

Charles P. Kindleberger i Robert Z. Aliber
Najveće svjetske financijske krize

Naslov izvornika
Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber
Manias, Panics and Crashes
A History of Financial Crises
Foreword by Robert M. Solow 2005
First published in 2005 by PALGRAVE MACMILLAN

Copyright © hrvatskog izdanja
MASMEDIA d.o.o.
Zagreb, Savska 66/2
www.masmedia.hr

Nakladnici
Poslovni dnevnik
MASMEDIA

Za nakladnike
Slaven Andrašić

Biblioteka
Orbis

Urednik
Slaven Ravlić

Izvršna urednica
Ksenija Gredelj Vargović

Lektura
Brigita Baričević

Proizvodnja
Vjeran Andrašić

Dizajn omota
Adverta d.o.o., Andrija Previšić

Računalna priprema teksta
Lovro Kozole

Tisak
Grafički zavod Hrvatske

Charles P. Kindleberger i Robert Z. Aliber

Najveće svjetske financijske krize

Manije, panike i slomovi

Peto izdanje

Poslovni dnevnik
MASMEDIA
Zagreb

CIP - Katalogizacija u publikaciji
Nacionalna i sveučilišna knjižnica - Zagreb

UDK 336.7(091)

KINDLEBERGER, Charles P.
Najveće svjetske financijske krize : manije, panike
i slomovi / Charles P.
Kindleberger i Robert Z. Aliber ;
<prevoditelj Luka Marković>. - Zagreb :
Masmedia, 2006.

Prijevod djela: Manias, panics and
crashes. - Kazalo.

ISBN 953-157-489-8

1. Aliber, Robert Z.
I. Financijske krize -- Povijest

460613055

Ispitajte ono što povijest pamti, prisjetite se onoga što se dogodilo u krugu vlastitog vam iskustva, pomno razmotrite kakvo je bilo ponašanje, u privatnom ili javnom životu, gotovo svih velikih nesretnika o kojima ste možda čitali, ili čuli za njih, ili ih se sjećate; i vidjet ćete da su nesreće velike većine njih proizašle iz toga što nisu znali kad im je bilo dobro, kad im je bilo umjesno mirovati i biti zadovoljan.

Adam Smith
The Theory of Moral Sentiments

Mnogo je napisano o panikama i manijama, mnogo više nego što smo s najnapretnijim intelektom u stanju pratiti ili zamisliti; ali jedna je stvar sigurna: da u pojedinim vremenima mnogo smućenih ljudi ima mnogo smućenoga novca... U intervalima, zbog uzroka koji nisu sada relevantni, novac tih ljudi – koji zovemo slijepim kapitalom zemlje – osobito je velik i pun čežnje; traži da ga netko proždre, i tada je ‘obilje’; nalazi nekoga, i tada je ‘špekulacija’; bude proždrt, i tada je ‘panika’.

Walter Bagehot
“Essay on Edward Gibbon”

Dopuštam sebi spomenuti u vezi s ovim riječi što mi ih je izrekla vrlo visoka ličnost Republike: “Poznajem dobro moju zemlju. Sposobna je mirno podnijeti bilo što osim financijsku krizu.”

Raymond Philippe
Un point d'histoire: Le drame financier de 1924-28

Ma što reklo Povjerenstvo za vrijednosne papire i burze, osjećam da nadolazi cijela nova runda katastrofalne špekulacije sa svim poznatim stadijima po redu – bum prvorazrednih vrijednosnih papira, zatim pomama za sekundarnim emisijama, zatim igra na izvanburzovnom tržištu, zatim još jedno tržište smećem novih emisija i konačno neizbježni slom. Ne znam kad će doći, ali osjećam njezino nadolaženje i ne znam, dovraga, što činiti u vezi s njom.

Bernard J. Lasker
Predsjednik Njujorške burze 1970.,
citiran 1972. u knjizi Johna Brooksa *The Go-Go Years*

Sadržaj

Predgovor Roberta M. Solowa.....	9
1. Financijska kriza: trajna i otporna biljka.....	11
2. Anatomija tipične krize.....	31
3. Špekulacijske manije.....	43
4. Dolijevanje ulja na vatru: monetarna ekspanzija.....	65
5. Presudni stadij.....	87
6. Euforija i ekonomski bumovi.....	107
7. Međunarodna zaraza.....	117
8. Zaraza mjehurima: od Tokija do Bangkoka i New Yorka	133
9. Prijevare i kreditni ciklus.....	153
10. Odgovori politike: puštanje da sagori i druga sredstva	187
11. Domaći zajmodavatelj u krajnjoj nuždi.....	207
12. Međunarodni zajmodavatelj u krajnjoj nuždi.....	223
13. Pouke povijesti i desetljeća burnija nego ikada ranije	251
Dodatak.....	267
Bilješke.....	277
Kazalo.....	317

Predgovor

Charlie Kindleberger je bio vrlo ugodan kolega: prodornoga zapažanja, spreman primati nova saznanja, znatiželjan glede svega, čvrstoga karaktera, i, nadasve, pun života. Te su kvalitete u njegovoj knjizi *Najveće svjetske financijske krize* (u originalu *Manias, Panics and Crashes*) posvuda očevidne.

Mislim da je Kindleberger započeo rad na ovoj knjizi u duhu pisanja prirodne povijesti, slično onome što je Darwin sigurno činio u stadiju putovanja brodom *Beagle* – prikupljanje, proučavanje i klasificiranje zanimljivih primjeraka. U odnosu na glodavce, ptice i kukce, prednost je manija, panika i slomova što ih je pratila bujica riječi suvremenika, ponekad riječi spoznaje, ponekad samo blebetanje. Kindlebergerov je način rada, kao ekonomskoga povjesničara, bio tragati za zanimljivim stvarima radi učenja, a ne slijediti sustavni program.

