

# Usporedba kriza u Evergrandeu i Lehman Brothersu

---

**Banovec, Bruno**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2023**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Rijeka, Faculty of Tourism and Hospitality Management / Sveučilište u Rijeci, Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:191:430171>

*Rights / Prava:* [Attribution 4.0 International](#)/[Imenovanje 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-08-02**



*Repository / Repozitorij:*

[Repository of Faculty of Tourism and Hospitality Management - Repository of students works of the Faculty of Tourism and Hospitality Management](#)



**SVEUČILIŠTE U RIJECI**  
**Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**  
**Sveučilišni prijediplomski studij**

**BRUNO BANOVEC**

**Usporedba kriza u Evergrandeu i Lehman Brothersu**

**A Comparison of the Evergrande and the Lehman Brothers Crises**

Završni rad

Zabok, 2023.

**SVEUČILIŠTE U RIJECI**  
**Fakultet za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu**  
**Sveučilišni prijediplomski studij**  
Poslovna ekonomija u turizmu i ugostiteljstvu  
Studijski smjer: Menadžment u turizmu

**Usporedba kriza u Evergrandeu i Lehman Brothersu**  
**A Comparison of the Evergrande and the Lehman Brothers Crises**

Završni rad

Kolegij: **Financijski menadžment**

Student: **Bruno BANOVEC**

Mentor: **Izv. prof. dr. sc.**  
**Goran KARANOVIĆ**

Matični broj: **24073/17**

Zabok, rujan 2023.



SVEUČILIŠTE U RIJECI UNIVERSITY OF RIJEKA  
FAKULTET ZA MENADŽMENT U TURIZMU I UGOSTITELJSTVU  
FACULTY OF TOURISM AND HOSPITALITY MANAGEMENT  
OPATIJA, HRVATSKA CROATIA

## IZJAVA O AUTORSTVU RADA I O JAVNOJ OBJAVI OBRANJENOG ZAVRŠNOG RADA

---

(ime i prezime studenta)

(matični broj studenta)

---

(naslov rada)

Izjavljujem da sam ovaj rad samostalno izradila/o, te da su svi dijelovi rada, nalazi ili ideje koje su u radu citirane ili se temelje na drugim izvorima, bilo da su u pitanju knjige, znanstveni ili stručni članci, Internet stranice, zakoni i sl. u radu jasno označeni kao takvi, te navedeni u popisu literature.

Izjavljujem da kao student–autor završnog rada, dozvoljavam Fakultetu za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci da ga trajno javno objavi i besplatno učinidostupnim javnosti u cjelovitom tekstu u mrežnom digitalnom repozitoriju Fakulteta za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci.

U svrhu podržavanja otvorenog pristupa završnim radovima trajno objavljenim u javno dostupnom digitalnom repozitoriju Fakulteta za menadžment u turizmu i ugostiteljstvu Sveučilišta u Rijeci, ovom izjavom dajem neisključivo imovinsko pravo iskorištavanja bez sadržajnog, vremenskog i prostornog mog završnog rada kao autorskog djela pod uvjetima *Creative Commons* licencije CC BY Imenovanje, prema opisu dostupnom na <http://creativecommons.org/licenses/>.

U Opatiji, \_\_\_\_\_

---

Potpis studenta

## Sažetak

Financijske se krize javljaju u svakom financijskom sustavu. Ovaj rad nakon objašnjenja fenomena financijske krize i pregleda odabranih primjera kriza obrađuje krizu u kojoj se našao China Evergrande Group, kineski div na tržištu nekretnina, te ju uspoređuje s krizom koja je dovela do propasti Lehman Brothers Holdings, svojedobno četvrtu po veličini američku investicijsku banku. Obje su se tvrtke našle u krizi likvidnosti nastaloj uslijed pretjerano agresivne poslovne strategije i financijske neodgovornosti vodstva. U oba se slučaja radilo o gomilanju kratkoročnog duga radi financiranja dugoročne imovine – problema koji je mogao biti poznat vodstvu obiju tvrtki iz ne tako davnog primjera krize štedno-kreditnih zadruga u Sjedinjenim Američkim Državama, ali i drugih primjera. Znanje o financijskim krizama nužno je potrebno želi li se izbjeći ponavljanje istih grešaka.

Ključne riječi: financijske krize; Lehman; Evergrande; Kina, dug

## **Abstract**

Financial crises occur in every financial system. After explaining the phenomenon of financial crisis and giving an overview of selected examples of crises, this paper explores the crisis at the Chinese real estate giant China Evergrande Group and compares it to the crisis that led to the demise of Lehman Brothers Holdings, in its day the fourth largest American investment bank. Both firms found themselves in a liquidity crisis precipitated by their excessively aggressive business strategy and their leaderships' financial irresponsibility. Both cases were brought about by taking on huge amounts of short-term debt in order to finance long-term assets – a problem that the leadership of both companies could have learned about from the example of the savings and loan crisis, which had occurred in the United States of America in the not-so-distant past, as well as from other examples. Knowledge of financial crises is necessary if one wishes to avoid repeating the same mistakes.

Keywords: financial crises, Lehman, Evergrande, China, debt

# Sadržaj

<b>Uvod</b>	<b>1</b>
<b>1. Financijske krize</b>	<b>2</b>
<b>1.1. Pregled izabranih financijskih kriza</b>	<b>3</b>
<b>1.1.1. Velika ekonomska kriza</b>	<b>3</b>
<b>1.1.2. Naftne krize 70-ih</b>	<b>7</b>
<b>1.1.3. Latinoameričke krize</b>	<b>10</b>
<b>1.1.4. Kriza američkih štedno-kreditnih zadruga</b>	<b>12</b>
<b>1.1.5. Japanska financijska kriza</b>	<b>13</b>
<b>1.1.6. Azijska financijska kriza 1997.</b>	<b>14</b>
<b>1.1.7. Dot.com balon</b>	<b>15</b>
<b>2. Pregled propasti investicijske banke Lehman Brothers</b>	<b>16</b>
<b>2.1. Kriza drugorazrednih hipotekarnih zajmova</b>	<b>16</b>
<b>2.2. Povijesni razvoj Lehman Brothersa</b>	<b>18</b>
<b>2.3. Posljednje godine poslovanja Lehman Brothersa</b>	<b>21</b>
<b>2.4. Pokušaji spašavanja i propast</b>	<b>22</b>
<b>2.5. Posljedice</b>	<b>23</b>
<b>2.6. Globalna financijska kriza</b>	<b>24</b>
<b>3. Evergrande</b>	<b>25</b>
<b>3.1. Kontekst</b>	<b>25</b>
<b>3.1.1. Kinesko gospodarstvo: "socijalizam s kineskim obilježjima"</b>	<b>25</b>
<b>3.1.2. Balon na kineskom tržištu nekretnina</b>	<b>26</b>
<b>3.1.3. Općenito o Evergrandeu</b>	<b>28</b>
<b>3.2. Evergrande kao kineski Lehman: tri slična i jedno različito</b>	<b>30</b>
<b>3.3. Mogući rezultat i potencijalne posljedice po gospodarstvo</b>	<b>32</b>
<b>Zaključak</b>	<b>33</b>
<b>Bibliografija</b>	<b>36</b>

## Uvod

Ovaj se završni rad bavi usporedbom krize u China Evergrande Groupu s krizom u Lehman Brothers Holdingsu. Područje istraživanja rada su financijske krize.

Cilj rada je doći do saznanja o mogućem nastavku krize u Evergrandeu i njezinim posljedicama.

Pri pisanju rada korištene su metode analize, indukcije, dedukcije, sinteze i povijesna metoda. Izvor podataka za rad je stručna i znanstvena literatura, kao i dostupni financijska izvješća i statistički ljetopisi.

Rad je podijeljen na uvod, tri poglavlja i zaključak. U prvom poglavlju rada objašnjava se priroda financijskih kriza s uzrocima njihova nastanka. Potom se radi boljeg razumijevanja fenomena financijske krize navode i objašnjavaju odabrane financijske krize koje su u znanstvenoj literaturi opisane kao najznačajnije u recentnoj povijesti. U drugom poglavlju donosi se pregled propasti Lehman Brothersa počevši s opisom krize drugorazrednih hipotekarnih zajmova u Sjedinjenim Američkim Državama i pregledom povijesnog razvoja Lehman Brothersa. Poglavlje završava analizom posljedica propasti Lehmana po financijski sustav Sjedinjenih Američkih Država te utjecaja na globalna financijska tržišta i nastale globalne financijske krize. U trećem se poglavlju nakon kratkog uvoda o gospodarsko-političkim prilikama u NR Kini detaljno analizira balon na kineskom tržištu nekretnina. Potom se opisuje i elaborira China Evergrande Group na sličan način kao Lehman Brothers u drugom poglavlju, nakon čega slijedi opis njegove trenutne krize i njezina usporedba s krizom u Lehmanu. U nastavku poglavlja oprezno se raspravlja o mogućem raspletu događaja i potencijalnim posljedicama propasti Evergrandea po kinesko i svjetsko gospodarstvo te se razmatra hoće li one biti iste magnitude kao u slučaju Lehmana. Na kraju rada razmatraju se potencijalne aktivnosti koje mogu doprinijeti spašavanju i oporavku Evergrandea.



# 1. Financijske krize

Gorton definira financijske krize kao “navale na kratkoročni dug” (engl. *runs on short-term debt*)<sup>1</sup>. “Navala je informacijski događaj pri kojem držatelji kratkoročnog duga više ne žele pozajmljivati bankama<sup>2</sup> jer dobiju informaciju koja ih navodi da posumnjaju u vrijednost pokrića duga, pa stoga bježe.”<sup>3</sup> Tako je financijska kriza “informacijski događaj pri kojem držatelji kratkoročnog duga uoče javni signal te potom više ne žele pozajmljivati bankama jer imaju razloga sumnjati u pokrivenost duga”<sup>4</sup>. Financijska kriza stoga nastaje kad dovoljan broj zajmodavaca iz bilo kojeg razloga počne smatrati kako im se neće vratiti zajmovi koje su izdali. Pojam financijske krize odnosi se na posljedice postupaka koje zajmodavci poduzmu nastojeći zaštititi svoj interes uslijed sumnje u povratak svojih zajmova. “Javni signal”, tj. događaj-okidač sumnje zajmodavaca, može biti bilo što što će oni smatrati štetnim po svoj financijski interes, npr. neočekivani događaji, afere i korporativni skandali, zakonodavne promjene, nagle ekonomske promjene i sl. Claessens i Kose napominju da je financijska kriza “često amalgam događaja uključujući značajne promjene u obujmu kredita i cijenama imovine, ozbiljne poremećaje u financijskom posredovanju, posebice u ponudi eksternog financiranja, bilančne probleme velikih razmjera te potrebu za opsežnom vladinom podrškom”<sup>5</sup>.

Vrlo utjecajan model za tumačenje nastanka financijskih kriza u suvremenim tržišnim gospodarstvima je Minskyjeva hipoteza financijske nestabilnosti koju je istoimeni ekonomist (Hyman Minsky) izvorno iznio u svojem djelu *John Maynard Keynes* iz 1975. Minsky je identificirao tri različite vrste odnosa između dohotka i duga koje je nazvao *hedge*, špekulativne i Ponzi financije. *Hedge* skupina se odnosi na one financijske jedinice koje mogu podmiriti sve svoje obveze sredstvima iz svojeg novčanog tijeka. Špekulativna skupina obuhvaća one subjekte koji mogu podmiriti kamate, no ne i glavnice, iz svojeg novčanog tijeka te stoga pribjegavaju izdavanju novog duga kako bi podmirili dospjeli dug<sup>6</sup>. Subjekti iz Ponzi skupine ne mogu podmiriti ni kamate ni glavnice sredstvima iz novčanog tijeka, nego samo prodajom imovine ili pozajmljivanjem čime “snizuju granicu sigurnosti koju nude držateljima svojih dugova”<sup>7</sup>. Tako u “dobrim vremenima” (vremenima obilja kapitala na tržištu) dominantnu ulogu u financijskoj strukturi od *hedge* jedinica preuzimaju špekulativne i Ponzi jedinice. U slučaju da se vlasti odluče na tvrđu monetarnu politiku,

---

<sup>1</sup> Gorton, „Financial crises“, 43.

