

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**NAJVEČJE EKONOMSKE KRIZE IN NJIHOV VPLIV NA
SVETOVNE KAPITALSKE TRGE**

Ljubljana, december 2002

MARKO ŠTOR

IZJAVA

Študent Marko Štor izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Draška Veselinoviča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 13. 12. 2001.

Podpis:

KAZALO

1. UVOD.....	1
2. EKONOMSKA KRIZA.....	3
2.1. Vzroki in klasifikacija faktorjev.....	3
2.2. Različne teorije nastanka ekonomskih kriz.....	4
2.2.1. Monetarna teorija gospodarskega cikla.....	4
2.2.2. Teorija hiperakumulacije ali čezmernih investicij.....	5
2.2.3. Teorija premajhne potrošnje.....	6
2.2.4. Psihološka teorija.....	6
2.2.5. Keynesianska razlaga ekonomske krize.....	7
3. NAJPOMEMBNEJŠE EKONOMSKE KRIZE 20. STOLETJA.....	8
3.1. VELIKI BORZNI ZLOM (THE GREAT CRASH) - 1929.....	8
3.1.1. Vzroki in posledice Velikega borznega zloma.....	11
3.1.1.1. Vzroki na mikroekonomski ravni.....	11
3.1.1.2. Vzroki na makroekonomski ravni.....	11
3.2. VELIKA EKONOMSKA KRIZA (THE GREAT DEPRESSION) 1929-1932.....	13
3.2.1. Monetaristična razlaga Velike ekonomske krize.....	15
3.3. EKONOMSKA KRIZA V LETIH 1974-1975.....	16
3.3.1. Razmah recesije.....	17
3.3.2. Krčenje svetovne trgovine.....	18
3.3.3. Klasična kriza hiperprodukcije.....	19
3.3.4. Glavni značilnosti krize.....	20
3.4. KOLAPS NEWYORŠKE BORZE V LETU 1987.....	23
3.4.1. Vzroki ekonomske krize leta 1987.....	25
3.5. AZIJSKA FINANČNA KRIZA (1997-1998).....	27
3.5.1. Razlogi za nastanek azijske finančne krize.....	28
3.5.2. Vloga portfeljskih naložb v azijski finančni krizi.....	32
3.6. ZLOM TEHNOLOŠKE BORZE (THE NASDAQ CRASH).....	37
3.6.1. Nenormalno visoka rast delnic v letu 1999.....	37
3.6.2. Razlogi za kolaps na borzi NASDAQ.....	38
3.6.3. Primerjava borznih zlomov v letih 1929 in 2000.....	39
4. SKLEP.....	40
LITERATURA	42
VIRI.....	43
PRILOGE	

1. UVOD

Poslovni cikel (business cycle) lahko opredelimo kot periodična nihanja v gospodarski aktivnosti. Ta merimo z odstopanji rasti dejanskega realnega bruto domačega proizvoda (BDP) od trendne vrednosti, ki je določena s teorijo rasti in razvoja ter je določena dolgoročno. Znotraj tega »dolgega roka« gospodarska aktivnost niha. Poslovni cikel je sestavljen iz štirih faz: dna, prosperitete (oživljanja), vrha in recesije (upadanja) (Senjur, 1995, str. 492-500).

Potrebno je opozoriti na to, da pri nihanju gospodarske aktivnosti ne gre samo za nihanje rasti bruto domačega proizvoda, temveč tudi za nihanje številnih makroekonomskih kategorij: zalog, investicij, varčevanja, potrošnje, zaposlenosti, cen, inflacije, obrestnih mer in podobnega. V svojem diplomskem delu se bom osredotočil predvsem na gibanje rasti bruto domačega proizvoda in na gibanje vrednosti vrednostnih papirjev v času pomembnejših ekonomskih kriz.

V pričujočem delu bom predstavil teoretično razlago upadanja ekonomske aktivnosti, to je ekonomsko krizo, analiziral bom najpomembnejše svetovne gospodarske krize 20. stoletja in kako so se na zmanjšano gospodarsko aktivnost odzvali svetovni kapitalski trgi, točneje najpomembnejše borze vrednostnih papirjev.

Po uvodu, v drugem poglavju, se bom ekonomske krize lotil na teoretični ravni. Pri tem bom odgovoril na vprašanje, kakšni so razlogi za nastanek ekonomske krize, kako na to gledajo različne ekonomske doktrine ter opisal različne teorije nastanka ekonomskih kriz in definiral dejavnike za nastanek ekonomskih kriz.

V tretjem poglavju bom predstavil prvi večji borzni zlom v 20. stoletju in največjo ekonomsko krizo, ki je borznemu zlomu iz leta 1929 sledila. Omenjena kriza je imela največje razsežnosti doslej in tudi največje posledice za celotno svetovno gospodarstvo.

V diplomski bom opisal nastanek in potek ekonomske krize med letoma 1974 in 1975 ter prikazal kako je ta vplivala na cene nafte in na vrednosti delnic na pomembnejših svetovnih borzah. Izpostavil bom tudi na eno izmed teorij, ki pojasnjuje, zakaj je do te krize sploh prišlo.

Temu bo sledil opis ekonomske krize leta 1987 in prikaz njenih posledic na gospodarstvo ter odziv ameriškega trga vrednostnih papirjev, ko so tečajji delnic izgubili največ vrednosti naenkrat doslej.

V nadaljevanju osrednjega poglavja se bom osredotočil na azijsko finančno krizo, odgovoril na vprašanje, ki pojasnjuje kaj je pripeljalo do nje, kako so se na to krizo odzvali vlagatelji na

azijskih trgov kapitala, pojasnil bom vzroke in posledice, ki jih je kriza imela na tamkajšnja gospodarstva.

Ob koncu analize najpomembnejših ekonomskih kriz bom predstavil ekonomsko krizo, ki še vedno traja, to pa bom ponazoril s primerom indeksa tehnoloških delnic NASDAQ-a, kjer je leta 2000 prav tako prišlo do borznega zloma.

V zaključku bom predstavil nekaj ugotovitev, do katerih sem prišel med proučevanjem ekonomskih kriz ter dodal še svoj pogled na predstavljeno problematiko.

2. EKONOMSKA KRIZA

Ekonomska kriza je po definiciji točka v cikličnem gibanju gospodarstva, v kateri pride do vrhunca motnje produkcije, ki se najprej odrazi v ekonomiji, kasneje pa zajame vse sfere družbenega življenja. V predkapitalističnem obdobju je bila ekonomska kriza posledica premajhne proizvodnje, slabih letin itd., v novejšem času pa obstaja več teorij, ki razlagajo nastanek in pojav ekonomskih kriz (Srđić, 1975, str. 281-284).

Od nastanka svetovnega industrijskega kapitalizma je bilo natanko dvaindvajset kriz hiperprodukcije, ki so se pojavile v dokaj rednih intervalih: krize so nastopile v letih 1825, 1836, 1847, 1857, 1873, 1882, 1891, 1900, 1907, 1913, 1921, 1937, 1949, 1953, 1958, 1961, 1971, 1974-75, 1987 in konec devetdesetih let (Mandel, 1986, str. 31).

2.1. Vzroki in klasifikacija faktorjev

Dejstvo je, da na ekonomske cikle vpliva mnogo vzrokov, ki zajemajo skoraj vse dele ekonomije, zato je bistvo ekonomskega cikla praviloma nemogoče pojasniti na osnovi enega samega dejavnika. Gospodarski cikli zajamejo ne samo zelo razvite države, ampak tudi gospodarsko manj razvite. Imamo veliko število faktorjev, ki vplivajo na cikle in ki se pojavljajo v različnih kombinacijah.

Dejavnike lahko klasificiramo različno. Glede na učinke in njihovo aktivnost jih lahko klasificiramo na **aktivne** in **pasivne**. Tako naj bi bile investicije, žetev, spremembe povpraševanja aktivni dejavniki, medtem ko so institucionalne okoliščine pasivni faktor.

Po Haberlerju (2001, str. 38) se faktorji delijo na tiste, ki jih lahko kontroliramo, in tiste, ki jih ne moremo obvladovati. Vremena ne moremo obvladovati, medtem ko institucionalno ureditev lahko. Drugi faktorji so taki, ki jih bi sicer lahko kontrolirali, pa jih v kapitalizmu ne (invencije, razdelitev, poraba dohodka), ker bi s tem okrnili svobodo zasebne iniciative in odločanja.

Nadalje Haberler (prav tam) loči faktorje, ki se pojavljajo znotraj ekonomskega sistema, in faktorje, ki se pojavljajo zunaj njega. Vojne, invencije, spremembe žetve, povpraševanje glede na potrebe so primeri zunanjih vzrokov. Spremembe proizvodnje, cene, povečano povpraševanje po kapitalnih dobrinah, ki sledi povpraševanju po potrošnih dobrinah, pa so ekonomski ali notranji vzroki.

Na enak način loči tudi **eksogene** in **endogene** faktorje. Eksogene teorije temeljijo npr. na sončnih pegah, invencijah itd., medtem ko temeljijo endogene na notranjih ekonomskih faktorjih. Včasih je le-te med seboj težko razlikovati. Če se obrestna mera (v bančnem sistemu) zviša, bi lahko šteli, da gre za eksogeni faktor, toda do istega rezultata pride, če ne zviša obrestne mere banka, ampak povečano povpraševanje po kreditih. Vprašanje je, ali gre v tem primeru za endogeni ali eksogeni faktor.

2.2. Različne teorije nastanka ekonomskih kriz

2.2.1. Monetarna teorija gospodarskega cikla

Pri monetarni teoriji se cikli pojasnjujejo na podlagi gibanja količine denarja. V času prosperitete se količina denarnih transakcij poveča, v depresiji se zmanjša. Gre za spremembe količine denarja (M) in denarne hitrosti (V). Tako so monetaristi prepričani, da so cikli povsem monetarni fenomen. Spremembe v denarnem toku so edini in zadostni vzrok za spremembe v ekonomski aktivnosti. Ko povpraševanje po blagu v denarnih enotah narašča, postane gospodarska aktivnost živahna, ko se povpraševanje v denarnih enotah zmanjša, se aktivnost zniža.

In kako pride do ekonomske krize po tej teoriji?

Prosperiteta vodi k zviševanju cen in zviševanju profitov. Pričakovanje nadaljnega dviga cen stimulira ljudi k temu, da povečujejo zaloge, da bi tako še participirali pri dobičku. Tako je kumulativni proces ekspanzije akceleriran s kumulativnim dvigom cen. Poleg tega pa je prisotno še nestabilno obračanje denarja, prav tako se poveča obtočna hitrost. Ta nestabilnost hitrosti denarja dodatno vpliva na gospodarsko aktivnost. Prosperiteta se neha, ko se neha kreditna ekspanzija.

Prenehanje kreditne ekspanzije v bistvu pomeni kontrakcijo, kajti prej je ekspanzija imela določeno hitrost, ki se sedaj poruši in obrne v nasprotni smeri. Na ta proces se ne more vplivati, kajti dokler imamo opraviti z restrikcijami pri ekspanziji kreditov (zlata podlaga ali druge), so banke prej ali slej prisiljene zmanjšati kredite. Pri ekspanziji se gotovina skoraj v celoti dvigne iz banke, ker se izplačuje za mezde. Medtem pa centralna banka, da bi ohranila zamenljivost denarja, komercialnim bankam preneha dajati gotovino, zato so te prisiljene zmanjšati kredite. Gotovina se zaradi časovnega odloga pri prebivalstvu še povečuje, čeprav se je ekspanzija kredita že nehala. To povzroči, da banke kredite še znižujejo in tako nastopi začetek depresije (Haberler, 2001, str. 15). Za to depresijo je značilno, da je kumulativna. Ko se začnejo cene zniževati, pričakujejo trgovci, da se bodo še naprej zniževale. Zato poskušajo znižati svoje

zaloge in zmanjšati naročila pri produktivnih kapitalistih. To znižuje dohodke in končno znižuje tudi povpraševanje. Proces gre sedaj v obratni smeri.

V depresiji se posojila likvidirajo in denar odteče nazaj v banke. Rezerve postanejo normalne in se počasi povečujejo, zato se obresti znižajo na najnižjo raven. Ker med ljudmi prevladuje pesimizem, jih te nizke obresti praviloma ne vzpodbujajo, da bi si sposojali denar. Kljub temu vedno obstaja nekaj ljudi, ki so si pripravljene denar sposoditi in ti potegnejo sistem z mrtve točke. Če do spremembe ne pride, pa ima centralna banka še drugo možnost, ki jo uporabi, da bi povečala ekspanzijo kreditov. Na odprtem trgu začne kupovati vrednostne papirje, in tako daje gotovino v sistem. Prej ali slej ta denar najde potrošnika in se kot izdatek pojavi na trgu in s tem spodbuja produkcijo. Na podlagi tega lahko pričakujemo, da bodo običajni bančni ukrepi (diskont, nakup papirjev) povzročili oživitev aktivnosti (Norčič, 2000, str. 204-206).

Centralna banka pa ima na razpolago še en instrument za dvig ravni ekonomske aktivnosti – »umetno« zniževanje obrestnih mer. S tem so posojila še ugodnejša, denar, pridobljen iz kreditov, pa spodbudi večjo potrošnjo in večje investicije, kar pripelje do oživljanja gospodarstva.

2.2.2. Teorija hiperakumulacije ali čezmernih investicij

To teorijo zagovarja veliko število avtorjev, od katerih je najbolj znan Schumpeter. Ti v center postavljajo ekspanzijo dejavnosti, ki producirajo kapitalne dobrine. Prepričani so, da so v ciklu neprimerno bolj prizadete tiste dejavnosti, ki producirajo kapitalne dobrine, kot pa one, ki producirajo potrošne dobrine. Po mnenju avtorjev gre za neravnotežje v prosperiteti. Realni vzrok za krizo je neuskklajenost v strukturi produkcije in ne zgolj v pomanjkanju denarja. Po tej teoriji fluktuacije investicije povzročajo fluktuacije v potrošniškem dohodku in ne obratno.

Vzroki za nastanek hiperakumulacije so:

- monetarni vzroki - razlika med tržno in naravno obrestno mero, pri čemer je naravna tista, ki izenači tok ponudbe prihrankov s tokom povpraševanja po posojilnem kapitalu;
- nemonetarni vzroki – nove invencije, odkritja trgov, nove žetve.

2.2.3. Teorija premajhne potrošnje

Ta teorija ima dolgo zgodovino in se je začela že z Lauderdaleom, Malthusom in Sismondijem. Avtorji sicer glavni vzrok vidijo v premajhnem denarnem dohodku ali izdatkih, toda med njimi vseeno obstajajo velike razlike.

Hobson in Foster vidita vzrok v prevelikem varčevanju. To nastopi zaradi tega, ker imamo opraviti z neenakomerno distribucijo dohodka. Tisti, ki dobivajo prevelike dohodke, so krivi za čezmerno varčevanje. Prihranki lahko pripeljejo do depresije, ker ne najdejo poti do investicij.

Kriza lahko nastopi tudi zaradi premajhnega povpraševanja potrošnikov. Ravnotežje bi se lahko vzpostavilo s povečanjem mezd in znižanjem profitov. To pa pomeni, da bi se morala znižati stopnja varčevanja in povečati stopnja potrošnje. Po Ledererju (1925, str. 139) do krize privedejo čezmerne investicije. Te so se financirale iz velikih profitov, ki so se izplačevali na račun mezd. Ta razlaga je blizu monetarni inačici krize hiperakumulacije, kjer gre za prisilne prihranke. Če bi mezde rasle sorazmerno s cenami in profiti, ne bi prišlo do prisilnega varčevanja. Tako pa je odlog v rasti mezd zelo pomemben faktor v pospeševanju kumulativnega procesa ekspanzije. Polet bi lahko preprečili bodisi z zvišanjem mezd ali z višanjem obrestne mere. V tem smislu sta teorija premajhne potrošnje in monetarna teorija hiperakumulacije komplementarni teoriji. Razlika je v pojasnjevanju zloma. Pri hiperakumulaciji je krivda na strani kredita, zagovorniki teorije premajhne potrošnje pa valijo krivdo na prevelike profite in prihranke, ki iz tega izvirajo. Krizi bi se izognili, če bi se lastniki odločili za potrošnjo namesto za investicije (Allgoewer, 2002, str. 27-31).