Bio je, dakako, ekonomist po obrazovanju i iskustvu, te je uskoro nalazio obrasce i pravilnosti, kao i uzroke i posljedice. Osobito je zapažao iracionalnosti za koje se činilo da su često zaplitale one koji su bili izravno ili posredno umiješani u sama zbivanja. To bi po sebi bilo tek zabavno. Stvari su Kindlebergeru postajale zanimljive pri uzajamnom djelovanju ponašanja i institucija. Pojavljivanje manija, panika i slomova, i njihov konačni opseg, ovisili su također vrlo mnogo o monetarnim institucijama i o institucijama tržišta kapitala svoga vremena.

Kindleberger nije mogao u početku znati koliko će se financijske krize pokazati trajnom i otpornom biljkom. Četvrtina stoljeća *nakon* objavljivanja prvog izdanja prikazala je cijelu novu razinu turbulentnosti u nacionalnim bankovnim sustavima, nepostojanost deviznih tečajeva i mjehure imovinskih cijena. Uvijek je bilo novoga materijala za promišljanje u uzastopnim izdanjima. Ova povijest nije mogla biti samo posljedica povećavanja ljudske iracionalnosti, premda bi Kindleberger bio očaran onime što je jedan naš njemački prijatelj nazvao 'Das Gesetz der Verschlechterung aller Dinge' (zakon pogoršanja svega). Povećavanje bogatstva, brže i jeftinije komuniciranje, i evolucija nacionalnih i međunarodnih financijskih sustava, također su odigrali bitnu ulogu, kao što je skicirano u 13. poglavlju, što ga je Robert Aliber dodao ovom izdanju. Kindleberger je u svom bavljenju ekonomskom poviješću našao temu koja, čini se, ne izlazi iz mode.

Kindleberger je među ostalim bio također zaokupljen oblikom 'nove financijske arhitekture' i mogućom korisnošću zajmodavatelja u krajnjoj nuždi – nacionalnog i/ili međunarodnog – kao i smjernicama po kojima bi se on trebao ravnati. Bilo

bi dobro da oni koji su angažirani na reformiranju (ili barem mijenjanju) sustava razmisle o poukama iz ove knjige.

Jedna je od tih pouka vrlo općenita i u najvećoj mjeri primjenjiva u kontekstima u kojima bi iracionalnost mogla istisnuti trijeznu kalkulaciju. Kindleberger je bio po naravi skeptik, potpuna suprotnost doktrinaru. Bio je nepovjerljiv prema krutim intelektualnim sustavima, bez obzira na to jesu li njihovi zagovornici bili pristaše slobodnoga tržišta ili socijalni inženjeri. Držati se krutih vjerovanja unatoč zbudjućim činjenicama bilo je po njegovom mišljenju jedan od opasnijih oblika iracionalnosti, osobito ako ga prakticiraju oni koji imaju mogućnost odlučivanja. Bilo bi više sigurnosti u međunarodnom gospodarstvu kad bi Kindlebergerov tolerantni skepticizam bio uobičajeniji među onima na vlasti. Mislim pri tome osobito na sadašnje rasprave o takozvanom 'washingtonskom konsenzusu' i o razlozima za i protiv deviznih tečajeva koji slobodno plutaju i oslobođenih tržišta kapitala.

Svaki će se čitatelj rastati od ove knjige s jasnom predodžbom da velike količine likvidnoga kapitala što pluskaju naokolo po svijetu stvaraju mogućnost da one poplave posudu u kojoj se to događa. Jedno pitanje koje je izostavljeno u ovoj knjizi – jer je posve izvan njezinog okvira – druga je strana računa: koje su društvene koristi slobodnoga toka kapitala u njegovim raznim oblicima, analogno dobicima od trgovine? Kindlebergerove su specijalnosti kao ekonomista uključivale međunarodnu trgovinu, međunarodne financije i ekonomski razvitak, pa bi on bio osjetljiv glede potrebe za stanovitim pragmatičnim balansiranjem rizika i koristi. Valja se samo nadati da će daljnja dostupnost i ažuriranje ove knjige pridonijeti širenju njegovoga otvorenog načina mišljenja.

Čini mi se da Aliberova verzija održava tu osnovnu Kindlebergerovu orijentaciju, ali unosi malo više reda u Kindlebergerov povremeno hirovit put kroz njegove zbirke činjenica. Moguće je da će nas i dalje mučiti manije, panike i slomovi, ali će čitatelji ove knjige barem biti cijepljeni protiv tih pošasti.

ROBERT M. SOLOW

1.

Financijska kriza: trajna i otporna biljka

Godine nakon početka 1970-ih bez presedana su glede nestalnosti cijena robe, valuta, nekretnina i dionica, te učestalosti i žestini financijskih kriza. U drugoj polovini 1980-ih godina, Japan je doživio veliki mjehur na svojim tržištima nekretnina i dionica. Tijekom istoga razdoblja cijene su se nekretnina i dionica u Finskoj, Norveškoj i Švedskoj povećale čak i brže nego u Japanu. Početkom 1990-ih godina došlo je do naglog i velikog porasta cijena nekretnina i dionica u Tajlandu, Maleziji, Indoneziji i većini obližnjih azijskih zemalja; cijene su se dionica u svakoj od ovih zemalja povećale 1993. godine za oko 100%. U drugoj polovini 1990-ih, Sjedinjene Države su doživjele mjehur na tržištu dionica; postojala je manija glede cijena dionica tvrtki u novim privrednim granama poput informacijske tehnologije i internetskih djelatnosti.

