

## This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly

PRIKAZ KNJIGE

Carmen M. Reinhart i Kenneth S. Rogoff  
Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009, 496 str.

*“The lesson of history, then, is that even as institutions and policy makers improve, there will always be a temptation to stretch the limits. Just as an individual can go bankrupt no matter how rich she starts out, a financial system can collapse under the pressure of greed, politics, and profits no matter how well regulated it seems to be.”*

(str. 292)

«Povijest se uvijek iznova ponavlja» i «ništa nije kao prije» vjerojatno su podjednako istinite teze. No, iako je svaki događaj u povijesti, barem po svom konkretnom pojavnom obliku, poseban i u tom smislu jedinstven, pažljivijim i analitičkim promatranjem je u većini slučajeva moguće prodrijeti do suštine uzroka i posljedica te zaključiti da se povijest ipak ponavlja. Ako je suditi po onome što su u knjizi *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* pokazali Carmen M. Reinhart sa Sveučilišta u Marylandu i Kenneth S. Rogoff s Harvarda, teza o suštinskom ponavljanju povijesti ima potvrdu barem u jednom dijelu povijesti civilizacije – onom koji se odnosi na financijske krize.

Tri su glavne, međusobno povezane poruke koje Reinhart i Rogoff žele poslati znanstvenoj, poslovnoj i političkoj javnosti. Prva je da su u velikoj zabludi svi oni koji u vremenima relativnoga gospodarskog prosperiteta smatraju da se financijske krize, sa svim svojim negativnim posljedicama za realno gospodarstvo, događaju ili su se događale «nekom drugom». Tu pogubnu zabludu autori sažimaju u «četiri najopasnije riječi» financijske povijesti:

*this time is different* («ovoga je puta drugačije»). Riječima samih autora, sindrom *this time is different* je «ukorijenjen u čvrstom vjerovanju da su financijske krize nešto što se događa drugim ljudima, u drugim zemljama i u drugim vremenima; krize se ne događaju nama, ovdje i sada. Mi radimo bolje, pametniji smo i naučili smo iz prijašnjih pogrešaka» (str. 1). Reinhart i Rogoff, dakle, uočavaju da su mnoge generacije, osobito novije, ohrabrene općim civilizacijskim, tehnologijskim i regulacijskim standardima svog doba, vjerovala u malu vjerojatnost ponovne krize. Druga poruka je da se uzrok financijskih kriza najčešće može pronaći u velikom zaduživanju bilo vlada, bilo poduzeća i kućanstava, na krilima relativno brzoga rasta i spomenutoga uvjerenja da je «ovoga puta drugačije», nakon čega prije ili kasnije dolazi do nagle krize povjerenja zajmodavatelja i posljedičnog sloma lažnoga prosperiteta financiranog dugom. Treća je poruka da financijske krize nisu tako nepredvidljive kako se obično misli: iako je nemoguće predvidjeti točan početak sljedeće krize, s velikom je sigurnošću moguće na temelju kretanja određenih ključnih makroekonomskih varijabli utvrditi kreće li se neko gospodarstvo prema opasnom području povećane vjerojatnosti izbijanja krize.

S ciljem razbijanja postojećih iluzija o financijskim krizama, autori provode kvantitativnu analizu financijske povijesti svijeta. Naglasak je na «kvantitativnoj analizi», dakle onoj utemeljenoj na upotrebi povijesnih podataka o mjerljivim ekonomskim pojavama. Za potrebe analize prikupili su podatke i složili doista impresivnu bazu povijesnih podataka o veličini i strukturi javnoga duga (unutrašnjega i inozemnoga); nacionalnom dohotku; cijenama primarnih proizvoda, plemenitih metala, nekretnina i vrijednosnica; valutnim tečajevima (za papirnate i metalne valute); vanjskotrgovinskim agregatima i međunarodnim kretanjima kapitala. Osim toga, prikupili su i podatke pomoću kojih su datirali razne financijske krize. Prikupljanje tih podataka bilo je, kako kažu, ravno «arheološkom poduhvatu», budući da su željeli obuhvatiti što veći broj zemalja (na kraju ih je ukupno 66) i otići što dalje u prošlost (dostigli su do Kine u 14. stoljeću). Za taj je poduhvat bilo potrebno posegnuti za mnogim postojećim, ali i do sada neupotrijebljenim podacima iz mnoštva izvora, što samo po sebi

već predstavlja vrijedan doprinos<sup>1</sup>. Naglasak na kvantitativnoj dimenziji analize je ono što ovu knjigu razlikuje od ostalih knjiga slične tematike<sup>2</sup>.

