pomogla u razradi nekih ideja u ovoj knjizi, posebice ideje o tržištu zahtjeva za kombiniranim nacionalnim prihodima u svijetu, ideje koju smo prvi put zajedno objavili.

Mnoge ideje u ovoj knjizi nastale su iz tradicije stvorene na Yaleu, gdje sam već 20 godina predavač. Pokojni James Tobin imao je utjecaj u oblikovanju. Nadahnuo me svojom temeljnom razradom matematičke teorije diversifikacije, inovacijama u praktičnom upravljanju rizikom, poput opcije odgode plaćanja školarine na Yaleu, koju je on stvorio, i svojom iskrenom brigom za nesretnike u našem društvu. Njegov rad s Williamom Nordhausom na točnom mjerenju ekonomskog blagostanja potaknuo me na pomisao da stvarna poboljšanja u

našem društvu mogu biti rezultatom kvantitativna istraživanja. Rad Williama Brainarda i Trenera Dolbeara o upravljanju životnim rizicima bio je izravnim prethodnikom makrotržištima o kojima raspravljam u ovoj knjizi. Na mene je utjecao i rad Johna Geanakoplosa o informaciji i nepotpunim tržištima te rad Martina Shubika o trgovinskim sustavima.

I kolege iz naše tvrtke Case Shiller Weiss, Inc. odigrali su važne uloge. Karl Case pomogao mi je u razvoju ideje o budućim tržištima nekretnina. Ukazao mi je na važnost osmišljavanja dobrih pokazatelja za mjerenje temeljnih koncepata i dao prvi poticaj ovom istraživanju. Howard Brick, David Costa, Jay Coomes, Neil Krishnaswami, Linda Ladner, Terry Loeb, James Mealey i drugi u Case Shiller Weiss, Inc, također su bili dio procesa otkrivanja.

Allan Weiss i ja utemeljili smo drugu tvrtku, Macro Securities Research (Istraživanje makrovrijednosnica), LLC, koju je u ranoj fazi vodio glavni operativni direktor Sam Masucci. Svrha tvrtke je stvoriti nove instrumente upravljanja rizikom. Neil Gordon, Larry Hirshik, Julius Levin, Tom Skinner i drugi pomogli su u počecima naše tvrtke. Pomogao je i naš savjetodavni odbor, uključujući Johna Campbella, Franca Modiglianija i Jeremy Siegela.

Raniji nacrti dijelova ove knjige predstavljeni su u veljači 1998. na Spruill predavanju na sveučilištu u Sjevernoj Karolini, u obliku javnog predavanja na Londonskoj ekonomskoj školi u studenom 1998., kao McKennino predavanje na koledžu St. Vincent u siječnju 1999., kao predavanje Jundt na sveučilištu države Wayne u travnju 2001., kao predavanje Kennetha Arrowa na sveučilištu Stanford u svibnju 2001., kao predavanje Henryja Georga na sveučilištu Scranton u rujnu 2001., kao predavanje "U društvu znanstvenika" na sveučilištu Yale u siječnju 2002., kao javno predavanje u Europskoj centralnoj banci u Frankfurtu u svibnju 2002., na financijskom seminaru na sveučilištu u Chicagu u listopadu 2002. te, najzad, u Ekonomskom udruženju u Hong Kongu, na sastanku u prosincu 2002. Povratne informacije nazočnih na tim predavanjima uvelike su pomogle.

Zahvalan sam i Luizu Abreu, Kennethu Arrowu, Aleksanderu Askelandu, Sohrabu Behdadu, Amaru Bhideu, Murrayu Biggsu, Michaelu Boozeru, Davidu Bradfordu, Diane Coyle, Davidu Darstu, Bradu DeLongu, Keithu Degenisu, Mohamedu El-Erianu, Herbu Gintisu, Naderu Habibu, Robertu Hallu, Henryju Hansmannu, Robertu Hockettu, Jeemanu Jungu, Stephenu Kaplanu, Michaelu Krausu, Sterfanu Kriegeru, Davidu Lasteru, Gilu Mehrezu, Felipeu Morandeu, Stephenu Morrisu, Jessici Paradise, Matsu Perssonu, Andresu Powellu, Johnu Quigginu, Tanu Santosu, Ianu Shapiru, Jeremyju Steinu, Larsu Svenssonu, Jamesu Tobinu, Robertu Townsendu, Andriju Uk-

hovu, Salvadoru Valdes-Prietu, Mareku Weretki i Janet Yellen za komentare, rasprave i primjedbe koje su bile od pomoći.

Mnogi studenti s Yalea radili su sa mnom na ovoj knjizi: Claudio Aragon Ricciuta, Marlon Castilla, Michael Cheung, Chian Choo, Peter Devine, Peter Fabrizio, Sunil Gottipati, Makiko Harunari, Monali Jhaveri, Fadi Kanaan, Jay Kang, George Korniotis, Lingfeng Li, Adrienne Lo, Junzhao Ma, Nicola Mok, Gaye Mudderisoglu, Patrick Nemeroff, Steven Pawlsiczek, Michael Pyle, Virginia Raemy, Isabel Reichardt, Kira Ryskina, Zaruhi Sahakyan, Philip Shaw, Bjorn Tuypeens, Michael Volpe i Maxine Wolfowitz. S većinom sam proveo sate i sate razgovarajući o knjizi i svatko mi je od njih svojim mislima i istraživanjima pomogao u daljnjoj razradi ideja.

Izuzetno sam zahvalan i Carol Copeland, odanoj i predanoj pomoćnici, koja mi je neprestano pomagala u istraživačkim naporima. Glema Ames tehničkom je pomoći ovu knjigu pretvorila u stvarnost.

Većinu mojih istraživanja koja su tijekom akademske karijere dovela do knjige uživala su potporu Nacionalne fondacije za znanost SAD-a. Tijekom deset godina Fondacija Russel Sage podupirala je konferencije o bihevioralnoj ekonomici koju smo Richard Thaler, George Akerlof i ja organizirali i koja mi je stalno pomagala da budem u tijeku najnovijih radova o psihologiji u ekonomiji. Fondacija Smith Richardson odobrila mi je sredstva upravo za ovu knjigu.

Moja supruga Virginia Shiller, klinički psiholog u Centru za proučavanje djece na Yaleu, moje je vječno nadahnuće u radu o ljudskom ponašanju u ekonomiji. Njezina je podrška mom radu na ovoj knjizi bila izuzetna, pogotovo stoga što je istodobno i sama pisala knjigu. Pročitala je cijeli moj rukopis i predložila neke temeljne promjene. Naši sinovi Ben i Derek sada su dostatno stari da se mogu upustiti u intelektualne rasprave sa mnom; obojica su se prijavila kao suradnici u istraživanju i doprinijeli svojim radom.

Moram odati priznanje i mnogim drugim osobama sveučilišne, poslovne, pravne i upravne zajednice koji su ozbiljno promišljali o našim ekonomskim institucijama. Zadovoljstvo mi je što se već desetljećima bavim ekonomijom i promatram teoretičare koji su tijekom godina prikazali svoje modele. Povremeno je bilo frustrirajuće slušati ih. Ponekad sam bio u kušnji odbaciti većinu njihova rada kao pretjerano akademski ili irelevantan, ali poslije sam shvatio da se moje razmišljanje iz temelja promijenilo razumijevanjem njihovih modela. Također sam u tvrtkama Case Shiller Weiss, Inc. i Istraživanje makrovrijednosnica LLC, bio u prigodi kao sudionik promatrati financijski svijet, što mi je omogućilo promatranje toga golemog previranja ideja u akciji. Slušanje uzbuđujućih novih ili različitih prijedloga financijskih zamisli često je frustrirajuće jer se nerijetko pokaže da ih je vrlo teško pro-

vesti. Poput praznog maštanja, čine se udaljenim od stvarnosti koja kao da im na put stavlja prepreke. No, kasnije sam ponovno shvatio da većina tog razmišljanja predstavlja napredak koji se akumulira tijekom mnogo godina, u stvarnu i praktičnu financijsku tehnologiju s istinskom društvenom korisnošću.