Mjehuri uvijek implodiraju; po definiciji mjehur sadrži neodrživi obrazac promjena cijena ili tokova novca. Implozija mjehura imovinskih cijena u Japanu dovela je do masovnog propadanja velikoga broja banaka i drugih vrsta financijskih tvrtki i do više od desetljeća tromoga gospodarskog rasta. Implozija mjehura imovinskih cijena u Tajlandu pokrenula je efekt zaraze i dovela do jakih padova cijena dionica u cijeloj toj regiji. Iznimka je u odnosu na ovaj obrazac da je implozija mjehura cijena dionica u SAD-u 2000. godine dovela do padova cijena dionica tijekom nekoliko sljedećih godina, ali je rezultirajuća recesija u 2001. bila kratka i plitka.

Promjene deviznih vrijednosti nacionalnih valuta tijekom ovoga razdoblja bile su često krajnje velike. Početkom 1970-ih godina dominantno je tržišno gledište bilo da bi se devizna vrijednost dolara SAD-a mogla smanjiti za 10 do 12% radi kompenziranja više stope inflacije u Sjedinjenim Državama nego u Njemačkoj i Japanu u prethodnih nekoliko godina. Sjedinjene Države su 1971. napustile zlatni paritet SAD-a od 35 dolara za uncu zlata koji je bio uspostavljen 1934. godine; u sljedećih nekoliko godina došlo je do dva umjerena povećanja zlatnoga pariteta SAD-a premda državna riznica SAD-a više nije htjela kupovati i prodavati zlato. Nastojanje da se zadrži modificiranu verziju brettonwoodskoga sustava s vezanim deviznim tečajevima, koje je formalizirano Sporazumom u instituciji Smithsonian

iz 1972., nije uspjelo, te se prešlo na plutajuće devizne tečajeve početkom 1973.; američki dolar je u 1970-im godinama izgubio više od polovine svoje vrijednosti u odnosu na njemačku marku i japanski jen. U prvoj polovini 1980-ih godina američki dolar je značajno aprecirao, premda ne do razina s početka 1970-ih godina. Početkom 1980-ih godina velika je devizna kriza obuhvatila meksički peso, brazilski cruzeiro, argentinski peso i valute mnogih drugih zemlja u razvoju. Finska marka, švedska kruna, britanska funta, talijanska lira i španjolska peseta devalvirane su u posljednjih šest mjeseci 1992.; većina je ovih valuta deprecirala 30% u odnosu na njemačku marku. Meksički je peso izgubio više od pola svoje vrijednosti izražene u američkim dolarima tijekom predsjedničke smjene u Meksiku krajem 1994. i početkom 1995. Većina azijskih valuta – tajlandski baht, malezijski ringit, indonezijska rupija i južnokorejski von – jako je deprecirala na deviznom tržištu tijekom azijske financijske krize u ljeto i jesen 1997.

Promjene tržišnih deviznih tečajeva glede ovih pojedinačnih valuta bile su skoro uvijek mnogo veće nego što bi to proizašlo iz razlika između nacionalnih stopa inflacije u pojedinim zemljama. Opseg ‘premašivanja’ i ‘podbacivanja’ nacionalnih valuta bio je i prošireniji i mnogo veći nego u bilo kojem ranijem razdoblju.

Neke su od promjena robnih cijena u tom razdoblju bile spektakularne. Cijena zlata u američkim dolarima povećala se s 40 dolara po unci početkom 1970-ih godina na skoro 1.000 dolara po unci krajem toga desetljeća; na kraju 1980-ih godina cijena je bila 450 dolara, a na kraju 1990-ih bila je 283 dolara. Cijena nafte bila je 2,50 dolara po barelu početkom 1970-ih godina, a 40 dolara po barelu krajem toga desetljeća; sredinom 1980-ih godina cijena nafte iznosila je 12 dolara po barelu, a zatim se krajem 1980-ih, poslije iračke invazije na Kuvajt, vratila na 40 dolara.

Broj stečajeva banaka tijekom 1980-ih i 1990-ih godina bio je mnogo, mnogo veći nego u bilo kojim ranijim desetljećima. Nekoliko ovih slomova banaka bili su izolirani nacionalni događaji: Franklin National Bank iz New Yorka i Herstatt AG iz Kölna uložile su velika sredstva na temelju svojih očekivanja promjena vrijednosti valuta početkom 1970-ih godina, i objema se očekivanja nisu ostvarila, pa su bile prisiljene na zatvaranje zbog velikih gubitaka. Crédit Lyonnais, nekoć najveća banka u Francuskoj i tvrtka u državnom vlasništvu, dala je iznimno velik broj zajmova u vezi sa svojim nastojanjem da se ubrzano uveća, i njezini su neutjerivi zajmovi na kraju stajali francuske porezne obveznike više od 30 milijardi dolara. Tri tisuće štedno-kreditnih udruga i drugih štednih institucija u SAD-u propalo je u 1980-im godinama, s gubicima na račun američkih poreznih obveznika većim od 100 milijardi dolara. Kolaps tržišta visokorizičnih obveznika u SAD-u početkom 1990-ih godina doveo je do gubitaka većih od 100 milijardi dolara.

Većina bankovnih promašaja 1980-ih i 1990-ih godina bila je sistemska i obuhvaćala je sve ili većinu banaka i financijskih institucija u pojedinoj zemlji. Kad su implodirali japanski mjehuri cijena nekretnina i dionica, gubici što su

pretrpjele japanske banke bili su mnogostruko veći od njihovoga kapitala, pa su praktički sve japanske banke postale štice svoje vlade. Slično tome, kad su valute Meksika i drugih zemalja u razvoju jako deprecirale početkom 1980-ih godina, većina je banaka u ovoj skupini zemalja propala zbog kombinacije njihovih velikih zajmovnih gubitaka i gubitaka njihovih domaćih zajmoprimalaca uslijed revalorizacije valute. U Finskoj, Norveškoj i Švedskoj bankrotirale su praktički sve banke kad su mjehuri na tržištima nekretnina i dionica u tim zemljama implodirali početkom 1990-ih godina. (Mnoge od banaka u državnom vlasništvu u raznim ovim zemljama pretrpjele su zajmovne gubitke slične veličine i bile bi propale da nisu već bile u javnom sektoru.) U Meksiku su bankrotirale praktički sve banke krajem 1994. kad je peso jako deprecirao. Većina banaka u Tajlandu, Maleziji, Južnoj Koreji i nekoliko drugih azijskih zemalja bankrotirale su nakon azijske financijske krize sredinom 1997. (banke u Hong Kongu i Singapuru bile su iznimke).