2.2.4. Psihološka teorija

Ta teorija temelji na tipičnih »psiholoških reakcijah« podjetnikov in varčevalcev. To so reakcije, ki se konvencionalno imenujejo »psihološke«. Toda v resnici gre za manjše razlike med to teorijo in tistimi, ki sem jih do sedaj predstavil. Med zagovornike te teorije spadajo Pigou, pa tudi Mitchell, Robertson in Spiethoff, ki dajejo poudarek psihološkemu faktorju. Psihološki dejavnik prihaja v poštev kadar govorimo o predvidevanjih in pričakovanjih. Kakor hitro vključimo pričakovanje, imamo opraviti z negotovostjo. Ta je toliko večja, kolikor je daljše razdobje, v katerem se kapital nalaga, in kolikor trajnejše so kapitalne dobrine. Avtorji menijo, da so v teh primerih nekatera ekonomska dejstva neopazna, zato sta pomembna optimizem in pesimizem. Tako naj bi bili ljudje bolj optimistični v času prosperite, pesimistični pa v času depresije. V prvem primeru bolj svobodno in pogumno nalagajo kapital, v drugem primeru pa se obotavljajo. Optimizem in pesimizem dobesedno smatramo za vzrok večjega ali manjšega investiranja. Pri tem gre še za druge sile, ki vplivajo na pospeševanje ekspanzije; to so nizka

obrestna mera in investicijske možnosti. Kljub temu imajo psihološke reakcije svoj učinek. Te se hitro spreminjajo, ker niso tako rigidne kot ekonomski dejavniki. Ko se spremenijo npr. obresti, povpraševanje ali tehnologija, ni mogoče samo na osnovi tega predvidevati, kakšna bo jakost reakcije. Ta je odvisna od psiholoških faktorjev, ki so odvisni od družbenopolitične klime. Ti se pojavljajo kot optimistično ali pesimistično pretiravanje.

Če rast cen traja predolgo, ljudje pričakujejo, da bodo le-te še naraščale. To vodi k presežnemu vrednotenju dohodka kapitala (Norčič, 2000, str. 213).

2.2.5. Keynesianska razlaga ekonomske krize

Ekonomisti, ki se uvrščajo v ekonomsko šolo Keynesiancev (Keynes, Harrod, Hicks) so trdili, da je nastanek krize mogoče povezati z nerazumljivim zmanjševanjem potrošnje. Pri tej potrošnji mislijo tako na investicije, kot tudi na osebno porabo. Premajhna poraba naj bi nato vodila podjetja k vedno nižjim profitnim stopnjam, kar naj bi pripeljalo naprej do nižje ekonomske aktivnosti. Keynesianci še dodajajo, da ekonomska aktivnost doseže svoj vrh dejansko vsaj 2 meseca pred borznim zlomom in s tem dokazujejo, da je borzni zlom le posledica, ne pa vzrok ekonomske krize.

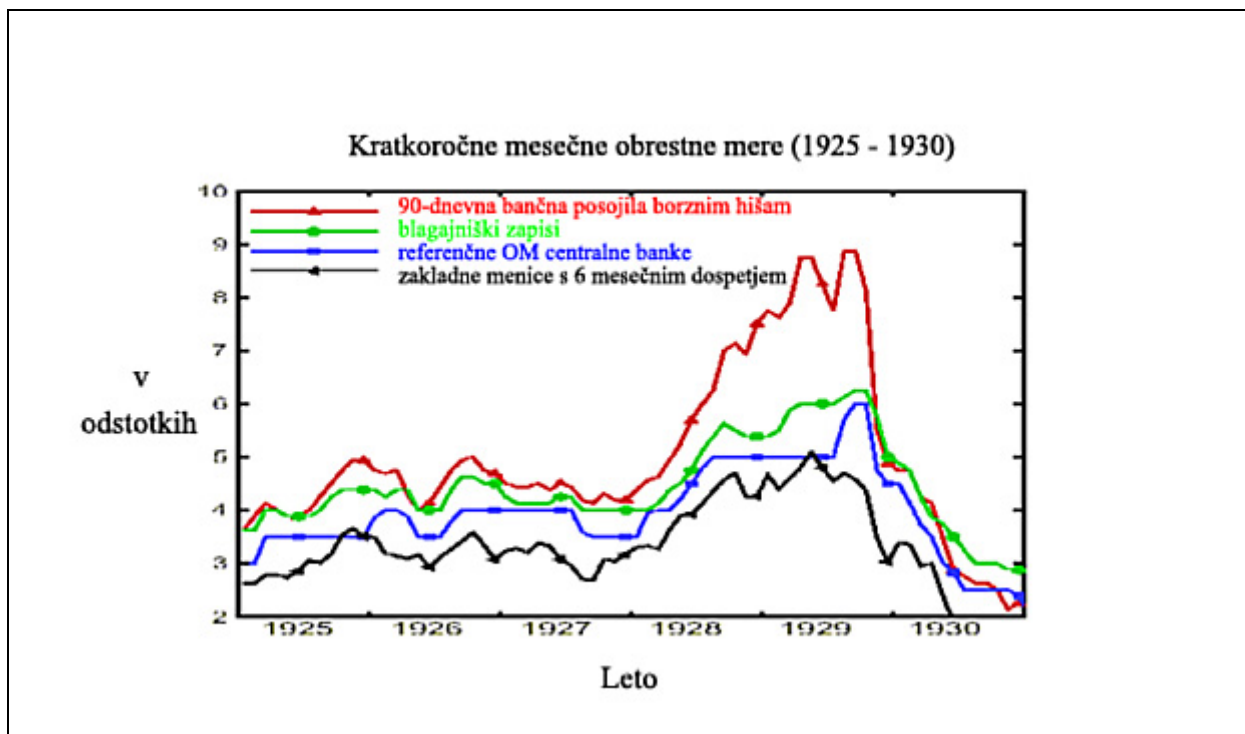
3. NAJPOMEMBNEJŠE EKONOMSKE KRIZE 20. STOLETJA

3.1. Veliki borzni zlom (The Great Crash) - 1929

Proti koncu dvajsetih let 20. stoletja se je promet z vrednostnimi papirji na Newyorški borzi povečeval tako rekoč iz dneva v dan. V začetku meseca marca leta 1928 je le ta znašal nekaj manj kot 4 milijone lotov (shares) dnevno. Konec tega meseca se je promet povišal na do tedaj rekordnih 4,7 milijona, junija pa je že prebil mejo 5 milijonov, kar pa je bil šele začetek povečanega obsega trgovanja.

Sorazmerno ugodni krediti so povzročili masovno špekuliranje z vrednostnimi papirji in pot tečajev delnic navzgor je bila odprta. Banke so začele dvigovati obrestne mere, vendar vlagateljev to ni bistveno motilo. Vrednosti delnic so rasle veliko hitreje in intenzivneje, tako da višina letne obrestne mere, ki je znašala tudi 20 % (marca 1929) v očeh špekulantov ni bila previsoka. Dobički, ki so jih ustvarili, so bili nekajkrat višji. Za primer naj navedem delnice podjetja RCA (Radio Corporation of America), katerih cena se je z ravni \$ 85 samo v letu 1928 povzpela na neverjetnih \$ 420 in to ob dejstvu, da podjetje sploh ni delilo dividend za tisto leto.

Slika 1: Kratkoročne mesečne obrestne mere med leti 1925 in 1930 (v odstotkih)



Vir: Internet: [URL: http://www.escape.com/~paulg53/politics/great_depression.shtml]

Seveda so se v tem visokem obdobju rasti delnice tudi cenile, vendar so bili to kratkoročni padci. Tako se je konec marca leta 1929 prvič zgodil večji padec vrednosti indeksa Times

Industrial (današnji Dow Jones Industrial Average), ki je glede na prejšnji dan izgubil 15 točk, kar je pomenilo 3-odstotno znižanje vrednosti.

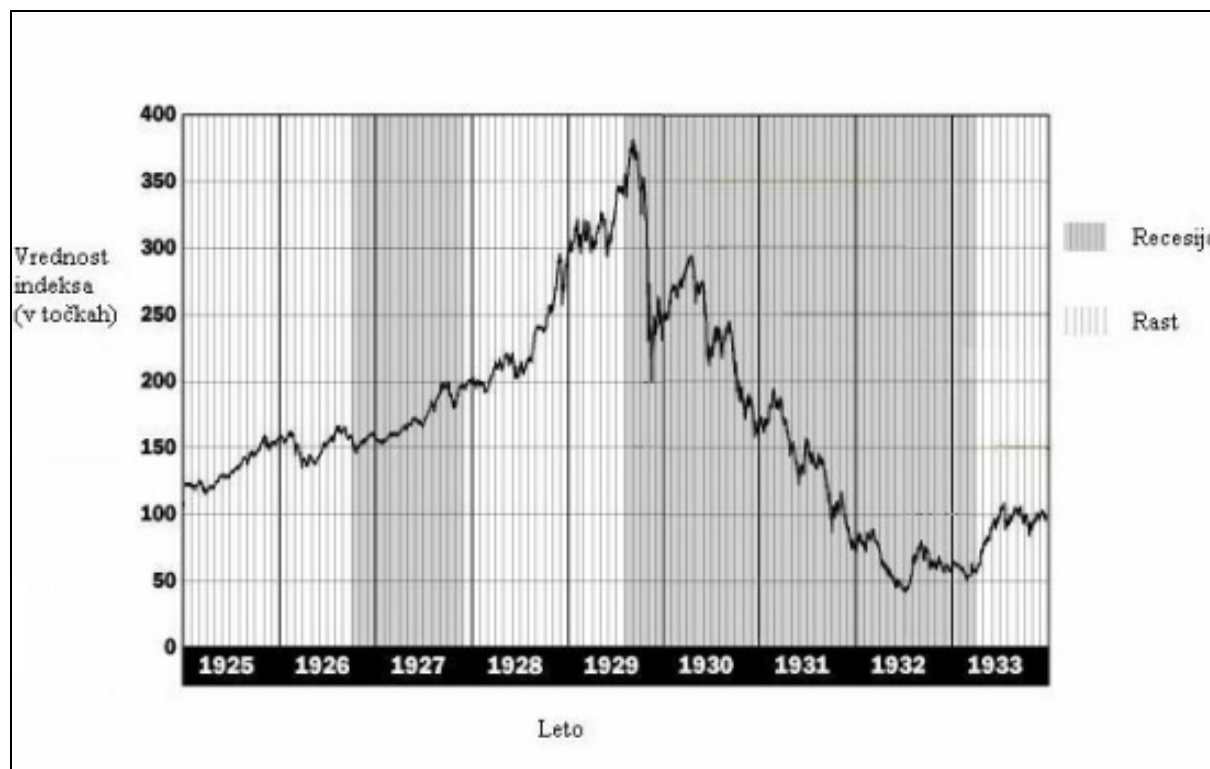
Že naslednji dan je prišlo do še ene velike razprodaje delnic, spet je bil dosežen rekorden promet. Bilo ga je kar za 8 milijonov lotov, kar je bilo v primerjavi z istim dnevom prejšnjega leta natanko dvakrat več. Tokrat so vlagatelji prvič zaznali, da je lahko smer gibanja tečajev tudi negativna.

Poleti leta 1929 so delnice znanih in dobro stoječih podjetij zopet rasle po neverjetnih stopnjah, obrestne mere pa so se še zvišale. Zvezne rezerve – FED (ameriška Centralna banka) so ugotovile, da so nemočne. Delnice so praktično vsak dan rasle. V juniju je indeks Times Industrial pridobil 52 točk, v juliju še 25 in v avgustu še dodatnih 33. To je pomenilo kar četrtno vrednosti v le treh mesecih. Tudi delnice posameznih izdajateljev so se dražile po takšni oziroma še višji stopnji. Kot primer naj navedem vrednost delnice družbe Westinghouse, ki se je povišala z vrednosti \$ 151 na \$ 286, pa delnice General Electrica, ki so zrasle iz 268 na 391 ameriških dolarjev. Delnice nekaterih manj znanih korporacij pa so zrasle tudi za več kot 100 % (Alleghany Corporation). Tudi promet je bil konstantno visok, skoraj vsak dan nad 5 milijonov lotov. Najemi kreditov so se še naprej povečevali.

V septembru se je rast delnic začela ohlajati. Začeli so se prvi opaznejši padci tečajev; že četrti dan tega meseca so delnice podjetja Steel padle z 255 na 246 dolarjev, povečal se je promet, saj je se je kar nekaj vlagateljev odločilo svoje naložbe prodati. Da bi preprečili neizogibno so se nekateri večji špekulanti, bančniki in borzni posredniki, ki so poskušali umetno vzdrževati raven tečajev, začeli povezovati. To je bila tako imenovana organizirana podpora (organized support). Večjega uspeha niso imeli, ker je bila ponudba delnic na prodajni strani prevelika. Tako se je nadaljeval padec vseh najpomembnejših delnic, ki je konec oktobra dokončno kulminiral v Veliki borzni zlom (The Great Crash).

23. oktober se je začel zelo umirjeno, vendar je proti koncu trgovernega dne napetost začela naraščati. V zadnji uri trgovanja so borzniki prodali kar 2,6 milijona lotov, glavni indeks Times industrial je v tej uri izgubil kar 8 odstotkov svoje vrednosti, enako se je godilo vsem »blue chipom« (Galbraith, 1988, str. 66-87).

Slika 2: Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DJIA) med leti 1925 in 1935



Vir: Dow Jones. [URL: <http://www.djindexes.com/jsp/avgDecades.jsp?decade=1925-35>]

24. oktober 1929 se tako šteje kot dan, ko se je »zlomila« Newyorška borza. Bil je tako imenovani Črni četrtek (Black Thursday). Večina poslov - bilo jih je sklenjenih kar z 12,9 milijona lotov - je bila opravljenih v jutranjih urah, takoj po odprtju borze. Povpraševanja praktično ni bilo, strm padec je bil neizogiben. Delnice so v povprečju padle kar za 10 odstotkov. Teden se je končal sorazmerno mirno, katastrofa pa se je nadaljevala 28. in 29. oktobra, ko so delnice padle še za nadaljnjih 12,8 oz. za 11,7 odstotka.

Najslabše se je godilo investicijskim skladom. Delnice sklada Goldman Sachs Trading Corporation, ki so bile prejšnji dan vredne 60 točk so končale trgovanje na 35. Blue Ridge, ki je bil 3. septembra vreden 24 točk, je bil 29. oktobra vreden le še bore tri točke (Galbraith, 1988, str. 96-128).

Dva klasična instrumenta, ki ju navajajo učbeniki za take primere, sta bila popolnoma neuporabna. To sta bila:

- posegi centralne banke na trgu vrednostnih papirjev z namenom uravnavanja količine denarja v obtoku (Open market operations)
- in spreminjanje obrestne mere (rediscount rate) – tista, po kateri si banke sposojajo denar od centralne banke.

V prvem primeru so zvezne rezerve (Federal reserves) izdale državne obveznice. Izdali so jih za 228 milijonov dolarjev, vendar jih naenkrat niso uspeli prodati več kot le nekaj milijonov. To pa ni bilo dovolj, da bi komercialne banke prenehale posojati denar zaslužka željnim špekulantom. Tudi drugi ukrep ni prinesel pričakovanega rezultata. Obrestna mera, ki jo določajo Zvezne rezerve, se je zvišala s pet na šest odstotkov, kar pa je bilo premalo, saj bi drastično zvišanje teh obrestnih mer kvečjemu drastično zvišalo tudi obrestne mere za kredite.

3.1.1. Vzroki in posledice Velike borznega zloma

3.1.1.1. Vzroki na mikroekonomski ravni

Glavni vzroki zloma borze se vsekakor nanašajo na špekulacije in razmišljanje vlagateljev, saj je bilo le vprašanje časa, kako dolgo bo takšna rast delnic zdržala in kdaj se bo špekulativni balon dokončno razpočil.

Dolgo časa je obveljala hipoteza, da so bili krediti v bankah tako ugodni, da so omogočali zadolževanje in množično kupovanje delnic. Vendar so bili krediti pred tem, pa tudi kasneje še vedno zelo ugodni, tako da do kolapsa borze v večini primerov ni prišlo. Tudi hipoteza o nestanovitnih obrestnih merah ni povsem točna, saj so bile te tudi v preteklosti zelo nestanovitne.

Ekonomisti kot enega pomembnejših vzrokov navajajo razpoloženje ljudi. Ti so v tistem obdobju verjeli, da lahko tudi čisto navadni ljudje postanejo bogataši. Optimizem in vera sta jih gnala v špekuliranje z vrednostnimi papirji. Kot pomemben vzrok se pojavljajo tudi visoki prihranki gospodinjstev, ki so jih ljudje v želji po dobrem donosu raje vlagali v vrednostne papirje. Dvajseta leta prejšnjega stoletja so bila znana po prosperiteti gospodarstva, kar je le še multipliciralo vse naštetu.

