

Financijski Klub

Tržište kapitala

FINANCIJSKE KRIZE

Istraživački rad

Ivo Ivičević Bakulić

ivo.ivicovic@gmail.com

Ključne riječi: kriza, financijska kriza, nastanak financijskih kriza, tržište

Zagreb, lipanj 2010. Godine

Kazalo

1. Anatomija tipične krize	3
1.1. Povijest	3
1.2. Model financijskih kriza.....	3
1.3. Međunarodno širenje.....	5
1.4. Kritike Minskyjevog modela.....	7
2. Špekulacijske manije	8
2.1. Racionalnost pojedinca, iracionalnost tržišta	8
2.2. Pomaknuća.....	9
2.3. Predmeti špekulacije	9
3. Zaključak	10
4. Literatura	11

1. Anatomija tipične krize

1.1. Povijest

U ovom poglavlju izlaže se ekonomski model opće financijske krize i sagledava se nastanak zadnje krize u hrvatskoj koja ima svoj početak u 2008. godini.

U prve dvije trećine 19. stoljeća do kriza je dolazilo u desetogodišnjim intervalima (1816., 1826., 1837., 1847., 1857., 1866), a nakon toga su krize bile manje redovne (1873., 1907., 1921., 1929).

1.2. Model financijskih kriza

U ovom poglavlju ću se osvrnuti na model tumačenja financijskih kriza koje je stvorio Hyman Minsky¹, a koristi se za tumačenje financijskih kriza u SAD-u, Velikoj Britaniji i drugim tržišnim gospodarstvima. Minsky je naglašavao procikličke promjene u ponudi kredita, koje su se povećavale kada je gospodarstvo bilo u procvatu, a smanjivale tijekom ekonomskih usporavanja. Naglašavao je da tijekom faze ekspanzije investitorima raste optimizam glede budućnosti, te su revidirali na više svoje procjene profitabilnosti širokog niza investicija i stoga postajali željniji uzimati zajmove. U isto su vrijeme zajmodavatelji ublažavali svoje procjene rizika pojedinih investicija i smanjivala se njihova nesklonost riziku, te su postajali voljniji davati zajmove i na koncu i zajmove za investicije za koje su ranije smatrali previše rizičnima. Kad su se ekonomski uvjeti pogoršavali, investitori su postajali manje optimistični i oprezniji. U isto su se vrijeme zajmodavateljima povećali zajmovni gubici, te su postajali mnogo oprezniji.

1.2.1 Početak

Minsky je također pripisao veliku važnost ponašanju jako zaduženih zajmoprimatelja, osobito onih koji su povećali svoju zaduženost u ekspanziji da bi financirali kupnju nekretnina ili dionica ili robe radi kratkoročnih kapitalnih dobitaka. Motiv za takve kredite bilo je vjerovanje da će očekivane stope rasta cijena tih oblika imovine nadmašiti kamatne stope na sredstva uzajmljena za financiranje njihovih kupnji. Kad je dolazilo do usporavanja u gospodarstvu, neki su od ovih zajmoprimatelja bili razočarani jer su se stope povećanja cijena tih oblika imovine pokazale manjima od kamatnih stopa na uzajmljeni novac pa bi mnogi postali tjeskobni prodavatelji.

1.2.2 Vanjski „Šok“

Minsky je tvrdio da zbivanja koja dovode do krize počinju nekim egzogenim šokom koji je nanesen makroekonomskom sustavu. Šok u ovom slučaju nema nužno negativnu konotaciju nego označava neka kretanja na tržištu koja pružaju nove prilike za zaradu. Ako je šok dovoljno

¹ Hyman Minsky (1919. – 1996.) bio je američki ekonomist i profesor ekonomije na Washington University u St. Louis-u. Njegova istraživanja bila su orijentirana na razumijevanje i objašnjavanje financijskih kriza. Ponekad je opisivan kao post-Keynesijanski ekonomist zato što je, po Keynesijanskoj tradiciji, podržavao neke vladine intervencije na financijska tržišta i protivio se nekim popularnim deregulacijskim odlukama 1980-ih.



velik i proširen, ekonomske će se perspektive i očekivane prilike za profit poboljšati barem u jednom važnom sektoru gospodarstva. Poslovne će tvrtke i pojedinci uzimati zajmove kako bi iskoristili očekivano povećanje profita povezano sa širokim nizom investicija. Ubrzat će se stopa gospodarskog rasta te može povratnom spregom doći do još većeg optimizma. Ako je šok dovoljno velik i proširen, očekivane će se prilike za profit poboljšati u barem jednom važnom sektoru gospodarstva što dovodi do povećanja udjela profita u BDP-u. Narav tog šoka razlikuje se od jednog do drugog špekulacijskog buma. Šok u Sjedinjenim Državama 1920-ih godina bila je brza ekspanzija automobilske proizvodnje i s njom povezan razvitak autocesta, te elektrifikacija glavnine zemlje i brza ekspanzija broja kućanstava s telefonom. Šokovi u Japanu 1980-ih godina bili su financijska liberalizacija i naglo povećanje devizne vrijednosti jena. Šok u nordijskim zemljama 1980-ih godina bila je financijska liberalizacija.