UVOD

Obećanje ekonomske sigurnosti

Wall Street, zajedno s londonskim Cityjem i ostalim svjetskim financijskim centrima, funkcionira kao najživlji laboratorij za nove zamisli u kapitalizmu. Moderne financije – ne samo vrijednosni papiri i bankarstvo, nego i osiguranje i javne financije – izrastaju iz moćnih teorija, matematičkih i psiholoških, i stvaraju ekonomske inovacije najveće korisnosti. Unatoč nekim groznim financijskim skandalima koji s vremena na vrijeme izbiju na svjetlo dana te inovacije većinu vremena doista funkcioniraju. Funkcioniraju stoga što su temeljne ideje čvrste i stoga što su financijski stručnjaci naučili kako ih djelotvorno primijeniti na stvarne ljude, uza sve njihove psihološke pristranosti i smicalice.

Primarna stvar financija je upravljanje rizicima. Financije različite oblike ljudskog razočaranja i ekonomskih problema promatraju kao rizike kojima se mogu pripisati vjerojatnosti. Financije nameću dogovore koji smanjuju ta razočaranja i njihov učinak na pojedinca diversifikacijom posljedica između većeg broja ljudi. Financije pomažu ostvarenju naših snova omogućavajući stvarateljima i inovatorima da slijede svoje zamisli, ne snoseći sami cjelokupni rizik i potiče ih na preuzimanje velikih rizika u dobre svrhe, primjerice osnivanje novih poduzeća poduzetničkim kapitalom.

Nažalost, spoznaje o financijama primjenjuju se samo ograničeno. Udio u riziku primarno se koristi za neke ograničene vrste osiguravajućih rizika, poput pada tržišta dionica ili uragana, ili za upravljanje rizicima konvencionalnih ulaganja, primjerice raznolikošću investicijskih portfelja ili pokrivanjem robnih rizika, pogodnosti koje uživaju uglavnom već dobrostojeći članovi našeg društva. Financije su prilično zanemarile zaštitu običnih bogatstava, karijera, kuća i samu našu kreativnu sposobnost kao stručnjaka.

Financije se moraju demokratizirati i prednosti koje uživaju klijenti Wall Streeta prenijeti i na kupce Wal-Marta. Financije moramo proširiti izvan glavnih financijskih središta, prema ostatku svijeta. Područje financija valja proširiti iz fizičkog kapitala u ljudski kapital, i pokriti rizike koji su doista važni u našim životima. Srećom, načela financijskog upravljanja sada se mogu proširiti na društvo u cjelini. A ako že-

limo uspjeti kao društvo, financije moraju biti za sve nas – na duboke i temeljne načine.

Demokratizacija financija znači djelotvorno rješavanje problema bezrazložne ekonomske nejednakosti, tj. nejednakosti koja se ne može opravdati racionalno, na temelju razlika u uloženu trudu i talentu. Financije moraju moći pristupiti problemu koji je stoljećima motivirao utopijske ili socijalističke mislioce. Financijsko je razmišljanje doista najstrože u odnosu na ostale tradicije u načinu na koji valja smanjiti slučajne razlike u prihodima.

Opremljeni modernom digitalnom tehnologijom, ta financijska rješenja možemo pretvoriti u stvarnost. Svjedoci smo eksplozije novih informatičkih sustava, platnih sustava, elektroničkih tržišta, on-line osobnih financijskih planera i drugih ekonomskih inovacija potaknutih tehnologijom, što će rezultirati velikim promjenama u našoj ekonomiji tijekom samo nekoliko godina. Gotovo sve naše ekonomije preoblikovat će se tijekom nekoliko desetljeća. Ta nova tehnologija - sistematiziranjem našeg pristupa u upravljanju rizikom i stvaranjem velikih novih spremišta informacija koje nam omogućavaju diverzifikaciju rizika i zaustavljanje opasnosti – ono što je nekad bilo vrlo skupo danas čini jeftinim.

Veću demokratizaciju financija i stabilnost naših ekonomskih života društvo može ostvariti radikalnom financijskom inovacijom. To se mora učiniti uzevši u obzir ekonomsku nesigurnost naše budućnosti u vrijeme globalne promjene i uz probleme i neprimjerenost današnjih financijskih dogovora. Ova knjiga predstavlja zamisli za novi financijski poredak, novi financijski kapitalizam i novu ekonomsku infrastrukturu te razrađuje načine na koje se te zamisli mogu razviti i primijeniti u stvarnosti.

Poticaji za velika djela bez moralnog hazarda

Financijski sporazumi postoje da bi ograničili utjecaj straha od poraza na naše aktivnosti, i to tako da stvaraju mali moralni hazard. Moralni hazard javlja se kad financijski dogovori potiču ljude na destruktivne, umjesto na produktivne postupke, kao što su lažni posao namijenjen samo ostavljanju dojma na ulagače, namjerno trošenje ili zloupotreba računovodstvenog položaja.

Poduzetnika u pokretanju novoga uzbudljivog posla može obeshrabriti prevelik rizik neuspjeha. Moderni financijski dogovori često mogu riješiti taj problem. Primjerice, poduzetnik može pronaći tvrtku za poduzetnički kapital koja će pristati na podnošenje rizika, isplatiti poduzetniku plaću i osigurati poticaje za nadahnuti rad, nudeći dioni-

ce čija vrijednost raste ukoliko tvrtka dobro posluje. Rizik koji je poduzetnika sprečavao u pokretanju posla čini se uklonjenim. Zapravo, rizik i dalje postoji, ali njegovi su učinci praktično nestali, obzirom da su se rizici pojedinačnog poslovanja spojili u velike međunarodne portfelje, u kojima su gotovo raspršeni u ništavilo među krajnje nositelje rizika - međunarodne ulagače. Međunarodni menadžeri portfelja - od Kabuto Cho preko Dalal Streeta, Piazza Affari do Avenida Paulista – preuzimaju svoj dio toga poduzetničkog rizika, ali kao manji od milijuntog dijela svojih ukupnih portfelja – toliko malenog dijela njihovih portfelja da uopće ne osjećaju taj poduzetnički rizik. Poduzetnik je sada zaštićen, praktički bez troškova i za koga, pa može i bez straha pokrenuti uzbudljiv novi posao. Financijski dogovori tako njeguju pojedinačnu kreativnost i postignuće. U tome je mudrost financija i njezina načela diversifikacije.

Kako smo već naveli, taj nadahnjujući učinak upravljanja rizikom može dobro djelovati na poduzetnika, ukoliko tvrtka za poduzetnički kapital pažljivo izbjegava moralnu opasnost, tj. poticaje koji će poduzetnika natjerati da zapali pogon ili slijedi sočne mogućnosti koje samo *naizgled* imaju potencijala za uspjeh, odgodi rješavanje problema iz straha da će drugi za njega saznati ili predugo ostane u tvrtki za koju je jasno da pogrešno posluje.

U zaustavljanju moralnog hazarda financije nisu savršene – sjetite se nedavnih skandala na Wall Streetu u SAD-u. No, bilo bi apsurdno odbaciti sustav zbog nekoliko neuspjeha. Umjesto toga, valja prilagoditi i proširiti spoznaje o financijama primjenom njezine mudrosti na upravljanje ekonomskim rizicima s kojima se svi susreću i proširiti isplatu na sve. Financijske ustanove mogu se ojačati za sprečavanje propasti, kao u korporaciji Enron, gdje je moralni hazard izmakao kontroli, gdje je vrhunski menadžment, uz pomoć pametnih financijskih inovacija kao podlogom, nepošteno pobjegao s novcem na štetu svojih zaposlenika.

Šest zamisli za novi financijski poredak

U ovoj knjizi predstavljam šest temeljnih ideja za novu infrastrukturu upravljanja rizikom. Prva tri namijenjena su primarno privatnom sektoru: osiguranju, financijskim tržištima i bankarstvu. Koncepti upravljanja rizikom jednaki su unutar tih triju zamisli, ali se primjenjuju na različite grane upravljanja rizikom. Svaka grana – osiguranje, financijska tržišta i bankarstvo – nastala je iz vlastitih metoda rješavanja moralne opasnosti, definiranja ugovora i odabira klijenata. U vrijeme temeljnih inovacija u upravljanju rizikom mudro je graditi na tim me-

tođama, poštujući jedinstveno znanje svake grane i proširujući i demokratizirajući financije pomoću njih.