3.1.1.2. Vzroki na makroekonomski ravni

Vendar pa vzrokov ne moremo gledati le na ravni posameznikov in njihovih pretiranih vlaganj na borzo. Nekaj je moralo biti hudo narobe tudi na makroekonomski ravni.

Veliko je bilo vzrokov, ki so vplivali na tako hud padec ekonomske aktivnosti, vendar menim, da je treba še posebej izpostaviti naslednje makroekonomske razloge:

a) Nesorazmerna distribucija dohodkov

V letu 1929 so bili bogati ljudje »preveč bogati«. Kar 5 odstotkov najbogatejših ljudi je imelo v rokah več kot 30 odstotkov celotnega premoženja, prag revščine pa je bil zelo visok. To pomeni, da je bilo veliko denarja porabljenega za investicije ali pa za luksuzne dobrine, večje porabe osnovnih potrošnih dobrin pa ni bilo. Tako se na primer poraba osnovnih živil zaradi visokih dohodkov bogatašev ni povečala.

Slaba distribucija bogastva se je odražala tudi na ostalih področjih, tako ni bilo prave razporeditve med industrijo in kmetijstvom, pa tudi pravilne alokacije dohodka med ZDA in ostalim svetom ni bilo. Posledica tega neravnovesja na vseh naštetih področjih je bilo nestabilno svetovno gospodarstvo.

b) Neustrezne organizacijske strukture korporacij

V tem času so se na veliko razmahnili investicijski skladi in velike finančne firme, povezane v holdinge. Takšna organizacijska struktura pa je bila zelo okorna, počasna pri sprejemanju odločitev in popolnoma nefleksibilna. Značilnost tega obdobja je bila, da so bile velike korporacije zelo mamljive in dojemljive za kriminal in korupcijo, kar je podjetja vodilo v slabšo ekonomsko učinkovitost. Takšna velika združenja so nadzorovala večje deleže v železničarski in zabavni industriji, kot so radio, televizija, kino itd.

c) Neustrezen bančni sistem

Slabost se je nanašala na previsoko medsebojno odvisnost bank. Če je bila ena izmed teh nesolventna, tudi druge banke, ki so imele sredstva naložena v tej, niso mogle do svojega denarja. Temu je sledil efekt, ki ga lahko primerjamo s padanjem domin, to je vrsta verižne reakcije, saj tudi ljudje niso mogli do svojih prihrankov v tistih bankah, ki so bile kakorkoli povezane z nesolventno banko.

d) Neustrezna trgovinska bilanca ZDA

Medtem ko si je Evropa komajda opomogla od prve svetovne vojne, je v ZDA vladala največja prosperiteta. ZDA so na veliko posojale denar evropskim državam, te pa so le-tega porabile v veliki meri tudi za uvoz dobrin iz ZDA. V Evropo so Američani tako izvozili 10 odstotkov vrednosti bruto domačega proizvoda. Dolga države niso bile sposobne odplačati z denarjem, zato je v ZDA v velikih količinah pritekalo zlato. To se je poznalo na valutnem sistemu; evropske valute so na vrednosti izgubljale. Za nameček pa so ZDA uvedle razne ukrepe za uvoženo blago, kar je le še povečevalo neravnovesje.

Ker povpraševanje v Evropi ni moglo več zadostiti veliki ponudbi dobrin ZDA, je v letu 1929 prišlo do več kot 30 odstotnega znižanja ameriškega izvoza.

Dvajseta leta 20. stoletja so bila leta največje prosperite dotlej. Vendar je prav to povzročilo vse večji prepad me bogatim in srednjim slojem. Po eni izmed študij Brooklinškega inštituta je imelo v letu 1929 le 0,1 % celotnega prebivalstva kar 34 % celotnih privarčevanih sredstev, medtem ko kar 80 odstotkov ljudi odvečnih sredstev ni imelo (Galbraith, 1988, str. 177-185).

Po katastrofalnem padcu je ameriška vlada sprejela več ukrepov, ki so naredili kapitalski trg bolj pregleden:

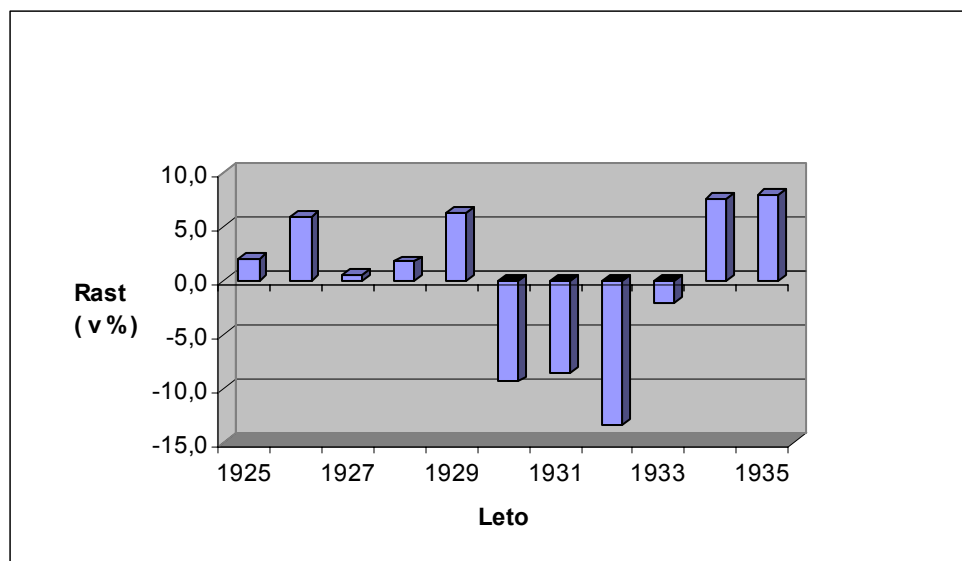
- zakon, ki naj bi poskrbel za popolno razkritje podatkov in preprečeval goljufije pri trgovanju z vrednostnimi papirji, imenovan Securities Act, sprejet leta 1933;
- zakon, ki je poskrbel za nadzor nad trgovanjem z vrednostnimi papirji in za ustanovitev ameriške komisije za borzni nadzor (SEC – Security and Exchange Commission), imenovan Securities Exchange Act, sprejet leta 1934;
- zakon, s katerim so poskrbeli za nadzor OTC trga, imenovan Maloney Act, sprejet leta 1938.

3.2. Velika ekonomska kriza, 1929–1932 (The Great Depression)

Bolj optimistično gospodarsko ozračje poznih dvajsetih let se je končalo s polomom na Wall Streetu oktobra 1929. Vzpon ameriškega gospodarstva je začel sicer omahovati že poleti 1929 s padanjem najpomembnejših gospodarskih indeksov. Temu je sledilo drsenje cen delnic, kar je povzročilo preplah. Nezaposlenost v Ameriki se je strmo vzpenjala, ko so usahnili krediti, se je zmanjšala potrošnja, množili pa bankroti in prosta delovna sila. Skladno s krizo so cene živil v mnogih deželah katastrofalno padle, kar so občutili še posebej kmeti. Svetovna brezposelnost se je v enem letu podvojila, v ZDA je bilo ob koncu leta 1930 šest milijonov brezposelnih.

Velika ekonomska kriza je bila največja ekonomska kriza v zgodovini Združenih držav Amerike in prva resna kriza, ki je zajela praktično vse kapitalistične sile. Trajala je dobrih 10 let. V letu 1933 se je bruto nacionalni proizvod (BNP) zmanjšal za skoraj tretjino njegove vrednosti in kar do leta 1937 ni dosegel ravni iz leta 1929.

Slika 3: Rast bruto nacionalnega proizvoda v ZDA med leti 1925 in 1935



*Vrednosti so podane v Prilogi 1

Vir: Internet [URL: <http://cla.calpoly.edu/~lcall/timeline.dep.html>], 25.8.2002.

V tem obdobju recesije se je izjemno povečala nezaposlenost. V tridesetih letih 20 stoletja je bila povprečna brezposelnost vseskozi nad 8 milijonov, v letu 1933 je bil brez dela vsak četrti delavec, torej je brezposelnost znašala visokih 25 odstotkov.

Kaj se je pravzaprav dogajalo v obdobju po borznem zlomu? Produktivnost se je zaradi zmanjšanje delovne sile povečala za 32 odstotkov, medtem ko so se mezde dvignile le za 8 odstotkov, kar je pomenilo le četrtno glede na rast proizvodnje. Ker so produkcijski stroški hitro padali, mezde pa so se le počasi zviševale, so se zato ob nespremenjenih cenah izredno povečali dobički korporacij (Gusmorino, 2002, str. 4).

K večjemu prepadu med bogatim in srednjim slojem ljudi je v veliki meri pripomogla tudi vlada. Administracija predsednika Coolidgea in njegova konzervativna vlada sta podpirala podjetništvo - rezultat tega je bilo bogatenje tistih, ki so veliko investirali. Kot primer navajam tako imenovani Revenue Act iz leta 1926, v katerem je prišlo do občutnega zmanjšanja davkov.

Po ekonomski teoriji je gospodarstvo v ravnovesju, če sta celotna ponudba in celotno povpraševanje enaka. Vendar je bilo za to obdobje prosperitete značilno, da je bilo ponudbe krepko preveč, to pa zato, ker si navadni delavci več potrošnih dobrin niso mogli privoščiti. Bogataši pa niso mogli svojih potreb po teh dobrinah povečati za štiridesetkrat. ZDA so se lahko zanesle na potrebo bogatih po luksuznih dobrinah in prodajo na kredite, ki so jih

pridobivali srednji in nižji sloji. Ta strategija pa je le umetno povečala povpraševanje po dobrinah, ki si jih ljudje sicer ne bi mogli privoščiti. In ker so ljudje vsak mesec bili prisiljeni plačevati anuitete za dosedaj pridobljene kredite, se je njihova kupna moč še bolj zmanjšala. Kar pomeni, da je bilo v končni fazi povpraševanja še manj (Bernstein, 1989, str. 86-129).

Redistribucija dohodka ni bila vezana le na različne sloje ljudi, pač pa tudi na različna področja gospodarstva. Tako sta v 20. letih skokovito naraščali avtomobilska industrija in gradbeništvo, v nasprotju s tema pa so stagnirale nekatere vrste težke industrije in še posebej kmetijstvo. Tega je država po prvi svetovni vojni popolnoma zanemarila. V času vojne so kmetje pravzaprav vse svoje pridelke izvažali v Evropo, po vojni pa so si tam dovolj opomogli, da jim uvoz iz ZDA ni bil več potreben.

Posledice borznega zloma so bile prav tako porazne v evropskih gospodarstvih, saj je bilo veliko držav odvisnih od kreditov, ki so jih nudile ZDA. Po mnenju tedanjih ekonomistov bi bilo mogoče tovrstno krizo ozdraviti samo z močno deflacijo, da bi uravnali proračune in zmanjšali odvečno produktivnost. V Nemčiji je vlada Franza von Papena uvajala čedalje strožje ukrepe zoper inflacijo, v Britaniji je temu zgledu sledila narodna vlada Ramsaya MacDonalda, v ZDA pa je v času po borznem zlomu vladal predsednik Herbert Hoover. Čeprav je britanski ekonomist J. M. Keynes prav tedaj snoval alternativno politiko, ki je poudarjala povečanje državnih izdatkov in dvigajočo se potrošnjo, kar naj bi poživilo gospodarsko dejavnost, njegovih radikalnih nazorov takrat na splošno niso sprejeli.

Kriza je imela važne politične odmeve. V ZDA se je nezadovoljstvo s politiko predsednika Hooverja in njegovimi ukrepi proti gospodarski krizi izrazilo v zmagi Franklina D. Roosevelta z njegovo politiko »New Deal-a« (Krušič, 1985, str. 214).

3.2.1. Monetaristična razlaga Velike ekonomske krize

Monetaristi (Friedman, Hayek) največjo vlogo pripisujejo denarni ponudbi (M). Ta naj bi se zaradi visokih obrestnih mer postopno zmanjševala, prav tako pa se je zmanjševala hitrost obračanja denarja. Po enačbi:

$$M(\text{denarna ponudba}) \times V(\text{obtočna hitrost}) = P(\text{cena}) \times Q(\text{količina})$$

oziroma

$$M \times V = \text{BDP}(\text{Bruto družbeni proizvod})$$

sledi, da se mora pri nespremenjenih cenah nujno zmanjšati proizvodnja in s tem bruto družbeni proizvod, temu padcu sledi nagla rast brezposelnosti, kar seveda pelje v ekonomsko krizo. Centralna banka (Zvezne rezerve) je kot ukrep takoj znižala obrestne mere, kar naj bi povečalo ponudbo denarja na trgu (M) in vsaj nekoliko pomagalo pri oživljanju gospodarstva (Stern, 2002, str. 4).

3.3. Ekonomska kriza v letih 1974–1975

V letih 1974 in 1975 je mednarodno kapitalistično gospodarstvo doživelo prvo splošno recesijo po drugi svetovni vojni. To je bila tudi prva recesija, ki je hkrati prizadela vse velike kapitalistične sile.

Prva splošna povojna recesija je bila najhujša prav zaradi tega, ker je bila splošna. Časovna neusklajenost industrijskega cikla v obdobju 1948-68 je zmanjšala razsežnosti recesij. Padec proizvodnje in domačega povpraševanja v državah, ki jih je udarila recesija (recimo ZDA leta 1960, Japonsko leta 1965 ali Zahodno Nemčijo v letih 1966-67), so vsakokrat nadomestili z večjim izvozom v države, ki so se izognile krizi. Tokrat pa je mednarodna sočasnost konjunktturnih gibanj v glavnih kapitalističnih državah povečala nazadovanje gospodarske aktivnosti.

Mednarodna časovna usklajenost industrijskega cikla pa nikakor ni naključna. Gre za posledico globokih gospodarskih preobrazb, ki so nastale med dolgim obdobjem ekspanzije pred krizo, skratka, le-ta je bila nekakšna neizogibna posledica.

Ekspanzija je omogočila močan zagon novega razmaha proizvodnih sil, skok v novo tehnološko revolucijo. Pomenila je nov zamah koncentracije kapitala in internacionalizacije proizvodnje, kajti proizvodjalne sile so čedalje bolj presegale meje nacionalne države (Anell, 1981, str. 83-85).

Poglavitna metoda, ki so jo uporabljale vlade, ko so poskušale kontrolirati cikle po letu 1945, je bila politika izmeničnega povečevanja in omejevanja posojil, torej knjižnega denarja in celotne količine denarja v obtoku (agregatnega povpraševanja). Osnovni prijem za zmanjševanje razsežnosti periodičnih kriz hiperprodukcije je torej že četrto stoletje povečevanje količine denarja v obtoku in posojil (pri tem je šlo za prizadevanja po zmanjšanju razsežnosti kriz, ne pa za preprečevanje njihovega izbruha).

Toda protikrizni prijemi so bili in ostajajo močno inflacijski. Ponavljajoča se uporaba politike denarne ekspanzije vsakih pet ali šest let mora na daljši rok povzročiti splošno povečanje inflacije. Od trenutka, ko se je inflacija v vseh kapitalističnih državah pospešeno krepila in povzročila zlom mednarodnega denarnega sistema, ki ga je časovno opredelila izjava o

nekonvertibilnosti dolarja v zlato, so bile vse kapitalistične vlade prisiljene hkrati uporabiti protiinflacijsko politiko.

Splošna recesija torej na sintetičen način izraža preobrat dolgega ekspanzivnega vala, ki se je v ZDA začel leta 1940, v zahodni Evropi in na Japonskem pa leta 1948 in je trajal do konca šestdesetih let (Anell, 1981, str. 90-92).

3.3.1. Razmah recesije

Leta 1975 sta se industrijska proizvodnja in nacionalni bruto proizvod v primerjavi z letom poprej v vseh velikih kapitalističnih državah zmanjšala. Spodnja tabela kaže, za koliko se je industrijska proizvodnja znižala v primerjavi z najvišjo točko gospodarske ekspanzije in spodnjo točko recesije.