<sup>2</sup> Banka je tvrtka koja proizvodi kratkoročni dug (ibid.)

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Ibid., 44.

<sup>5</sup> Claessens i Kose, „Financial crises: explanations, types, and implications“, 3.

<sup>6</sup> Minsky, „The financial instability hypothesis“, 6-7.

<sup>7</sup> Ibid.

špekulativne jedinice postat će Ponzi jedinice, a Ponzi jedinice će propasti, što može dovesti do kolapsa vrijednosti imovine<sup>8</sup>. Kindleberger je u poglavlju *Anatomija tipične krize* svoje poznate knjige *Najveće financijske krize: manije, panike i slomovi* prenio Minskyjev model ističući kako u fazi ekspanzije investitori postaju spremniji uzimati nove zajmove kako bi financirali cijeli niz novih investicija, dok zajmodavci povećavaju svoju sklonost riziku i postaju spremniji davati zajmove kakve su ranije smatrali prerizičnima. Uslijed neminovnog pogoršanja ekonomskih uvjeta investitori i zajmodavci postaju oprezniji<sup>9</sup>, opseg investicija i zajmova se smanjuje te nastupaju “loša vremena”, vremena nestašice kapitala na tržištu.

## 1.1. Pregled izabranih financijskih kriza

Krize se javljaju u svim gospodarstvima, kako onima u razvoju, tako i razvijenima, te su sastavni dio poslovnih ciklusa<sup>10</sup>. U literaturi se tako spominju različite vrste financijskih kriza poput inflacija, valutnih slomova i kvarenja valute te bankovnih i dugovnih kriza<sup>11 12</sup>. Dalje se u radu objašnjavaju vrste kriza kroz konkretne primjere iz povijesti.

### 1.1.1. Velika ekonomska kriza

Velika ekonomska kriza i Velika depresija nazivi su koji se koriste za krizu koja je izbila 1929. u SAD-u i potom se prelila na cijeli tadašnji svjetski gospodarski sustav. U literaturi nalazimo mnoštvo oprečnih gledišta na uzroke sloma, kao i na razloge zbog kojih je kriza potrajala tako dugo te načine na koje se s njom trebalo nositi. Bernanke, predsjednik američkih Saveznih rezervi 2006.-2014., je tako razumijevanje Velike depresije nazvao “svetim gralom makroekonomije” do kojeg još nismo došli<sup>13</sup>. U ovom dijelu rada navedene su, počevši s Velikom depresijom, temeljne činjenice o nastanku financijskih kriza kao i reakcijama vlada u borbi protiv posljedica tih kriza.

Nakon brzog oporavka od recesije 1920. i 1921., američko je gospodarstvo dvadesetih prosperiralo<sup>14</sup>. SAD su uživale visoke razine ulaganja, visoke plaće i napredak u produktivnosti, dok su američke tvrtke ostvarivale visoku dobit<sup>15</sup>. “Samo na SAD otpadala je gotovo polovica svjetske

---

<sup>8</sup> Ibid., 8.

<sup>9</sup> Kindleber i Aliber, *Najveće svjetske financijske krize: manije, panike i slomovi*, 31-32

<sup>10</sup> Gorton, op. cit. 44.

<sup>11</sup> Claessens i Kose, op. cit. 1.

<sup>12</sup> Reinhart i Rogoff, *This time is different: Eight centuries of financial folly*, 4-14.

<sup>13</sup> Bernanke, „The macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach“, 1.

<sup>14</sup> Wakatabe, „The great depression and macroeconomics reconsidered: The impact of policy and real-world events on economic doctrines“, 245.

<sup>15</sup> Crafts i Fearon, „Lessons from the 1930s great depression“, 4.

industrijske proizvodnje 1925.-1929.”<sup>16</sup>. Najniža točka Dow-Jones industrijskog prosjeka 1928. iznosila je 191, što je gotovo dvostruko više od njegove najviše točke od 102 iz 1922., dok se 1929. mjesec prije sloma udvostručio na 381. Ovaj spektakularni uspon prekinut je 1929. kada je uslijedio dotad neviđeni financijski slom i nastala kriza od koje će se američko gospodarstvo početi oporavljati tek 1933.<sup>17 18</sup> Obilježje “blagostanja” dvadesetih bila je kreditna i monetarna ekspanzija<sup>19 20</sup>. U strahu od špekulativnog balona Wall Streeta, monetarne vlasti su početkom 1928. učinile zaokret i zategnule monetarnu politiku<sup>21 22</sup>nastojeći suzbiti špekulaciju bez uzrokovanja depresije u gospodarstvu<sup>23</sup>. Ovim je zaokretom ipak došlo do “Minskyjevog trenutka” (vidi 1. poglavlje) i manija se polako pretvorila u paniku koja je kulminirala dotad najvećim padovima burze 24. i 29.10.1929. (poznati kao Crni četvrtak i Crni utorak). Recesija je počela već u kolovozu<sup>24</sup>. Dow-Jones industrijski prosjek je do kraja godine potonuo ispod 200, a do lipnja 1932. dotaknuo je svoju najnižu točku ikad na 41. Najnižu razinu iz 1928. neće preći do 1937. (vidi tablicu 1.)

**Tablica 1.** indeks *Dow Jones Industrial Average*

Godišnje razine indeksa	Najviša razina	Najniža razina
1928.	300,00	191,33
1929.	381,17	198,69
1930.	294,07	157,51
1931.	194,36	73,79
1932.	88,78	41,22
1933.	108,67	50,16
1934.	110,74	85,51
1935.	148,44	96,71
1936.	184,90	143,11
1937.	194,40	113,64

Izvor: Dow Jones - DJIA - 100 year historical chart. (n.d.). Macrotrends. <https://www.macrotrends.net/1319/dow-jones-100-year-historical-chart>

Došlo je do gubitka povjerenja u financijske institucije<sup>25</sup>. Mnoge su banke propale. “Broj banaka koje su djelovale krajem 1933. bio je tek malo iznad polovice broja koji je postojao 1929. Banke koje

<sup>16</sup> Bernanke, „Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression“, 274.

<sup>17</sup> Crafts i Fearon, op. cit. 22.

<sup>18</sup> Bernanke (1983), op. cit. 257, 272.

<sup>19</sup> Ibid., 261.

<sup>20</sup> Rothbard, *America's great depression*, 149.

<sup>21</sup> Wakatabe, op. cit. 238, 239.

<sup>22</sup> Crafts i Fearon, op. cit. 7.

<sup>23</sup> Temin, „Transmission of the great depression“, 89.

<sup>24</sup> Wakatabe, op. cit. 239.

<sup>25</sup> Bernanke (1983), op. cit. 258

su preživjele doživjele su teške gubitke”<sup>26</sup>. Financijska kriza je izazvala teške poremećaje u realnom gospodarstvu te je gospodarska aktivnost počela nezaustavljivo opadati. Doba blagostanja je definitivno završilo. “Od vrhunca ekspanzije 20-ih u kolovozu 1928. do dna u ožujku 1933. *output* je pao za 52%, veleprodajne cijene za 38% i realni dohodak za 35%”<sup>27</sup>. BDP Sjedinjenih Američkih Država je od 1929. do 1932. pao za 28%, industrijska proizvodnja za 44.7%, neto prihod američkih poljoprivrednika pao je za 68.2%, a nezaposlenost je 1933. dosegla 24.9%<sup>28</sup>. Odgovor Hooverove administracije bio je niz restriktivnih mjera protiv burzovne špekulacije, restriktivne tarife na uvoz, smanjenje imigracijskih kvota, ogromno proširenje javnih radova, subvencije poljoprivrednicima i povećanje poreza<sup>29</sup> te osnutak *Reconstruction Finance Corporation* (RFC), tijela koje je trebalo pozajmljivati financijska sredstva posrnulom financijskom sustavu<sup>30</sup>. “Hoover je vjerovao kako su visoke plaće ključ blagostanja”<sup>31</sup>, a ne obratno, bio je “jak pobornik sindikata i visokih plaća”<sup>32</sup> i vjerovao je u ograničavanje konkurencije na tržištu<sup>33</sup>. Hooverov nasljednik Roosevelt nastavio je sličnu politiku, samo ju je proširio te je ona postala poznata pod nazivom *New Deal*<sup>34</sup>. Nova je administracija ipak uspjela riješiti problem propasti banaka nametnuvši “bankovni praznik”, čime je većina financijskih posrednika zatvorena<sup>35</sup>. “Bankovni praznik” označava razdoblje tijekom kojeg bi banke pod prisilom vlasti jednostavno ostale zatvorene s ciljem sprječavanja navala na banke<sup>36</sup>. Ova je mjera omogućila bankama opstanak bez podmirivanja obaveza svojim klijentima<sup>37</sup>. Banke su mogle nastaviti poslovanje tek uz dozvolu nadležnih vlasti<sup>38</sup>. Ipak, mnoge se banke više nisu otvorile, a mnoge su druge poslovanje nastavile samo ograničeno<sup>39</sup>. Te je godine stupio na snagu i novi zakonski akt, kolokvijalno poznat kao *Glass-Steagall*, koji je regulirao bankarsko-financijski sektor.

---

<sup>26</sup> Ibid., 259.

<sup>27</sup> Crafts i Fearon, op. cit. 8.

<sup>28</sup> Statista Research Department, „Europe and U.S. Change in GDP 1929-1938.“

<sup>29</sup> Rothbard, op. cit. 216-320.

<sup>30</sup> Crafts i Fearon, op. cit. 12.

<sup>31</sup> Ohanian, „What – or who – started the Great Depression?“, 9.

<sup>32</sup> Ibid., 12.

<sup>33</sup> Ibid, 9.

<sup>34</sup> *New Deal* je skupni naziv za ekonomske politike koje je 1933.-1938. provodio novi američki predsjednik Franklin D. Roosevelt s ciljem oporavka od Velike depresije. Izraz *new deal* u američkom engleskom označava novu podjelu igračih karata, a kao naziv nove ekonomske politike izabran je kako bi opisao njezin reformni karakter te ju prikazao kao potpuno novu i pravedniju od stare.

<sup>35</sup> Bernanke (1983), op. cit. 272.

<sup>36</sup> Do navale na banku (engl. *bank run*) dolazi kad dovoljan broj klijenata neke banke iznenada iz bilo kojeg razloga istovremeno zatraži povlačenje svojih depozita iz banke. S obzirom da banke uglavnom ostavljaju tek jedan dio svih depozita u gotovini (većina depozita klijenata se koristi za druge poslovne aktivnosti banke), takav događaj može prerasti u ozbiljan problem za banku te ona uslijed navale može i propasti.

<sup>37</sup> Rothbard, op. cit. 325.

<sup>38</sup> Friedman i Schwartz, *A monetary history of the United States 1867-1960: A study by the National Bureau of Economic Research, New York*, 328.

<sup>39</sup> Bernanke (1983), op. cit. 272.

Ovim je zakonskim aktom komercijalno bankarstvo razdvojeno od investicijskog<sup>40</sup>, a između ostalog je uvedeno i osiguranje depozita u komercijalnim bankama<sup>41</sup>. Akt je predložio senator Carter Glass i uveo ga uz podršku kongresmena Henryja Steagalla, predsjednika Kongresnog odbora za bankarstvo i valutu, s ciljem sprječavanja banaka članica sustava Saveznih rezervi u korištenju sredstava iz sustava (namijenjenih za aktivnosti komercijalnog bankarstva) u špekulativne svrhe<sup>42</sup>. Akt je u svojem izvornom obliku ostao na snazi idućih 66 godina<sup>43</sup>.