Sljedeće tri ideje primarno su namijenjene razvoju pod okriljem vlade, putem poreza i socijalnog blagostanja te dogovorima s drugim državama. Uloga vlade u upravljanju rizikom prirodna je stoga što dugoročno upravljanje rizikom zahtijeva stabilnost zakona, većina pojedinaca ima ograničene mogućnosti za izradu odgovarajućih dugoročnih ugovora o riziku, zato što se temeljnim institucijama mora upravljati u interesu javnosti i stoga što glavni međunarodni sporazumi zahtijevaju usklađenost s rasponom vladinih politika.

Prva je zamisao proširenje raspona osiguranja na dugoročne ekonomske rizike. *Osiguranje sredstava za život* štutilo bi pojedinačne prihode od dugoročnih rizika. Za razliku od životnog osiguranja, nastalih u vrijeme kad je smrtnost mladih odraslih osoba s uzdržanim članovima bila daleko češća nego danas, osiguranje sredstava za život štutilo bi od trenutnih vrlo značajnih rizika – nesigurnosti u našim životima koje se razvijaju tijekom više godina. *Osiguranje stambenog ulaganja* štutilo bi ekonomsku vrijednost doma, ali nadilazilo bi današnju politiku vlasnika stanova koja štiti samo od specifičnih rizika poput požara i osiguravalo bi protiv svih rizika koji opterećuju ekonomsku vrijednost kuća. Oblik kojim ovdje predstavljamo problem moralnog hazarda, prvi put predložili smo kolega Allan Weiss i ja 1994., rješava se vezanjem osiguravajućih ugovora s pokazateljima cijena nekretnina.¹

Druga su zamisao novoga financijskog poretka *makrotržišta*, koja sam prvi put predložio u svojem predavanju 1992., Clarendon Lectures na sveučilištu Oxford te u svojoj knjizi iz 1993., i od tada se zalažem za njih.² Njima predviđam velika međunarodna tržišta za dugoročnu potražnju na nacionalni prihod i prihod za zanimanja kao i za nelikvidna sredstva poput nekretnina. Neka od tih tržišta mogla bi biti daleko veća u terminima vrijednosti rizika kojim se trguje od bilo čega što je svijet do sada iskusio, čineći današnja tržišta dionicama malenima. Trebalo bi uspostaviti čak i tržišta za kombinirani bruto domaći proizvod (BDP) cijelog svijeta, tržište za ukupan zbroj svega što ima ekonomsku vrijednost.³ Ta bi tržišta potencijalno mogla biti važnija zbog rizika kojima se bave od bilo kojega današnjega financijskog tržišta, a uklonila bi pritisak i nepostojanost s naših pregrijanih tržišta dionicama. Pojedinačni i institucionalni ulagači mogli bi kupovati i prodavati makrovrijednosnice baš kao što danas kupuju i prodaju dionice i obveznice.

Treća su zamisao *zajmovi povezani s prihodom*. Banke i ostale institucije za posudbu ponudile bi zajmove vezane na prihode pojedinaca, korporacija i vlada. Ravnoteža zajmova automatski bi se smanjila ukoliko prihod ne bi zadovoljio očekivanja. Zajmovi povezani s prihodom

zapravo bi zajmoprimatelju omogućili prodaju udjela u svojim budućim prihodima i pokazateljima prihoda u skladu s njihovim vlastitim prihodima. Takvi bi zajmovi ponudili zaštitu protiv teških vremena i propasti koje danas pogađaju velik broj zajmoprimatelja.

Četvrta je ideja *osiguranje od nejednakosti*, namijenjena krajnjem rješavanju, unutar nacije, ozbiljna rizika da će prihod u budućnosti biti raspodijeljen daleko nepravednije nego što je to danas – bogati će biti još bogatiji, a siromašni još siromašniji. Njome se preoblikuje struktura progresivna poreza na prihod tako da će se vremenom popravljati količina nejednakosti umjesto proizvoljnih poreznih okvira.

Peta je zamisao *međugeneracijsko socijalno osiguranje* koje će socijalno osiguranje preoblikovati u istinski sustav socijalnog osiguranja, koji će omogućiti stvarni i potpuni međugeneracijski udio u riziku. Karakteristična odrednica međugeneracijskoga socijalnog osiguranja bio bi plan zajedničkih rizika različitih naraštaja, rizika koji se danas primarno rješavaju neformalno, a zatim ograničeno, unutar šire obitelji.

Šesta su zamisao *međunarodni sporazumi* za upravljanje rizicima nacionalnih ekonomija. Ti bi jedinstveni sporazumi među vladama različitih nacija nalikovali privatnim financijskim dogovorima, ali bi nadilazili takve dogovore i rasponom i vizijom.

Osim tih šest zamisli za upravljanje rizikom, ova knjiga predlaže i komponente nove infrastrukture ekonomskih informacija: novih *baza podataka o globalnom riziku* (GRID) za informacije koje će omogućiti djelotvorno upravljanje rizikom te *novčane jedinice vezane za neki indeks* nove mjerne jedinice i elektronski novac za bolje dogovore o riziku.

Prizori iz novoga financijskog poretka

Zamislite golema međunarodna tržišta koja trguju glavnim makro-ekonomskim agregatima kao što su ukupni rezultati SAD-a, Japana, Paragvaja i Singapura ili pokazatelji cijena kuća za jednu obitelj u gradovima - od New Yorka preko Pariza do Sydneya - i u pojedinim regijama, primjerice vlasništva uz obalu na Rivijeri ili poljoprivredna dobra u pojasu kukuruza ili plantaže kaučukovca u Indoneziji. Ulagачi portfelja moći će zauzeti svoje položaje u širokom rasponu takvih tržišta i uz male troškove. Međunarodna tržišta ljudskog kapitala pojavit će se za zanimanja od medicinskih i znanstvenih preko glumačkih i izvođačkih do obična rada. Ta će tržišta olakšati stvaranje politike osiguranja sredstava za život u svakoj glavnoj kategoriji posla ili karijere te police osiguranja stambenog ulaganja na vrijednost svake kuće. Goleme elektroničke baze podataka, dostupne pomoću korisnicima prilagođenih struktura, omogućit će uključiva-

nje ljudi bilo gdje u svijetu na ta tržišta glede upravljanja svojim stvarnim rizicima.

Sukladno preoblikovanju naše procjene rizika, tržište će mijenjati i naše koncepte i uzorke razmišljanja. Ljudi će cijene određivati na temelju cijena na tim tržištima; države će sklapati međunarodne sporazume usklađene s nekim od načina upravljanja rizikom s tih tržišta i mijenjati svoje sustave blagostanja i socijalnog osiguranja. Naše će ekonomije biti djelotvornije jer će ta tržišta osigurati sredstva za nadzor naših rizika. Nazočnost tih novih tržišta olakšat će tvrtkama ponudu osiguranja sredstava za život, osiguranja stambenog ulaganja te zajmova, povezanih s prihodom, pojedincima.

Naši će temeljni rizici tako biti osigurani, pokriveni, raspršeni i spremni za sigurniji svijet. Isticanjem tereta rizika, nove demokratske financije potaknut će nas na veća ulaganja i nadahnuti naše poduzetničke aktivnosti.

Kao promišljeni eksperiment, razmislite o djevojci iz Indije, koja živi u Chicagu i želi postati violinisticom. Nalazi zamornim posuđivati novac za obuku obzirom da je njezin prihod kao buduće glazbenice vrlo neizvjestan. Ali, nova financijska tehnologija omogućava joj da posudi novac putem Interneta koji ne mora u cijelosti vratiti ukoliko se pokazatelj budućih primanja violinista pokaže razočaravajućim. Posudba joj olakšava ostvarenje karijere ograničavanjem rizika jer – pokaže li se da glazbenička karijera ne donosi očekivanu zaradu – ona neće biti obvezna vratiti veći dio zajma. Njezin rizik tijekom godina mjerit će se pokazateljima prihoda zanimanja koje će održavati mreže računala. Dobar dio rizika njezine karijere na kraju će ponijeti ulagači portfelja diljem svijeta, a ne ona sama.