Reinhart i Rogoff obrađuju pet tipova financijskih kriza: nevraćanje inozemnoga i domaćega javnog duga te bankarske, inflacijske i valutne krize (uključuju tečajne krize i obezvrjeđivanje valuta), s naglaskom na prva tri tipa. Knjiga je uglavnom strukturirana na način da se njezini dijelovi bave pojedinim tipovima kriza.

Prije izlaganja svojih kvantitativnih nalaza, autori u uvodnom dijelu knjige daju sažeto i intuitivno objašnjenje uzroka financijskih kriza. U osnovi je gotovo svih kriza preveliko zaduživanje i njime potaknut rast, bilo da se radi o državi, poduzećima, financijskim institucijama ili kućanstvima. Zaduhivanje se obično događa u okolnostima u kojima većina vjeruje da je «ovoga puta drugačije» i da zbog toga nova financijska kriza nije izvjesna. Povjerenje zajmodavatelja osobito je krhko kada dužnik ima veliku količinu kratkoročnoga duga koji je potrebno neprestano iznova refinancirati, a povrate na projekte financirane dugom može očekivati tek u nekom dužem roku. U takvim se situacijama može dogoditi da zajmodavatelji, čak i zbog krivog signala, posumnjaju u dužnikovu sposobnost servisiranja duga te prestanu s refinanciranjem čime počinje dužnička kriza.

Drugi je dio knjige posvećen krizama nevraćanja inozemnoga duga. Središnja je poruka ovoga dijela da je većina zemalja iz uzorka, dakle čak i današnje razvijene zemlje, više puta bila u situaciji da nije na vrijeme vratila dug inozemnim zajmodavateljima, pri čemu se to događalo u ranoj fazi razvitka tržišta (*emerging market phase*). Ističe se da odluka o nevraćanju duga najčešće nije posljedica istinske nemogućnosti plaćanja, nego rezultat složene računice troškova i koristi takvog postupanja. Pritom je najvažniji trošak nemogućnost daljnjeg pristupa međunarodnim tržištima kapitala, a najvažnija je korist činjenica da je u interesu zajmodavatelja

---

<sup>1</sup> Više o samim podacima i njihovim izvorima vidjeti u stotinjak stranica velikom dodatku knjizi.

<sup>2</sup> Primjerice, poznata knjiga Charlesa Kindlebergera «*Manias, Panics, and Crashes*» iz 1989. oslanja se više na narativni pristup, uz vrlo ograničen obuhvat podataka. Isto vrijedi i za druge, nedavno izdane, knjige, kao na primjer Rajan (2010), Roubini i Mihm (2010) i Stiglitz (2010).

reprogramiranje duga pa je svako nepodmirenje obveza zapravo djelomično. Analizirajući cikluse dužničkih kriza tijekom povijesti, autori uočavaju korelaciju s bankarskim krizama (zbog pada gospodarske aktivnosti, a time i proračunskih prihoda) i, u slučaju unutrašnjega duga, s visokim inflacijama i hiperinflacijama (zbog sklonosti vlada da inflacijom realno obezvrijede nominalni dug).

U trećem dijelu knjige Reinhart i Rogoff govore o krizama nevraćanja unutrašnjega javnoga duga<sup>3</sup>. Naglašavaju da je unutrašnja sastavnica duga gotovo potpuno zanemarena u dosadašnjoj ekonomskoj literaturi: obično se pretpostavlja da se unutrašnji dug uvijek i u cijelosti uredno vraća. Povijesni podaci, međutim, pokazuju da je nepodmireni unutrašnji dug, barem u posljednja dva stoljeća, jednako učestao kao vanjski, a usto predstavlja i veći dio ukupnoga duga (prosječno dvije trećine). U velikom unutrašnjem dugu autori vide nedostajuću kariku koja objašnjava zašto se nepodmirenja vanjskoga duga događaju pri relativno niskim udjelima vanjskoga duga u BDP-u (prosječno manjima od 60 posto): naime, vlade se ne odlučuju za nevraćanje vanjskoga duga sve dok nisu pod istodobnim teretom visokoga unutrašnjeg duga. Stoga bi se njegova visina trebala svakako uzeti u obzir pri ocjenjivanju održivosti inozemne sastavnice duga.