1.2.3 Ekspanzija bankovnih kredita

U Minskyjevom modelu bum biva hranjen ekspanzijom bankovnog kredita. Osim ekspanzije kredita od strane postojećih banaka, mogu se formirati nove banke; nastojanja ovih novih banaka da povećaju svoje tržišne udjele mogu voditi brzom rastu kredita i novca, jer su postojeće banke često bile nesklone prihvatiti smanjenje svoga tržišnog udjela što bi im se inače dogodilo. Tako su npr. Europske banke počele 1970-ih godina zalaziti na teren banaka SAD-a dajući zajmove vladama u Latinskoj Americi.

Jedno od glavnih pitanja ekonomske politike je i kontrola kredita od banaka i drugih davatelja. Znalo se događati da su vlasti u pojedinim zemljama primjenjivale strogu kontrolu nad bankama da daju određene vrste zajmova pa je pitanje kako je u tim zemljama s takvim nadzorom došlo do krize uzrokovane ekspanzijom kredita. Odgovor na to je da su banke u tim slučajevima osnivale podružnice u svom potpunom vlasništvu koje su mogle davati zajmove zabranjene samim tim bankama ili su zajmove davale bankovne holding kompanije. Čak i ako je nestabilnost kredita od financijskih institucija bila pod kontrolom bum se mogao financirati povećanjima ponude osobnog kredita.

1.2.4 Ubrzan rast i euforija

Sada kada smo riješili problem financiranja određenog sustava i njegovih sudionika možemo se okrenuti daljnjem razvoju nastanka krize. Sada pretpostavljamo da je došlo do povećanja efektivne potražnje za dobrima i uslugama, a što je rezultat razvoja događaja objašnjenih u prethodnim poglavljima. Sada nakon nekog vremena povećana potražnja nadmašuje sposobnost proizvodnje roba. To dovodi do rasta tržišnih cijena što dovodi povećanju profita koje privlači sve više investicija i sve više tvrtki. Razvija se pozitivna povratna sprega: povećano investiranje vodi povećanjima stope rasta nacionalnog dohotka, koja pak pobuđuju dodatno investiranje pa se ubrzava stopa rasta nacionalnog dohotka.

U ovom stadiju bi se mogla razviti euforija. To znači da sada investitori kupuju robe i vrijednosne papire kako bi se okoristili kapitalnim dobitcima s obzirom na očekivana povećanja cijena tih roba i vrijednosnih papira. Vlasti najvjerojatnije uviđaju da se u gospodarstvu događa

nešto iznimno i, premda znaju što se događalo u prošlosti, ovaj puta je drugačije, a imaju i objašnjenja te razlike.

1.2.5 Špekulacija

Rezultat nastavljanja ovog procesa je 'pretjerano trgovanje'. To znači špekulaciju u vezi s povećanjem cijena raznih oblika imovine ili robe, pretjeranu procjenu budućih prihoda, ili 'pretjerano financiranje dugovima'. Tu se javlja i špekulacija koja dovodi do kupovanja robe zbog kapitalnoga dobitka od očekivanih povećanja njezine cijene, a ne radi uporabe. Slično tome, špekulacija uključuje kupovanje vrijednosnih papira radi preprodaje, a ne radi investicijskog dohotka od njih.

1.2.6 Mjehur

U tim trenucima se čini da zarađivanje novca nikada nije bilo laganije. Špekulacija u cilju kapitalnih dobitaka vodi od normalno, racionalnog ponašanja k onome što se označava 'manijom' ili 'mjehurom'. Ekonomisti obično koriste izraz mjehur u značenju svakog odstupanja cijene nekog oblika imovine ili vrijednosnog papira ili robe koje nije moguće objasniti 'temeljnim odnosima'.

U 20. stoljeću većina se manija i mjehura odnosila na nekretnine i dionice. U Japanu su u 1980-im godinama špekulacijske kupnje nekretnina pobudile bum na burzi. Slično je tome mjehur u azijskim zemljama u 1990-im godinama uključivao nekretnine i dionice, pri čemu su općenito povećanja cijena nekretnina povukla prema gore cijene dionica.