Ta ista žena skrbi i o članovima svoje šire obitelji u malom gradiću u Indiji, koji većinom rade u industriji kojoj prijete zatvaranje, a njihove specijalne vještine zastarjet će. No, njihova tvrtka kupuje novi ugovor na tržištu, osiguranje sredstava za život namijenjeno osiguranju radnika u slučaju nepovoljna ekonomskog razvitka. Osiguravajuća tvrtka tada rizik prodaje na međunarodnim tržištima. Štoviše, indijska vlada s drugim državama dogovara podjelu ekonomskih rizika, što povećava zaštitu njezine obitelji.

Naša mlada žena skrbi i o četvrti u malom industrijskom gradu u Velikoj Britaniji, gdje žive njezini roditelji, četvrti koja prolazi ekonomske i društvene promjene. Brine jer bi njezini roditelji mogli izgubiti ostatak uštedevine, ukoliko njihova kuća izgubi na vrijednosti. No, u novom financijskom poretku hipoteka njezinih roditelja dolazi u paketu s policom osiguranja stambenog ulaganja, štiteći ih od takva nesretnog ishoda; plaćanje ponude ukoliko se ponovna prodajna vrijednost njihova doma smanji. Štoviše, sustav međugeneracijskog socijal-

nog osiguranja i sustav osiguranja protiv nejednakosti dodatno će ih zaštititi.

Nova digitalna tehnologija, sa svojim milijunima kilometara veza optičkih vlakana, sve te rizike može ujediniti, pokrivajući rizik u Chicagu s drugim u Riju, rizik prihoda violinistice s pokrivajućim rizikom prihoda proizvođača vina u Južnoj Africi. Rezultat je stabilizacija i jačanje i naših ekonomija i naših života.

Upravljanje rizikom danas

Većina dugoročnih ekonomskih rizika s kojima se ljudi sučeljavaju snose ili oni sami ili njihova obitelj.⁴ Socijalna pomoć postoji primarno za vrlo siromašne, ali ograničeno je čak i za njih. U današnjem svijetu ne možemo se osigurati protiv rizika naših plaća tijekom godina i desetljeća. Ne možemo se u potpunosti zaštititi od ekonomskog rizika postupna odumiranja naših četvrti. Ne možemo raspršiti rizik da će ekonomske i društvene promjene našu starost učiniti teškom, a stariji članovi naših obitelji prepušteni su riziku nestanka njihovih mirovinskih ušteđevina uzrokovanih propašću tržišta dionica. Zbog neuspjeha u kontroliranju tih rizika, mnogi ljudi danas žive u relativnom siromaštvu.

U mjeri u kojoj smo svjesni tih, uvijek nazočnih, rizika skloni smo preopreznom odlučivanju, ponekad izbjegavajući prilike, opravdano se bojeći da ćemo morati snositi posljedice neuspjeha. Stoga radimo cinično, puštamo da nas voda nosi, ostajemo na poslu kojim nismo zadovoljni, pretvaramo se da nešto postizemo, bojimo se otisnuti u bujicu koja donosi stvarna postignuća.

U sadašnjim uvjetima žena iz Chicaga odgađa svoju karijeru violinistice, čekajući neka bolja vremena koja možda nikad neće ni doći. Nema dovoljno informacija o budućnosti takve karijere i nema načina ekonomske zaštite, osim odabira nenadahnujuće karijere.

Njezin ujak u Indiji ostao je bez posla i ne može pronaći sličan posao; odlazi u neželjenu prijevremenu mirovinu s bijednim prihodom. Njezini roditelji u Velikoj Britaniji gledaju kako vrijednost njihove kuće pada s propadanjem četvrti. Istodobno, ekonomija u njihovoj regiji usporava se, a vrijednost britanskog tržišta dionicama na koje su spremili ostatak ušteđevine propada. Rezultat je nedostatak sredstava za život u nastupajućim godinama. Brige zbog rizika drugih članova obitelji mogu znatno otežati život mlade žene, a njezine snove o karijeri violinistice još više udaljiti.

Danas se suočavamo s popriličnim rizicima, premda ih teško možemo svakodnevno izmjeriti obzirom da se polako razvijaju tijekom na-

šeg života ili se ponekad pojave brzo, ali rijetko, kao dio rijetkih katalizmičkih povijesnih događaja. Izuzetno neujednačen rast svjetske ekonomije tijekom prošlog stoljeća nekima je donio obilje, ostavljajući druge daleko iza njih. Posljedica je zapanjujuće nejednaka raspodjela prihoda u svijetu. Primjerice, stvarni bruto domaći proizvod po stanovniku u SAD-u iznosio je 1998. godine 31.049 \$, dok je u Indiji iste godine iznosio samo 2.464 \$.⁵ Ta nejednakost uzrokuje daljnje društvene razlike koje pod nekim okolnostima mogu stvoriti još više rizika putem ogorčenosti, očaja i izgubljenih ambicija koje stvaraju strah, kriminal i društveno propadanje.

Najvažnije rizike ne možemo kontrolirati na najprikladniji način obzirom da se njima ne bavi niti jedna postojeća financijska ustanova. Sve do sada sve su financijske inovacije bile usmjerene na tradicionalna tržišta dionicama i druga financijska tržišta. Samo malen broj prikupljena bogatstva – samo dio koji predstavlja korporativni poslovni sektor – može se razmjenjivati na tržištima dionica diljem svijeta. Korporativni protok prihoda zastupljen na tržištima dionica nije toliko velik kako ljudi drže. U rekordnoj godini, 2000., ukupna korporativna dobit nakon plaćanja poreza (prihod koji ostaje tvrtkama nakon što isplate zaposlenike, plate sve račune i poreze koji se teoretski dioničarima mogu isplatiti u obliku dividenda) po osobi u SAD-u iznosio je malo iznad 2.000 \$, samo oko polovice iznosa koji su državna i lokalna uprava u SAD-u potrošile te godine. Korporativna dobit na tržištima dionica u drugim zemljama po osobi je čak manja od prihoda u SAD-u. Tržišta dionicama velika su i važna, ali ne toliko koliko nam se čini. Financijski poremećaji, poput internetske tvrtke i burze tehnologije, navode na pomisao da su ulagači previše zaneseni traženjem premala broja instrumenata za upravljanje rizikom.

Za svjetske su ekonomije plaće i drugi nefinancijski izvori sredstava za život daleko važniji, primjerice ekonomska vrijednost kuća i stanova. Tu leži pravo bogatstvo.

Postizanje masovna udjela u riziku – tj. podjela rizika između mnogo pojedinaca sve dok ne postane zanemariv za svakog pojedinca – ne znači da će ljudi skladno živjeti. Povijest očituje da su dugoročni financijski sporazumi za udio u riziku često bili korisni, unatoč ratovima i promjenama vlada. Ti su događaji predstavljali upravo rizike kojima su se bavili financijski dogovori.

Masovni udio u riziku može donijeti pogodnosti daleko veće od smanjenja siromaštva i smanjenja nekvalitetna prihoda. Smanjenje rizika u većoj mjeri osigurat će priličan poticaj ljudskom i ekonomskom napretku. Napredak koji je naše društvo do sada postiglo ne bi ni bio tako zadivljujući da se tijekom vremena nisu razvili različiti načini upravljanja rizicima. Primjerice, da ne postoji osiguranje, brojne vitalne tvrtke bile

bi prerizične da bi se o njima uopće razmišljalo. Bez tržišta kapitala ne bi postojale mnoge korporacije i partnerstva, velika i mala, koja stvaraju velik dio vrijednosti za nas. Njihov bi se posao često smatrao previše opasnim da bi se u njega uopće upuštalo. Bez postojeće financijske tehnologije živjeli bismo u daleko manje nadahnutu svijetu.