Četvrti dio knjige govori o preostalim trima tipovima kriza – bankarskim, inflacijskim i valutnim (tečajnim). Iako su razvijene zemlje do danas «prerasle» fazu razvitka u kojoj je vjerojatnost nepodmirenja javnoga duga bila visoka, to sasvim sigurno ne vrijedi u slučaju bankarskih kriza. U uzorku od više od šezdeset zemalja na čijim se podacima knjiga temelji, ne postoji nijedna koja u svojoj bližoj ili daljoj povijesti nije imala bankarsku krizu. Budući da su prikupljene vremenske serije podataka o ključnim varijablama duže od onih koje su se do sada koristile u empirijskim istraživanjima bankarskih kriza (uglavnom podaci od 1980. naovamo) i obuhvaćaju puno veći broj zemalja, Reinhart i Rogoff dobivaju cjelovitiju sliku o prostornoj i vremenskoj distribuciji bankarskih kriza. Prema tim podacima, bankarske su krize jednako učestale u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju. Autori pokazuju da su tijekom povijesti bankarskim

---

<sup>3</sup> *Točnije, o krizama nevraćanja duga izdanoga u domaćoj valuti.*

krizama najčešće prethodili veliki priljevi kapitala i njima poticani porasti cijena nekretnina. Kada bi se potom prije ili kasnije mjehur rasprsnuo, uslijedila bi kriza koja bi za posljedicu imala veliko povećanje javnoga duga (od prosječno čak 86 posto), ponajprije zbog podbačaja proračunskih prihoda u uvjetima slabe gospodarske aktivnosti, a ne zbog izravnih izdataka za saniranje posrnutih banaka, kako se obično smatra. Reinhart i Rogoff također uočavaju da su bankarske krize učestalije od sedamdesetih godina dvadesetog stoljeća, što koincidira s povećanjem financijske liberalizacije u svijetu. Što se visokih inflacija i hiperinflacija tiče, tijekom povijesti su ih izbjegle samo dvije zemlje iz cijelog uzorka<sup>4</sup>. Podaci o kretanju cijena od 14. stoljeća do danas pokazuju jasne inflacijske tendencije, uz veliko povećanje razine i oscilacija cijena od početka 20. stoljeća. S inflacijskim su krizama – kako kroz povijest, tako i prostorno, po zemljama – povezane i valutne krize, koje su u vrijeme prije modernih papirnih valuta često bile neposredna posljedica «kvarenja» metalnog novca od strane vladara.

U petom se dijelu knjige Reinhart i Rogoff osvrću na nedavnu krizu drugorazrednih hipotekarnih zajmova u Sjedinjenim Američkim Državama 2007. i iz nje nastalu svjetsku gospodarsku krizu koju autori nazivaju Drugom velikom kontrakcijom (nakon Velike depresije kao prve). Na osnovi povijesnih i najnovijih podataka o kretanju ključnih makroekonomskih varijabli, autori uspoređuju ovu krizu s drugim financijskim krizama 20. stoljeća<sup>5</sup> u kojima su dominirale banke ili takozvane «banke u sjeni». Pokazuju da su Sjedinjene Države prije sloma tržišta drugorazrednih hipoteka pokazivale sve znakove kretanja prema ozbiljnoj financijskoj krizi – znakove koji su bili prisutni i prije «pet velikih» bankarskih kriza 20. stoljeća<sup>6</sup>: visok priljev kapitala kao posljedica velikog manjka tekućega računa bilance plaćanja, inflacija cijena nekretnina, rast duga kućanstava i usporavanje ekonomskoga rasta. Međutim, ti signali ranog upozorenja bili su u poslovnim, pa čak i akademskim, krugovima zanemarivani pod utjecajem sindroma *this time is different*, čija se najnovija verzija može sažeti u sljedeća uvjerenja:

---

<sup>4</sup> *Novi Zeland i Panama.*

<sup>5</sup> *Autori se u ovoj usporedbi usredotočuju na 20. stoljeće jer za to razdoblje imaju najbolje podatke.*

<sup>6</sup> *Španjolska 1977., Norveška 1987., Finska i Švedska 1991. i Japan 1992.*

- SAD može izdržati veliki priljev kapitala jer ima najuzorniji regulacijski okvir; najveći, najlikvidniji i najinovativniji financijski sustav (osobito na području sekuritizacije); najjače institucije i okvir monetarne politike te najjači politički sustav;
- brzorastuća tržišta u nastajanju trebaju sigurno utočište za svoje viškove štednje;
- porast financijske globalizacije produbio je svjetska financijska tržišta, omogućujući time zemljama da podnesu veći teret duga.

Riječi *this time is different* ipak su na kraju ponovo opravdale titulu «četiri najopasnije riječi u financijskoj povijesti» budući da su dovele do financijske, a potom i gospodarske krize koja je zbog važnosti SAD-a za svjetsko gospodarstvo poprimila svjetske razmjere. Ipak, valja znati da su dodatni čimbenik globalne prirode krize bili zajednički šokovi i fundamenti: pored SAD-a i mnoge druge zemlje imale su mjehure na svojim tržištima nekretnina, velike manjkove na tekućem računu bilance plaćanja i usporavanje gospodarskoga rasta. Reinhart i Rogoff razvijaju i jednostavni kompozitni indeks jačine krize – indeks BCDI<sup>7</sup> – po kojemu je nedavna kriza najjača od Drugoga svjetskog rata.