Tabela 1: Razlika med najvišjo in najnižjo točko industrijske proizvodnje pred recesijo in med njo v glavnih kapitalističnih državah

Država	Četrletje z najvišjo proizvodnjo	Četrletje z najnižjo proizvodnjo	Padec proizvodnje (v %)
ZDA	4. četrtl. 1973	2. četrtl. 1975	- 14,4
Kanada	1. četrtl. 1974	3. četrtl. 1975	- 6,9
Japonska	4. četrtl. 1973	1. četrtl. 1975	- 19,8
ZR Nemčija	4. četrtl. 1973	3. četrtl. 1975	- 11,8
Francija	3. četrtl. 1974	3. četrtl. 1975	- 13,6
V. Britanija	4. četrtl. 1973	4. četrtl. 1974	- 10,1
Italija	2. četrtl. 1974	3. četrtl. 1975	- 15,5
Belgija	1. četrtl. 1974	3. četrtl. 1975	- 17,1
Švica	2. četrtl. 1974	1. četrtl. 1975	- 20,3

Vir: Ekonomske perspektive, 1976, str. 47.

Osupljiva je razlika med zmanjšanjem industrijske proizvodnje, ki je bila skromnejša kot med veliko gospodarsko krizo v letih 1929-32, ter med precejšnjo brezposelnostjo, ki jo je povzročila recesija v letih 1974-75. Ta je dosegala polovico brezposelnosti iz obdobja Velike ekonomske krize.

Dejstvo, da je bila brezposelnost veliko bolj poudarjena kot padec proizvodnje, pojasnjujeta predvsem dva dejavnika:

- Industrijska aktivnost v kapitalističnih državah je bila pod močnim vplivom tretje tehnološke revolucije, torej uvajanja polavtomatizirane in avtomatizirane proizvodnje. To je sprožilo hitro povečanje fizične produktivnosti dela, predvsem v kapitalističnem delu Evrope in na Japonskem. Toda če se produktivnost poveča za pet odstotkov na leto, je treba v enakem sorazmerju povečati tudi proizvodnjo, če hočemo obdržati enak obseg produktivnega dela in ostalih ekonomskih kategorij (inflacija).
- Da bi kapital v dolgem obdobju povojne gospodarske rasti obnovil rezervno industrijsko »armado«, je med mezdne delavce, ki so že bili zaposleni ali pa je nanje računal, prišel tudi veliko poročenih žensk, mladine in priseljenih delavcev, ki so prišli iz manj industrializiranih držav. Te kategorije delavcev so bile povečini slabo plačane, vrgli so jih v delovne procese, za katere ni bila potrebna nobena kvalifikacija, opravljali so zdravju škodljiva opravila, uporabljali so jih tudi za občasna dela in so bili zato kot nalašč za množične odpuste iz proizvodnega procesa.

Dejstvo, da se je inflacija, ki se pod vplivom hiperprodukcije nikakor ni mogla absorbirati, v začetku recesije v letih 1974-75 v številnih državah povečala, je brez dvoma še zaostriло učinke te recesije. Še več, sovpadanje velikega zvišanja življenjskih stroškov z nenadnim izbruhom množične brezposelnosti pomeni zmanjšanje kupne moči, ki je večje kot zmanjšanje zaposlenosti — razen če se nadomestila za brezposelnost povečajo bolj kot življenjski stroški, kar se skoraj nikoli ni zgodilo. Poleg tega vztrajanje pri tako visoki inflaciji ali celo njeno povečevanje krepi pritisk na vse vlade, da prično uveljavljati deflacijsko politiko, in to ravno v času, ko bi protikrizna politika zahtevala povečanje kreditov in količine denarja v obtoku.

3.3.2. Krčenje svetovne trgovine

Izvoz kapitalističnih držav se je dvajset let (1953-1972) povečeval hitreje kot industrijska proizvodnja. Zmanjšanje svetovne trgovine se resda ni ujemalo z začetkom splošne recesije, a od trenutka, ko se je le-ta razširila na vse kapitalistične države, ki predstavljajo še vedno prevladujoč sektor svetovnega trga, je usihanje menjave postalo neizogibno. Že v prvem polletju 1975 se je vrednost izvoza vrste kapitalističnih držav zmanjšala. V drugem polletju 1975 se je zmanjšanje vrednosti izvoza razširilo na večino velikih kapitalističnih držav. Temu splošnemu pojavu sta se izognili le ZDA in Italija (podoba ameriškega izvoza je bila drugačna, ker ima prodaja kmetijskih pridelkov pomemben delež v celotnem izvozu te države).

Zmanjšanje obsega mednarodne trgovine je v glavnem posledica medsebojnega delovanja treh dejavnikov:

- recesije v kapitalističnih državah, kajti padec proizvodnje in zaposlenosti zmanjšuje celotno povpraševanje po uvoženih potrošnih proizvodnih sredstvih (surovinah).
- splošne recesije, kajti devizni dohodki držav izvoznic surovin (izvzeto članice OPEC) so se zaradi padca obsega in cen izvoznega blaga močno zmanjšali, zato so države izvoznice surovin prisiljene omejiti svoj uvoz.
- preišljene politike zmanjševanja uvoza; za to so se odločile nekatere kapitalistične sile, ki so se v prvem polletju 1974 soočile z velikimi primanjkljaji v plačilni bilanci.

Takšna usmeritev je v nekaterih primerih obrodila uspeh. Te uspehe so dosegli s pomočjo vsakovrstnih omejitev in s spremembami menjalnih tečajev, ki so spodbujali izvoz in oteževali uvoz (pri tem je bil najbolj izrazit primer funt, ki je drsel tako, da je od prilaganja valut decembra 1971 izgubil četrtno vrednosti).

3.3.3. Klasična kriza hiperprodukcije

Splošna recesija v letih 1974-75 je bila klasična kriza hiperprodukcije. Narava te krize pa se pokaže takoj, ko vzamemo v poštev dva procesa, ki prevladujeta v dolgoročnejšem razvoju konjunktura.

Recesija v letih 1974-75 pomeni zaključek tipičnega obdobja pojemanja povprečne profitne mere. To pojemanje pa se je začelo precej pred znatnimi podražitvami nafte po izbruhu »kippourske vojne« (med Egiptom in Izraelom leta 1973). Bruto profiti (pred obdavčenjem) vseh ameriških delniških družb so se zmanjšali s 155 milijard dolarjev v tretjem četrtletju 1974 na 135 milijard v zadnjem četrtletju 1974 in na 100 milijard v prvem četrtletju 1975.

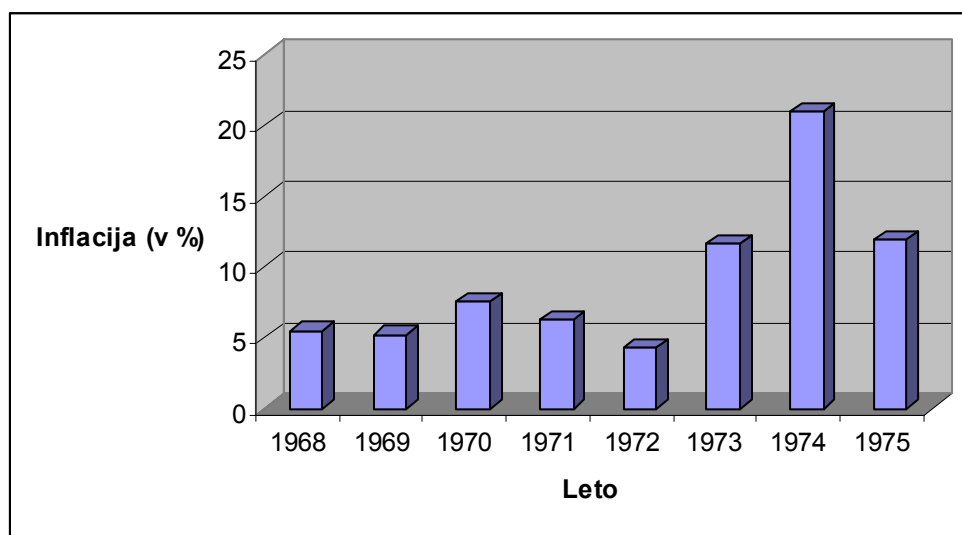
Na dejstvo, da so globlji vzroki splošne recesije v letih 1974-75 nastali prej, kot so se povečale naftne cene, kaže tudi nenehno povečevanje presežnih proizvodnih zmogljivosti v industriji. Narave te krize ni mogoče bolje označiti kot s klasično kapitalistično krizo hiperprodukcije. Toda tretja tehnološka revolucija je, prav tako kot ekspanzija, ki je zajemala občutnejšo koncentracijo kapitala, povzročila pospešeno povečevanje organske sestave kapitala. Dolgo obdobje polne zaposlenosti je močno okrepilo objektivno tezo delavskega razreda, moč njegovih množičnih organizacij (predvsem sindikatov) in - glede na samodejni cikel razrednega boja mednarodnih razsežnosti - tudi njegovo bojevitost. Zaradi tega je

kapital imel čedalje večje težave, da je od šestdesetih let dalje povečanje organske sestave kapitala nadoknadil z nenehnim zviševanjem stopnje presežne vrednosti. Iz tega izhaja neusmiljeno padanje povprečne profitne stopnje, ki je končno povzročilo preobrat (Mandel, 1986, str. 24).

3.3.4. Glavni značilnosti krize

Dve značilnosti te recesije zaslužita, da ju posebej poudarim. Kapitalistične države so iz permanentne inflacije, ki je spodbujala kapitalistično produkcijo, postopoma prešle (zaradi neogibnega pospeševanja te inflacije in pojavov, ki so povzročili pričakovano povečanje inflacije v letih 1970-71) - v stagflacijo (angleška skovanka iz pojmov stagnacija in inflacija), potem pa v letih 1974-75 v slumpflacijo (skovanka iz besed slump - padec, polom, in inflacija). Inflacija je postopoma izgubila spodbujevalni učinek na kapitalistično proizvodno aktivnost in je imela celo povsem nasprotno učinke, saj so bile potrebne čedalje večje doze inflacije, da je agregatno povpraševanje dobivalo spodbudo. Podatki o povečevanju te inflacije (po mnenju OECD zvišanje naftnih cen v vseh kapitalističnih državah ni povzročilo niti dveh odstotkov inflacije) so brez primere glede na prejšnja leta.

Slika 4: Letna stopnja povečevanja maloprodajnih cen na Japonskem med leti 1968 in 1975 (v odstotkih)



*Vrednosti so podane v Prilogi 2

Vir: Mandel, 1986, str. 25.

Iz slike 4 je razvidno, da se je inflacija med leti 1973 in 1975 najprej povzpela na enajst odstotkov, naslednje leto pa kar na 21 odstotkov. Podatke za Japonsko navajam zato, ker je bila inflacija v tej deželi najbolj izrazita. Podobno kot na Japonskem je bilo tudi v ostalih

gospodarsko močno razvitih državah. V ZDA na primer je bila najvišja inflacija leta 1974, znašala pa je dobrih 11 odstotkov, kar pa je vendarle skoraj polovico manj kot na Japonskem.

Osnovni vzrok inflacije je brez dvoma inflacija posojil zasebnemu sektorju, torej napihovanje bančnih dolgov, bančnega denarja, ki je bil glavna opora v dolgem obdobju ekspanzije pred povečevanjem inflacije.

Sicer pa je ta recesija morala skozi več stopenj. Pojavi pomanjkanja blaga v posameznih panogah se ujemajo s splošnim preobiljem blaga. Podobna sovpadanja se običajno dogajajo neposredno pred krizo hiperprodukcije ali ob njenem začetku. Ta vselej izbruhne v nekaterih ključnih sektorjih in se postopoma širi na vse gospodarstvo ali pa v večino proizvodnih panog (Marx, 1972, str. 414).

Recesija se je leta 1974 najprej odrazila v proizvodnji avtomobilov in v gradbeništvu. Nato se je razširila na tekstilno industrijo, na proizvodnjo električnih gospodinjskih aparatov in gradbenih materialov (steklo, cement, opeke), ter končno zajela predelavo nafte.

O tem, kakšne so bile posledice povečanja naftnih cen in dodatnih dohodkov, ki so jih dobile države OPEC, na splošno gospodarsko konjunkturo, so nekateri močno pretiravali. Ta trditve je v nasprotju z vsemi ugotovitvami teorije periodičnih kriz industrijskega ciklusa v času kapitalizma. Nekateri so poskusili ponuditi psevdokeynesijansko verzijo trditve, da je podražitev nafte vzrok za recesijo v letih 1974-75. Ta naj bi pomenila prenos sredstev iz industrijskih držav, kar naj bi v njih izzvalo zmanjšanje povpraševanja, s tem pa tudi zmanjšanje proizvodnje. Tovarne, ki delajo za izvoz, ne poznajo brezposelnosti. »Prenos kupne moči« iz Zahodne Evrope, ZDA ali Japonske v države OPEC-a ne more imeti deflacijskih učinkov na konjunkturo mednarodnega kapitalističnega trga, ki tvori posebno celoto, razen če je ta kupna moč jalova in se torej ne spreminja v dodatno povpraševanje po proizvodih in storitvah, uvoženih iz industrijskih držav.

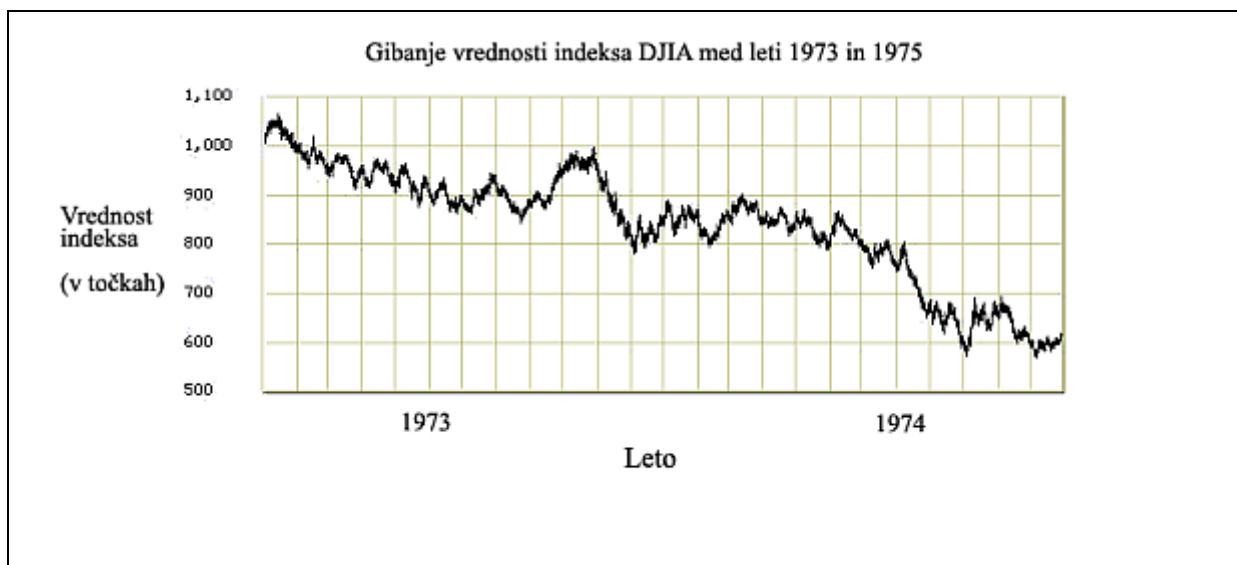
Dejanski učinek zvišanja naftnih cen na konjunkturo je bil dvojen: na eni strani so podražitve s poudarjanjem splošne inflacijske tendence tako z zvišanjem stroškov kot z napihovanjem količine denarja v obtoku približale trenutek, ko je inflacija sprožila neugodne posledice na konjunkturo in ko so bile vlade prisiljene sprejeti ukrepe, da so nekoliko zavrle inflacijske pritiske. Na drugi strani pa je zvišanje naftnih cen s pritiskom na povprečno profitno mero industrijskega kapitala pospešilo padanje profitne mere, kar je osnovni vzrok recesije. Toda v obeh primerih je šlo za okrepitev procesa, ki je že bil v teku. Splošna recesija se je že vključila v cikel, ki se je začel z delno recesijo v letih 1970-71, in se je podaljšala v špekulativno ekspanzijo v letih 1972-73. Presežne proizvodne zmogljivosti in inflacija, ki se je razmahnila, brez pridržkov potrjujejo to tezo. Ta elementa sta nastala pred štirikratno

podražitvijo nafte, ki so jo razglasile države OPEC med »kippoursko vojno«. Povečanje cen torej ni ne vzrok ne neposredni sprožilec recesije, pač pa zgolj dodatni dejavnik, ki je povečal razsežnost krize.