Kako su Sjedinjene Američke Države (nadalje SAD) bile vodeći svjetski izvoznik i zajmodavac, drugi svjetski uvoznik te vezane uz većinu svjetskih gospodarstava međunarodnim standardom zlatne razmjene<sup>44</sup> (objašnjen u sljedećem ulomku), kriza se proširila na gotovo cijeli svijet. Grossman i Meissner prenose kako je “izvoz u 27 vodećih zemalja pao za preko 50% između 1929. i 1932. dok je realni BDP u tim zemljama pao 15% tijekom tih istih godina.”<sup>45</sup>.

Međunarodni standard zlatne razmjene koji je bio na snazi u većini Zapadnog svijeta<sup>46</sup> 20-ih godina 20. stoljeća opisan je u tekstu do kraja ovog odlomka. Američki je dolar bio na zlatnom standardu, dakle službeno vezan uz zlato fiksnim tečajem razmjene, što znači da je svaki dolar bio pokriven odgovarajućom količinom zlata i u bilo kojem trenutku mogao biti zamijenjen za odgovarajuću količinu zlata (svaka je novčanica dolara bila vrijednosni papir koji predstavlja određenu količinu zlata). Britanska funta sterlinga također je bila na zlatnom standardu, no on je bio nešto drugačiji od američkog jer je razmjena funte u zlato bila ograničena na krupne poluge namijenjene velikim međunarodnim transakcijama<sup>47</sup> (za razliku od američkog dolara, koji se mogao mijenjati i za sitnije zlatne kovanice). Mnoga su ostala gospodarstva držala svoje monetarne rezerve ne izravno u zlatu poput američkog i britanskog, već u američkim dolarima ili britanskim funtama, pa se takav sustav stoga naziva standardom zlatne razmjene<sup>48</sup>. Ovo je još jedan od čimbenika koji su omogućili prelijevanje krize iz SAD-a na svijet. Britanska je funta prestala sa svojim zlatnim standardom 1931., a SAD je obustavio isplate zlata 1933.<sup>49</sup> Ostala su gospodarstva slijedila te je međuratni sustav međunarodnog standarda zlatne razmjene potpuno propao do 1936.<sup>50</sup>

---

<sup>40</sup> McDonald, „The repeal of the Glass-Steagall act: Myth and reality“, 1.

<sup>41</sup> Lucas, „Glass-Steagall: A requiem“, 45.

<sup>42</sup> McDonald, op. cit. 2.

<sup>43</sup> Lucas, op. cit. 43.

<sup>44</sup> Crafts i Fearon, op. cit. 4-5.

<sup>45</sup> Grossman i Meissner, „International aspects of the Great Depression and the crisis of 2007: similarities, differences, and lessons“, 319-320.

<sup>46</sup> Friedman i Schwartz, op. cit. 359.

<sup>47</sup> Rothbard, op. cit. 148-149,

<sup>48</sup> Friedman i Schwartz, op. cit. 359.

<sup>49</sup> Ibid., 362.

<sup>50</sup> Bernanke (1994), op. cit. 7.

Postojala su dva oprečna gledišta koja daju prijedloge rješenja nastale krize: dok su jedni stručnjaci predlagali fleksibilniju monetarnu politiku i korjenitu državnu intervenciju u gospodarstvo, drugi su se, u skladu s teorijama poslovnih ciklusa, tome protivili smatrajući potrebnim pustiti da se poslovni ciklus završi, tržište samo “nađe dno”, cijene (uključujući cijenu rada, tj. nadnice ili plaće) opadnu i sustav se time očisti od ekonomski nezdravih subjekata.

### 1.1.2. Naftne krize 70-ih

“Nafta čini oko dvije petine svjetske energije i bitan je činitelj u međunarodnom i nacionalnom ekonomskom razvoju. Riječ je o oskudnom resursu, koncentriranom u određenim svjetskim regijama, s promjenljivim znanim rezervama i nestabilnom cijenom.”<sup>51</sup>. Sukladno tome, promjene u ponudi (i cijeni) nafte imaju dalekosežan utjecaj na svjetska gospodarstva. Jiménez-Rodríguez prenosi kako “nepredviđen poremećaj u ponudi nafte dovodi do relevantnog pada globalne ekonomske aktivnosti u bilo kojem promatranom vremenskom periodu (1973:08-2019:06)”<sup>52</sup>.

Svjetsko je gospodarstvo 70-ih godina prošlog stoljeća svjedočilo dvama ozbiljnim poremećajima u ponudi nafte, tj. naftnim šokovima.

Dekanić, Kolundžić i Karasalihović navode kako je do prvog je naftnog šoka došlo krajem 1973. i prvom polovicom 1974. godine<sup>53</sup>. Nakon što su SAD poslale vojnu pomoć Izraelu, čiji su položaji na Sueskom kanalu i Golanskoj visoravni u listopadu 1973. napadnuti od Egipta i Sirije (Jomkipurski rat), Organizacija arapskih zemalja izvoznica nafte (OAPEC)<sup>54</sup> je najavila redukcije isporuke nafte zemljama zapadne Europe za 5% mjesečno i uveo embargo na izvoz nafte u SAD i Nizozemsku te kasnije Portugal, Južnu Afriku i tadašnju Rodeziju.<sup>55</sup>

Nearapske članice Organizacije zemalja izvoznica nafte (OPEC) nisu sudjelovale u embargu i redukcijama, ali su profitirale od povećanih cijena<sup>56</sup>. OPEC-ova prosječna godišnja cijena sirove

---

<sup>51</sup> Letunić, „Utjecaj cijena i ograničenosti resursa nafte na svjetsko gospodarstvo“, 241.

<sup>52</sup> Jiménez-Rodríguez, „Oil shocks and global economy“, 1.

<sup>53</sup> Dekanić, Kolundžić i Karasalihović, *Stoljeće nafte: Veza između nafte, novca i moći koja je promijenila svijet*, 226-227

<sup>54</sup> valja voditi računa o razlici između Organizacije zemalja izvoznica nafte (OPEC) i Organizacije arapskih zemalja izvoznica nafte (OAPEC). OPEC je međuvladina organizacija koju su 1960. osnovale Saudijska Arabija, Iran, Irak, Kuvajt i Venezuela radi koordinacije svojih naftnih politika s ciljem čuvanja svojih interesa te manipulacije cijenom nafte na međunarodnom tržištu (Statut OPEC-a, gl. 1., čl. 1. i 2.). OAPEC je organizacija koju su 1968. osnovale tri od tadašnjih pet arapskih članica OPEC-a (Saudijska Arabija, Libija i Kuvajt) s ciljem korištenja nafte kao političkog oružja protiv onih koji bi podržali Izrael u budućim arapsko-izraelskim sukobima (Rose, „OPEC's dominance of the global oil market: the rise of the world's dependency on oil“, 432.).

<sup>55</sup> Dekanić i drugi, op. cit. 226-227

<sup>56</sup> Painter, „Oil and geopolitics: the oil crises of the 1970s and the Cold War“, 190-191.

nafte po barelu<sup>57</sup> učeterostručila se s 2,7\$ iz 1973. na 11,0\$ 1974.<sup>58</sup> u dolarima neprilagođenim inflaciji.

Nakon primirja između Izraela, Egipta, Jordana i Sirije pod nadzorom SAD-a te početka pregovora između Izraela i arapskih zemalja uz posredništvo SAD-a<sup>59</sup>, većina zemalja koja je uvela embargo okončala ga je 18. ožujka 1974.<sup>60</sup>

Dekanić et al. navode sljedeće: "Nakon nekoliko mjeseci embarga na isporuku nafte, veći dio cestovnog, morskog i zračnog prometa u SAD, zapadnoj Europi i Japanu bio je paraliziran. U SAD je prvi put u povijesti došlo do nestašice benzina i paralize cestovnog prometa. U zapadnoj Europi, prvo je uvedeno smanjenje prometa na temelju sustava "par-nepar"; ovisno o broju registarske oznake... Naposljetku su američke i europske autoceste skoro sasvim opustjele."<sup>61</sup> Zemlje izvoznice nafte su u isto vrijeme uživale znatno povećane prihode od nafte<sup>62 63</sup>. U pokušaju smanjenja ovisnosti o OPEC-ovoj nafti, 15 zapadnih zemalja uvoznica nafte na koje je otpadalo 80% tadašnjeg svjetskog uvoza nafte oformilo je Međunarodnu energetska agenciju (IEA), uvozni "protukartel" OPEC-u, neke od čijih su funkcija bile stvaranje zaliha nafte, štednja energije i razvitak alternativnih energetskih izvora<sup>64</sup>. U razvijenim zemljama uvoznicama osnivala su se ministarstva za energetiku, nafta i energenti općenito su se počeli štedljivije trošiti, porasla je uporaba malih automobila, počeli su se istraživati alternativni izvori energije, naftna nalazišta u podmorju i ostali nekonvencionalni izvori nafte<sup>65 66</sup>.

Nesumnjivo je da se promjene u ponudi i cijeni nafte snažno odražavaju na gospodarstvo i svakodnevicu, no je li prvi naftni šok 70-ih bio glavni i jedini uzrok gospodarske krize koja je tog desetljeća pogodila prvenstveno SAD? Bernanke, Gertler, Watson, Sims i Friedman u zajedničkom radu navode kako su "povećanja u cijeni nafte prethodila recesijama 1973.-1975., 1980.-1982. i 1990.-1991.", međutim u istom radu ističu i kako "naftni šokovi, kao takvi, nisu bili glavni uzrok tih padova" te da su "i monetarna politika i drugi nenovčani, nenaftni poremećaji odigrali važne uloge"<sup>67</sup>. Tako Barsky i Kilian argumentiraju da "povećanja cijene nafte nisu bila ni blizu tako bitan dio

---

<sup>57</sup> 1 barel nafte = 158.987 litara

<sup>58</sup> „Average annual OPEC crude oil price from 1960 to 2023 (in U.S. dollars per barrel)“, Statista, pristupljeno 30.5.2023., s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/262858/change-in-opec-crude-oil-prices-since-1960/>

<sup>59</sup> Dekanić i drugi, op. cit. 228.

<sup>60</sup> Painter, op. cit. 193-194.

<sup>61</sup> Dekanić i drugi, op. cit. 227-228.

<sup>62</sup> Mikdashi, „The OPEC process“, 211.

<sup>63</sup> Dekanić i drugi, op. cit. 229.

<sup>64</sup> Mikdashi, op. cit. 212.

<sup>65</sup> uljni škrljevac, bitumenozni pijesak, metan, ostali tekući ugljikovodici, tekući plin, biodizel, bioetanol (Letunić 2006)

<sup>66</sup> Dekanić i drugi, op. cit. 229.