1.3. Međunarodno širenje

Povijesno euforije su se širile od zemlje do zemlje putem nekoliko različitih kanala.

1.3.1 Arbitraža

Jedan od načina da šok u jednoj zemlji djeluje na i u drugim zemljama je arbitraža koja osigurava da promjene cijena neke robe na jednom nacionalnom tržištu dovedu do sličnih promjena cijena više-manje istovjetne robe na drugim nacionalnim tržištima. Slično tome promjene cijena vrijednosnih papira na jednom nacionalnom tržištu vode istovjetnim promjenama cijena istih vrijednosnih papira na drugim nacionalnim tržištima.

1.3.2 Povećanje nacionalnog dohotka u jednoj zemlji

Također, povećanje nacionalnog dohotka u jednoj zemlji pobuđuje povećanja potražnje za uvozom i što dovodi do odgovarajućeg povećanja izvoza u drugim zemljama i nacionalnim dohocima tih zemalja. Tokovi kapitala također imaju veliku ulogu. Povećanje izvoza vrijednosnih papira iz jedne zemlje vodit će povećanjima cijene tih vrijednosnih papira i vrijednosti valute te zemlje na deviznom tržištu.

1.3.3 Ekspanzija kredita

U idealnom svijetu, povećanje količine zlatnih kovanica u optjecaju u jednoj zemlji, zbog toka zlata u tu zemlju, bilo bi odgovarajuće smanjenju količine zlata u drugoj zemlji, a povećanje ponude novca i kreditnu ekspanziju u prvoj zemlji nadoknadila bi kontrakcija kredita i ponude novca drugoj zemlji. No u stvarnosti bi se moglo dogoditi da kreditna ekspanzija u prvoj zemlji ne bude praćena kontrakcijom kredita u drugoj zemlji, jer bi investitori u drugoj zemlji mogli reagirati na rastuće cijene i profit u inozemstvu traženjem više kredita kako bi mogli kupiti imovinu i vrijednosne papire za koje predviđaju povišenje cijena. Potencijalna kontrakcija zbog sužavanja novčane baze u drugoj zemlji mogla bi biti nadvladana povećanjem špekulacijskog interesa i porastom potražnje za kreditom.

1.3.4 *Autsajder vs. Insajder*

S nastavljanjem špekulacijskog buma u pojedinoj zemlji rastu i kamatne stope, brzina plaćanja i razina robnih cijena. Kupnja vrijednosnih papira ili nekretnina od strane 'autsajdera' znači da 'insajderi' – oni koji su posjedovali ili kupili te oblike imovine ranije – prodaju iste te vrijednosne papire i nekretnine i ostvaruju stanovit profit. Uzmimo slučaj da nekoliko insajdera odluči pokupiti svoj profit i izvršiti rasprodaju; ako su pridošlice na tržište kupci, onda insajderi moraju biti prodavatelji. U svakom su trenutku kupnje nekretnina ili dionica od strane novih investitora ili autsajdera nužno izjednačene s prodajom od strane insajdera. Ako je želja autsajdera da kupuju jača od želje insajdera da prodaju, cijene imovine ili vrijednosnih papira nastavljaju rasti. No ako želja prodavatelja postane veća nego želja kupaca, cijene će padati. I kada dođe do toga da se želja kupaca smanjuje, a želja prodavatelja povećava slijedi neugodno razdoblje 'financijske tjeskobe'.

Za gospodarstvo kao cjelinu to se događa u situaciji kada je mnoge tvrtke i investitori postanu svjesni da je vrijeme postati likvidniji, a to znači smanjiti posjedovanje nekretnina i dionica i povećati posjedovanje novca. To može dovesti do velikog pada cijena robe i vrijednosnih papira. Neki jako zaduženi investitori mogu dospjeti u stečaj jer pad je pad imovinskih cijena tako velik da se vrijednost njihove imovine smanjuje ispod iznosa uzajmljenog za kupnju iste te imovine. Opet najbolje prolaze oni koji su uspjeli na vrijeme prodati dio svoje kapitalne imovine i tako osigurati likvidnost u vrijeme recesije.

1.3.5 *Signal*

Konkretni signal koji pokreće krizu može biti propast neke banke ili tvrtke, razotkrivanje prijevare ili pronevjere nekog investitora, ili pak velik pad cijene nekog vrijednosnog papira ili robe.

Panika

Obično dolazi do nagle promjene raspoloženje i kod kupaca i prodavatelja (insajderi i autsajderi) što dovodi do panične rasprodaje.