Japonska, ki je zaradi podražitev nafte leta 1973 imela velik primanjkljaj v plačilni bilanci, je ta deficit odpravila s spektakularnim povečanjem izvoza. Podobna ugotovitev velja za Zahodno Nemčijo in - do leta 1976 - tudi za ZDA. Ostale države je podražitev nafte močneje prizadela, kar je dejansko povzročilo deflacijske posledice, bodisi zaradi tega, ker so morale omejiti uvoz energije in surovin, da bi nevtralizirale svoje plačilne bilance, ali pa so bile prisiljene uveljavljati politiko splošne deflacije kredita in povpraševanja, da bi našle izhod iz primanjkljajev. V teh državah so posredni učinki zvišanja naftnih cen pospešili recesijo.

Padanje presežka plačilnih bilanc držav članic OPEC-a (s 57 milijard dolarjev leta 1974 se je zmanjšal na 36 milijard leta 1975) je močno prizadelo plačilno bilanco Velike Britanije; prišlo je namreč do množičnega dviganja »petrodolarjev«, ki so jih v letih 1973 in 1974 naložili v bankah v tej državi (Mandel, 1986, str. 35).

Slika 5: Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DJIA) med leti 1973 in 1975



Vir: Internet [URL: <http://www.bigcharts.com>], 25.8.2002.

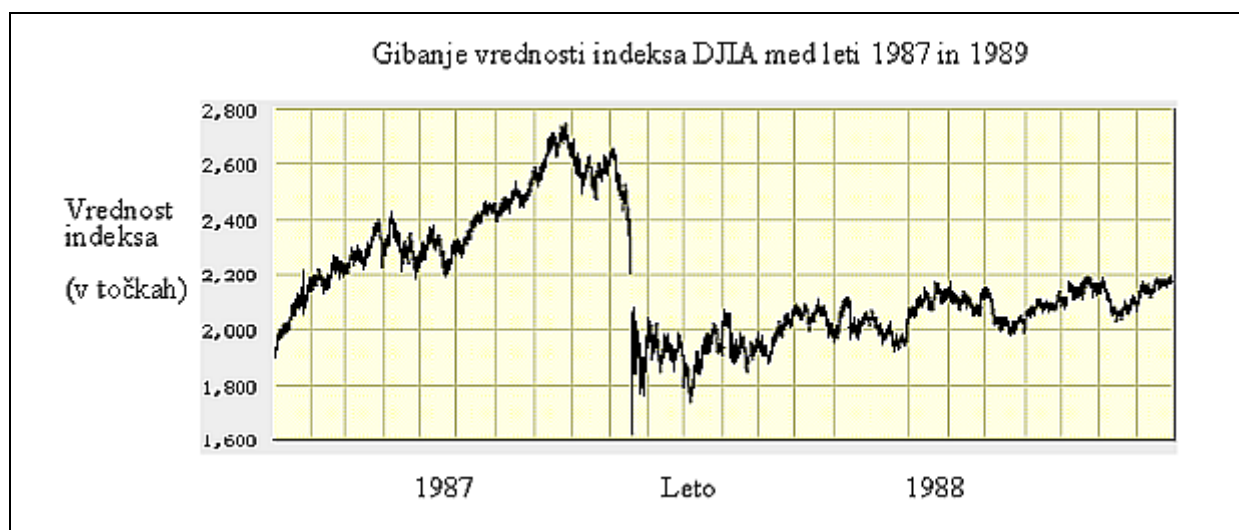
V času te ekonomske krize so delnice na vseh pomembnejših svetovnih borzah izgubile med 30 pa vse do 70 odstotkov vrednosti. 1. decembra 1974, ko so se vrednosti delnic na vseh borzah dotaknile takratnega minimuma, so največji upad zabeležili na Londonski borzi, kjer je glavni borzni indeks v dobrem letu dni padel s 510 točk na samo 150. Le nekoliko bolje se je godilo ameriškemu Dow Jonesu, ki je z vrednosti 1051 točk drsel vse do 577 točk ali 45 odstotkov nižje od najvišje vrednosti prejšnjega leta (1973). Izmed pomembnejših borz so jo

še najbolj odnesli delničarji Milanske borze (Italija), saj se je tamkajšnji indeks znižal le za 31 odstotkov.

3.4. Kolaps Newyorške borze v letu 1987

19. oktobra 1987 – dan, ki je v ekonomskih krogih bolj znan kot črni ponedeljek (Black Monday) - se je ameriški borzni indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA) znižal za kar 508 indeksnih točk in končal trgovanje pri 1738 točkah. DJIA je ta dan izgubil kar 22,6 odstotka svoje vrednosti, kar je rekordni padec tega indeksa doslej. Za primerjavo naj dodam, da je to skoraj dvakrat več, kot so v povprečju izgubile delnice davnega leta 1929, ko je indeks DJIA izgubil 12,8 odstotka v enem dnevu (Chossudowsky, 2002, str. 1).

Slika 6: Gibanje vrednosti indeksa Dow Jones Industrial Average (DJIA) med leti 1987 in 1988



Vir: Internet [URL: <http://www.bigcharts.com>], 25.8.2002.

Ta dan je bilo na Newyorški borzi sklenjenega tudi rekordno veliko prometa z vrednostnimi papirji, kar dvakrat več od dotedanjega najbolj prometnega dne, ki je bil postavljen v petek, 18. oktobra 1987, to je prejšnji trgovalni dan. Mogoče je najbolj zastrašujoč podatek, da je ta dan »izpuhtelo« več kot 500 milijard dolarjev premoženja. To je najbolj prizadelo starejše ljudi, upokoјence, saj so Združene države Amerike znane po tem, da ljudje za svojo pokojnino varčujejo v različnih delniških skladih, vrednost le teh pa se je zmanjšala skoraj za četrtno.

Zanimivo pri tej veliki pocenitvi delnic je bilo to, da ni prišlo do sesutja ekonomske aktivnosti, kot se je to zgodilo leta 1929 po tako imenovanem Velikem borznem zlomu. V primerjavi z letom poprej v nadaljevanju navajam nekaj hipotez, zakaj do tega ni prišlo:

- malo posameznikov je imelo ves svoj denar vložen na borzi. Študija, ki sta jo izvedla Avery in Kennickell v svojem delu »Recent trends in wealth ownership, 1983-1998« (Doser, 2002, str. 2) je pokazala, da je le 3 odstotke vseh gospodinjstev, ki so vložili denar na borzo, zaradi velikega padca utrpelo več kot 5 odstotkov izgube v naložbah. Le en odstotek vseh vlagateljev pa je izgubil več kot polovico vložnega premoženja.
- Stopnja kritja (margin rate), s katerimi vlagatelji kupujejo delnice, je bila v letu 1987 75-odstotna, kar pomeni, da mora kupec delnic le 25 odstotkov celotnega zneska plačati v gotovini, ostalo pa lahko poplača s kreditom. Leta 1929 je bila stopnja te vrste kreditiranja kar 90-odstotna.

Do popolnega zloma pa vendarle le ni prišlo, v precejšnji meri tudi zaradi tega, ker je že v torek najpomembnejši indeks na Ameriški borzi s sedežem v New Yorku (AMEX) pridobil 90 točk. Ta indeks je nekakšna protiutež indeksu DJIA, v njem pa je 20 najbolj pomembnih delnic, ki kotirajo na AMEX-u. Ta rast je dala spodbudo vlagateljem, tako da je tudi indeks DJIA 20. oktobra porasel za 126 točk, kar je pomenilo 7-odstotno rast (Doser, 2002, str. 3).

Po tem velikem padcu na Newyorški borzi se je razvilo več teorij, ki so hotele prikazati, zakaj je do tega sploh prišlo. Najpogosteje se omenjajo pojmi, kot so računalniško podprto borzno trgovanje (program trading), indeksna arbitraž (index arbitraging) in terminske pogodbe (futures contracts), kar lahko s skupnim izrazom označimo kot zavarovanje portfelja z ustreznim računalniško urejenim reagiranjem na tržna gibanja (portfolio insurance). Vendar bi prav to zavarovanje portfelja moralo zagotoviti varno naložbo in eliminirati oziroma zmanjšati tveganje na minimum.

Tehnologija je igrala glavno vlogo pri razvoju novih trgov, pri čemer so bile terminske pogodbe takrat relativno nov pojem. Začela se je uvajati avtomatizacija trgovanja, saj je vse večji promet onemogočal borzne posle brez prisotnosti računalniške tehnologije (Pascual, 2002, str. 3-5).

Tudi pohlep je bil eden izmed pomembnih motivacijskih faktorjev na borznem trgu. Veliko prisluženega denarja pravzaprav ni imelo osnove v dolgoročni visoki rasti podjetij. Ljudje tudi niso vzeli resno alarma, ki se je zgodil na začetku oktobra, ko je indeks prvič opazneje padel in to kar za 7 odstotkov. Večina špekulantov je v tem padcu videla možnost hitrega zaslužka, saj so cene delnic padle na zelo ugodno raven za nakup. Večina je pač predvidevala, da je

prišlo le do korekcije tečajev delnic; 19. in 20. oktober pa sta pokazala, da je pravzaprav prišlo do velike panike na borznem trgu in do velikega pritiska na prodajni strani.

3.4.1. Vzroki ekonomske krize leta 1987

a) Pregret trg in psihološke reakcije vlagateljev

Strokovnjaki so ugotovili, da so tečaji delnic že previsoki in da lahko borzni balon kmalu poči. Zanimalo jih je do kam pravzaprav lahko zrastejo cene delnic, kje je tista zgornja meja. Glede na to, da je tudi ekonomska rast začela dosegati zgornjo mejo in da je bilo pričakovati konec obdobja prosperite, so vlagatelji ob vsakem manjšem zdrsru tečajev že začeli prodajati svoje imetje na borzi.

Ob tem se poraja vprašanje, zakaj so cene pravzaprav sploh zrasle tako visoko? Za osemdeseta leta so bili značilni po povezovanju oziroma sovražni prevzemi. Tista podjetja, ki so hotela pridobiti delnice nekega podjetja, so izdale zelo tvegane obveznice z visoko obrestno mero (junk bonds) in s tem denarjem kupile podjetje, katerega cena delnice se jim je zdela podcenjena. Nato so podjetje razdelili na več poslovnih enot in prodajali vsako posebej, za kar so dobili več, kot če bi prodali podjetje kot celoto. Ker pa so morebitni novi lastniki želeli večinski delež v podjetjih, so bili za delnice pripravljene plačati visoko ceno.

Še en pomemben vzrok je bil v pretirani rasti delnic. V tem času so bili upravljalci premoženj pod velikim pritiskom, saj so vlagatelji, katerih veliko denarja se je začelo nabirati v investicijskih skladih, od njih zahtevali visoke in čimprejšnje dobičke. Tako so upravljalci skladov svoje poslovne odločitve sprejemali s ciljem doseganja čimprejšnjih in čimvišjih kratkoročnih dobičkov, namesto da bi se osredotočili na dolgoročno rast dobrih podjetij.

Kot enega izmed vzrokov padca delnic oktobra 1987 lahko navedem tudi počasno naraščanje obrestnih mer, ne da bi zato obstajali kakšni tehtni razlogi. Toda optimizem je bil še močnejši kot obrestne mere in tečaji so rasli še bolj intenzivno. Zvezne rezerve so se podobno kot Centralna banka v Nemčiji odločile obresti še zvišati, kar pa lahko opišemo kot »vbod v borzni balon, ki se je do takrat že močno napihnil«.

b) Računalniško podprto borzno trgovanje (program trading)

Na začetku sem omenil tako imenovani program trading kot eno izmed orodij, ki so občutno pripomogli k padcu delnic. Kaj ta pravzaprav zajema? Pri programiranem trgovanju gre za to, da posle sklepa računalnik sam in sicer avtomatično. Ko so delnice zanihale navzdol, so računalniki, ki so sprogramirani tako, da ob določeni ceni delnice prodajo, to v velikih

količinah tudi zares naredili. To pa je bil še dodaten pritisk na padec delnic (močen pritisk na ponudbeni strani). Ker pa je bilo trgovanje z računalniki že dosti razširjeno, je dejansko prišlo do enormnih prodajnih količin, ki so trg dejansko spustile za 20 odstotkov nižje. Ironično je, da naj bi prav to računalniško trgovanje omogočalo posamezniku, da svoje premoženje ustrezno zavaruje pred velikimi padci tako, da padajoče delnice pravočasno proda. Vendar kot se je izkazalo, so bili računalniki preveč obremenjeni z enormnimi količinami naročil, tako da vsak vseh naročil ni mogel izvršiti pravočasno. Prav zaradi tega so nekatere borze takšno trgovanje prepovedale.

Poglejmo primer.

Vlagatelj je, ko je uvidel, da je vrednost delnice začela strmo padati, hotel prodati svoje imetje pri ceni \$ 100 za delnico. Svoje naročilo je vnesel v računalnik, vendar je le-ta imel pred sabo še toliko naročil, da se vlagateljevo naročilo za prodajo delnic ni izvršilo. Izvršilo pa se je npr. šele čez dobro uro, ko je bila cena že \$ 85. Tako je izguba samo zaradi preobremenjenosti sistema znašala 15 dolarjev in če to pomnožimo s količino 1000 lotov, so bile izgube že za posameznike precejšnje. Nihče ni vedel, po koliko je pravzaprav delnico prodal, ker je računalniški sistem delal z zamudo. Posli so se sklepali po cenah, ki so bile precej drugačne od tistih, ki so bile v veljavi, ko je bilo naročilo oddano.

To sta v svojem delu omenila tudi Greewald in Stein, ki sta prišla do ugotovitve, da je bilo transakcijsko tveganje (transactional risk) previsoko (Stein, Greenwald, 1991, str. 443-62).

Takšno ugotovitev je podprlo tudi poročilo Bradyeve komisije, ki jo je ustanovila Reaganova administracija (Stern, 2002, str. 2). Ta komisija je imela nalogo proučiti, zakaj je prišlo to tolikšnega padca tečajev. Kot glavni razlog se navaja še počasno računalniško izpisovanje (print) naročil, saj je bilo tisti dan vnešeno v računalniški sistem (DOT - designated order turnaround) kar za 396 milijonov delnic naročil.

c) Višje donosnosti alternativnih naložb

Poleti leta 1987 je donosnost na državne obveznice s 30 letnim rokom do dospelja (30-year U.S bond) znašala kar 10 odstotkov na letni ravni. Tako je večina vlagateljev svoje naložbe iz delniškega segmenta preusmerjala na trg obveznic, saj so v tistem obdobju prinašale neprimerno več ko naložbe v takrat že zelo tvegane delnice.

3.5. Azijska finančna kriza (1997-1998)

Od leta 1982 smo bili na porajajočih se trgih kapitala (emerging markets) priča trem večjim finančnim krizam. Latinskoameriški dolžniški krizi v osemdesetih letih je sledila mehiška kriza v letih 1994-1995, v letih 1997 in 1998 pa je kriza prizadela nekatere azijske dežele (zlasti članice ASEAN-4 in Korejo), Rusijo in deloma Brazilijo, Argentino ter nekatere druge južnoameriške države. V tem delu se bom osredotočil le na azijsko finančno krizo, ki je najbolj prizadela svetovne kapitalske trge.

Azijska kriza je svetovno strokovno javnost presenetila. V letih pred krizo je prišlo do precejšnjih neto pritokov tujega kapitala in ta tok se je ob nastopu kriz radikalno obrnil. Razlogov za visoke pritoke tujega kapitala je bilo več. Liberalizacija kapitalskega računa plačilne bilance je porajajočim se gospodarstvom omogočila ugodnejši dostop do mednarodnih finančnih trgov. K pritokom tujega kapitala je pripomoglo tudi zmanjšanje donosnosti finančnih instrumentov na razvitih trgih kapitala in ocene tamkajšnjih udeležencev, da premije, ki jih nudijo finančni instrumenti na porajajočih se trgih kapitala, opravičujejo njihovo dodatno tveganje. Neto pritoki kapitala so bili povezani s precejšnjimi primanjkljaji v tekočem delu plačilne bilance azijskih držav. Pomembna značilnost je bila tudi ta, da je prišlo do precejšnjih negativnih učinkov na druga gospodarstva, ki so bila s prizadetimi gospodarstvi le posredno povezana («spillover effects»). To krizo sta spremljali valutna kriza in kriza v bančnem sektorju, ključni element reševanja pa je bilo prestrukturiranje dolgov prizadetih držav.