<sup>67</sup> Bernanke, Gertler, Watson, Sims i Friedman, „Systematic monetary policy and the effects of oil price shocks“, 93-94.

uzročnog mehanizma koji je generirao *stagflaciju*<sup>68</sup> 1970-ih kako se često misli."<sup>69</sup> Ovi autori, ne osporavajući u potpunosti političku motivaciju OPEC-ovih povećanja cijene nafte, na temelju svoje analize smatraju kako bi ta povećanja cijene bila znatno manje vjerojatna bez odgovarajućih makroekonomskih uvjeta, među ostalim ekonomske ekspanzije i niskih kamatnih stopa. Prenose kako je monetarna politika po raspadu brettonwoodskog sustava<sup>70</sup> postala "puno ekspanzivnija u prosjeku" navodeći "monetarnu ekspanziju bez presedana". Na početku poglavlja i kasnije na primjeru Velike depresije pojašnjena je uzročno-posljedična veza između monetarne ekspanzije i recesije. Barsky i Kilian nadalje iznose kako je došlo do "dramatičnih i sveobuhvatnih povećanja cijena industrijske robe ranih 70-ih koja su prethodila OPEC-ovim povećanjima cijene" te da je "rane 1973. širok niz indikatora poslovnog ciklusa počeo predviđati recesiju, 9 mjeseci prije prve OPEC-ove naftne krize, no odmah nakon što je Fed počeo zatezati monetarnu politiku"<sup>71</sup>. Što se nenovčanih razloga tiče, postoje i izvješća iz lipnja 1973. o nestašicama nafte u SAD-u uslijed raznih događanja, što je nekoliko mjeseci prije embarga, dakle OPEC-ov embargo je pogoršao već postojeću krizu<sup>72</sup>. Time se može objasniti zašto je naftni šok ovaj put imao tako drastičan učinak. Još jedan razlog zašto je embargo iz 1973./1974., za razliku od onih iz 1956. i 1967., bio uspješan je taj što su SAD, čija je proizvodnja nafte uslijed znatno povećane potražnje dosegla svoj puni kapacitet u ožujku 1971.<sup>73</sup> <sup>74</sup>, tako postale ovisnije o uvoznjoj nafti čiji je udio u ukupnoj potražnji porastao s prijašnjih 19% na 35% 1973.<sup>75</sup>

Do drugog je naftnog šoka došlo 1979. kad je uslijed Islamske revolucije u Iranu nakratko prekinut izvoz nafte<sup>76 77</sup>. Uvertira u ove događaje bio je raniji prekid iz studenog 1978.<sup>78</sup> uslijed štrajkova naftnih radnika<sup>79</sup>. OPEC-ova prosječna godišnja cijena sirove nafte po barelu u tadašnjim dolarima

---

<sup>68</sup> stagflacija (od stagnacija i inflacija) je period istovremene recesije i inflacije

<sup>69</sup> Barsky i Kilian, „Do we really know that oil caused the Great Stagflation? A monetary alternative“, 138.

<sup>70</sup> Brettonwoodski sustav naziv je za međunarodni sustav monetarne kontrole koji je osmišljen 1944. na konferenciji u odmoru Bretton Woods u američkoj saveznoj državi New Hampshire, stupio na snagu po završetku Drugog svjetskog rata i prestao postojati 1971. Po ovom je sustavu američki dolar opet bio na zlatnom standardu, tj. konvertibilan u zlato po fiksnom tečaju od 35\$ za uncu zlata (31,1035g zlata), dok su ostale valute država koje su sudjelovale trebale biti konvertibilne u američki dolar po fiksnom tečaju. Druga dva stupa ovog sustava bili su Međunarodni monetarni fond (MMF), čija je zadaća bila pomoć državama koje to zatraže pri stabilizaciji svojeg financijskog sustava, i Svjetska banka, čija je zadaća bila pomoć u obnovi gospodarstva (Dekanić i drugi 2002). Sustav je prestao postojati 1971. kada je američki predsjednik Richard Nixon objavio ukidanje konvertibilnosti dolara u zlato. MMF i Svjetska banka su nastavili djelovati.

<sup>71</sup> Barsky i Kilian, op. cit. 149.

<sup>72</sup> Lifset, „A new understanding of the American energy crisis of the 1970s“, 22-23.

<sup>73</sup> Barsky i Kilian, op. cit. 169.

<sup>74</sup> Lifset, op. cit., 26-27.

<sup>75</sup> Painter, op. cit. 190.

<sup>76</sup> Ibid., 198.

<sup>77</sup> Dekanić i drugi, op. cit. 232.

<sup>78</sup> Painter, op. cit., 198.

<sup>79</sup> Dekanić i drugi, op. cit. 231.



skočila je s \$12.79 iz 1978. na \$29.19 1979. i \$35.52 1980<sup>80</sup>. Barsky i Kilian ponovno ukazuju na monetarnu pozadinu sličnu onoj iz doba prvog naftnog šoka u vidu niskih kamatnih stopa i monetarne ekspanzije koja se ogledala u povećanju cijena industrijskih dobara u prethodnom razdoblju 1976.-1979., međutim zaključuju kako su monetarni čimbenici igrali nešto manju ulogu nego u prvoj krizi.<sup>81</sup> Nakon drugog naftnog šoka i novih poremećaja u ponudi OPEC-ove nafte uslijed izbijanja Iransko-iračkog rata 1980., na tržište je stupio niz novih proizvođača (Egipat, Angola, Malezija, Kina, Norveška, UK), dok su SAD, Meksiko i SSSR proširili proizvodnju, čime je udio OPEC-ove nafte na svjetskom tržištu opao<sup>82</sup>.

Iako nisu bili glavni i jedini uzrok *stagflacije* 70-ih, naftni šokovi su u svakom slučaju odigrali ulogu u tom ekonomski lošem desetljeću znatno pogoršavši opću situaciju. Rast BDP-a u SAD-u je 1970., 1974., 1975. i 1980. bio negativan, a svih godina osim 1972. bio je niži od rasta inflacije koju će opet nadmašiti tek 1983. nakon nekoliko godina nikad viših Fedovih kamatnih stopa<sup>83</sup>.

### 1.1.3. Latinoameričke krize

Latinska Amerika ima bogatu povijest dužničkih kriza: Argentina, Čile, Brazil i Meksiko, četiri zemlje na koje otpada oko 70% latinoameričkog BDP-a, doživjele su državne stečajeve 14 puta<sup>84</sup>. U ovom se dijelu rada opisuju latinoameričke dužničke krize iz 80-ih godina prošlog stoljeća s posebnim osvrtom na primjer Meksika.

Od 1977. do 1982. zemlje u razvoju su se zaduživale kako bi otplatile dospijevajuće dugove s kamatama i kako bi financirale svoj trgovački deficit, pri čemu su latinoameričke države velik dio sredstava posuđivale za financiranje vladinih proračunskih deficita umjesto za financiranje novih ulaganja<sup>85</sup>. Unatoč ovakvoj neodgovornoj politici zaduživanja ovih država, komercijalne su banke, također neodgovorno, dodatno pojačale davanje zajmova ponašajući se kao da su se ovi koristili za produktivna ulaganja<sup>86</sup>. Nakon recesije u SAD-u na početku desetljeća (te posebno važno i problematično za Meksiko, pada cijena nafte<sup>87</sup>), prihodi od izvoza za ove zemlje su opali<sup>88</sup>, što im je

---

<sup>80</sup> „Average annual OPEC crude oil price from 1960 to 2023 (in U.S. dollars per barrel)“, Statista, pristupljeno 30.5.2023., s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/262858/change-in-opec-crude-oil-prices-since-1960/>

<sup>81</sup> Barsky i Kilian, op. cit. 175.

<sup>82</sup> Ibid., 177.

<sup>83</sup> "Stagflation Indicators 1970-2022." Statista, pristupljeno 30. svibnja 2023. s <https://www.statista.com/statistics/987154/stagflation-indicators/>

<sup>84</sup> Boonman, „The economic impact of sovereign defaults in Latin America 1870-2012“, 83.

<sup>85</sup> Dornbusch i Fischer, „Third world debt“, 837.

<sup>86</sup> Ibid.

<sup>87</sup> Kindleberger i Aliber, op. cit., 268.

<sup>88</sup> Dornbusch i Fischer, op. cit. 837.

otežalo otplatu duga koji je uslijed naglog rasta kamatnih stopa u SAD-u postao znatno skuplji. Meksiko je tako u kolovozu 1982. objavio da više ne može otplaćivati kamate na svoj strani dug<sup>89</sup>. Po podacima Svjetske banke o javnom i javno garantiranom dugoročnom dugu Meksika iz doba krize, ukupni nepodmireni isplaćeni dug (DOD) u milijardama američkih dolara za Meksiko 1970. iznosio je 3.196, a do 1982., godine u kojoj je Meksiko *defaultirao*, se ušesnaesterostručio na 51.642<sup>90</sup>. Argentina, Brazil, Ekvador i Venezuela su imale slično dramatična povećanja duga u navedenom razdoblju<sup>91</sup>. Negativne posljedice krize bile su vrlo duboke te se 80-godine stoga u pogođenim zemljama nazivaju i *izgubljenim desetljećem*. Ukupni BDP Latinske Amerike i Kariba je od 1960. do 1981. konstantno rastao i 1981. iznosio 894.41 milijardu dolara, dok je do 1983. pao na 726.33 milijarde, što predstavlja pad od gotovo 19%, tj. nešto iznad 168 milijardi dolara<sup>92</sup>. Svoju razinu iz 1981. prestići će tek 1989.<sup>93</sup> Što se tiče Meksika, njegov je BDP s 1981. na 1983. pao s 263.96 milijardi dolara na 156.16 milijardi, što je pad od zastrašujućih 40.8% u razdoblju od dvije godine, nakon čega je poslije dvije godine skromnog rasta 1986. potonuo do razine od 134.55 milijardi<sup>94</sup>. Meksiko će razinu BDP-a iz 1981. sustići 1990. i prestići 1991.<sup>95</sup>.

Kao odgovor na krizu uvedeni su stabilizacijski programi i promjene u rasporedu otplate duga<sup>96</sup>. SAD je Meksiku dao milijardu dolara kao zajam premošćivanja i još jednu milijardu dolara u zamjenu za naftu<sup>97</sup>. Kasnije je uveden i tzv. Bakerov<sup>98</sup> plan za pomoć državama-dužnicama po kojem su ove države trebale reformirati gospodarstvo u smislu liberalizacije i stabilizacije, komercijalne banke povećavati davanje zajmova ovim državama za 3% godišnje, a Međunarodni monetarni fond (MMF), Svjetska banka i ostale razvojne banke također povećati davanje zajmova pogođenim državama<sup>99</sup>. MMF je općenito odigrao značajnu ulogu u sanaciji krize potičući uvođenje mjera štednje, međutim zbog tih mjera je u regiji uslijed drastičnog pada životnog standarda postao izrazito nepopularan<sup>100</sup>.

Latinoamerička kriza zorno pokazuje što se može dogoditi kad se zajmoprimci (u ovom slučaju države s velikim proračunskim deficitima i skupim populističkim socijalnim programima)

---

<sup>89</sup> Twomey, „The debt crisis and Latin American agriculture“, 548.

<sup>90</sup> World Bank Group, *World debt tables : external debt of developing countries 1988-89 edition volume 2*, 262.

<sup>91</sup> Ibid.

<sup>92</sup> "Latin America & Caribbean GDP 1960-2023." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets, pristupljeno 30. svibnja 2023. <https://www.macrotrends.net/countries/LCN/latin-america-caribbean-/gdp-gross-domestic-product>.

<sup>93</sup> Ibid.

<sup>94</sup> "Mexico GDP 1960-2023." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets, pristupljeno 30. svibnja 2023. <https://www.macrotrends.net/countries/MEX/mexico/gdp-gross-domestic-product>.

<sup>95</sup> Ibid.

<sup>96</sup> Twomey, op. cit., 548.

<sup>97</sup> Kindleberger i Aliber, op. cit. 269.

<sup>98</sup> James A. Baker III, ministar financija SAD-a

<sup>99</sup> Dornbusch i Fischer, op. cit. 839.

<sup>100</sup> Pastor, „Latin America, the Debt Crisis and the International Monetary Fund“, 79.

nekontrolirano i prekomjerno zadužuju ne obazirući se na budućnost i šire ekonomske prilike, a zajmodavci precijene mogućnosti onih kojima pozajmljuju.

#### 1.1.4. Kriza američkih štedno-kreditnih zadruga

Kriza štedno-kreditnih zadruga<sup>101</sup> (u izvornoj literaturi *savings and loan crisis*, *savings and loan debacle*, *savings and loan disaster* ili *S&L crisis*) naziv je za val propasti tih institucija u SAD-u kasnih 80-ih i ranih 90-ih godina 20. stoljeća. Američki državno osigurani sustav štedno-kreditnih zadruga<sup>102</sup> (zadružnih financijskih institucija koje uzimaju depozite od članova i pozajmljuju pojedinim članovima, u ovom slučaju u svrhu kupnje nekretnina; engl. *savings and loan associations*, *thrifts* ili skraćeno *S&L*;) organiziran je tijekom Velike depresije s ciljem poticanja osobnog posjedovanja stambene nekretnine te gradnje i prodaje stambenih kuća<sup>103</sup>. Sam koncept takvih zadruga postoji znatno duže, a prva institucija tog tipa u SAD-u osnovana je 1831.<sup>104</sup> Industrija je do kasnih 70-ih bila vrlo stabilna, zadruga su rijetko propadale te je njihovo djelovanje bilo usko ograničeno i vrlo regulirano<sup>105</sup>. Kako prenosi Cebula, od 1934. do 1979. propalo je relativno malo S&L zadruga; u gotovo polovici godina iz promatranog razdoblja propala bi jedna ili nijedna zadruga godišnje<sup>106</sup>. Ovo se kasnije stubokom promijenilo.