Ove su financijske krize i stečajevi banaka bili posljedice implozije mjehurâ imovinskih cijena ili velikih deprecijacija nacionalnih valuta na deviznom tržištu; u nekim su slučajevima devizne krize pokrenule bankovne krize, a u drugim su slučajevima bankovne krize dovele do deviznih kriza. Troškovi ovih bankovnih kriza bili su krajnje visoki s obzirom na nekoliko načina mjerenja – bilo da ih se promatra kao omjer gubitaka što su ih pretrpjele banke i bruto domaćega proizvoda dotične zemlje ili kao udio u njezinim državnim izdacima ili da ih se mjeri s obzirom na usporavanje stopa gospodarskoga rasta. Gubici što su ih pretrpjele banke sa središnjicama u Tokiju i Osaki – i konačni teret japanskim poreznim obveznicima – bili su iznad 25% japanskoga bruto domaćega proizvoda. Gubici što su ih pretrpjele argentinske banke iznosili su 50% argentinskoga bruto domaćega proizvoda. Puno je to bilo novca u jenima, pesoima i dolarima, i mnogo veći dio bruto domaćega proizvoda nego gubici što su ih pretrpjele banke SAD u Velikoj depresiji 1930-ih godina.

Do ovih je propadanja banaka došlo u tri različita vala: prvi je bio početkom 1980-ih, drugi početkom 1990-ih, a treći u drugoj polovini 1990-ih godina. Propadanja banaka, velike promjene deviznih tečajeva i mjehuri imovinskih cijena bili su sistematski povezani i rezultirali iz brzih promjena gospodarskog okruženja. Sedamdesete su godine bile desetljeće ubrzanja inflacije, najvećega kontinuiranog povišenja razine potrošačkih cijena u SAD-u u doba mira. Tržišna je cijena zlata početno naglo porasla jer su se neki investitori oslanjali na kliše da je 'zlatu dobra zaštita od inflacije' kao osnovu za svoje prognoze cijena; međutim, povećanje cijene zlata bilo je mnogostruko veće od tadašnjeg povišenja razine cijena u SAD-u. Prema kraju 1970-ih godina investitori su kupovali zlato jer se cijena zlata povećavala – a cijena zlata se povećavala jer su investitori kupovali zlato. Braća Hunt iz Teksasa pokušala su špekulacijskim kupnjama zavladata tržištem srebra, te se cijena ovoga plemenitog metala 1970-ih godina povećavala čak i brže nego cijena zlata.

Krajem 1970-ih godina prevladavajuće je bilo gledište da će se ubrzati stope inflacije u svijetu i u SAD-u. Neki su analitičari pretkazivali da će se cijena zlata povećati na 2.500 dolara po unci; prognostičari u industriji nafte i u bankama koje su bile veliki zajmodavatelji tvrtkama u industriji nafte pretkazivali su da će se do 1990. cijena nafte popeti na 80 do 90 dolara po barelu. Jedan je od klišeja toga vremena bio da je cijena unce zlata približno ista kao cijena dvadeset barela nafte.

Raspon kretanja cijena obveznica i dionica bio je 1970-ih godina mnogo veći nego u nekoliko prethodnih desetljeća. Realne stope prinosa na obveznice i dionice koje su glasile na američke dolare bile su u 1970-im godinama negativne. Za razliku od toga, realne su stope prinosa na obveznice i dionice u 1990-im godinama iznosile prosječno više od 15% godišnje.

Inozemna zaduženost Meksika, Brazila, Argentine i drugih zemalja u razvoju kao skupine povećala se sa 125 milijardi dolara u 1972. na 800 milijardi dolara u 1982. Velike međunarodne banke sa središnjicama u New Yorku, Chicagu i Los Angelesu, Londonu i Tokiju, povećavale su svoje zajmove vladama i tvrtkama u državnom vlasništvu u ovim zemljama po prosječnoj godišnjoj stopi od 30% tijekom deset godina. Klišeji je toga vremena bio da vlade ne bankrotiraju. Tijekom tog su razdoblja zajmoprimalitelji postigli rekord glede pravodobnoga plaćanja kamate na svoje zajmove; međutim, sav su novac potreban za plaćanje kamate na te zajmove pribavljali od zajmodavatelja u obliku novih zajmova.

U jesen 1979. Sustav federalnih rezervi je usvojio vrlo restriktivnu monetarnu politiku; jako su porasle kamatne stope na vrijednosne papire koje su glasile na američki dolar. Cijena je zlata dosegla vrhunac u siječnju 1980. kad je došlo do preokreta u odnosu na predviđanja inflacije. Uslijedila je žestoka svjetska recesija.

Godine 1982. došlo je do jake deprecijacije meksičkoga pesoa, brazilskoga cruzeira, argentinskoga pesoa i valuta drugih zemalja u razvoju; pale su cijene dionica u tim zemljama i većina je banaka u njima propala zbog velikih zajmovnih gubitaka.