Premda možemo biti zahvalni za primjenu financija i osiguranja koja omogućavaju današnju razinu ekonomske aktivnosti, veliki rizici i dalje nas sprečavaju u postizanju više razine postignuća. Brilljantne karijere ostaju neiskorištene zbog straha od ekonomskog neuspjeha. Obrazovanje ljudi, specijalizacije u zanimanjima koja odabiru, rizici u koje se upuštaju, sve je ograničeno spoznajom da smo ekonomski sami i da sami moramo snositi praktično sve gubitke koji nastanu.

Teško je zamisliti društvena i ekonomska postignuća nastala iz financijskog poretka jer nikad nismo vidjeli takav alternativni svijet. Još nismo vidjeli upečatljive stvari koje se dogode kad uklonimo sav nepotreban strah od gubitka i ljudima omogućimo put do ostvarenja njihovih najvećih potencijala.

Informacijska tehnologija

U prošlosti je izrada složenih financijskih dogovora, poput ugovora o osiguranju i korporativnih struktura, bila skupa i zahtijevala je informacije čije je prikupljanje bilo skupo. Brzim širenjem nove informacijske tehnologije te prepreke polako nestaju. Računalni programi, uz pomoć informacija elektronski pohranjenih u bazama podataka, mogu izraditi složene financijske ugovore i instrumente. Predstavljanje tih ugovora i instrumenata, njihov kontekst i oblikovanje tom se tehnologijom može prilagoditi korisnicima. Financijska kreativnost sada je dostupna na djelotvoran način za mali novac. Ključno je slijediti tu transformaciju.

Provedba nekih od naših najvažnijih postojećih načina upravljanja osobnim rizicima, uključujući životno osiguranje, zdravstveno osiguranje i socijalnu sigurnost, postala je mogućom za širu javnost zbog poboljšanja u informacijskoj tehnologiji u 19. stoljeću. Informacijska tehnologija, koja je tada bila novost, utjelovila je jednostavnije stvari: jeftin papir na kojem se čuvaju bilješke, tiskane oblike, indigo za pisanje, pisaće strojeve i sustave čuvanja podataka, djelotvorne poštanske usluge i djelotvornije poslovanje i upravnu birokraciju.

Razmotrite socijalno osiguranje za stariju dob što ga je prvi put primijenila Njemačka 1889. Taj plan, poput današnjih modernih planova socijalne zaštite, umirovljenicima isplaćuje iznose koji ovise o doživotnim doprinosima i stoga zahtijevaju pouzdane zapise za milijune poje-

dinaca tijekom više desetljeća. Administratori socijalnog osiguranja u Njemačkoj upravljali su velikim sustavom plaćanja, redovito nadopunjujući podatke i pouzdano se služili dosjeima, ne gubeći ih, i komunicirali s umirovljenicima diljem zemlje. Informacijska tehnologija na raspolaganju u 19. stoljeću – papir, obrasci, sustavi pohranjivanja, upravna birokracija – omogućila je to bez previsokih troškova. Pretvorila je društvene sanjare u provoditelje. Ta specifična inovacija upravljanja rizikom od tada je drastično smanjila problem siromaštva među starijima.

Današnja nova informacijska tehnologija poredak je magnitude daleko moćnije, nego u Njemačkoj 1889. Nova digitalna tehnologija omogućila je elektroničkim putem dostupnost goleme količine podataka o kućama ljudi. Karl E. Case, Allan Weiss i ja utemeljili smo svoju tvrtku, Case Shiller Weiss, Inc., 1991. kako bismo stvorili nove mjere porasta cijena pomoću poštanskog broja grada i reda vrijednosti kuća u SAD-u glede lakšeg upravljanja rizicima povezanim s našim domovima.⁶ Otada smo svjedoci porasta elektroničkih baza podataka o obiteljskim kućama i mogli smo istražiti te nove mjere na način o kojem u vrijeme osnivanja tvrtke nismo mogli niti sanjati.

Informacijska tehnologija koja se pojavila 1990. omogućila nam je pokretanje kampanje za stvaranje osiguranja stambenog ulaganja. Tada smo uvidjeli da je zahtjeve za osiguranjem važno temeljiti na pokazateljima cijena, a ne na prodajnim cijenama pojedinih kuća; inače bismo se suočili s moralnom opasnošću. Naša kampanja vjerojatno ne bi bila moguća prije 1990. obzirom da prije nije bilo elektroničkih baza podataka o cijenama kuća koje bi omogućile izračun pokazatelja cijena kuća za određenu četvrt. Sada su čak bolje mogućnosti za takvo osiguranje i za mnoge druge financijske inovacije. Naši izvori podataka rastu zapanjujućom brzinom.

Financijska teorija i praksa

Premda se financije razvijaju stoljećima, zapanjujući napredak dogodio se u drugoj polovici 20. stoljeća, u teoriji i praksi. Teorijske financije napredovale su na višu razinu matematičke sofisticiranosti uz pomoć znanstvenika Fischer Blacka, Eugena Fama, Harry Markowitz, Mertona Millera, Roberta Mertona, Jamesa Mirrleesa, Franca Modiglianija, Stephena Rossa, Paula Samuelsona, Myron Scholesa, Williama Sharpa i Jamesa Tobina te njihovih nasljednika.

Rezultat ovog istraživanja sveobuhvatna je teorija koja pokazuje kako racionalni pojedinci moraju odlučiti o svojim životnim ulaganjima uzimajući u obzir sve parametre nesigurnosti i statističkih

odlika svih alata za upravljanje rizikom.⁷ Optimalna raspodjela sredstava pojedinca na različita ulaganja nije više samo intuitivan poriv ili tradicionalno pravilo palca. Specifični ishodi ovog istraživanja obuhvaćaju kompjutorizirane usluge financijskog planiranja – neki posebice napredni primjeri su *esplanner.com*, *financialengines.com*, *morningstar.com* i *riskgrades.com* – koje će se u budućnosti poboljšati napredovanjem teorijskih financija i ekonometrije.

Akademičari imaju kolege među brojnim inovatorima na stvarnim tržištima. Praktične financije dale su mnogo inovacija koje su stvorile burze, primjerice Američka burza i Gospodarska komora u Chicagu te mreže elektroničke komunikacije (ECN) kao što su *Instinet* i *Island*. Dramatične inovacije stigle su i iz bankarskih ulagačkih tvrtki, *Bank of America*, *Barclays*, *Bear Stearns*, *Citigroup*, *Deutsche Bank*, *Goldman Sachs*, *Hongkong* i *Shanghai Banking Corporation*, *JP Morgan Chase*, *Merril Lynch*, *Morgan Stanley*, *Société Générale Group* i *Wasserstein Perella*.⁸ Mnogo je inovacija stiglo iz osiguravajućih i reosiguravajućih društava, *ACE Group*, *Aegon Insurance Group*, *AIG*, *Munich Re*, *Skandia*, *Swiss Re* i *XL*; tvrtke za hipoteke i potrošačke financije, *Fannie Mae*, *Freddie Mac*, *GE Capital*; mirovinski fondovi i zajednički fondovi poput *CalPERS*, *Fidelity Investments*, *TIAA-CREF*, i *the Vanguard Group*; tvrtki poput *Bank of New York*, *Depository Trust* i *State Street Bank* te brokerskih tvrtki *Charles Schwab* i *E*Trade*. Središnje banke poput *Saveznih rezervi* i *Europske središnje banke* te *Međunarodna monetarnog fonda* i *Grameen Banke*, također su doprinijele.

Njihova su nastojanja tijekom posljednjih nekoliko desetljeća najuvjerljivije razdoblje u svjetskoj financijskoj povijesti. Vidjeli smo razvoj velikog broja raznolikih novih budućnosti, opcija, zamjena i drugih instrumenata upravljanja rizikom, nove oblike hipoteka i potrošačkih zajmova, nove oblike zdravstvenog osiguranja te inovativne načine razvojnih zajmova. Na kraju, osiguranje je prošireno na širok raspon specifičnih rizika, uključujući čak i prirodne nepogode i slične nesreće.⁹ Konferencije koje sponzoriraju profesionalne organizacije, primjerice *Udruženje za upravljanje ulaganjima* i *istraživanje (AIMR)*, *Globalno udruženje stručnjaka za rizike (GARP)*, *Međunarodnog udruženja financijskih inženjera (IAFE)* i *Risk Waters Group* postale su glavnim međunarodnima događajima.