Inflacija je 70-ih debelo prerasla kamatnu stopu koju su zadruga zakonski smjele isplaćivati na nove depozite<sup>107</sup>. Nakon ovoga, u razdoblju od 1978. do 1981. kratkoročne kamatne stope su višestruko prerasle zakonski ograničenu zadružnu stopu od 5.25% i kasnijih 5.5%, što je mnoge depozitare nagnalo na potragu za atraktivnijim ulaganjima<sup>108</sup>. Zbog svega ovoga zadruga, čija su imovina bili uglavnom krediti s fiksnim kamatnim stopama i dugim rokom otplate, a obveze štedni računi koji su se mogli brzo povući<sup>109</sup>, su se našle u nezavidnoj situaciji. Neto vrijednost industrije, koja je 1972. iznosila 16.7 milijardi dolara, do 1980. je postala negativna i potonula na -17.5 milijardi dolara<sup>110</sup>. Deregulacija ovih institucija, za koje je status quo bio izrazito nepovoljan i koje su "se činile osuđenim na izumiranje"<sup>111</sup>, u kontekstu šire ekonomske deregulacije koja je uzela maha 80-

---

<sup>101</sup> radi kratkoće ćemo koristiti izraz S&L kriza

<sup>102</sup> radi kratkoće ćemo koristiti izraz S&L zadruga

<sup>103</sup> Pontell i Calavita, „The savings and loan industry“, 205.

<sup>104</sup> Margavio, „The savings and loan debacle: the culmination of three decades of conflicting regulation, deregulation, and re-regulation“, 3.

<sup>105</sup> White, „A cautionary tale of deregulation gone awry: the S&L debacle“, 497.

<sup>106</sup> Cebula, „The impact of federal deposit insurance on savings and loan failures“, 620.

<sup>107</sup> Pontell i Calavita, op. cit. 207.

<sup>108</sup> White, op. cit. 503.

<sup>109</sup> Ibid., 501-502

<sup>110</sup> Pontell i Calavita, op. cit. 207.

<sup>111</sup> Ibid.

ih izvedena je u ovakvim okolnostima. Po novoj regulaciji zadruge su smjele davati širi izbor zajmova uključujući hipoteke s prilagodljivom kamatnom stopom, iznos osiguranog depozita povećan je s 40000\$ na 100000\$, kapitalni zahtjevi su smanjeni, računovodstveni sustav ublažen, a postupno je ukinuto i prijašnje ograničenje kamatne stope<sup>112</sup>. Zadruga, koje su po novim propisima iz 1980. i 1982. imale cijeli niz novih ovlasti i mogućnosti za ulaganje, no čiji su depoziti i dalje bili osigurani od države (i to u još većim iznosima nego prije), počele su poduzimati cijeli niz novih i riskantnih ulaganja te je zavladao manija u kojoj je cijela industrija munjevito rasla, pri čemu se do kraja 1985. 637 od ovih zadruga udvostručilo, a njih 74 imalo rast od preko 400%<sup>113</sup>. U industriji je dolazilo i do zloraba i kriminaliteta, a Pontell & Calavita na temelju vladinih izvještaja sugeriraju kako je "kriminalna aktivnost bila središnji čimbenik u 70-80% propasti zadruga"<sup>114</sup>.

Promjenom ekonomskih okolnosti u drugoj polovici 80-ih mnoga od ovih ulaganja pokazala su se lošima te su već ionako nezdrave zadruga počele propadati<sup>115</sup>. Propala je gotovo trećina svih S&L zadruga. Vlasti su 1989. provele opsežnu reformu sustava<sup>116</sup>. Manchester & McKibbin prenose procjenu američkih vlasti iz 1991. po kojoj je "pospremanje S&L debakla" porezne obveznike koštalo preko 215 milijardi tadašnjih dolara te smatraju kako bi američki GNP (bruto nacionalni proizvod) 1988. bio viši za 0.6% osnovnog BDP-a da nije došlo do S&L krize<sup>117</sup>.

### 1.1.5. Japanska financijska kriza

U Japanu je 1990. došlo do puknuća balona na tržištu nekretnina<sup>118</sup> koje je posredstvom terminalno nezdravog bankarskog sektora urodilo dubokom i dalekosežnom krizom koja se uslijed raznih drugih ekonomskih i neekonomskih čimbenika (demografska katastrofa, azijska financijska kriza, globalna financijska kriza, pandemija COVID-a itd.) pretvorila u dugotrajno razdoblje stagnacije koje se naziva "izgubljenim desetljećima".

Japan je 80-ih postao drugo gospodarstvo svijeta<sup>119</sup> i imao spektakularan, ali nezdrav gospodarski rast s mnogim obilježjima manije. Postojao je fenomen koji se nazivao "mitom aprecijacije cijene zemljišta zauvijek"<sup>120</sup>. Hoshi i Kashyap prenose kako su se "cijene zemljišta za sve namjene otprilike

---

<sup>112</sup> White, op. cit. 504-506.

<sup>113</sup> Ibid., 508

<sup>114</sup> Pontell i Calavita, op. cit. 204.

<sup>115</sup> White, op. cit. 510.

<sup>116</sup> Margavio, op. cit. 24.

<sup>117</sup> Manchester i McKibbin, „The macroeconomic consequences of the savings and loan debacle“, 579, 582.

<sup>118</sup> Whittaker i Kurosawa, „Japan's crisis: evolution and implications“, 761.

<sup>119</sup> Mohri, „Japan's troubled economy: the impact on Asia“, 79.

<sup>120</sup> Ibid., 58.

udvostručile od 1980. do svojeg vrhunca u 1991."<sup>121</sup>, što jasno označava pomamu za zemljištem. Vrijednost stambenog zemljišta u Tokiju je sredinom 1985. iznosila oko pola japanskog BDP-a, a do kraja 1987. narasla je na jedan i pol puta njegove vrijednosti<sup>122</sup>. Prema Whittakeru i Kurosawi do balona je dovela politika lakog novca za velike kompanije i ulagače<sup>123</sup>. Japanska je središnja banka uistinu počevši u kolovozu 1980. sa smanjenjem s 9.25% na 8.5% i završivši u veljači 1987. sa smanjenjem s 3.25% na 2.75% kontinuirano snižavala svoju službenu diskontnu stopu<sup>124 125</sup>.

Uoči i tijekom pucanja balona japanska je središnja banka 1989. i 1990. dizala službenu diskontnu stopu<sup>126</sup>, no to se pokazalo prekasnim. Od 1991. japanska se središnja banka ponovno okrenula monetarnom popuštanju s još ekspanzije i još snižavanja diskontne stope koja od 1995. do danas nikad više nije bila viša od 0.75%<sup>127</sup>, no to nije pomoglo te se deflacija jednostavno produžila na nekoliko desetljeća, a gospodarstvo pretežno stagnira i danas. Prema podacima Svjetske banke, prosječni godišnji rast BDP-a od 1991. do 2021. iznosi 0.78%.<sup>128</sup>

### 1.1.6. Azijska financijska kriza 1997.

Gospodarstva Južne Koreje, Tajlanda, Indonezije, Malezije i Filipina, koja su 1985.-1996. doživjela fantastičan rast koji se nazivao i "azijskim čudom"<sup>129</sup>, 1997. su se našla u velikim problemima. Kriza je počela u Tajlandu<sup>130 131 132</sup> te se u za to pogodnim uvjetima<sup>133</sup> proširila na ostala gospodarstva. Neki smatraju kako je kriza u Tajland uvezena iz Japana, čije su banke, načete puknućem japanskog balona iz 1990., bile najveći zajmodavci u Aziji i ključni kreditor Tajlandu<sup>134</sup>. Uslijed navedenih poteškoća u Japanu i loše monetarne politike nastali su problemi za tajlandsku valutu baht koja se našla metom špekulacije<sup>135</sup>. Bangkok je u srpnju 1997. bio primoran napustiti fiksni tečaj razmjene i baht je pao za 77% do kraja godine te je 56 od 89 financijskih kompanija koje su postojale u Tajlandu

---

<sup>121</sup> Hoshi i Kashyap, „Japan's financial crisis and economic stagnation“, 6.

<sup>122</sup> Whittaker i Kurosawa, op. cit. 762-763.

<sup>123</sup> Ibid., 762.

<sup>124</sup> diskontna stopa - kamatna stopa po kojoj središnja banka pozajmljuje komercijalnim bankama

<sup>125</sup> Bank of Japan, *The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate (Previously Indicated as „Official Discount Rates“)*

<sup>126</sup> Ibid.

<sup>127</sup> Ibid.

<sup>128</sup> "Japan GDP 1960-2022." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets, pristupljeno 2. srpnja 2023.

<https://www.macrotrends.net/countries/JPN/japan/gdp-gross-domestic-product>.

<sup>129</sup> Leightner, „Thailand's financial crisis: its causes, consequences, and implications“, 71.

<sup>130</sup> Cabalu, „Ins and outs of Asia's financial crisis“, 335.

<sup>131</sup> Leightner, op. cit. 61.

<sup>132</sup> Fang i Xiao, „China in the context of the Asian financial crisis“, 165.

<sup>133</sup> istočnoazijska gospodarstva krase orijentacija na izvoz, jaka umreženost privatnog kapitala i državne administracije ("ortački kapitalizam") i pretjerano ambiciozna korporativna ekspanzija korištenjem financijske poluge (Mohri 1999)

<sup>134</sup> King, „Who triggered the Asian financial crisis“, 438.

<sup>135</sup> Ibid, 441.

propalo<sup>136</sup>. Strani ulagači su u panici počeli povlačiti svoja ulaganja, a zaraza se uslijed visokog stupnja ekonomske povezanosti ovih zemalja, labavih monetarnih politika i karakteristično visokih stupnjeva zaduženosti njihovih poduzeća proširila na sve navedene zemlje te su sve doživjele padove svojih valuta<sup>137</sup> i padove burzi. BDP Tajlanda se 1998. našao na manje od 2/3 svoje vrijednosti iz 1996., što odgovara smanjenju od gotovo 70 milijardi američkih dolara<sup>138</sup>, BDP Južne Koreje je u istom razdoblju pao za gotovo 227 milijardi dolara, što također odgovara smanjenju za više od 1/3<sup>139</sup>, indonezijski BDP je u istom razdoblju potonuo za 58%<sup>140</sup>, malezijski za 28%<sup>141</sup> i filipinski za 21%<sup>142</sup>. Slično kao i u latinoameričkom slučaju, reagirao je Međunarodni monetarni fond (MMF) čiji su paketi mjera riješili krizu, ali i pospješili masovno nezadovoljstvo koje je u slučaju Indonezije preraslo i u politički prevrat<sup>143</sup>.