Azijska kriza je bila v marsičem specifična. Makroekonomske razmere v prizadetih azijskih deželah pred krizo so bile bistveno ugodnejše kot v Mehiki ali pa v Latinski Ameriki. Za azijske države so bile značilne fiskalna in monetarna disciplina, visoka stopnja gospodarske rasti, razmeroma nizka stopnja inflacije, visoka in stabilna stopnja zasebnega varčevanja ter razmeroma nizka stopnja brezposelnosti (Strašek, 1998, str. 81-88). Prav tako je bilo za azijske dežele značilno manj strukturnih nesorazmerij. K presenečenju v zvezi z nastopom Azijske krize je pripomoglo tudi dejstvo, da je bilo svetovno gospodarstvo kot celota v času pred azijsko krizo v vzponu, medtem ko so se zlasti pred dolžniško krizo v osemdesetih letih razvita gospodarstva nahajala pred recesijo.

Do povečanja kapitalskih pritokov na porajajoče se trge kapitala je prišlo predvsem v osemdesetih letih, v prvi polovici devetdesetih let pa so se pritoki portfeljskih naložb še dodatno okrepili. Povečano dostopnost tujih virov financiranja so dežele v razvoju sprejele s široko razprtimi rokami, saj naj bi ta vzvod povečal njihove možnosti za visoko gospodarsko

rast. Po drugi strani pa se je s povečanjem neto kapitalskih pritokov povečala občutljivost teh ekonomij na nestanovitnost teh tokov.

3.5.1 Razlogi za nastanek azijske finančne krize

Razlogi azijske finančne krize so bili namreč precej globlji, kot so kazali prvi površni pogledi na to krizo in so vendarle izvirali iz poslabšanja temeljnih makroekonomskih in mikroekonomskih dejavnikov v obravnavanih državah. V nadaljevanju te temeljne dejavnike tudi na kratko povzemam.

a) Visok primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance

Visok primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance naj bi bil v skladu s tradicionalno literaturo eden najpomembnejših virov trenj na finančnih trgih. Obsežni primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance je bil za azijska gospodarstva v devetdesetih letih prej pravilo kot izjema. Razmerje med primanjkljajem v tekočem delu plačilne bilance in bruto družbenim proizvodom vzhodnoazijskih »tigrov« je v letih pred krizo znašalo razmeroma visokih pet odstotkov. V letu 1997 so špekulantje napadli predvsem valute tistih držav, ki so v devetdesetih letih izkazovale precejšen plačilnobilančni primanjkljaj, v največji meri pa so tečaji teh valut tudi upadli. Stopnja korelacije med depreciacijo teh valut in stopnjo primanjkljaja v letu pred krizo je tako znašala razmeroma visokih + 0,50. Tuje neposredne investicije so v različnih državah v Aziji igrale precej različno vlogo pri financiranju deficita. Medtem ko se je v Južni Koreji in na Tajskem v treh letih pred krizo le manjši del deficita financiral s pomočjo neposrednih investicij (14 oz. 16 odstotkov), so neposredne investicije v Indoneziji in Maleziji pokrile večino ali celo celotni primanjkljaj. Poleg tega so bili ostali neto pritoki kapitala dovolj veliki, da so vodili v povečanje deviznih rezerv kljub deficitu. V sedmih letih pred krizo so se mednarodne rezerve v vseh teh deželah povečale za med 100 in 200 odstotki ali celo več (Filipini) v dolarjih (Corsetti, 2002, str. 13-16). Sterilizacija teh rezerv je pripomogla k temu, da so domače obrestne mere ostale visoke in da pritoki kapitala niso upadli, s čimer se je nadaljeval pritisk na apreciacijo tečaja.

b) Produktivnost investicij

Večji primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance sam po sebi ne predstavlja razloga za zaskrbljenost. Pomembno vprašanje pa je, kje so viri tega primanjkljaja in kako je ta primanjkljaj porabljen. Za podkapitalizirana gospodarstva z dobrimi investicijskimi priložnostmi je primanjkljaj celo zaželen. Ob tem velja opozoriti na naslednjo enačbo:

$$\text{Saldo tekočega dela plačilne bilance} = S \text{ (nacionalno varčevanje)} - I \text{ (investicije)}$$

Enačba pravi, da primanjkljaj v tekočem delu plačilne bilance lahko nastane bodisi kot posledica zmanjšanja narodnogospodarskega varčevanja in/ali povečanja investicij. Primanjkljaj, ki je posledica zmanjševanja stopnje varčevanja, je po konvencionalnem prepričanju bolj problematičen kot primanjkljaj, ki je posledica porasta investicij. Ali povedano nekoliko drugače, izposojanje v tujini za potrebe financiranja novih investicij naj bi bilo v skladu s konvencionalno miselnostjo manj »nevarno« kot izposojanje za financiranje domače potrošnje. Investicije naj bi namreč povečevale produktivne kapacitete gospodarstva in vodile v večji izvoz v prihodnosti, zmanjševanje prihodnjega trgovinskega in plačilnobilančnega primanjkljaja ter poplačilo zunanjih dolgov. Vendar pa visoke investicije same po sebi še niso tudi »opravičilo« za primanjkljaj. Pogoj je, da so te investicije tudi dovolj produktivne - njihova pričakovana donosnost mora biti višja od stroškov kapitala, investicije pa naj bi bile usmerjene predvsem v proizvodne kapacitete oziroma tako imenovani »traded« sektor, ne pa v »non-traded« sektor gospodarstva (sem sodi zlasti gradnja poslovnih stavb in zasebnih stanovanj ter investicije v razvoj storitev, ki so orientirane skoraj izključno na domači trg). Ključni predpogoj, da se investicije usmerijo produktivno, pa je učinkovit finančni sektor.

Stopnja narodnogospodarskega varčevanja azijskih tigrov je bila visoka, saj je v letih pred krizo tipično dosegala med zelo visokih 30 in 35 odstotkov BDP (v Singapurju pa na primer skoraj polovico). Zunanji primanjkljaj v teh deželah je bil predvsem posledica visokih investicij, ki so v devetdesetih letih presegale 30 odstotkov BDP, v nekaterih primerih pa celo 40 % (Veselinovič, Kleindienst, 2000, str. 26-27). Vendar pa te investicije niso bile namenjene povečevanju produktivnih kapacitet gospodarstva, temveč so bile neke vrste kvazi potrošnja (na primer izgradnja luksuznih hotelov), torej neproduktivne investicije.

c) Proračunski primanjkljaj

Negativna gibanja v plačilni bilanci niso bila rezultat proračunskega primanjkljaja, saj je večina držav v petih letih pred krizo izkazovala celo proračunski presežek. Vendar pa je površni pogled varljiv, saj je visoka stopnja rasti kreditov v bančnem sektorju v letih pred krizo vodila v velik obseg slabih posojil. V skladu z ocenami IMF so stroški čiščenja bančnega sistema v letu 1998 dosegli 15 odstotkov BDP (po nekaterih manj uradnih novejših ocenah pa celo med 20 in 30 % BDP). Ti stroški pa so bili implicitna fiskalna obveznost že pred tem, saj so nastali pred krizo.

d) Visoka stopnja zadolženosti gospodarstva in podjetij

Azijska gospodarstva so bila v času pred krizo močno zunanje zadolžena. Stopnja celotne zunanje zadolženosti azijskih držav pred krizo sicer ni bila zaskrbljujoča. Razmerje med zunanjim dolgom in BDP teh gospodarstev je konec leta 1996 v povprečju znašalo 30 odstotkov; torej nič več kot konec leta 1990. Ne preveč zaskrbljujoč je bil delež kratkoročnega dolga v celotni zadolženosti, čeprav je res, da je v času od leta 1990 do 1996 narasel s 30 na 35 odstotkov celotnega dolga (Strašek, 1998, str. 81). Precej drugačno sliko pa da razmerje med kratkoročnim dolgom in mednarodnimi rezervami. Mednarodne rezerve naj bi bile dovolj visoke, da zagotavljajo nemoteno servisiranje zunanjega dolga, vključno z odplačevanjem kratkoročnega dolga v primeru prekinitve kreditnih linij. Kratkoročni dolg Južne Koreje in Indonezije se je do konca leta 1996 povzpел na visokih 203 oz. 177 odstotkov deviznih rezerv, na Tajskem pa na prav tako visokih 100 odstotkov.

Devizne rezerve teh držav tako že konec leta 1996 niso zadoščale za kritje kratkoročnih obveznosti v primeru, da tuji upniki ne bi podaljševali kratkoročnih dolgov.

Kriza leta 1997 je nastopila v trenutku, ko so tuji upniki prekinili s podaljševanjem kratkoročnih kreditnih linij domačim poslovnim bankam. Tamkajšnje banke so bile visoko kratkoročno zadolžene, saj je konec leta 1996 delež mednarodnih kratkoročnih obveznosti - do 1 leta - domačih poslovnih bank v celotnih obveznostih do tujih bank presegel 50 %. Za azijska gospodarstva je bila značilna tudi visoka stopnja zadolženosti zasebnega realnega sektorja. Povprečno razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom (debt-to-equity ratio) 30 korejskih konglomeratov je na primer konec leta 1996 znašalo kar 3,33 (za ZDA je na primer značilno razmerje 1).

e) Devizni tečajji

Zlasti ob nastopu finančne krize se je kot enega temeljnih razlogov za pojav krize navajala precenjenost deviznih tečajev tamkajšnjih dežel. Naj ob tem spomnimo, da so bili tečajji njihovih valut v veliki meri vezani na košarice tujih valut, v katerih je imel največjo težo ameriški dolar. Stabilnost valut je visoke pritoke kapitala dodatno pospešila, saj so bili obrestni diferenciali za tuje posojilodajalce ugodni, hkrati s tem pa so tudi oni sami tečajno tveganje ocenili kot nizko. Do apreciacije valut je prišlo predvsem v deželah, v katerih košaricah je imel prevladujoč delež ameriški dolar, medtem ko so devizni tečajji dežel z bolj fleksibilnim tečajnim režimom (Južna Koreja in Tajvan) v tem obdobju celo deprecirali (Corsetti, 2002, str.17-20). Do največje apreciacije omenjenih azijskih valut je zaradi močne apreciacije dolarja prišlo v mesecih pred pričetkom krize. Prav tako drži, da so največje

poslabšanje v trgovinski bilanci zabeležile predvsem dežele z največjo realno apreciacijo tečaja. Kljub temu pa so dokazi o tem, da bi bili tečaji azijskih valut pred krizo občutneje precenjeni, vendarle razmeroma šibki. Po nekaterih ocenah naj bi realni tečaji omenjenih valut v času od konca leta 1990 do pomladi 1997 aprecirali za 11 odstotkov, kar pa naj ne bi bile kritične vrednosti. Do napada na azijske valute je prišlo predvsem zaradi neupravičeno visokih stopenj zadolženosti gospodarstva, v precej manjši meri pa zaradi realne precenjenosti tečajev.

f) Stopnja inflacije

Stopnja inflacije v prizadetih državah je bila v petih letih pred krizo z redkimi izjemami (Indonezija) zmerna in se je tipično gibala med 4 in 9 odstotki letno (Veselinovič, Kleindienst, 2002, str.29), v zadnjih dveh letih pred krizo pa se je celo znižala. Vendar pa so težave v bančnem sektorju vzbudile pričakovanja glede ekspanzivnejše monetarne politike v prihodnje (to se je v nadaljevanju tudi zgodilo). Nominalne deprecije azijskih valut v letu 1997 so bile tako v precejšnji meri v skladu s pričakovanji inflacijskih posledic sanacije bančnega oziroma finančnega sektorja.

g) Pretirana samozavest

Azijske dežele so bile v določeni meri tudi žrtve lastnega uspeha. Omamljene z visokimi stopnjami rasti njihovih gospodarstev, ki smo jim bili z manjšimi zastoji priča vse od šestdesetih let prejšnjega stoletja, so težave, ko so pričele prihajati na površje, v glavnem zanikale. Prepričane so bile, da so na tipe kriz, ki so prizadele Južno Ameriko v osemdesetih letih, imune. Deloma je bila njihova samozavest utemeljena, saj so bile njihove ekonomije v precej ugodnejšem položaju do južnoameriških pred pričetkom tamkajšnje krize. IMF je na primer Tajsko na možne težave opozoril že v začetku leta 1997, vendar je imel precejšnje težave s prepričavanjem tamkajšnjih oblasti. Prav tako se je konec oktobra 1997 pričela tudi kriza v Južni Koreji. Že v začetku tega leta je Južno Korejo 1997 prizadela serija bankrotov, tečaji delnic na domačem trgu pa so dosegli najnižjo raven v zadnjih štirih letih. Pomembnejših reakcij na te signale s strani domačih oblasti pred pričetkom krize ni bilo.

h) Posebni dejavniki

Azijska gospodarstva so imela tudi nekaj smole, saj jim pred krizo niso šli v prid tudi dejavniki, na katera sicer niso imela praktično nobenega vpliva. Pred krizo so jih namreč prizadeli določeni sektorski šoki in poslabšanje pogojev trgovanja (terms of trade), ki so vplivali na poslabšanje trgovinske bilance. Svoje je k temu pripomogla tudi močna apreciacija

ameriškega dolarja napram jenu in evropskim valutam, ki je povzročila poslabšanje konkurenčnosti večine azijskih dežel, katerih valute so bile efektivno vezane na ameriški dolar. Dodaten udarec konkurenčnosti je povzročila tudi čedalje pomembnejša vloga Kitajske v regiji, k povečevanju primanjkljaja v plačilni bilanci pa je prispevala tudi stagnacija japonskega gospodarstva. Gospodarstva jugovzhodne Azije so bila na te spremembe zelo občutljiva, saj jih je bila večina močno odprtih (povprečno razmerje med vsoto izvoza in uvoza in BDP je znasalo 48 %). Za vrsto dežel v regiji (zlasti za Indonezijo, Korejo, Tajsko, in Malezijo) pa je bila v času pred krizo značilna tudi politična nestabilnost.

3.5.2. Vloga portfeljskih naložb v azijski finančni krizi

V osemdesetih letih 20. stoletja je prišlo do povečanja kapitalskih pritokov na porajajoče se trge kapitala, v prvi polovici devetdesetih let pa so se pritoki portfeljskih naložb še dodatno okrepli. Povečano dostopnost tujih virov financiranja so dežele v razvoju sprejele z zadovoljstvom, saj naj bi ta vzvod povečal njihove možnosti za visoko gospodarsko rast. Po drugi strani pa se je s povečanjem neto kapitalskih pritokov povečala občutljivost teh ekonomij na nestanovitnost teh tokov. V nadaljevanju bom pojasnil, v kolikšni meri so k azijski krizi pripomogle portfeljske investicije.

V zvezi z nastankom azijske ekonomske, valutne in finančne krize v letih 1997 in 1998 sta se pojavili dve temeljni hipotezi (Veselinovič, Kleindienst, 2002, str.18):

Hipoteza 1: Ključni razlog za začetek in zaostritev finančne krize je bila nenadna sprememba v pričakovanih udeležencev finančnega trga oziroma njihovo prekomerno reagiranje in špekulativni motivi. Čeprav so poslabšanja temeljnih dejavnikov v prizadetih gospodarstvih h krizi prispevala, je največji del krize moč pripisati predvsem paniki domačih in tujih investitorjev ter neprimernemu odzivu mednarodnega denarnega sklada (IMF).

Hipoteza 2: Kriza je bila predvsem posledica strukturnih neravnovesij v gospodarstvu ter poslabšanja temeljnih (zlasti makroekonomskih) dejavnikov. Prekomerno reagiranje investitorjev (čredni nagon) je krizo le zaostriilo v večji meri, kot so narekovali temeljni dejavniki, nikakor pa njihova ravnanja niso bila povzročitelj krize.

Preden se lotim analize vpliva portfeljskih naložb na krizo, opozorimo na dve pomembni dejstvi oziroma razmerji:

a) Kapitalski tokovi ne predstavljajo le tokov lastniškega kapitala, temveč vse tokove, ki potekajo preko kapitalskega računa plačilne bilance. Kapitalske tokove lahko razdelimo:

Neto kapitalski tokovi =
 + Neto zasebni kapitalski tokovi (private capital flows)
 Neto tuje portfeljske naložbe
 Neto tuji bančni krediti
 Neto tuje neposredne naložbe
 Neto krediti iz nebančnih virov
 + Neto uradni kapitalski tokovi (official capital flows)
 + Drugo (napake in izpustitve)

b) V zvezi s plačilno bilanco velja naslednja enačba:

Tekoči račun plačilne bilance
 + Neto tuje neposredne investicije
 + Drugi neto pritoki kapitala
 = Sprememba mednarodnih rezerv

Vir: Veselinovič, Kleindienst, 2000, str. 20.