Jako je povećanje cijena nekretnina i dionica u Japanu 1980-ih godina bilo povezano s bumom u gospodarstvu; bestseler je u toj zemlji bila knjiga *Japan kao broj jedan: pouke za Ameriku*.¹ Banke sa središnjicama u Tokiju i Osaki povećavale su svoje depozite, zajmove i kapital mnogo brže nego banke sa središnjicama u Sjedinjenim Državama, Njemačkoj i drugim europskim zemljama; obično su sedam ili osam od deset najvećih banaka na svijetu bile japanske. Zatim su u Japanu početkom 1990-ih godina implodirale cijene nekretnina i dionica. Unutar nekoliko godina mnoge od vodećih japanskih banaka i financijskih institucija bile su slomljene, nesposobne za rad, u stečaju, insolventne, a nastavile su poslovati samo jer se implicitno podrazumijevalo da će japanska vlada zaštititi deponente od financijskih gubitaka ako banke budu zatvorene. Bio je to upečatljiv slučaj manije i sloma – ali sloma bez panike, očito zbog vjerovanja da će vlada socijalizirati zajmovne gubitke.

Tri nordijske zemlje – Norveška, Švedska i Finska – kopirale su japanski mjehur imovinskih cijena u isto vrijeme. Iza buma cijena nekretnina i dionica u

drugoj polovini 1980-ih godina, povezanog s financijskom liberalizacijom, uslijedio je kolaps cijena nekretnina i dionica i slom banaka.

Meksiko je bio jedan od slučajeva velikog ekonomskog uspjeha početkom 1990-ih godina kad se pripremao za ulazak u Sjevernoamerički sporazum o slobodnoj trgovini. Meksička je banka prihvatila tvrdi restriktivnu monetarnu politiku koja je smanjila stopu inflacije sa 140% na manje od 10% u četverogodišnjem razdoblju; tijekom istog je razdoblja privatizirano nekoliko stotina tvrtki u državnom vlasništvu i liberalizirana je poslovna regulativa. Inozemni je kapital pritjecao u Meksiko jer su realne stope prinosa na državne vrijednosne papire bile visoke i jer su predvidljive profitne stope na industrijske investicije također bile visoke. Sveopće je bilo očekivanje da će Meksiko postati baza niskih nadnica i niskih troškova za proizvodnju automobila, strojeva za pranje rublja i mnogih drugih tvorničkih proizvoda za tržišta SAD-a i Kanade. Budući da je veliki priljev inozemne štednje doveo do realne aprecijacije pesoa, Meksiko je stvorio trgovinski deficit koji je dosegao 7% njegovoga bruto domaćega proizvoda. Vanjski je dug Meksika iznosio 60% njegovoga bruto domaćega proizvoda, a novac za plaćanje kamate na svoju sve veću zaduženost pribavljao je iz priljeva novih investicija.

Zatim je nekoliko političkih incidenata, djelomično povezanih s predsjedničkim izborima i smjenom 1994., dovelo do jakoga smanjenja priljeva inozemnih sredstava, a meksička vlada nije bila u stanju i dalje podržavati peso na deviznom tržištu, pa je ta valuta izgubila više od pola svoje vrijednosti u nekoliko mjeseci. Još je jednom deprecijacija pesoa rezultirala velikim zajmovnim gubicima, te su propale meksičke banke koje su bile privatizirane u prethodnih nekoliko godina.

Sredinom 1990-ih godina jako su porasle cijene nekretnina i dionica u Bangkoku, Kuala Lumpuru i Indoneziji; bila su to 'gospodarstva zmajeva' za koja je izgledalo da će ponoviti ekonomske uspjehe 'azijskih tigrova' iz prethodne generacije – Tajvana, Južne Koreje, Hong Konga i Singapura. Tvrtke iz Japana, Europe i SAD-a počele su investirati u te zemlje kao izvor opskrbe s niskim nadnicama i niskim troškovima, gotovo jednako kao što su tvrtke iz SAD-a investirale u Meksiko kao izvor opskrbe za sjevernoameričko tržište. Europske i japanske banke brzo su povećavale svoje zajmove u tim zemljama. Domaći su zajmodavatelji u Tajlandu zatim doživjeli velike zajmovne gubitke na svojim domaćim kreditima u jesen i zimu 1996. jer nisu dovoljno razlikovali tajlandske zajmoprimatelje u svojim procjenama njihove voljnosti da plaćaju kamatu na svoju zaduženost. Inozemni su zajmodavatelji jako smanjili svoje kupnje tajlandskih vrijednosnih papira, a zatim Tajlandska banka, dosta slično Meksičkoj banci trideset mjeseci ranije, nije imala devizne rezerve da podupire svoju valutu na deviznom tržištu. Velik pad devizne vrijednosti tajlandskoga bahta početkom srpnja 1997. doveo je do odljeva kapitala iz drugih azijskih zemalja i devizne su se vrijednosti njihovih valuta smanjile za 30% ili više (iznimke su bili hongkonški dolar i kineski juan, koji su ostali strogo vezani uz američki dolar). Indonežanska je rupija izgubila 80% svoje vrijednosti na deviznom tržištu. Većina bi banaka u tom području – osim onih u Hong Kongu

i Singapuru – bila u stečaju po svakoj razumnoj tržišnoj provjeri. Krize su se širile od Azije do Rusije, došlo je do debakla rublje, i bankovni se sustav te zemlje srušio u ljeto 1998. Investitori su tada postali oprezniji, te su prodali rizične vrijednosne papire i kupili sigurnije državne vrijednosne papire SAD-a; posljedica je toga bila da su promjene odnosa između kamatnih stopa na ovim dvjema skupinama vrijednosnih papira uzrokovale slom Long-Term Capital Management, tadašnjeg najvećeg hedžing fonda u SAD-u.