Godine 1980. započelo je razdoblje ubrzana eksperimentiranja s financijskim oblicima u državama u kojima je nekad prevladavala *Marxova komunistička ideologija*, posebice u *Kini* i *Rusiji*, ali i u drugim zemljama u razvoju. To je eksperimentiranje potencijalno vrijedno za svijet u cjelini obzirom da se odvija u različitim okoli-

nama i tradicijama i podržava ga želja za isprobavanjem novih pristupa. Takvo eksperimentiranje vjerojatno će nadahnuti nove inovacije koje će jednom netko drugi oponašati.

Psihologija, bihevioralne financije i oblikovanje

Ako društvo doista želi demokratizirati financije, poslovanje mora korištenje financijskih instrumenata i usluga učiniti dostupnijima i običnim ljudima, a ne samo financijskim stručnjacima. Ljudi nisu računala; oni ne mogu beskonačno računati i pronalaziti analize koje su zanimljive njima samima, bez obzira što to konvencionalna ekonomska teorija već godinama tvrdi. Praktične financije uvijek su to znale, ali akademske financije imaju samo djelomičan uvid u činjenice ljudske prirode.

Većina se ljudi ne snalazi u načelima upravljanja financijskim rizikom ili čudnim načinima njihove primjene. Štoviše, mnogi ljudi ne mogu solidno niti procijeniti svoje rizike, niti znaju da ih moraju smanjiti. Bezrazložnu nejednakost prihoda teško je kontrolirati obzirom da mnogi ljudi ne poduzimaju osnovne korake u njegovom kontroliranju, čak ako to i mogu.

U svjetlu tih saznanja teorija financija prošla je temeljno preoblikovanje započeto 1990., razvojem bihevioralnih financija, primjenom psiholoških načela i uvida iz drugih društvenih znanosti na financije. Bihevioralne financije ispravljaju glavnu pogrešku većine matematičkih financija: zanemarivanje ljudskog elementa.¹⁰

Posebice važna lekcija iz bihevioralnih financija je da je psihološko oblikovanje izuzetno važno za upravljanje rizikom. *Oblikovanje*, u značenju u kojem ga koriste psiholozi Daniel Kahneman i Amos Tversky, odnosi se na dobro argumentirane uzorke ljudskih reakcija na kontekst, referentnih točaka, mentalnih kategorija i asocijacija koje utječu na način na koji ljudi donose odluke.

U osmišljavanju novih financijskih proizvoda izgled i asocijacije nisu samo važne, nego i temeljne. Neke ideje za novi financijski poredak, koje će tek iznijeti u samoj svojoj jezgri, sadrže oblikovanje, a naše razumijevanje snage psihološkog oblikovanja važan je dio očekivanja da se u budućnosti može postići stvaran napredak u upravljanju rizikom.

Potencijalni problemi s financijskim inovacijama

Financijski je napredak u prošlosti u više navrata nailazio na nekoliko značajnih problema, koji bi mogli frustrirajuće djelovati na naše

napore budućih inovacija. Prvi su problem pretjerane spekulativne aktivnosti koje može izazvati nepostojanost financijskih tržišta. Bum na tržištu dionica 1990., o kojem raspravljam u knjizi *Irrational Exuberance*, vrhunac je dostigao 2000., potaknuo je rasipna korporacijska ulaganja, računovodstvene trikove i pojedinačne odluke o rizičnim ulaganjima. Nakon tog procvata većina svjetskih tržišta dionica dramatično je pala. Stvarni pokazatelj standarda i siromaštva ispravljen inflacijom (Standard&Poor's Index) do 2002. pao je za polovicu. Tržišta nekih drugih zemalja pala su još više. Iznos bogatstva nestala tijekom propadanja tržišta dionica između 2000. i 2002. mjeri se milijardama dolara. Samo u SAD-u, dolarska vrijednost ekonomskog gubitka propasti tih tržišta otprilike je jednaka uništenju svih kuća u zemlji ili nestanku više tisuća Svjetskih trgovačkih centara. Čak i ako se gubitak na tržištu dionica jednom povrati nekim drugim tržištem bikova, tržišta stvaraju stalan rizik.

Često su me tijekom predavanja pitali što se može učiniti u vezi s nepostojanošću tržišta dionica. Uvijek sam bio u nedoumici što odgovoriti da bih zadovoljio postavljajuća pitanja. Zapravo, najbolje što možemo učiniti da bismo smanjili te rizike je proširiti financijsku tehnologiju tako da je možemo koristiti za prigušivanje nepotrebnih nestabilnosti.

Unatoč nestalnosti koju primjećujemo na spekulativnim tržištima, nitko ne može zaključiti – iz mojih ili iz drugih istraživanja financijskih tržišta – da su ta tržišta potpuno šašava. Naglasio sam samo da su *ukupno tržište dionica* u SAD-u tijekom posljednjeg stoljeća primarno pokretali psihologija i pomodnost, što se pokazalo u masovnoj pretjeranoj nepostojanosti. No, mnoga tržišta za podindekse koji se odnose na tržište ne pokazuju znakove pretjerane promjenjivosti, a tržište za pojedinačne dionice daje prilične dokaze u prilog tvrdnji da cijene na tim tržištima prenose istinske informacije o budućim temeljima.¹¹

Drugi je problem što financijske inovacije ponekad potiču tajno poslovanje, obmane, pa čak i prijevare. Tajanstvene tvrtke poput Long Term Capital Management zavele su ulagače i zatim nestale, loše vođene tvrtke poput Metallgesellschaft slijedile su pogibeljne financijske strategije na štetu dioničara, a neetičke tvrtke, poput Enrona, počinile su zlobnu prijevaru koja je mnogim ljudima nanijela štetu.¹² No, to se ne bi smjelo držati dokazima protiv impresivna napretka na polju financija. Nova je tehnologija, sa svojom moći, uvijek opasna, a nesreće se događaju dok naše društvo uči kako ih nadzirati. U ranoj fazi uporabe pare mnoge su ljude ubile eksplozije bojlera, u ranoj fazi putovanja zrakom mnogi su poginuli u zrakoplovnim nesrećama. Na kraju su tehnološki napreci drastično smanjili takve nesreće. Dakle, izazov je u ekonomiji napredovati i demokratizirati našu financijsku tehnologiju, a ne preokrenuti napredak.

Treći je problem prekid autoriteta vlade. Financijski dogovori mogu se jednostavno otkazati ili na neki drugi način biti ugroženima mijenjanjem vlada, a povijest pokazuje da se dugoročni financijski dogovori moraju sučeliti s političkom nestabilnošću. Ali, financijski su ugovori obično nadživjeli promjene u vladama. Zapravo su često nadživjeli potpun prijenos vlasti neprijateljskim snagama kao rezultat rata ili revolucije. Haške odredbe, prihvaćene na Međunarodnoj mirovnoj konferenciji 1899., specificiraju da pobjednici u ratu moraju poštivati vlasništvo i prava pojedinaca.¹³ Tako je Nijemcima, čak i nakon Prvoga svjetskog rata, unatoč potpunu porazu Njemačke i velikom bijesu saveznika i pridruženih snaga zbog kojih je bila potrebna detaljna rekonstrukcija Njemačke, dopušteno zadržavanje ulaganja u Njemačkoj i izvan nje kao i osiguranje i mirovina.¹⁴ U Iranu je nova radikalna islamska vlada, nakon što je ajatolah Homeini 1979. srušio šaha, unatoč svojoj temeljno revolucionarnoj retorici, ostvarila mirovine vladinim zaposlenicima koje su zaradili za šahove vladavine.¹⁵ U Južnoj Africi 1994., čak niti nakon temeljna prevrata u vladi, s potpuno bjelačke na vladu s crnačkom većinom u vrijeme velike gorčine uzrokovane povijesnom represijom i apartheidom, financijski vrijednosni papiri, osiguranje i mirovine nisu bili konfiscirani.