Gornja enačba pomeni enostavno to, da do zmanjšanja (povečanja) mednarodnih rezerv države pride tedaj, ko je vsota pozitivnih neto tujih neposrednih investicij in drugih neto pritokov kapitala manjša od primanjkljaja v tekočem računu plačilne bilance. V primeru, da je višina mednarodnih rezerv na optimalni ravni ali pod njo, mora država primanjkljaj v tekočem računu plačilne bilance nujno financirati z neto pritokom tujega kapitala; vprašanje je le, iz katerih virov ta kapital priteče. V primeru azijske finančne krize so uradni kapitalski tokovi odigrali razmeroma obrobno vlogo (večina kapitalskih tokov je bila kanalizirana preko bančnega in zasebnega realnega sektorja). V času pred azijsko finančno krizo je njihov delež v celotnih neto kapitalskih tokovih prizadetih dežel znašal le 9,5 odstotka.

Tabela 3: Stopnja nihanja posameznih kategorij neto kapitalskih tokov.

	Letni standardni odklon deleža v BDP		Koeficient variacije **	
	1980 - 1989	1990 - 1999	1980 - 1989	1990 - 1999
ASEAN-4 + J. Koreja				
Neto tuje neposredne naložbe	0,3	0,3	0,5	0,2
Neto portfeljski tokovi	0,3	0,9	1,0	0,9
Drugi neto kapitalski tokovi*	2,0	3,0	1,0	3,1
Dolgoročni	1,1	1,3	0,7	-
Kratkoročni	1,1	3,3	2,4	3,5

* Povezane z instrumenti, s katerimi se ne trguje na sekundarnem trgu kapitala (predvsem dolgoročni in kratkoročni bančni krediti).

** Koeficient variacije je razmerje med standardnim odklonom in povprečjem.

Vir: Veselinovič, Kleindienst, 2000, str. 20.

Tabela 3 kaže stopnjo nihanja posameznih kategorij kapitalskih tokov. Iz tabele je razvidno, da so bile neto neposredne tuje investicije tako v osemdesetih kot v devetdesetih letih najmanj nestanovitna kategorija neto kapitalskih tokov. Prav tako pomembna pa je ugotovitev, da so bile neto portfeljske naložbe bistveno manj nestanovitna kategorija kapitalskih tokov kot druge neto naložbe, med katere sodijo predvsem bančna in komercialna posojila. V devetdesetih letih (deloma pa tudi v osemdesetih) je bila stopnja nihanja neto portfeljskih naložb bistveno nižja celo od dolgoročnih bančnih in trgovinskih posojil. V primeru petih azijskih dežel, ki jih je kriza najbolj prizadela, je bila stopnja nihanja neto portfeljskih naložb glede na obe uporabljeni merili tveganja celo trikrat nižja od stopnje nihanja drugih neto naložb (predvsem kratkoročnih in dolgoročnih bančnih in komercialnih posojil).

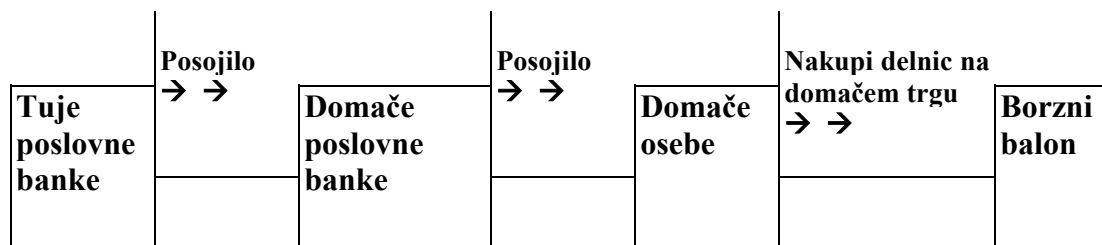
Omenimo še, da so bili neto zasebni kapitalski tokovi na porajajočih se trgih kapitala v devetdesetih letih vseskozi pozitivni. Vseskozi sta bila pozitivna tudi dva izmed treh temeljnih elementov teh tokov - neto neposredne naložbe in neto portfeljske naložbe. Povsem drugačna ugotovitev pa velja za druge neto naložbe (bančni in komercialni krediti), katerih predznak se je v času azijske krize (leto 1997 in 1998) spremenil v negativno smer. Iz petih azijskih držav, ki jih je kriza najbolj prizadela (Filipini, Indonezija, Južna Koreja, Malezija in Tajsko), je odteklo preko 50 milijard dolarjev zasebnega kapitala. Vendar pa do odtoka ni prišlo zaradi neto portfeljskih naložb, temveč skoraj izključno iz naslova odtokov dolžniškega (zlasti kratkoročnega) kapitala.

Do največjega odliva dolžniškega kapitala je prišlo zato, ker posojilodajalke (zlasti tuje zasebne banke) državam v krizi niso hotele obnoviti kratkoročnih kreditov. Ker je bilo najete

kratkoročne kredite treba odplačati, novih pa ni bilo, je nastopila velika vrzel, ki so jo morale zapolniti mednarodne finančne institucije (zlasti IMF). Drži sicer, da je azijskim deželam težave povzročilo tudi zmanjšanje pritoka portfeljskih naložb, ker so bile zaradi visokega primanjkljaja v tekoči bilanci od njih odvisne, vendar pa je povsem jasno, da je bila vloga tujih portfeljskih naložb v azijski krizi bistveno manjša od vloge dolžniškega kapitala. »Vročič« ali »špekulativni« kapital se je torej v primeru Azije pretakal predvsem v obliki bančnih (zlasti kratkoročnih) kreditov. Iz primera azijske krize je razvidno tudi to, da se v primeru krize tuji kapital v obliki portfeljskih naložb vrne prej kot pa dolžniški kapital.

Do močnih padcev tečajev delnic v azijskih državah je v veliki meri prišlo tudi kot posledica panike in prodaj s strani domačih investitorjev. Tudi v tem primeru pa je pomembno vlogo odigral bančni sektor (slika 7). Tako so na primer malezijske banke v letih pred krizo skoraj polovico kreditov domačim rezidentom namenile za nakup nepremičnin in delnic na tamkajšnjem trgu. Kreditna ekspanzija pa je bila v veliki meri pospešena z najemanjem kreditov s strani domačih bank v tujini. Tudi k napihovanju tečajev delnic in cen nepremičnin je torej v precejšnji meri pripomoglo pospešeno zadolževanje domačega bančnega sektorja v tujini.

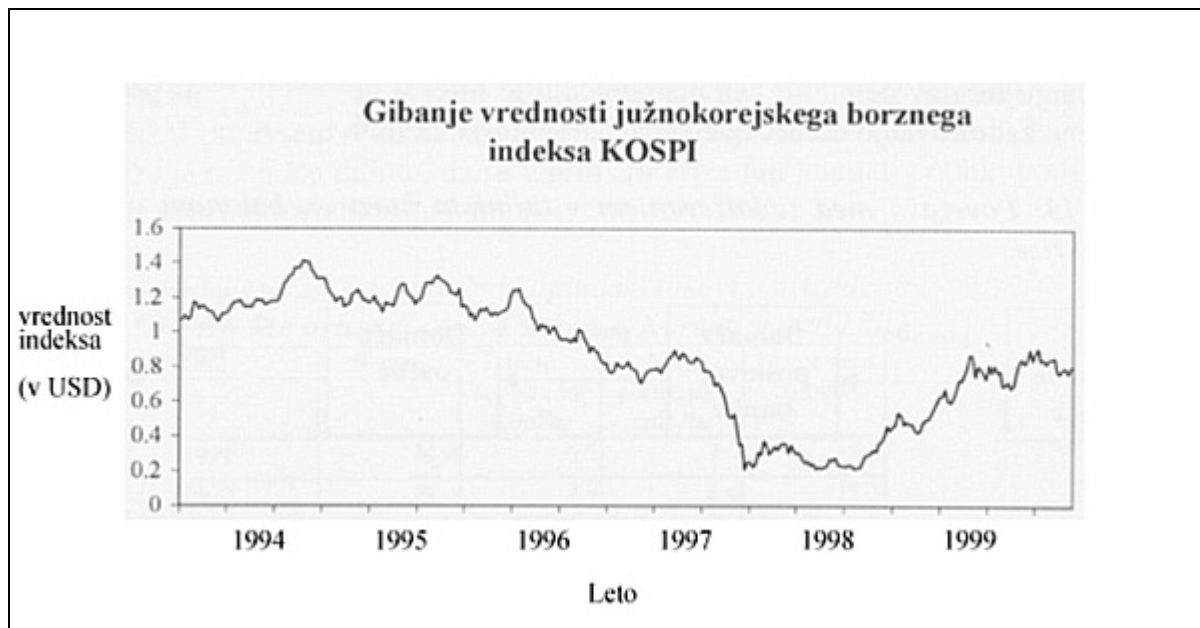
Slika 7: Povezava med zadolževanjem v tujini in borznim balonom v primeru azijske krize



Vir: Veselinovič, Kleindienst, 2000, str. 23.

Na vračanje tujih portfeljskih naložb na azijske trge kapitala kažejo tudi gibanja tečajev na tamkajšnjih trgih v naslednjih dveh letih po krizi. Slika 8 kaže gibanje južnokorejskega borznega indeksa KOSPI, izraženega v ameriških dolarjih (v dolarjih zato, da se izloči vpliv deprecijacije tamkajšnje valute).

Slika 8: Gibanje vrednosti južnokorejskega borznega indeksa KOSPI med leti 1994 in 2000



Vir: Veselinovič, Kleindienst, 2000, str. 24.

Iz prikaza je razvidno dvoje:

1. Do pomembnega padca tečajev delnic na korejskem trgu je prišlo že pred nastopom finančne krize. V času od 6. novembra 1994 do 23. marca 1997 (nekaj mesecev pred pričetkom finančne krize) so tečaji tamkajšnjih delnic upadli za visokih 50 odstotkov in dosegli najnižjo vrednost v zadnjih štirih letih. Trg kapitala je vsaj v tem primeru predstavljal signal, da je v gospodarstvu nekaj močno narobe in s tega vidika odigral koristno vlogo (oziroma bi jo lahko, če bi korejske in mednarodne oblasti ta signal v večji meri upoštevale).

2. V času od 23. marca 1997 do 14. decembra istega leta je vrednost indeksa upadla za nadaljnjih 70 odstotkov in tako dosegla le 15 odstotkov vrednosti izpred treh let. Po tem se je vrednost indeksa KOSPI močno povečala in je sredi februarja letos dosegla 98 odstotkov vrednosti, ki jo je imel indeks pred pričetkom azijske krize (konec junija 1997). Vendar pa je to donosnost v ameriških dolarjih, dolar pa je, kot vemo, v tem času močno apreciral. Donosnost korejskega indeksa KOSPI v času od 9. februarja 1997 do konca marca 2000 v nemških markah je znašala + 19 odstotkov.

Do večje rasti tečajev delnic je v zadnjih dveh letih prišlo tudi na ostalih trgih v regiji, vendar pa današnja raven tečajev delnic v teh deželah se vedno občutno zaostaja za ravnjo tečajev pred krizo (merjeno v ameriških dolarjih za med 40 in 75 odstotki). Do največjega porasta tečajev je prišlo v že omenjeni Južni Koreji in v manjši meri v Maleziji (še vedno 40 odstotni zaostanek), to je v deželah, ki sta po finančni krizi najbolj okrevale in katerih trga kapitala sta od vseh tamkajšnjih trgov tudi daleč največja.

3.6. Zlom tehnološke borze (The NASDAQ Crash)

Začetki borze NASDAQ segajo v leto 1971, ko se je na tej borzi začelo trgovati s približno 2500 različnimi vrednostnimi papirji. S povezavo več kot 500 terminalov, ki so povezovali borzne posrednike preko mreže, je avtomatizirala trgovanje z delnicami OTC (over the counter) trga, tako da običajno trgovanje na parketu (»floor trading«) ni bilo več potrebno.

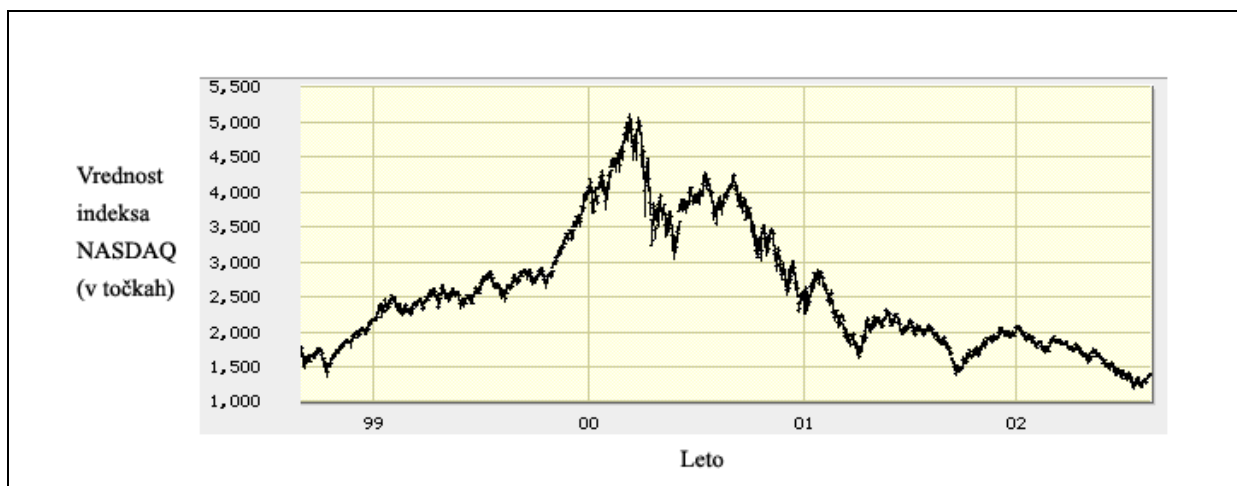
Vloga borze NASDAQ je predvsem v lansiranju manjših podjetij. Na njej kotira skoraj dvakrat več podjetij kot na Newyorški borzi (NYSE), vendar njihova tržna kapitalizacija predstavlja le 18 % NYSE. Ta je konec leta 2001 znašala 3,600 milijard ameriških dolarjev, pomemben podatek pa je, da se je v zadnjih 10 letih povečala za več desetkrat.

Indeks NASDAQ je reprezentativni indeks te tehnološke borze. Vanj je vključenih 225 delnic podjetij, ki se ukvarjajo predvsem z dejavnostjo, ki je povezana z novimi tehnologijami (internet, informatika itd). Najbolj znana podjetja, katerih delnice kotirajo tu, so: Amazon.com, Cisco Systems, Yahoo itd.

3.6.1. Nenormalno visoka rast delnic v letu 1999

Indeks NASDAQ je dosegel svojo najvišjo vrednost 10. marca 2000, že aprila pa je sledil strm padec. Delnice so se do konca leta pocenile kar za 51 odstotkov na samo 2470 indeksnih točk. V letu 2001 in 2002 se je padanje delnic nadaljevalo, tako da lahko po zadnjih podatkih ugotovljamo, da se indeks NASDAQ približuje dobri petini svoje rekordne vrednosti.

Slika 9: Gibanje vrednosti indeksa NASDAQ med leti 1998 in 2002



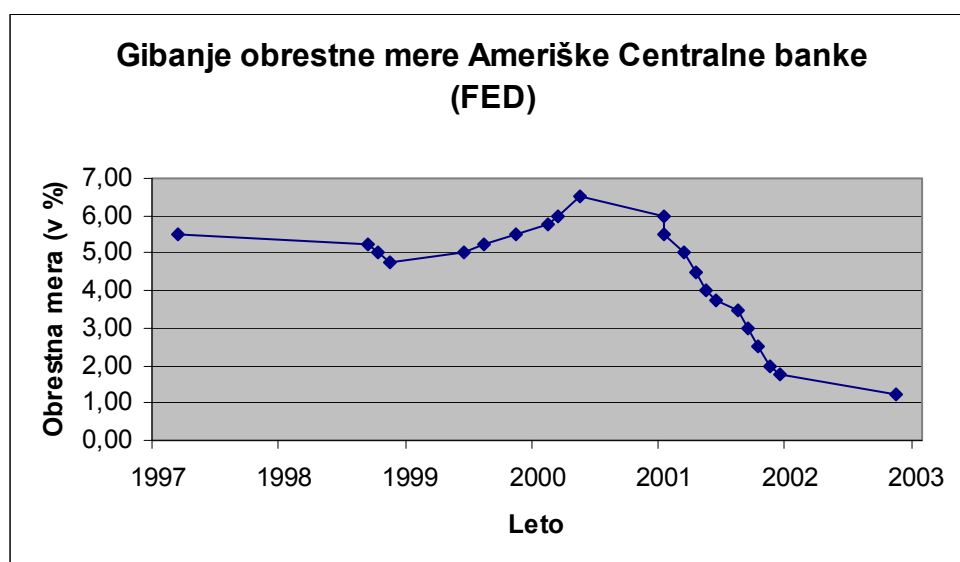
Vir: Internet [URL: <http://www.bigcharts.com>], 25.8.2002.