Golemi opseg financijskih slomova u posljednjih trideset godina odraz je dijelom okolnosti da je mnogo više zemalja u međunarodnom financijskom gospodarstvu i dijelom okolnosti da je prikupljanje podataka obuhvatnije. Usprkos nepostojanju savršene usporedivosti među raznim vremenskim razdobljima, nepogrešiv je zaključak da je financijsko propadanje u posljednjih trideset godina bilo šire i dublje nego u bilo kojem ranijem razdoblju.

Mjehur dionica NASDAQ-a 1990-ih godina

Dionicama se u Sjedinjenim Državama trguje ili na izvanburzovnome tržištu ili na jednoj od organiziranih burzi, osobito na Njujorškoj burzi i na Američkoj burzi, ili na nekoj od regionalnih burzi u Bostonu, Chicagu, i Los Angelesu/San Franciscu. Tipični je obrazac da se dionicama mladih tvrtki u početku trguje na izvanburzovnom tržištu, a zatim bi većina tih tvrtki podnijela troškove potrebne da postignu uvrštenje na Njujoršku burzu, jer bi vjerovala da će im takvo uvrštenje proširiti tržište za njihove dionice i voditi višim cijenama. Neke vrlo uspješne nove tvrtke povezane s revolucijom informacijske tehnologije iz 1990-ih godina – Microsoft, Cisco, Dell, Intel – bile su iznimke u odnosu na ovaj obrazac; one su odlučile ne pribavljati uvrštenje na Njujoršku burzu, jer su vjerovala da je elektroničko trgovanje dionicama na izvanburzovnom tržištu superiorno trgovanju dionicama metodom otvorenog izvikivanja koju se koristi na Njujorškoj burzi.

Godine 1990. tržišna vrijednost dionica kojima se trguje na NASDAQ-u bila je 11% od one na Njujorškoj burzi; usporedivi podaci za 1995. i 2000. su 19% i 42%. Godišnja prosječna postotna stopa povećanja tržišne vrijednosti dionica NASDAQ-a iznosila je 30% tijekom prve polovine desetljeća i 46% tijekom sljedeće četiri godine. Nekoliko će novijih tvrtki čijim se dionicama trguje na NASDAQ-u s vremenom postati jednako uspješne i profitabilne kao Microsoft i Intel, pa su visoke cijene njihova dionica mogle biti opravdane. Vjerojatnost da će sve tvrtke čijim se dionicama trguje na NASDAQ-u biti uspješne kao Microsoft bila je krajnje mala, jer bi to podrazumijevalo da će udio profita u bruto domaćem proizvodu SAD-a biti dva do tri puta veći nego što je bio ikada ranije.

Mjehur cijena dionica u SAD-u u drugoj polovini 1990-ih godina bio je povezan s izvanrednim gospodarskim bumom u SAD-u; stopa se nezaposlenosti jako smanjila, stopa se inflacije smanjila, ubrzale su se stope gospodarskoga rasta i produktivnosti. Vlada SAD-a stvorila je u 2000. svoj do tada najveći fiskalni suficit, nakon što je u 1990. imala svoj do tada najveći fiskalni deficit. Izvanredna performansa

realnoga gospodarstva pridonijela je porastu cijena dionica u SAD-u, koji je pak vodio povećanju investicijskoga trošenja i potrošačkih izdataka, te povećanju stope gospodarskoga rasta SAD-a i naglom porastu fiskalnih prihoda.

Cijene dionica u SAD-u počele su padati u proljeće 2000; u sljedeće tri godine američke su dionice kao skupina izgubile oko 40% svoje vrijednosti, dok su se cijene dionica u okviru NASDAQ-a smanjile za 80%.

Jedna je od tema ove knjige da je postojala sistematska povezanost između mjehura cijena nekretnina i dionica u Japanu u drugoj polovini 1980-ih godina, sličnih mjehura u Bangkoku i financijskim centrima u okolnim azijskim zemljama sredinom 1990-ih godina i mjehura cijena dionica u SAD-u u drugoj polovini 1990-ih godina. Implozija mjehura u Japanu dovela je do povećanja toka novca iz Japana; nešto je toga novca otišlo u Tajland, Maleziju i Indoneziju, a nešto je otišlo u Sjedinjene Države. Povećanje priljeva novca dovelo je do aprecijacije valuta tih zemalja na deviznom tržištu i do povećanja cijena nekretnina i vrijednosnih papira u njima. Kad su implodirali mjehuri u zemljama jugoistočne Azije, došlo je do još jednoga naglog i velikog toka novca u Sjedinjene Države, jer su te zemlje vratile dio svog inozemnog duga; američki dolar je aprecirao na deviznom tržištu i godišnji se trgovinski deficit SAD-a povećao za 150 milijardi dolara da bi dosegao 500 milijardi dolara.

Povećanje toka novca iz inozemstva u neku zemlju gotovo je uvijek dovodilo do povećanja cijena vrijednosnih papira kojima se trguje u toj zemlji, jer su domaći prodavatelji vrijednosnih papira strancima koristili velik dio novca primljenog u tim prodajama da bi kupili druge vrijednosne papire od ostalih domaćih rezidenata. Ovi su domaći rezidenti pak na sličan način koristili velik dio svojih primitaka da bi kupili druge domaće vrijednosne papire od ostalih domaćih rezidenata. Ove su se transakcije vrijednosnim papirima odvijale po stalno sve većim cijenama. Kao da je novac od prodaje vrijednosnih papira strancima bio poslovični 'vrući krumpir' koji je brzo prelazio od jedne skupine investitora drugoj po stalno sve većim cijenama.

Manije i kredit

Proizvodnja knjiga o financijskim krizama je protuciklička. Došlo je do poplave knjiga na tu temu 1930-ih godina, nakon mjehura na tržištu dionica u SAD-u potkraj 1920-ih godina i zatim sloma i Velike depresije. Relativno se malo knjiga o toj temi pojavilo tijekom nekoliko desetljeća neposredno nakon Drugoga svjetskog rata, vjerojatno jer su recesije od 1940-ih do 1960-ih godina bile blage.