### 1.1.7. Dot.com balon

Krajem 90-ih je u SAD-u nastupila manija oko dionica kompanija u sektoru informatičke tehnologije<sup>144</sup>. Ove su se kompanije tamo kolokvijalno nazivale *dot.coms* te se stoga balon koji je tada nastao i nestao naziva dot.com balon. Uslijed medijske pompe, pretjeranog optimizma i kupovine iz straha od propuštanja potencijalno ogromnih dobitaka te unatoč glasovima koji su upozoravali na pretjerivanje (poput onog Alana Greenspana, tadašnjeg predsjednika odbora Saveznih rezervi, o "iracionalnoj egzuberanciji" u govoru iz 1996.), manija je poprimila ogromne razmjere i cijene dionica internetskih kompanija munjevito su rasle. *Nasdaq Composite* indeks (američki burzovni indeks koji se u velikoj mjeri sastojao od *dot.com* dionica) se 1999. popeo na svoju dotad najvišu vrijednost od 4069.31 bodova gotovo se udvostručivši u odnosu na 1998. i više nego upeterostručivši se u odnosu na 1994.<sup>145</sup> Cijene dionica rasle su bez obzira na profitabilnost i

---

<sup>136</sup> Punyaratabandhu, „Thailand in 1997: financial crisis and constitutional reform“, 161-162.

<sup>137</sup> do siječnja 1998. ukupni padovi valuta u odnosu na američki dolar iznosili su 107% za tajlandski baht, 258% za indonezijsku rupiju, 69% za filipinski peso, 83% za malezijski ringgit (Cabalu 1999), dok se južnokorejski won prepолоvio (vidi [https://www.federalreserve.gov/releases/H10/hist/dat96\\_ko.htm](https://www.federalreserve.gov/releases/H10/hist/dat96_ko.htm))

<sup>138</sup> "Thailand GDP 1960-2023." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets. Pristupljeno 2. srpnja 2023. <https://www.macrotrends.net/countries/THA/thailand/gdp-gross-domestic-product>.

<sup>139</sup> "South Korea GDP 1960-2023." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets. Pristupljeno 2. srpnja 2023. <https://www.macrotrends.net/countries/KOR/south-korea/gdp-gross-domestic-product>.

<sup>140</sup> "Indonesia GDP 1960-2023." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets. Pristupljeno 2. srpnja 2023. <https://www.macrotrends.net/countries/IDN/Indonesia/gdp-gross-domestic-product>.

<sup>141</sup> "Malaysia GDP 1960-2023." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets. Pristupljeno 2. srpnja 2023. <https://www.macrotrends.net/countries/MYS/Malaysia/gdp-gross-domestic-product>.

<sup>142</sup> "Philippines GDP 1960-2023." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets. Pristupljeno 2. srpnja 2023. <https://www.macrotrends.net/countries/PHL/philippines/gdp-gross-domestic-product>.

<sup>143</sup> Milner, „Asia-Pacific perceptions of the financial crisis: lessons and affirmations“, 299.

<sup>144</sup> Kindleberger i Aliber, op. cit. 159-160.

<sup>145</sup> "Annual development of the Nasdaq Composite Index from 1986 to 2022." Statista, pristupljeno 4. srpnja 2023. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/189731/closing-year-end-values-of-the-nasdaq-composite-index/>.

financijsko zdravlje kompanija. Štoviše, kako prenose Morris i Alam, čak su i "mnoge kompanije bez ikakve dobiti doživjele znatna povećanja u cijenama svojih dionica"<sup>146</sup>.

Balon je napokon puknuo u ožujku 2000., a Nasdaq Composite se do 2002. spustio na 1335.51, što je neznatno više od razine iz 1996.<sup>147</sup>

## 2. Pregled propasti investicijske banke Lehman Brothers

### 2.1. Kriza drugorazrednih hipotekarnih zajmova

U SAD-u je 90-ih i ranih 00-ih došlo do ogromnog porasta u pozajmljivanju kreditno nedostojnim zajmoprimcima (onima koji nisu ispunjavali uobičajene standarde za davanje kredita poput kreditnog rejtinga, omjera iznosa zajma i vrijednosti imovine kojom je osiguran, omjera duga i dohotka i sl.<sup>148</sup>). Predsjednik Bill Clinton i njegova administracija, aktivističke organizacije poput *Association of Community Organizations for Reform Now (ACORN)* i ine institucije izvršavali su razne političke akcije i pritiske na banke ne bi li ove počele izdavati više zajmova kreditno nesposobnima i manje sposobnima s ciljem poticanja vlastitog posjedovanja nekretnine. Posjedovanje vlastite nekretnine smatralo se dijelom "američkog sna" i još su od vremena Velike depresije mnogi predsjednici poticali tu ideju, međutim Clinton je bio mnogo konkretniji i 1995. najavio tzv. Nacionalnu kućevlasničku strategiju (*National Homeownership Strategy*) u okviru koje je između ostalog čak i postavio cilj da se postotak onih koji posjeduju vlastiti stambeni objekt popne na 67.5% do 2000. Postojao je i sustav bodovanja banaka na temelju udjela lošijih zajmova povezan s raznim beneficijama bankama s boljim rejtingom<sup>149</sup>. Neki su pak s ciljem utjecaja na poslovnu politiku banaka tvrdili kako banke namjerno ne odobravaju zajmove pripadnicima rasnih i etničkih manjina te se kao "dokaz" tih tvrdnji glasno odjeknuvši pojavilo i jedno nakon toga osporeno istraživanje koje je izostavilo podatke o kreditnoj povijesti zajmoprimaca u uzorku<sup>150</sup>. Tako su, uslijed pritisaka s više sentimentalno-ideoloških nego racionalnih polazišta, banke primorane znatno sniziti standarde te je stvoren jedan dio podloge za nastanak novog tržišnog balona.

---

<sup>146</sup> Morris i Alam, „Analysis of the dot-com bubble of the 1990s“, 3.

<sup>147</sup> "Annual development of the Nasdaq Composite Index from 1986 to 2022." Statista, pristupljeno 4. srpnja 2023. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/189731/closing-year-end-values-of-the-nasdaq-composite-index/>.

<sup>148</sup> McDonald, *Fannie Mae and Freddie Mac: Turning the American Dream into a Nightmare*, xii.

<sup>149</sup> zanimljiv je podatak da je između siječnja 1997. i studenog 1999. 20% banaka dobilo "izvrstan" i 79% "zadovoljavajuć" rejting, a 1% je ocijenjeno s "treba poboljšati" (ibid., 13.), što zorno pokazuje kakav je bio odgovor banaka na nove zahtjeve oblikovatelja javne politike

<sup>150</sup> Ibid., 3-4.

Usporedo s ovim događajima, došlo je do promjena regulativnih okvira (tzv. Glass-Steagallovo zakon, koji se spominjao ranije u radu, dijelom je zamijenjen 1999. tzv. Gramm-Leach-Blileyjevim<sup>151</sup>) koje su otvorile prostor širenju banaka i njihovih djelatnosti (komercijalne su se banke od sad smjele spajati s investicijskima) na dotad u SAD-u zakonski nedozvoljenoj magnitudi. Tri su američke banke do 2000. ušle u popis 10 najvećih po imovini na svijetu, dok se broj bankovnih podružnica u SAD-u do 2001. gotovo udvostručio u odnosu na 1982. unatoč tome što se broj banaka gotovo prepolovio<sup>152</sup>.

U ovim je okolnostima stvoren novi balon. Banke su, isprva u svrhu manipulacije ranije spomenutog sustava bodovanja, počele otkupljivati drugorazredne zajmove od drugih banaka<sup>153</sup>. Ovi bi se zajmovi potom prepakiravali u financijske proizvode zvane vrijednosnice osigurane hipotekom (engl. *mortgage-backed securities*, kraće MBS) i prodavali dalje ulagačima<sup>154</sup>. MBS-ovi su postali vrlo popularni jer se tradicionalno smatralo kako su nekretnine sigurno ulaganje<sup>155</sup>, pa su ih između ostalog i iz tog razloga i velike agencije za kreditni rejting ocjenjivale kao vrlo sigurne<sup>156</sup>. Važni akteri na tržištu MBS-ova (i općenito hipoteka) bili su Fannie Mae i Freddie Mac. Fannie Mae, službeno *Federal National Mortgage Association* (FNMA), stvorena je 1938. (netom iza Depresije) od američke vlade kako bi otkupom hipoteka od banaka pružala likvidnost i time omogućila bankama izdavanje još zajmova. Ova je vladina agencija 1968. pretvorena u dioničko društvo, a 1970. je osnovana slična agencija poznata kao Freddie Mac, službeno *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC), s ciljem stvaranja konkurencije Fannie Mae. Freddie Mac je pretvoren u dioničko društvo 1982.<sup>157</sup> Ove će dvije organizacije postati dominantne na svojem tržištu te će na njih krajem 2007., kad su ostali već počeli smanjivati izdavanje novih zajmova, otpadati 75% svih novih hipoteka u SAD-u<sup>158</sup>. Fannie Mae i Freddie Mac su se bavili i ranije objašnjenim pakiranjem i prodajom MBS-ova.<sup>159</sup> Bitna je i uloga kolateraliziranih dužničkih obveza (*collateralized debt*

---

<sup>151</sup> Gramm-Leach-Blileyjev akt ili Akt o modernizaciji financijskih usluga iz 1999. Podnaslov akta glasi "Akt za poboljšanje utakmice u industriji financijskih usluga pružanjem bonitetnog regulatornog okvira za udruživanje banaka, tvrtki za vrijednosnice, osiguravajućih kompanija i drugih pružatelja financijskih usluga te u druge svrhe." (*Gramm-Leach-Bliley Act*, 113 STAT. 1338.). Akt je nakon 66 godina ponovno omogućio spajanje komercijalnih i investicijskih banaka poništivši članak 20. Glass-Steagallovog akta, kojim je bilo zabranjeno udruživanje banaka članica sustava Saveznih rezervi s organizacijama koje se bave izdavanjem, prodajom, distribucijom i sl. dionica, obveznica i drugih vrijednosnica, i članak 32., kojim je bio zabranjen rad službenika i upravitelja banaka članica sustava Saveznih rezervi u takvim organizacijama i obrnuto (*Banking Act of 1933*, sec. 24. i sec. 32.).

<sup>152</sup> McDonald (2012), op. cit. 11.

<sup>153</sup> Ibid., 13.

<sup>154</sup> Ibid., xii.

<sup>155</sup> Wiggins, Piontek i Metrick, „The Lehman Brothers bankruptcy A: overview“, 15.

<sup>156</sup> Comiskey i Madhogardia, „Unraveling the financial crisis of 2008“, 272.

<sup>157</sup> McDonald (2012), op. cit. xv.

<sup>158</sup> Ibid., xvii.

<sup>159</sup> Ibid., xii.



*obligations*, kraće CDO), kompleksnog financijskog proizvoda sastavljenog od niza financijskih instrumenata uključujući komercijalne hipoteke<sup>160</sup>. Pomama za ovim proizvodima poprimila je ogromne razmjere. Primjera radi, 2000. je u SAD-u originirano komercijalnih MBS-ova u vrijednosti od ukupno 47.1 milijardi dolara, dok ih je 2007. originirano 240.9 milijardi dolara<sup>161</sup>. Originacija MBS-ova će kasnije spektakularno implodirati te će se ova vrijednost do 2008. srozati s 240.9 na 17.3 milijardi dolara i do 2009. na 11 milijardi dolara<sup>162</sup>.

Kako su mnogi<sup>163</sup> od novih zajmoprimaca ionako bili kreditno nesposobni, počelo se događati ono što se moglo predvidjeti: sve ih više nije bilo u stanju otplaćivati zajmove. Mnogi su od ovih zajmova imali i promjenjive kamatne stope koje dužnici nakon nekog vremena nisu mogli pratiti. Stopa obiteljskih stambenih kredita koji su kasnili s otplatom 1.1.2007. je iznosila 1.75%, a već do 1.1.2008. 3.67%, što je više nego 100%-tno povećanje<sup>164</sup>. Ovo je uzrokovalo probleme ne samo za komercijalne banke, nego i za sve ulagače koji su bili izloženi neprihodonosnim zajmovima kroz ranije opisane financijske proizvode, među njima i velike investicijske kuće s Wall Streeta, među kojima je i Lehman Brothers, čija se situacija opisuje u ostatku ovog poglavlja. Fannie Mae i Freddie Mac, u međuvremenu tvrtke s ogromnim udjelom na tržištu hipoteka, a izvorno osnovane kao državne agencije radi potpore tom tržištu, također su se našli u problemima. Fannie Mae je cijele 2007. izgubila preko 2 milijarde dolara, a Freddie Mac preko 3 milijarde dolara<sup>165</sup>. Nastala je snažna kreditna stiska<sup>166</sup> te su mnogi sudionici manije, poput Lehman Brothersa, koji su se u "dobrim vremenima" zaduživali kako bi mogli sudjelovati u maniji sve teže dolazili do sredstava za otplatu svojih kratkoročnih obveza, što je u Lehmanovom slučaju bilo kobno. Uslijed vala propasti mnogih aktera na tržištu hipoteka vrijednost dionica Fannie Mae i Freddie Maca će pasti do te mjere da će doći na rub propasti. U ovim će okolnostima američka savezna vlada spasiti Fannie Mae i Freddie Mac<sup>167</sup>, kao i neke druge od posrnutih korporacija, no ne i Lehman Brothers.