Naravno, mogu se pronaći i primjeri prekinutih financijskih ugovora. Premda svijet više nije toliko impresioniran socijalističkom teorijom koja je Vladimiru Lenjinu, Lazaru Cardenasu, Mao Ce-tungu, Mohamradu Mosadeku, Gamalu Abdelu Naseru, Indiri Gandhi i drugim vođama omogućila opravdanje velikih konfiskacija imovine i poništavanje financijskih dogovora, teorije koje opravdavaju takve nepravilnosti nisu zaboravljene. Financijski ugovori neće uvijek preživjeti promjene. No, povijest pokazuje da obično prežive i da se ugovori o udjelu u riziku obično zadržavaju.

Moralna dimenzija

Kroz cijelu ovu knjigu primjenjujem financijske koncepte na pitanja koja ponekad izazivaju moralnu uvredu, primjerice ekonomska nejednakost ili na pitanja pravednosti, primjerice kako bi se društvo trebalo odnositi prema svojim starijim članovima. Čitatelju se ovakva primjena financija može učiniti pomalo čudnom. Financije se u velikoj mjeri doživljavaju kao amoralno područje, čak i kao zanimanje sebičnjaka i pohlepnika. Ponekad se doista čini da financijsko poslovanje ističe najsebičniji aspekt ljudskosti, jednostavno zbog svoje izričitosti o tome tko je koliko dobio. Ti dogovori poštuju prava vlasništva tijekom vremena, i osiguravaju poticaje za velike poslove i rizične pothvate za ko-

je nagrada dolazi mnogo poslije. Nakon toga, kad je posao obavljen, a rizik uspješno izbjegnuto, ljudi koji su posao obavili i koji sada traže dogovorenu nagradu mogu se činiti sebičnima i pohlepnima drugima koji nisu svjesni rizika i truda.

No, financijska teorija izravno se povezuje sa problemom postizanja distributivne pravednosti bez stvaranja ekonomske nedjelotvornosti ili loših poticaja. Moralne prosudbe ne mogu se donositi bez uspostave odnosa s našom osnovnom ekonomskom teorijom.

Filozof John Rawls u svojoj utjecajnoj knjizi iz 1971. *Theory of Justice* razvija teoriju distributivne pravednosti ponovnim tumačenjem koncepta pravednosti koje su filozofi promicali u različitim razdobljima.¹⁶ Rawls posebice tumači kategorički imperativ Immanuela Kanta. A kako ja tumačim Rawlsa, uz smjernice koje je izvorno zastupao ekonomist John Harsanyi, njegova filozofska teorija trebala bi pomoći u dovođenju financija u prvi plan prigodom donošenja moralnih odluka o našim ekonomskim institucijama.¹⁷

Rawlsova teorija zahtijeva razmatranje pitanja distributivne pravednosti s gledišta koje on naziva "izvornim položajem", tj. točke na kojoj je naš ekonomski status nepoznat i stoga podložan rizicima. Drugim riječima, društvo bi moralo donijeti krajnje prosudbe distributivne pravednosti kako da pravila i načela određuje prije našeg rođenja, prije nego što znamo kakva ćemo osoba biti. Tada će naše prosudbe, u osnovi, biti pravedne, čak i ako ne zahtijevaju apsolutnu jednakost za svakoga. Korištenje Rawlsove teorije može pravednost učiniti načelom upravljanja rizikom usmjeravanjem na rizik loših okolnosti u kojima smo se rodili i u kojima živimo.

Rawls je filozof, a ne financijski teoretičar, pa ne čudi da se s gledišta financija njegova teorija može smatrati prilično primitivnom. Predložio je da naše moralne prosudbe slijede "princip razlike", koji tvrdi da bi naše ekonomske institucije morale biti osmišljene za maksimiziranje minimalnoga mogućega ekonomskog položaja ljudi, uzimajući u obzir pitanja ekonomskih poticaja i moguće nedjelotvornosti, tj. maksimalno poboljšati standard klase ljudi u najnepovoljnijem položaju. Načelo razlike tvrdi da prihvaćamo pravila koja dopuštaju nejednakost samo utoliko koliko ta pravila pomažu u poboljšanju situacije klase u najnepovoljnijem položaju. To "maksimin" (maksimiziranje minimalnih ljudskih uvjeta) rješenje teško da je najprirodnijim načinom definiranja našeg cilja upravljanja rizikom. Na kraju krajeva, stalo nam je do pojedinaca, ne samo onih u najnepovoljnijem položaju.

Namjeravam prihvatiti načelo pravednosti iz "pogleda kroz prozor" Rawlsova izvornog položaja. Pitam se u kakvom bismo svijetu, u širem smislu, željeli živjeti kad bismo mogli birati prije nego što se rodimo, pod pretpostavkom da imamo jednaku vjerojatnost roditi se kao i bi-

lo tko drugi. Tako se bavimo životima svih ljudi, ne samo onih najjadnijih. Postavljajući to pitanje, za jednakost i mogućnost te emocionalno značenje životnog iskustva iskoristit ćemo naš široki smisao za osjetila, gledajući cjelovitu sliku takva svijeta. Tada nejednakost prihoda postaje aspektom pogleda kroz prozor, a ne automatskom lošom stvari umjerenosti. Tolerirat ćemo suštinsku nejednakost prihoda. Ono što ne želimo je bezrazložna, nasumična i bolna nejednakost.¹⁸

Rawlsova teorija pravednosti važna je za moju argumentaciju zbog toga što očituje da je intuitivan osjećaj koji su mnogi filozofi imali i postizanje pravednosti zapravo primjenjiv na provedbu financijske teorije. Proširit ćemo raspon te financijske teorije tako da se još dublje odnosi na društvo u širem smislu.

Pregled knjige

Prvi dio knjige opisuje parametre problema kojima se obraća financijska tehnologija – rizike drastičnih otklona u ekonomskom statusu mnogih pojedinaca. Ti su rizici vrlo stvarni, čak i ako uvjereno očekujemo sveukupni dramatični ekonomski napredak svijeta. Vidjet ćemo da su ekonomski rizici daleko suštinskiji nego što mnogi od nas to uviđaju – tehnološke inovacije same po sebi važan su izvor pojedinačnoga ekonomskog rizika, a i mnogi drugi izvori rizika prijete pojedinačnom prosperitetu.

U drugom dijelu raspravljamo o načinu na koji tehnološki napredak obećava promjenu u upravljanju rizikom u budućnosti. Moderna informacijska tehnologija nudi mogućnosti poboljšanja upravljanja rizikom koje danas možemo tek naslutiti. Dio toga tehnološkog napretka leži u psihološkoj znanosti, koja mijenja naše razumijevanje načina na koji ljudi i instrumenti upravljanja rizikom mogu međusobno djelovati.

Treći dio, srce knjige, predstavlja šest ideja novoga financijskog poretka, za svaku po jedno poglavlje.

Četvrti dio raspravlja o drugim instrumentima za razvoj novoga financijskog poretka: globalnim bazama podataka o rizicima, novim mjernim jedinicama i elektronskom novcu. Nadalje, opisuje vrste istraživanja i zagovaranja potrebna za provođenje ideja novoga financijskog poretka.

Peti dio daje analizu povijesti financijskih tržišta i socijalnog osiguranja, otkrivajući spor, trajan proces promjena donekle analogan onima koje ja predlažem. Inovatori koji su tijekom posljednja dva stoljeća postigli slične promjene spoznali su, barem na intuitivnoj razini, temeljna načela financija i temelje ljudske psihologije i djelotvorno upotrijebili novu informacijsku tehnologiju svog vremena. Pri-

rodno je očekivati da ćemo takav temeljni napredak nastaviti i u budućnosti.

Pogovor zaokružuje model radikalne financijske inovacije, viđenje načina na koji se naši životi mogu temeljno poboljšati uz pomoć financijskih institucija koje se prilično razlikuju od današnjih.

Prvi dio

**Ekonomski rizici u
napredujućem svijetu**

Kako je svijet mogao izgledati od 1950. do danas

Vizualiziranje glavnih ekonomskih rizika budućnosti nije lako. Obzirom da su ti rizici samo hipotetski – barem dok ne pronademo konkretne dokaze njihove neizbježnosti – većina se ljudi ne da lako uvjeriti u dobrobit bilo kojih novih protumjera. Umjesto toga, skloniji smo bavljenju malim svakodnevnim problemima koji su jasni. Rijetko razmišljamo o tome da bismo se trebali baviti dubljim i temeljnijim rizicima.