Prvo je izdanje ove knjige objavljeno 1978. kad su se, nakon petnaest godina bikovskoga tržišta dionicama, cijene dionica u SAD-u 1973. i 1974. smanjile za 50%; debakl tržišta dionica i recesija u SAD-u doveli su do stečajeva Penn-Central željeznice, nekoliko velikih kompanija čelika i mnogih brokerskih tvrtki s Wall Streeta. Grad New York bio je nadomak nemogućnosti plaćanja svojih izdanih obveznica, a spasila ga je od insolventnosti država New York. Moglo bi se reći da

to nije bio slom u pravom smislu riječi, osim ako niste viši dužnosnik ili dioničar neke od propalih tvrtki ili gradonačelnik New Yorka.

Ovo se izdanje pojavljuje nakon trideset burnih godina na svjetskim financijskim tržištima, razdoblja bez pravoga povijesnog presedana. Došlo je do manije glede nekretnina i dionica u Japanu 1980-ih i sloma 1990-ih godina; tijekom istog je razdoblja vladala manija glede nekretnina i dionica u Finskoj, Norveškoj i Švedskoj, a zatim je došao i slom. Postojala je manija glede američkih dionica u drugoj polovini 1990-ih godina – 40-postotni pad cijena dionica nakon te manije vjerojatno je izgledao kao slom onima koji su posjedovali velike količine dionica Enrona, MCIWorldComa i internetskih tvrtki. Moguće su usporedbe između mjehura na tržištu dionica u Sjedinjenim Državama 1920-ih i 1990-ih godina, kao i između ovih mjehura u SAD-u i mjehura u Japanu 1980-ih godina.

Deset velikih financijskih mjehura

1. Nizozemski tulipanski mjehur 1636.
2. Mjehur Južnoga mora 1720.
3. Mjehur Mississippija 1720.
4. Mjehur cijena dionica potkraj 1920-ih godina, 1927. - 1929.
5. Nagli i veliki porast bankovnih zajmova Meksiku i drugim zemljama u razvoju 1970-ih godina.
6. Mjehur glede nekretnina i dionica u Japanu 1985. - 1989.
7. Mjehur glede nekretnina i dionica u Finskoj, Norveškoj i Švedskoj 1985. - 1989.
8. Mjehur glede nekretnina i dionica u Tajlandu, Maleziji, Indoneziji i nekoliko drugih azijskih zemalja 1992. - 1997.
9. Nagli i veliki porast inozemnog investiranja u Meksiku 1990. - 1993.
10. Mjehur glede izvanburzovnih dionica u Sjedinjenim Državama 1995. - 2000.

Najraniji mjehur naveden u okviru odnosio se na lukovice tulipana u Nizozemskoj u 17. stoljeću, osobito na rijetke vrste lukovica. Do dva je mjehura – jednog u Velikoj Britaniji i drugog u Francuskoj – došlo u približno isto vrijeme, krajem napoleonskih ratova. Bilo je manija i financijskih kriza u 19. stoljeću koje su bile većinom povezane sa slomovima banaka, često nakon većeg investiranja u infrastrukturu poput kanala i željezničkih pruga. Devizne krize i bankovne krize bile su česte između 1920. i 1940. Postotna povećanja cijena dionica u posljednjih trideset godina bila su veća nego u ranijim razdobljima. Mjehuri glede nekretnina i dionica pojavljivali su se često zajedno; neke su zemlje doživjele mjehur glede nekretnina, ali ne i dionica, dok su Sjedinjene Države imale mjehur cijena dionica u drugoj polovini 1990-ih godina, ali ne i mjehur glede nekretnina.

Manije su dramatične, ali nisu bile česte; samo su se dvije dogodile glede američkih dionica u dvije stotine godina. Manije su obično bile povezane s fazom ekspanzije u poslovnom ciklusu, dijelom jer euforija povezana s manijom vodi

povećanjima trošenja. Tijekom manije, povećanja cijena nekretnina, dionica, pojedine ili više roba, pridonose povećanjima potrošačkih i investicijskih izdataka, što pak vodi ubrzanjima stopa gospodarskoga rasta. Vidovnjaci u ekonomiji prognoziraju trajan gospodarski rast, a neki smioniji proglašavaju da nema više recesija – da su tradicionalni poslovni ciklusi tržišnih gospodarstava postali stvar prošlosti. Povećanje stope gospodarskoga rasta potiče investitore i zajmodavatelje da postanu optimističniji glede budućnosti i imovinske se cijene povećavaju brže – barem neko vrijeme.

Manije su – osobito makromanije – povezane s ekonomskom euforijom; poslovne tvrtke postaju sve više optimistične i investicijsko se trošenje jako povećava, jer je kredita u izobilju. U drugoj polovini 1980-ih godina japanske su industrijske tvrtke mogle uzajmiti koliko god su htjele od svojih prijateljskih bankara u Tokiju i Osaki; činilo se da je novac ‘besplatan’ (u manijama novac uvijek izgleda besplatan), te su japanski potrošači i investitori trošili naveliko. Japanci su kupili deset tisuća francuskih umjetničkih djela. Trkališni poduzetnik iz Osake platio je 90 milijuna dolara za Van Goghovo platno *Portret doktora Guicheta*, u to vrijeme najveću cijenu koji je ikada plaćena za neku sliku. Kompanija za nekretnine Mitsui platila je 625 milijuna dolara za zgradu Exxona u New Yorku, premda je početna tražena cijena bila 310 milijuna dolara; željela je ući u *Guinnessovu knjigu svjetskih rekorda* po najvišoj ikada plaćenju cijeni za neku uredsku zgradu. U Sjedinjenim Državama u drugoj polovini 1990-ih godina novoosnovanim su tvrtkama u industriji informacijske tehnologije i biotehnologije bila dostupna praktički neograničena sredstva od kapitalista rizika koji su vjerovali da će uvelike profitirati kad dionice u tim tvrtkama budu početno išle u javnu prodaju.