## 2.2. Povijesni razvoj Lehman Brothersa

---

<sup>160</sup> Ćorić, „Sekuritizacijske strukture u financijskom sustavu“, 10, 12.

<sup>161</sup> "Value of commercial mortgage-backed securities (CMBS) originations in the United States from 2000 to 2022 (in billion U.S. dollars)." Statista. Pristupljeno 5. srpnja 2023. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/942195/volume-cmbs-originations-usa/>.

<sup>162</sup> Ibid.

<sup>163</sup> primjera radi, 2005. i 2006. je oko 20% odobrenih hipoteka u SAD-u bilo drugorazredno (Mlikotić 2010)

<sup>164</sup> "Quarterly delinquency rate on all commercial bank loans, single-family residential mortgages and business loans in the United States from 2007 to 2010." Statista. Accessed July 5, 2023. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1342448/global-financial-crisis-us-economic-indicators/>

<sup>165</sup> McDonald (2012), op. cit. 291.

<sup>166</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 15.

<sup>167</sup> McDonald, op. cit. xvii.

Lehman Brothers je bio velika, stara i ugledna američka investicijska kuća. Osnovana su je trojica braće Lehman, doseljenici iz Njemačke, 1844. u gradu Montgomeryju u Alabami kao trgovinu živežnim namirnicama<sup>168</sup>. Braća su se uskoro počela baviti trgovinom pamukom, a 1858. su otvorila podružnicu u New Yorku. Nakon Američkog građanskog rata su prodavali obveznice za državu Alabamu, a 1870. su vodili glavnu riječ u osnivanju njujorške burze pamuka, sudjelujući i u osnivanju drugih robnih burzi<sup>169</sup>. Tvrtka je 1887. postala član Njujorške burze<sup>170</sup>, a u tom se i idućem desetljeću bavila financiranjem razvoja željeznica na američkom Jugu<sup>171</sup>. U novom se stoljeću Lehman Brothers etablirao kao poznata investicijska banka<sup>172</sup> financirajući između ostalih i poznate robne kuće te tvrtke iz filmske i naftne industrije, a počeo se i širiti na Europu i Aziju<sup>173</sup>. Nakon smrti Roberta Lehmana 1969., posljednjeg člana obitelji koji je upravljao tvrtkom, uslijedio je kratak period poteškoća pod vodstvom Fredericka Ehrmana, da bi 1973. dolaskom Petera Petersona, bivšeg Nixonovog tajnika (ministra) za trgovinu<sup>174</sup>, banka "procvatila, postavši profitabilna i šireći se kroz akvizicije"<sup>175</sup> te "utemeljila međunarodne urede i postala sofisticirano globalno poduzeće djelatno u trima segmentima: investicijskom bankarstvu, tržištima kapitala i klijentskim uslugama"<sup>176</sup>. Ranih osamdesetih u Lehmanu, međutim, nastali sukobi između bankara i trgovaca<sup>177</sup> uslijed kojih je Lew Glucksman, voditelj trgovanja i u međuvremenu suvoditelj firme s Petersonom, popunio bitne položaje svojim ljudima te izguravši Petersona i neke od drugih partnera iz firme sam preuzeo vodstvo. Među Glucksmanovim štićenicima bio je i Dick Fuld, koji će kasnije i sam preuzeti vodstvo banke. Glucksman se na čelu banke nije uspio zadržati duže od par mjeseci te je uslijed glasina o položaju firme bio primoran naći kupca<sup>178</sup>. Tako je Lehman 1984. prodan American Expressu koji ga je integrirao u svoju financijsku podružnicu Shearson, čime je Lehman postao Shearson Lehman Brothers<sup>179</sup>. Ova se firma nakon toga 1987. spojila s EF Huttonom u Shearson Lehman Hutton<sup>180</sup>. American Express se kasnije odlučio na promjene u poslovanju i 1994. izdvojio Lehman Brothers Holding inicijalnom javnom ponudom kojom su prikupljene 3.3 milijarde dolara kapitala te je time

---

<sup>168</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 3.

<sup>169</sup> McDonald, *Lehman Brothers: a crisis of value*, 2.

<sup>170</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 3.

<sup>171</sup> McDonald (2016), op. cit. 2.

<sup>172</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 3.

<sup>173</sup> McDonald (2016), op. cit. 2.

<sup>174</sup> Ibid.

<sup>175</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 3.

<sup>176</sup> Ibid.

<sup>177</sup> Ibid., 4.

<sup>178</sup> McDonald (2016), op. cit. 4.

<sup>179</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 4.

<sup>180</sup> McDonald (2016), op. cit. 4.

Lehman ponovno postao samostalna firma, ovaj put kao dioničko društvo<sup>181</sup>, a više ne kao privatno partnerstvo.

Na čelo tvrtke kao predsjednik i CEO zasjeo je ranije spomenuti Dick Fuld koji je dotad bio CEO Lehmana pod American Expressom<sup>182</sup>, voditelj trgovanja za vrijeme Lewa Glucksmana<sup>183</sup> i zaposlenik tvrtke još od 1969., iste godine u kojoj je umro Robert Lehman<sup>184</sup>. Fuld je restrukturirao tvrtku i poslovanje te se ono sada koncentriralo na investicijsko bankarstvo te trgovanje dionicama i vrijednosnim papirima s fiksnim prihodom. Lehman je u to vrijeme ušao i na tržište nekretnina. Fuld je uspješno vodio Lehman kroz azijsku i rusku financijsku krizu i događaje 11. rujna 2001. u kojima je stradalo sjedište firme te je Lehman pod njegovim vodstvom postao četvrta najveća investicijska banka na Wall Streetu<sup>185</sup>.

Poslovanje je 2003. s ciljem daljnjeg smanjenja fokusa na trgovanje vrijednosnim papirima s fiksnim prihodom prošireno na upravljanje imovinom i novčanim sredstvima kupnjom Neuberger Bermana, tvrtke koja je upravljala imovinom u vrijednosti od 63.7 milijardi dolara. Iste su godine s istim ciljem kupljeni i Crossroads Group i Lincoln Capital. Fuldo je cilj bio širenje na razna polja kako bi banka postala sličnija gigantima Wall Streeta poput Goldman Sachsa, JP Morgana, Merrill Lyncha i Bear Stearnsa. Vrijednosni papiri s fiksnim prihodom će, međutim, još neko vrijeme Lehmanu donositi većinu njegovih prihoda<sup>186</sup>.

Godine 2004. kupljena je tvrtka BNC Mortgage koja se specijalizirala u davanju drugorazrednih hipotekarnih kredita. Lehman je doticaj s ovim tržištem imao još od ranije kao vlasnik Aurora Loan Services LLC, tvrtke koja je davala tzv. *Alt-A* kredite (kredite osobama bez potpune dokumentacije). Lehman je, osim toga, u razdoblju od 2000. do 2007. bio preuzimatelj rizika za drugorazredne zajmove izdavane od drugih subjekata u vrijednosti od oko 221 milijardu dolara<sup>187</sup>. Ove će kupnje znatno povećati Lehmanovu izloženost tržištu drugorazrednih zajmova te će pogoršanje tog tržišta posredno izazvati propast firme.

---

<sup>181</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 4.

<sup>182</sup> Ibid.

<sup>183</sup> McDonald (2016), op. cit. 3.

<sup>184</sup> McDonald i Robinson, *A colossal failure of common sense: the inside story of the collapse of Lehman Brothers*, 94.

<sup>185</sup> McDonald (2016), op. cit. 6.

<sup>186</sup> Ibid., 10.

<sup>187</sup> Ibid., 9.

Prihodi firme za Fuldova su mandata narasli za 600% s 2.7 milijardi dolara na 19.2 milijarde dolara u razdoblju od 1994. do 2006.<sup>188</sup>, a vrijednost jedne dionice je krajem 2005. iznosila 128.17\$, što je 500%-tni rast u odnosu na vrijednost od 21.25\$ krajem 1995<sup>189</sup>.

### 2.3. Posljednje godine poslovanja Lehman Brothersa

Od 2006. Lehman je prigrlio agresivnu strategiju rasta preuzimajući znatno više rizika nego prije i znatno se više koristeći financijskom polugom<sup>190</sup> <sup>191</sup>. Ranije bi Lehman kupljenu imovinu vezanu uz nekretnine preprodavao u obliku MBS-ova, no u okviru nove strategije bi ju zadržavao kao svoju investiciju, čime bi naravno zadržao i rizik<sup>192</sup> <sup>193</sup> koji je ona nosila i koji je s obzirom na narav drugorazrednih kredita bio velik. Problemi s ovim tržištem već su počeli javljati, no Fuld nije smatrao da će se oni proširiti, nego da je to prilika za napredak na dijelovima tržišta iz kojih će se konkurenti povući<sup>194</sup>, pa su se i originacija drugorazrednih kredita i kupovina nastavili<sup>195</sup>. Tvrtka je tako cijele godine agresivno kupovala imovinu vezanu uz nekretnine<sup>196</sup>. Kako je zbog ovakve politike nastala situacija u kojoj je imao kratkoročni dug i obilje dugoročne i nelikvidne imovine, Lehman je svakodnevno morao posuđivati milijarde dolara kako bi uopće poslovao<sup>197</sup>. Tako je po Minskyjevoj klasifikaciji postao "špekulativna" jedinica i grabio prema statusu "Ponzi" jedinice. Omjer poluge je do kraja 2006. iznosio 26.2:1 i rastao cijelo vrijeme do početka 2008. kada je dostigao svoj vrhunac od 31.7:1<sup>198</sup>.

U duhu nove strategije napušteni su dotadašnji okviri i procedure upravljanja rizikom, osoblje zaduženo za upravljanje rizikom je isključivano iz procesa donošenja odluka, a zbog neslaganja je s mjesta CRO-a (*chief risk officer*) smijenjena Madelyn Antončić i na njezino mjesto postavljen dotadašnji CFO Christopher O'Meara, koji je imao malo direktnog iskustva u upravljanju rizikom<sup>199</sup>.

---

<sup>188</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 5.

<sup>189</sup> "Annual year end stock price and percentage gain or loss in stock price for Lehman Brothers from 1995 to 2008 (in U.S. dollars)." Statista, pristupljeno 6. srpnja 2027. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1349730/global-financial-crisis-lehman-brothers-stock-price/>.

<sup>190</sup> pojednostavnjeno, poluga u financijama označava uporabu posuđenih sredstava za financiranje ulaganja, tj. zaduživanje da bi se kupovalo. Ovaj se alat rabi s ciljem povećavanja prinosa na ulaganja, baš kao što se doslovna poluga rabi s ciljem uvećavanja sile kojom se želi djelovati na neku točku. Međutim, korištenje poluge iz očitih razloga povećava i rizik poduzeća koje ju koristi. Za detalje vidi Van Horne i Wachowicz, *Osnove financijskog menadžmenta*, 434, 441.

<sup>191</sup> Valukas, *Lehman Brothers examiner's report: volume 1*, 4.

<sup>192</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 5.

<sup>193</sup> McDonald (2016), op. cit. 11.