Suprotno tomu, dobro su nam poznate opasnosti koje su prevladavale u prošlosti. Stoga, u svrhu vježbe razmišljanja, promotrimo rizike koji su već prošli. Zamislimo povijest od 1950. do danas, koja je mogla biti drukčijom da je nekako bilo moguće primijeniti neke nove financijske ideje o kojima govorimo u ovoj knjizi. Taj će nas zadatak dovesti do konkretizacija u procjeni potencijala financijskih inovacija.

Pretpostavit ćemo da relativno nerazvijena informacijska tehnologija 1950. nije predstavljala prepreke prihvaćanju radikalnih financijskih inovacija. Također ćemo pretpostaviti malo veću financijsku sofisticaciju u upravi, poslovanju i javnosti nego što je to 1950. bilo uobičajeno. Zanimarito ćemo složenost promjenjive svjetske političke situacije od 1950.: usredotočit ćemo se na mogućće pogodnosti tehnologije upravljanja rizikom, pod pretpostavkom da su se mogle primijeniti.

Ovo je vježba iz alternativne povijesti, koja nastoji ilustrirati što bi se dogodilo na temelju poznatih podataka da se neka ključna činjenica povijesti promijenila. Neki povjesničari kritiziraju alternativnu povijest ocjenjujući da je povijest toliko složena da je svaki takav zaključak krajnje nagađanje. Međutim, neki drugi povjesničari vjeruju da je alternativna povijest korisna mentalna vježba koja nas upozorava na značajne činjenice i detalje koje inače ne bismo niti primijetili.¹

Rekonstrukcija povijesti od 1950., uz bolje upravljanje rizikom

Marshallov plan (program obnove Europe koji je odobrio američki Kongres) 1950. bio je u punom zamahu, pomažući u rješavanju posljedica pustošenja i promjena uzrokovanih Drugim svjetskim ratom. Ukupan iznos pomoći koji je tijekom trajanja programa – od 1948. do 1951. – prebačen iz SAD-a u europske zemlje (Austrija, Belgija, Danska, Francuska, Njemačka, Grčka, Island, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Norveška, Portugal, Švedska, Švicarska, Turska i Velika Britanija) iznosio je 13 milijardi dolara, od čega su većina bili pokloni. Taj se čin čini impresivnim primjerom spontana dobročinstva.

Međutim, s drukčijeg gledišta, taj velikodušan čin i dalje je iznosio samo 1,3% bruto nacionalnog dohotka (BND) SAD-a za te četiri godine. Premda se Marshallov plan drži značajnim čimbenikom u oporavku Europe, zapravo je dosegao relativno malen novčani iznos. Razmotrimo li situaciju u poslijeratnoj Europi, u kojoj je u nekim područjima pučanstvo bilo na rubu umiranja od gladi, 13 milijardi dolara ne čini se odgovarajućim iznosom pomoći predviđenim Rawlsovim izvornim položajem.

A ni Marshallov plan nije doista bio dobročinstvo. Prijedlog državnog tajnika Georga C. Marshalla za skupi plan obnove Europe američki je Kongres isprva skeptično primio, sve dok nije istaknuto da dolarska vrijednost Marshallova plana neće biti veća od 5% iznosa koji su SAD potrošile tijekom cijeloga Drugoga svjetskog rata i da je, da nije bilo tog dodatnog izdatka, cijeli ratni napor mogao biti uzaludan, a Europa je mogla pasti pod fašističke, komunističke ili neke druge neželjene utjecaje (kao što se dogodilo nakon Prvoga svjetskog rata).² Zagovaratelji Marshallova plana prikazali su ga kao uspješan završetak ratnih napora. U čovjeku postoji unutarnja potreba za dovršenjem započetih zadataka, a psihološko oblikovanje Marshallova plana dotaknulo je upravo tu potrebu.³ Da plan nije bio tako prikazan, SAD su mogle ratom opustošenu Europu u potpunosti prepustiti vlastitim izvorima. Teško da bi mogao biti primjer čovjekoljublja, Marshallov plan najbolje je pokazao da SAD, ukoliko ocijeni da su važne, može stvoriti političku volju za provedbu značajnih isplata izvan SAD-a.

Sada dolazimo do misaona eksperimenta. Zamislimo da su svi europski narodi i njihove vlade potpisali ugovore o temeljnom upravljanju rizikom prije Drugoga svjetskog rata kako bi zaštitili svoje živote: *osiguranje sredstava za život, makrotržišta, osobni zajmovi povezani sa zaradom te međunarodni financijski sporazumi između vlada* (spomenuti u uvodu, a razrađeni poslije u knjizi). Čitatelj i dalje može biti

zbunjen tim terminima u ovom trenutku, ali za sada je dostatno reći da ti ugovori smanjuju glavne rizike prihoda i da ih se moglo shvatiti prije 1950., sklapanje mnogih ne bilo skupo.

Da su ti dogovori sačinjeni prije rata mogli su donijeti daleko više novca nego Marshallov plan. Drugim riječima, prilično je moguće da su SAD (i druge države) mogle ratom oštećenim zemljama dati i 10 % bruto domaćeg proizvoda (BDP), čak još i više, kao ispunjenje vlastitih financijskih obveza preuzetih prijeratnim ugovorima o upravljanju rizikom. Pogodnosti bi bile goleme: posljedice 10% gubitka prihoda za neoštećene SAD bile bi umjerene dok bi učinak istog iznosa za ratom poharanu Europu bio golem.

No, što je sa sumnjama u ratno preživljavanje ugovora o upravljanju rizikom? U tom se slučaju čini jasnim da bi većina država u Marshallovu planu ostvarila svoje ugovore, obzirom da većina oštećenih zemalja nije tijekom rata bila neprijatelj SAD-u ili saveznicima. Osim toga, sama činjenica da su i poražene države Njemačka i Italija primale poslijeratnu pomoć u okviru Marshallova plana pokazuje da gorčina rata ne mora nužno omesti odgovorne aktivnosti. Vrlo je vjerojatno da bi i Nijemci i Talijani, da su se prije dogovori, imali koristi od svojih ugovora o upravljanju rizikom.

Tijekom istoga poslijeratnog razdoblja ništa usporedivo s Marshallovim planom nije odobreno za azijske države, premda je i tamo Drugi svjetski rat opustošio mnoga područja. Program četvrte točke američkog predsjednika Harry S. Trumana za ostatak svijeta (nazvan tako jer je bio četvrti po redu u njegovu inauguracijskom obraćanju 1949.), proveden između 1952. i 1954., dodijelio je samo 6% ukupna iznosa Marshallova plana.⁴ Zašto su SAD više pomogle Europi? Pretpostavljam da ta odluka odražava isti uzorak strane pomoći koju vidimo i danas: osjećaj srodstva pomiješan s osjećajem političke probitačnosti. SAD su Aziju vidjele drukčije od Europe.

No, zamislimo li da vlade i pojedinci prije izbijanja rata dovoljno razumiju mogućnosti udjela u riziku da bi poduzeli korake za upravljanje rizicima prihoda u Aziji, tada je razumno nagađati da bi mnogi Azijci uspješno branili svoje interese. Rezultat bi bila Azija manje uništene poslijeratne ekonomije. Za razliku od vanjske politike, financije su impersonalne. Financije traže najveću dobit gdje god ju mogu naći, bez obzira na nacionalnost. Azija bi tada primila značajnu poslijeratnu pomoć putem makrotržišta, osiguranja sredstava za život ili drugih ugovora dogovorenih prije rata. Da su poduzete takve mjere upravljanja rizikom, japansko ekonomsko čudo iz 1960-ih i ekonomska čuda brojnih azijskih država mogla su se dogoditi deset godina ranije, a sličan napredak mogao se dogoditi i u drugim zemljama koje se tek danas pojavljuju.⁵ Cijeli naraštaj mogao je bolje živjeti.