Tijekom ovih razdoblja euforije sve veći je broj investitora težio kratkoročnim kapitalnim dobicima od povećanja cijena nekretnina i dionica, a ne investicijskom dohotku temeljenom na produktivnoj upotrebi tih oblika imovine. Pojedinci su djelomično plaćali unaprijed za stanove u fazi prije same gradnje predviđenih stambenih objekata očekujući da će moći prodati te stanove uz velik profit kad zgrade budu dovršene.

Zatim se nešto dogodi – možda promjena vladine politike ili neobjašnjiva propast tvrtke za koju se prethodno mislilo da je uspješna – što dovodi do zastoja u povećanju imovinskih cijena. Uskoro neki od investitora koji su financirali većinu svojih kupnji uzajmljenim novcem postaju prodavatelji iz nužde: prodaju nekretnine ili dionice jer su isplate kamate na novac uzajmljen za financiranje njihovih kupnji veće od investicijskoga dohotka na osnovi te imovine. Cijena tih oblika imovine pada ispod njihove kupovne cijene i sada su kupci ‘ispod vode’ – iznos što ga duguju na temelju novca uzajmljenog za financiranje kupnje tih oblika imovine veći je nego njihova tekuća tržišna vrijednost. Njihove prodaje iz nužde dovode do velikih padova cijena imovine, te mogu uslijediti slom i panika.

Ekonomska situacija u zemlji nakon nekoliko godina ponašanja na način mjehura nalikuje na situaciju mlade osobe na biciklu; vozač mora održavati

zamah prema naprijed ili bicikl postaje nestabilan. Tijekom manije imovinske cijene će pasti odmah nakon što se prestanu povećavati – nema nikakvoga platoa, ‘srednjega terena’. Pad cijena nekih oblika imovine dovodi do zabrinutosti da će imovinske cijene padati dalje i da će financijski sustav doživjeti ‘tjeskobu’. Navala da se proda te oblike imovine zbog očekivanja daljnjega pada njihovih cijena pridonosi ostvarivanju tog očekivanja, pa se navala tako ubrzava da liči panici. Cijene roba, kuća, zgrada, zemljišta, dionica, obveznica, ruše se na razine koje su 30 do 40% njihovih cijena na vrhuncu. Naglo raste broj stečajeva, ekonomska se aktivnost usporava, a nezaposlenost povećava.

Obilježja ovih manija nisu nikada istovjetna, ali ipak postoji sličan obrazac. Povećanje cijena roba ili nekretnina ili dionica povezano je s euforijom; bogatstvo kućanstava se povećava, pa stoga i trošenje. Postoji osjećaj da ‘nam nikad nije išlo tako dobro’. Onda imovinske cijene dosegnu vrhunac i zatim se počnu smanjivati. Implozija mjehura bila je povezana sa smanjenjima cijena roba, dionica i nekretnina, a ta su smanjenja često bila povezana sa slomom ili financijskom krizom. Nekim je financijskim krizama prethodilo brzo povećanje zaduženosti jedne ili više skupina zajmoprimatelja, a ne brzo povećanje cijene nekog oblika imovine ili nekog vrijednosnog papira.

Teza je ove knjige da ciklus manija i panika rezultira iz procikličkih promjena u ponudi kredita; ponuda kredita povećava se relativno brzo u dobrim vremenima, a zatim, kad oslabi gospodarski rast, stopa rasta kredita često jako pada. Manija uključuje povećanja cijena nekretnina ili dionica ili neke valute ili neke robe u sadašnjosti i bliskoj budućnosti koja nisu u skladu s cijenama istih nekretnina ili dionica u udaljenoj budućnosti. Nakon ranijeg povećanja cijena nafte s 2,50 dolara po barelu početkom 1970-ih godina na 36 dolara krajem toga desetljeća, bilo je manijskih prognoza da će joj cijena porasti na 80 dolara po barelu. Tijekom ekonomske ekspanzije investitori postaju sve više optimistični i željni tražiti prilike za profit koje će se isplatiti u udaljenoj budućnosti, a zajmodavatelji postaju manje neskloni riziku. Racionalni entuzijizam preobražava se u iracionalni entuzijizam, razvija se ekonomska euforija i dolazi do povećavanja investicijskih i potrošačkih izdataka. Postoji proširen osjećaj ‘da je vrijeme za ulazak u vlak prije nego što napusti stanicu’ i nestanu iznimno profitabilne prilike. Imovinske se cijene i dalje povećavaju. Sve veći dio kupnji ovih oblika imovine poduzima se u očekivanju kratkoročnih kapitalnih dobitaka i iznimno je velik dio ovih kupnji financiran kreditom.

Financijske krize što ih se analizira u ovoj knjizi velike su i po opsegu i po posljedicama i većinom su međunarodne jer uključuju više različitih zemalja bilo u isto vrijeme ili na način uzročnoga slijeda.

Izraz ‘mjehur’ je generički naziv za povećanja imovinskih cijena u manijskoj fazi ciklusa. U novije su se vrijeme mjehuri cijena nekretnina i mjehuri cijena dionica pojavili više-manje istodobno u Japanu i nekim azijskim zemljama. Velika povećanja cijena zlata i srebra potkraj 1970-ih godina nazivana su mjehurom, ali povećanja cijena sirove nafte istih godina nisu tako nazvana; razlika je što su mnogi