Panika hrani samu sebe sve dok cijene ne padnu toliko puno i postanu toliko niske da investitori budu u iskušenju kupovati manje likvidne oblike imovine, ili dok trgovanje ne bude zaustavljeno

postavljanjem granica padovima cijena, zatvaranjem burzi (rusija) ili obustavljanjem trgovine na druge načine.

1.4. Kritike Minskyjevog modela

Tri su vrste kritike upućivane Minskyjevom modelu. Po prvoj je kritici svaka kriza jedinstvena pa opći model nije relevantan. Po drugoj kritici ova vrsta modela više nije relevantna zbog promjena u poslovnom i ekonomskom okruženju. Po trećoj su kritici mjehuri imovinskih cijena nemogući jer su sve informacije u cijeni (u kojoj bi trebale biti sadržane sve informacije o efikasnosti tržišta).

2. Špekulacijske manije

Riječ 'manija' u naslovu pretpostavlja gubitak s racionalnošću što teži masovnoj histeriji. Manije su važna sastavnica financijskih kriza jer se ljudi počinju ponašati iracionalno što dodatno ubrzava efekte pojedine krize. Ekonomska se teorija temelji na pretpostavci da su ljudi racionalni. Budući da pretpostavka o racionalnosti nije u skladu s različitim manijama koje su se pojavile u povijesti treba pomiriti ta dva gledišta.

Racionalnost je pretpostavka o načinu na koji bi svijet trebao funkcionirati, a ne opis stvarnog funkcioniranja svijeta. Pretpostavka da su investitori racionalni na dugi rok korisna je hipoteza jer olakšava razumijevanje promjena cijena na različitim tržištima. Stoga ćemo pretpostaviti da su investitori racionalni na dugi rok i analizirati ekonomska pitanja na osnovi te pretpostavke.

2.1. Racionalnost pojedinca, iracionalnost tržišta

Manije su ponekad povezane s općom iracionalnošću ili psihologijom gomile. Odnos između racionalnih pojedinaca iracionalne skupine pojedinaca može biti kompleksan, stoga možemo sagledati nekoliko razlika:

1. Jedna je pretpostavka psihologija gomile, tj. neka vrsta grupnog mišljenja kad praktički svi sudionici tržišta mijenjaju svoja gledišta u isto vrijeme i kreću se kao krdo.
2. Promatrano alternativno, razni pojedinci svoja gledišta o zbivanjima na tržištu mijenjaju na različitim stadijima kao dio kontinuiranog procesa. Većina počinje racionalno i zatim mnogi od njih gube kontakt sa stvarnošću, najprije postupno, a zatim sve brže.
3. Treći je mogući slučaj da se racionalnost razlikuje među raznim skupinama trgovaca, investitora i špekulanata, te da s povećanjem imovinskih cijena sve veći broj pojedinaca u tim skupinama poliježe histeriji.
4. Četvrti je slučaj kad svi sudionici tržišta podliježu zabludi sastava po kojoj se ponekad ponašanje skupine pojedinaca razlikuje od zbira ponašanja svakog od pojedinaca u toj skupini.
5. Konačno, iracionalnost može postojati jer investitori i pojedinci odabiru pogrešni model, ili propuštaju uzeti u obzir pojedinu presudnu informaciju ili čak zatomljuju informacije koje nisu u skladu s njihovim implicitno prihvaćenim modelom.

Jedan način nastanka manije je da pouzdanija očekivanja postojane struje prosperiteta i povećanja profita potiču investitore da kupuju rizičnije dionice. U ovom, novom, optimističnijem okruženju banke daju rizičnije zajmove. Optimizam se sada povećava i može postati takav da sam sebe hrani dok ne evoluiru u maniju.

Špekulacija se često razvija kroz dva stadija. U prvom, trijeznom stadiju, kućanstva, tvrtke i investitori reagiraju na neki šok na ograničen i racionalna način; u drugom stadiju, očekivanja kapitalnih dobitaka igraju sve dominantniju ulogu u njihovim transakcijama. Prva je želja investitora za velikom kamatom, ali ta želja uskoro postaje sekundarna. Postoji drugi apetit za velikim dobitcima što ih se može postići prodavanjem glavnice. Tako su u SAD-u 1830-ih godina

investitori isprva kupovali zemlju radi proširenja površina pod pamuku kojemu je cijena bila visoka, zatim su kupovali zemlju radi očekivanih kapitalnih dobitaka koje bi ostvarili kada bi prodali zemlju. Kupovanje zemlje radi špekulacije, a ne radi obrade se nastavilo, mnoge su farme opterećene kreditima i uskoro je došlo do bankrota mnogih farmera.