3.6.2. Razlogi za kolaps na borzi NASDAQ

Med glavnimi razlogi za takšen padec vrednosti delnic na tehnološki borzi vrednostnih papirjev NASDAQ se največkrat omenjajo naslednji:

- postopno zviševanje obrestnih mer ameriških zveznih rezerv Alan Greenspan je med leti 1997 in 2000 kar petkrat zvišal obrestno mero, ki se je gibala med 4,75 in 6,50 odstotki.

Slika 10: Gibanje obrestne mere Ameriške Centralne Banke (FED) med leti 1997-2002



* vrednosti so podane v tabeli v prilogi 3

Vir: Internet [URL: <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>], 15.11.2002.

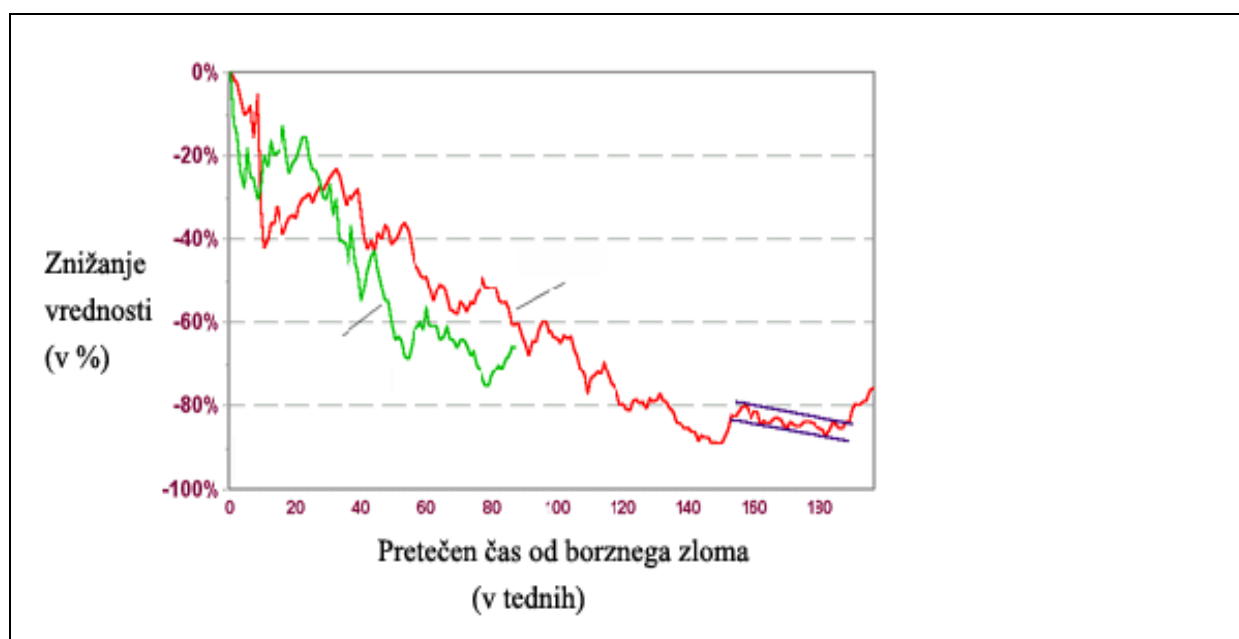
- nove izdaje delnic srednje velikih podjetij so popolnoma preplavile trg vrednostnih papirjev in tako postopno zniževale zanimanje za obstoječe vrednostne papirje. Mnogi

vlagatelji so bili prepričani, da bodo delnice na novo kotirajočih podjetij rasle po podobni stopnji kot delnice uspešnih podjetij pred tem in da se s čimprejšnjim nakupom da dobro zaslužiti.

- investicijski skladi so eni izmed največjih igralcev na borznem trgu. S svojimi nakupi in prodajami lahko vplivajo na gibanje tečajev. Ko so ti institucionalni vlagatelji zaznali, da se je borza »pregrela«, so začeli s trga izstopati z velikimi količinami. Ostali delničarji so se jim je v strahu pridružili.
- psihološko prepričanje vlagateljev, da so bile delnice v določenem trenutku resnično precenjene. Internetna podjetja, tako imenovani »dotcomi« so imeli tržno vrednost nekaj desetkrat višjo od knjigovodske. Sama pričakovanja, koliko bi lahko te delnice prinašale, pa so bila že nekajkrat vkalkulirana v ceno delnico (West, 2002, str. 4-7).

3.6.3. Primerjava borznih zlomov v letih 1929 in 2000

Slika 11: Primerjava padca indeksov; Dow Jones med leti 1929-1933 in NASDAQ-a med letoma 2000-2002



Vir: Internet [URL: <http://www.lowrisk.com/nasdaq-crash.htm>], 25.8.2002.

Na grafu (na katerem sta združeni gibanji vrednosti obeh indeksov glede na časovno oddaljenost od borznega zloma) vidimo kar nekaj zanimivih podobnosti med obema krivuljama (Walker, 2002, str. 4).

1. Strm padec vrednosti obeh indeksov takoj po začetku zloma borze (prvih 15 tednov po zlomu borze)

2. Rahel popravek vrednosti v obdobju med 15 in 40 tednom po zlomu borze
3. Krivulja NASDAQ-a je bolj strma od krivulje Dow Jonesa
4. Iz grafa je razvidno, kdaj naj bi se dokončno ustavilo padanje delnic na tehnološki borzi

Zanimivost, ki jo še lahko opazimo na grafu je, da je NASDAQ nekje med 60 in 70 tednom drsel navzdol dokaj umirjeno, nato pa so se okrog 75 tedna zgodili teroristični napadi (11.9.2001), ki so vrednost delnic pahnili še nižje, s še večjo amplitudo. Vzrok je bil strah vlagateljev pred popolnim sesutjem ameriškega in svetovnega gospodarstva zaradi možnosti nadaljnjih terorističnih napadov in morebitne vojne, v katero bi bila vpletena država.

Najslabši scenarij, ki ga lahko predvidim je, da bo padeč tehnoloških delnic trajal tako dolgo, kot je trajal padeč delnic po Velikem borznem zlomu. To bi pomenilo, da bodo tehnološke delnice padale vse do konca prvega četrletja leta 2003.

4. SKLEP

Nauke, ki sledijo iz proučevanja ekonomskih kriz lahko strnemo v naslednje:

- Narobe je, da se osredotočimo samo na to, kaj bi morala ekonomska politika napraviti tik pred izbruhom krize. Izvor krize namreč sega leta nazaj.
- Pomembno je spremljanje kumulativne spremembe domačih cen glede na ceno države, na katero je valuta vezana.
- Pametno je proučevati učinke intervencij na deviznem trgu in sprememb v mednarodnih rezervah na domačo denarno ponudbo in ostale agregate.
- Sistem deviznega tečaja, ki je vezan na neko tujo valuto, je zelo občutljiv na domače politične spremembe ali zunanje šoke, kar vpliva na pričakovanja investorjev.
- Na slabe novice trg reagira zelo hitro in s tem izzove špekulativne napade.
- Izbruh krize in okužba je pogosto v funkciji transparentnosti finančnega sistema. Če je finančni sistem organiziran na temelju povezav in ne informacij, investitorji ne morejo ocenjevati solidnosti bank in podjetij na objektivni ravni. Zato je okužba še toliko bolj verjetna, saj vlagatelji ne opazijo razlik med državami. Pomanjkanje informacij tudi pomeni takojšne odločitve, kar se tiče vlaganj in dviganj kapitala.
- Ekonomske krize vsebujejo tudi zgodbo o napihnjem balonu posameznih premoženjskih oblik. Ti počijo kljub dobrim osnovam v gospodarstvu ob določenih odstopanjih v finančni sferi in ustvarjenih razmerah panike. Značilnosti »prijateljskega kapitalizma« so ustvarile dobro podlago za prenos »okužbe« po svetu, čeprav med nekaterimi državami ni bilo tesnejših povezav.
- Eden glavnih vzrokov za nastanek recesije je padanje povprečne profitne mere. Ob vseh ekonomskih krizah je bila ta kategorija najbolj izrazita. Temu nato sledi porast brezposelnosti, inflacije, zmanjšanje BDP in poslabšanje ostalih pomembnejših makroekonomskih spremenljivk.
- »Čredni nagon« na borzah je bil po vseh večjih ekonomskih krizah močno prisoten. Ko velike finančne institucije ocenijo, da je določen kapitalski trg prenasičen, nedonosni oziroma ni več ugodne klime za nadaljnja vlaganja, se odločijo za izstop s trga. Tem velikim institucijam sledijo tudi manjši vlagatelji, ki v paniki razprodajajo svoje premoženje na borzah. Premik pomembnejših delniških indeksov za deset in več odstotkov je v takem primeru zelo verjeten.
- Največkrat uporabljena metoda reševanja ekonomske krize oziroma spodbujanja rasti je monetarna rešitev. Ustrezne institucije znižajo (ključne) medbančne obrestne mere, ki vplivajo na ceno oziroma ugodnost kreditov. Ti v določeni meri postanejo dovolj ugodni, da spodbudijo potrošnjo in investicije, kar vodi v večji BDP in prehodu iz recesije v oživljanje.
- Vsem ekonomskim krizam so sledili občutni padci tečajev vrednostnih papirjev na pomembnejših svetovnih borzah. V času, ko se vrednosti makroekonomskih

spremenljivk (nezaposlenost, inflacija, rast BDP...) začnejo obračati v negativno smer, je treba premoženje, naloženo v bolj tvegane oblike (delnice), pretvoriti v kakšno drugo, manj donosno, a bolj varno naložbo. V takšne oblike naložb, ki ohranjajo vsaj realno vrednost premoženja.

LITERATURA

1. Allgoewer Elisabeth: Underconsumption theories and Keynesian economics. St.Gallen: Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie, 2002. 34 str.
2. Anell Lars: Recession, the Western Economics and the Changing World Order. London: 1981. 181 str.
3. Bernstein Michael Alan: The Great Depression, 1929-1939. Cambridge: Cambridge university press, 1989. 269 str.
4. Borak Neven: Azijska finančna kriza in nauki za slovenijo. Ljubljana: Bančni vestnik, 1998
5. Michel Chossudovsky: The Global Financial Crisis. [URL:http://aidc.org.za/archives/gl_financial_crisis.html], avgust 2002.
6. Corsetti Giancarlo, Pesenti Paolo, Roubini Nouriel: What Caused the Asian currency and Financial Crisis? [URL:<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>], september 2002.
7. Doser Mark: Black Monday: The stock market crash of 1987. [URL:<http://users.aol.com/keenlife/stock.htm>], avgust 2002.
8. Galbraith John Kenneth: The Great Crash. Boston: Houghton Mifflin Company, 1988. 194 str.
9. Gusmorino Paul: Main causes of the Great Depression. [URL:http://www.escape.com/~paulg53/politics/great_depression.shtml], avgust 2002.
10. Haberler Gottfried Von: Prosperity and depression: A Theoretical Analysis of Cyclical Movements. London: George Allen & Unwin 2001. 384 str.
11. Krušič Marjan et al.: ZGODOVINA 2, Ljubljana: Mladinska Knjiga, 1985. 326 str.
12. Lederer Emil: Konjunktur und krisen, Tübingen: J.C.B. Mohr, 1925. 413 str.
13. Mandel Ernest: Desetletje krize 1974 – 1984. Ljubljana: Krt, 1986. 286 str.
14. Marx Karl: Teorije o višku vrednosti. Beograd: Prosveta, 1972, str.414
15. Mishkin Frederick, Eakins Stanley: Financial Markets and Institutions. B.k.: Addison Wesley Longman, 1998. 668 str.
16. Mramor Dušan et al.: Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 2000. 471 str.
17. Norčič Oto: Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 488 str.
18. Patel Sandeep, Sarkar Asani: Stock Market Crises in Developed and Emerging Markets.[URL:<http://netec.ier.hit-u.ac.jp/WoPEc/data/Papers/fipfednnp9809.html>], avgust 2002. 24 str.
19. Pascual Marsha: Black Monday: Causes and Effects. [URL:<http://www.nytimes.com/library/financial/stock-market-crash.html>], avgust 2002.
20. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1999. 205 str.

21. Senjur Marjan: Makroekonomija majhnega odprtega gospodarstva. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1995. 502 str.
22. Srdić Milutin et al.: Ekonomski leksikon. Beograd: Savremena administracija, 1975, 1531 str.
23. Stein Jeremy, Greenwald Bruce: Transactional Risk, Market Crashes and the Role of Circuit Breakers. New York: Journal of Bussines, št. 64/1991, str. 442-63
24. Stern Gary H.: Achiving Economic Stability: Lessons From the Crash of 1929. [URL:<http://woodrow.mpls.frb.fed.us/pubs/ar/ar1987.html>], avgust 2002.
25. Strašek Sebastijan: »Spill over« učinki azijske krize. Reforme in gospodarska rast. Maribor: Bilten EDP, 1998 str. 81-88
26. Veselinovič Draško, Kleindienst Robert: Ali so omejitve tujih portfeljskih naložb res v prid slovenskega gospodarstva? Ljubljana: GZS, 2000. str. 51
27. Walker Jeff: NASDAQ Crash. Internet: <http://www.lowrisk.com/nasdaq-crash.htm>, avgust 2002.
28. Watkins T.H. et al.: Timelines of the Great depression. Internet [URL: <http://cla.calpoly.edu/~lcall/timeline.dep.html>], 25.8.2002.
29. West Andrew: 13 reasons for the nasdaq crash. Washington: CapitalismMagazine, 2002.

VIRI

1. Bigcharts.com. [URL: <http://www.bigcharts.com>], 25.8.2002
2. Ekonomske perspektive, 19, Pariz: OECD, 1976, str. 47.
3. IMF: World Economic Outlook, Washington: december 1998. 253 str.
4. Šega Lidija et al.: Veliki moderni poslovni slovar. Ljubljana: Cankarjeva založba, 1997. 957 str.
5. Yahoo Finance. [URL: <http://finance.yahoo.com>], 25.8.2002

Priloga 1

Tabela 1: Rast bruto nacionalnega proizvoda v ZDA med leti 1925 in 1935 (v odstotkih)

Leto	v %
1925	2,1
1926	6,0
1927	0,6
1928	1,8
1929	6,4
1930	-9,4
1931	-8,5
1932	-13,4
1933	-2,0
1934	7,6
1935	8,0

Vir: Internet [URL: <http://cla.calpoly.edu/~lcall/timeline.dep.html>], 25. 8. 2002

Priloga 2

Tabela 2: Letna stopnja povečevanja maloprodajnih cen na Japonskem med leti 1968 in 1975 (v odstotkih)

Leto	v %
1968	5,5
1969	5,2
1970	7,6
1971	6,3
1972	4,3
1973	11,7
1974	21,0
1975	11,9

(Vir: Mandel, str.25)

Priloga 3

Tabela 3: Gibanje obrestne mere Ameriške Centralne Banke (FED) med leti 1997-2002
(v odstotkih)

Datum	Obrestna mera (v %)
25-Mar-97	5,50
29-Sep-98	5,25
15-Oct-98	5,00
17-Nov-98	4,75
30-Jun-99	5,00
24-Aug-99	5,25
16-Nov-99	5,50
2-Feb-00	5,75
21-Mar-00	6,00
16-May-00	6,50
3-Jan-01	6,00
31-Jan-01	5,50
20-Mar-01	5,00
18-Apr-01	4,50
15-May-01	4,00
27-Jun-01	3,75
21-Aug-01	3,50
17-Sep-01	3,00
2-Oct-01	2,50
6-Nov-01	2,00
11-Dec-01	1,75
6-Nov-02	1,25

Vir: Internet [URL: <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>] 15. 11. 2002