Na kraju, u šestom dijelu, autori se pitaju što su naučili iz svoje kvantitativne analize financijske povijesti. Prvo što ističu je važnost dugih vremenskih serija podataka uz pomoć kojih su mogli kvantitativno pokazati da je uvjerenje o tome da je «ovoga puta drugačije» doista krivo. Pritom posebno naglašavaju podatke o cijenama nekretnina, čije se kretanje kroz noviju povijest pokazalo najboljim signalom ranog upozorenja na mogućnost izbijanja financijskih, osobito bankarskih, kriza. Napominju, međutim, da najveća zapreka uspostavi vjerodostojnoga sustava ranog upozoravanja nije nedostatak podataka nego nevoljkost ljudi da ozbiljno shvate negativne signale koje im šalju podaci, makar i nesavršeni. Drugo, kako su kvalitetni podaci ipak važni za prevenciju kriza, Reinhart i Rogoff ključnu ulogu u njihovu prikupljanju vide u međunarodnim institucijama, u prvom

<sup>7</sup> Banking, currency, default and inflation crisis index.

redu u Međunarodnom monetarnom fondu<sup>8</sup>: MMF bi trebao poticati transparentnost u objavljivanju podataka, osobito podataka o unutrašnjem javnom dugu, implicitnom i eksplicitnom, koji su prečesto «zamagljeni», ne samo u zemljama u razvoju nego i u SAD-u. Čak i ako neke zemlje ne bi poštivale naputke o objavljivanju cjelovitih podataka, sama ta činjenica bila bi dovoljan signal tržištu da s državnim financijama tih zemalja nešto nije u redu, što bi onda vjerojatno djelovalo samodisciplinirajuće u pogledu uzornoga gospodarenja javnim novcem.

Kako sami autori kažu, ova knjiga nameće više pitanja nego što nudi odgovora. Koliko god to ponekad bilo razočaravajuće, vjerojatno bi se većina složila da upravo to i jest odlika dobrih znanstveno motiviranih knjiga, pod uvjetom da ta pitanja potiču na dodatno razmišljanje i istraživanje. Budući da su Reinhart i Rogoff većinu podataka na kojima se ova knjiga zasniva učinili javno dostupnima, oni čitatelja zainteresiranoga za daljnje istraživanje «opremaju» materijalom potrebnim za pronalaženje odgovora na postojeća otvorena, ali i nova pitanja<sup>9</sup>. Od čitanja ove knjige najviše će koristiti imati čitatelji koji već znaju ponešto o ekonomskoj logici financijskih kriza, a kojima je potreban povijesni pregled, dok bi prosječni čitatelj mogao imati poteškoća prilikom čitanja, ponajprije zbog toga što se pretpostavlja određena razina prethodnoga znanja. Drugim riječima, iako su, koliko je to bilo moguće, autori izbjegavali suviše tehnički izričaj, čitatelj koji ne razmišlja «glavom ekonomista» mogao bi se izgubiti u opsežnosti obrađenoga sadržaja. Na kraju valja napomenuti da je veliki dio knjige zapravo dostupan u obliku radnih materijala na mrežnim stranicama autora<sup>10</sup>, s tim da su ti radovi ponešto zahtjevniji za čitanje i, naravno, potrebno je da čitatelj sam nađe poveznice između različitih tema, dok ih knjiga sve stavlja u jednu koherentnu cjelinu.

<sup>8</sup> «Prošlost nas uči da je utjecaj MMF-a prije krize malen u odnosu na njegov utjecaj tijekom krize» (str. 282). Kredibilitet za ovakav stav autorima daje njihovo iskustvo rada u MMF-u. Rogoff je u razdoblju 2001.-2003. bio glavni ekonomist i ravnatelj sektora za istraživanje, a Reinhartova je u istom razdoblju bila zamjenica ravnatelja istog sektora.

<sup>9</sup> Podaci su dostupni na mrežnim stranicama Carmen Reinhart: <http://terpconnect.umd.edu/~creinhar/Courses.html>.

<sup>10</sup> Osim toga, Reinhart i Rogoff, što zajedno što zasebno, nastavljaju koristiti svoju bazu podataka za nove radove, tako da ih je nekolicina objavljena nakon tiskanja knjige.

## Literatura

Kindleberger, Charles P., 1989, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 2. izdanje, New York, NY: Basic Books.

Rajan, Ranghuram, 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

Roubini, Nouriel i Stephen Mihm, 2010, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, New York, NY: The Penguin Press.

Stiglitz, Joseph E., 2010, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, NY: W. W. Norton & Company, Inc.

Ivica Rubil  
Ekonomski institut, Zagreb