U svakoj financijskoj krizi obično dođe do preokreta glede cilja i procesa, te na kraju cilj postaje proces. Zajmodavatelji postaju toliko oduševljeni procesom da su propustili procijeniti završnicu i dati odgovor na pitanje odakle će zajmoprimatelji dobiti novac da plate kamatu ako ih zajmodavatelji prestanu opskrbljivati novcem u obliku novih zajmova. Analiza koja ima u vidu dva stadija sugerira postojanje dviju skupina špekulanata, insajdera i autsajdera. Insajderi destabiliziraju time što tjeraju cijene do sve većih visina i zatim prodaju na vrhuncu ili blizu njega autsajderima. Gubici autsajdera nužno su jednaki dobitcima insajdera. Obično na svakog destabilizirajućeg špekulanta mora postojati jedan koji stabilizira.

2.2. Pomaknuća

Pomaknuće je neko vanjsko zbivanje, neki šok koji mijenja očekivanja, predviđene prilike za profit, ponašanje. Npr. naglo i veliko povećanje cijene nafte je pomaknuće. Šok mora biti dovoljno velik da utječe na buduće ekonomske uvjete. Svakodnevna zbivanja dovode do nekih promjena vidika, ali rijetka su dovoljno značajna da bi ih se moglo smatrati pomaknućima.

2.3. Predmeti špekulacije

U posljednjih nekoliko desetljeća 20. stoljeća investitori su špekulirali prije svega nekretninama i dionicama; u ranijim su razdobljima predmeti špekulacije bili raznovrsniji. Postoji tendencija promjene nekoliko favoriziranih predmeta špekulacije.

Postoji pitanje je li vjerojatno da će biti uključena dva ili više predmeta špekulacije, poput nekretnina i dionica, prije nego što 'pretjerano trgovanje' dosegne dimenzije dovoljne da rezultira u krizu.

U Japanu i azijskim zemljama mjehuri su se nekretnina i dionica obično javljali zajedno. U nekim zemljama, osobito malima, tržišna vrijednost kompanija koje posluju nekretninama predstavlja relativno velik dio tržišne vrijednosti svih dionica kao skupine. Kad se povećaju cijene nekretnina, povećava se vrijednost aktive u vlasništvu kompanije koje posluju nekretninama, pa će se vjerojatno povećati tržišna vrijednost takvih kompanija. Oni investitori koji su prodali dionice kompanije koje posluju nekretninama imaju novca za investiranje i velik će dio njihovog novca vjerojatno biti investiran u dionice tvrtki koje nisu angažirane u poslovanju nekretninama. Osim toga, kad se povećaju cijene nekretnina, tada će vjerojatno doći do buma građevinskog poslovanja, te je vjerojatan porast tržišne vrijednosti građevinskih kompanija. Zajmovni će gubici banaka vjerojatno biti ispod trenda u vremenu kad se povećavaju cijene nekretnina. Taj je simbiotski odnos dakako simetričan; kad padaju cijene nekretnina, vjerojatno će padati i cijene dionica.

3. Zaključak

Za kraj možemo zaključiti da postoji puno uzroka financijski kriza, no oni nisu isti za svaku krizu niti u svakoj krizi imaju jednak utjecaj na njen nastanak i trajanje. Svakoj krizi treba pristupiti individualno i razmotriti okidače koji su do nje doveli. Također nije moguće unaprijed sa sigurnošću odrediti početak i kraj svake krize ali je moguće prepoznati neke uzroke i pokazatelje koji su karakteristični za većinu kriza kao što su špekulacije, povećana kreditna aktivnost, zaduživanje iznad mogućnosti, manije i dr. Jedan od značajnijih pokazatelja je povećana kreditna aktivnost koja sve više financira, tj služi, špekulacijama na tržištima kapitala, dok zanemaruje kreditiranje realnih investicije. Ključ za izbjegavanja posljedica financijske krize leži u prepoznavanju situacije da se tržište bliži vrhuncu i da je optimizam prevelik, tj da se radi o prelasku iz optimizma u maniju, kao što je bio slučaj sa tržištem nekretnina u SAD-u, te da se smanjuje kreditna aktivnost i potrošnja te se sve više ulaže u štednju kako bi se izbjegla nelikvidnost.

4. Literatura

Knjige:

1. Charles P. Kindleberger i Robert Aliber, *Najveće svjetske financijske krize (Manije, panike i slomovi)*, Masmedia, Zagreb, 2006.
2. George Cooper, *Uzroci financijskih kriza*, Masmedia, Zagreb, 2008.

Časopisi:

1. Banka, Magazin