<sup>194</sup> Swedberg, „The structure of confidence and the collapse of Lehman Brothers“, 84.

<sup>195</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 6.

<sup>196</sup> Ibid., 5.

<sup>197</sup> McDonald (2016), op. cit. 11.

<sup>198</sup> Valukas, *Lehman Brothers examiner's report: volume 3*, 172

<sup>199</sup> Wiggins i Metrick, „The Lehman Brothers bankruptcy B: risk limits and stress tests“, 73.

Nakon što su problemi na tržištu nekretnina postali očitiji, Lehman je u kolovozu 2007. najavio zatvaranje ranije spomenutog BNC Mortgagea i zaustavio izdavanje zajmova kroz Aurora Loan Services, da bi onda u listopadu kupio Archstone, najveći investicijski fond za stambene nekretnine u SAD-u<sup>200</sup>. "Na kraju svoje fiskalne godine 2007., Lehman je držao 111 milijardi dolara u imovini i vrijednosnicama povezanim s komercijalnim i stambenim nekretninama, više nego dvostruko od 52 milijarde dolara koje je držao na kraju 2006. i preko četiri puta više od svojeg vlasničkog kapitala"<sup>201</sup>.

Kako je u međuvremenu balon drugorazrednih kredita puknuo, cijena Lehmanove dionice se 2007. srozala sa 156.24\$ iz 2006. na 65.44\$<sup>202</sup>, a "gubici i nelikvidna imovina počeli su izmicati kontroli"<sup>203</sup>. Druge su institucije do početka 2008. postajale opreznije pri pozajmljivanju Lehmanu, a kako je Lehman financirao svoju dugoročnu imovinu kratkoročnim dugom svakodnevno posuđujući milijarde<sup>204</sup>, to je uzrokovalo poteškoće. Stanje se za Lehman drastično pogoršalo sredinom ožujka padom investicijske banke Bear Stearns te su Lehmanove dionice dan nakon pale na 31.75\$, a mnogi na Wall Streetu počeli smatrati da je Lehman sljedeći<sup>205</sup>. Nakon ovoga je Lehman imao sve više problema s prikupljanjem sredstava za rad<sup>206</sup>.

## 2.4. Pokušaji spašavanja i propast

U ovim je okolnostima Lehman počeo tražiti novu strategiju<sup>207</sup>. Američki tajnik za riznicu (ministar financija) Henry Paulson se počeo sastajati s Dickom Fuldom i savjetovati ga da nađe kupca za firmu, što ovaj nije htio<sup>208</sup>. Jedna od drugih opcija bilo je izdvajanje toksične imovine u odvojenu korporaciju<sup>209</sup>. Išlo se i u podizanje novog kapitala kroz dionice, i to tri puta unatoč tome što se u siječnju govorilo kako to neće biti potrebno<sup>210</sup>.

Lehman je 9. lipnja 2008. objavio rezultate za drugi kvartal te godine koji su unatoč prodaji 100 milijardi dolara imovine prethodnih mjeseci pokazivali gubitak od 2.8 milijardi dolara, prvi negativni

---

<sup>200</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 6.

<sup>201</sup> Ibid.

<sup>202</sup> "Annual year end stock price and percentage gain or loss in stock price for Lehman Brothers from 1995 to 2008 (in U.S. dollars)." Statista, pristupljeno 6. srpnja 2027. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1349730/global-financial-crisis-lehman-brothers-stock-price/>.

<sup>203</sup> Swedberg, op. cit. 84.

<sup>204</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 8.

<sup>205</sup> Swedberg, op. cit. 84.

<sup>206</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 8.

<sup>207</sup> Ibid., 9.

<sup>208</sup> Swedberg, op. cit. 84-85.

<sup>209</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 9.

<sup>210</sup> McDonald (2016), op. cit. 19.

poslovni rezultat od inkorporacije 1994., a uslijedilo je i snižavanje rejtinga kod agencija za kreditni rejting<sup>211</sup>. Vrijednost dionice je na kraju dana iznosila 17.40\$<sup>212</sup>.

Lehman se ipak okrenuo potrazi za kupcem uz posredstvo savezne vlade<sup>213</sup>, no bez uspjeha. Kao mogući kupci spominjali su se Bank of America, japanski Nomura, južnokorejski KDB i britanski Barclays, no na kraju od ovoga nije bilo ništa.

Vlasti nisu htjele same spasiti Lehman, ali su za vikend 12.-14. rujna 2008. sazvale sastanak sa šefovima vodećih investicijskih banaka s Wall Streeta ne bi li se našlo rješenje po kojem bi privatni sektor spasio posrnulu banku<sup>214</sup>.

Rješenje nije nađeno i Lehman je, ne mogavši naći dovoljno novca za financiranje svojeg poslovanja za sljedeći dan, 15. rujna 2008. bankrotirao<sup>215</sup>, što predstavlja najveći stečaj u povijesti SAD-a do danas (Lehman Brothers Holding, Inc. je u trenutku stečaja imao 691.06 milijardi dolara imovine<sup>216</sup>).

Tako je 164 godine dugo poslovanje ove tvrtke zauvijek okončano.

Prof. Luigi Zingales, član Odbora za regulaciju tržišta kapitala (*Committee on Capital Markets Regulation*), izjavio je sljedeće u svjedočenju pred američkim Kongresom 6. listopada 2008.: "Propast Lehman Brothersa rezultat je njegove vrlo agresivne politike poluge u kontekstu ozbiljne financijske krize."<sup>217</sup> Ideja iznesena u ovoj izjavi relevantna je i za događaje u Evergrandeu o kojima će se pisati u idućem poglavlju.

## 2.5. Posljedice

Na tržištu je po propasti Lehmana nastala panika te je došlo do gubitka povjerenja u investicijske banke i državu<sup>218</sup>. Američki burzovni indeks *Dow Jones* je na dan stečaja Lehman Brothersa pao za

---

<sup>211</sup> Ibid.

<sup>212</sup> "Lehman Brothers Holdings Capital Trust III (LEHKQ)." Yahoo Finance - Stock Market Live, Quotes, Business & Finance News, pristupljeno 6. srpnja 2023. <https://finance.yahoo.com/quote/LEHKQ/history?period1=1212278400&period2=1222732800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

<sup>213</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 9.

<sup>214</sup> Ibid., 10.

<sup>215</sup> Ibid., 11.

<sup>216</sup> "Largest bankruptcies in the United States as of March 2023, by assets at time of bankruptcy (in billion U.S. dollars)." Statista pristupljeno 6. srpnja 2023. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1096794/largest-bankruptcies-usa-by-assets/>.

<sup>217</sup> Zingales, *Oral testimony of Luigi Zingales „Causes and effects of the Lehman Brothers bankruptcy“ before the Committee on Oversight and Government Reform*, 1.

<sup>218</sup> Swedberg, op. cit. 93.

504.49 bodova, tj. 4.4%, dok je londonski FTSE 100 pao za 3.9%<sup>219</sup>. Kako je Lehman poslovao globalno, njegov je pad imao globalne posljedice. Ulagачi u UK-u, Japanu, Hong Kongu, Njemačkoj, na Islandu i drugdje, među kojima i banke, suočili su se s velikim gubicima<sup>220</sup>.

Kriza drugorazrednih hipotekarnih kredita prešla je granice SAD-a i prerasla u Globalnu financijsku krizu.

## 2.6. Globalna financijska kriza

Globalna financijska kriza nastala je proširenjem krize drugorazrednih hipotekarnih kredita na svijet.

Mnogi su subjekti diljem svijeta posjedovanjem vrijednosnih papira pokrivenih hipotekama i poslovanjem s izvornim sudionicima manije poput Lehmana i drugih bili izloženi američkom tržištu drugorazrednih kredita, pa su sukladno tome bili izloženi i nastaloj panici, gubicima i kreditnoj stisci. Cijeli se niz europskih banaka našao pred bankrotom, a neke su europske države zatražile pomoć MMF-a<sup>221</sup>.

Nastala je globalna recesija koja se u literaturi naziva i Velikom recesijom, po uzoru na Veliku depresiju. Globalni godišnji rast BDP-a po podacima Svjetske banke 2009. je bio negativan i iznosio -1.33%<sup>222</sup>. Negativan su rast iste godine doživjela sva gospodarstva država članica G7<sup>223</sup>. Po podacima Svjetske trgovinske organizacije, vrijednost globalnog godišnjeg izvoza robe 2009. je opala za 22.23% u odnosu na 2008. godinu<sup>224</sup>. Globalna nezaposlenost po Svjetskoj banci je porasla s 5.87% 2008. na 6.46% 2009.<sup>225</sup>. Sva su gospodarstva država članica G7 2009. doživjela znatan porast nezaposlenosti (osim njemačkog u kojem je taj porast bio vrlo skroman), a u gospodarstvima svih članica osim Njemačke i Kanade nezaposlenost je rasla i 2010.<sup>226</sup>.

---

<sup>219</sup> Wiggins i drugi, op. cit. 21.

<sup>220</sup> Swedberg, op. cit. 91-92.

<sup>221</sup> Mlikotić, „Globalna financijska kriza – uzroci, tijek i posljedice“, 88.

<sup>222</sup> „Annual global gross domestic product (GDP) growth rate during the Great Recession from 2007 to 2011.“ Statista, pristupljeno 6. srpnja 2023. s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1347029/great-recession-global-gdp-growth/>.

<sup>223</sup> „Annual Gross Domestic Product growth rates for the G7 countries during and after the Great Recession from 2007 to 2011“ Statista, pristupljeno 6. srpnja 2023. s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1346722/gdp-growth-rate-g7-great-recession/>

<sup>224</sup> „Total value of annual global merchandise exports during the Great Recession from 2007 to 2011 (in millions of U.S. dollars)“ Statista, pristupljeno 6. srpnja 2023. s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1347642/great-recession-global-exports-merchandise/>

<sup>225</sup> „Global unemployment rate from 2003 to 2022 (as a share of the total labor force)“ Statista, pristupljeno 6. srpnja 2023. s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/279777/global-unemployment-rate/>

<sup>226</sup> „Annual unemployment rate for the countries of the Group of Seven (G7) during and after the Great Recession from 2007 to 2011“ Statista, pristupljeno 6. srpnja 2023. s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1346779/unemployment-rate-g7-great-recession/>

Stopa obiteljskih stambenih kredita koji su kasnili s otplatom u SAD-u, kojom smo se već bavili, uslijed ekonomske katastrofe je nastavila munjevito rasti i do 2010. dosegla 11.5%<sup>227</sup>.

### 3. Evergrande

#### 3.1. Kontekst

S ciljem boljeg razumijevanja teme rada, poglavlje počinje kratkim opisom kineskog gospodarskog konteksta. Potom slijedi opis kineskog tržišta nekretnina i balona nastalog na njemu, kao i posljedica koje bi taj balon mogao imati za kinesko gospodarstvo. Zatim se opisuje povijesni razvoj samog Evergandea. Nakon ovoga se na temelju dostupnih podataka prikazuju problemi u kojima se Evergrande trenutno nalazi. Situacija se uspoređuje sa situacijom u kojoj se našao Lehman Brothers u posljednjim mjesecima svojeg poslovanja. Na kraju rada razmatra se budućnost tvrtke.

##### 3.1.1. Kinesko gospodarstvo: "socijalizam s kineskim obilježjima"

U Kini je nakon građanskog rata 1949. vlast preuzela Komunistička partija Kine (nadalje KPK). Nakon 30-ak godina ekonomske devastacije ionako nerazvijene Kine pod vlašću KPK (možda najeklatantniji primjer tadašnje gospodarske politike KPK je "Veliki skok naprijed" društveno-ekonomski projekt iz kasnih 50-ih i ranih 60-ih koji je završio smrću neutvrđenog broja desetaka milijuna ljudi od gladi), čelnu je poziciju u kineskoj vlasti krajem 70-ih preuzeo Deng Xiaoping<sup>228</sup>. Ovaj je događaj označio vrlo važnu prekretnicu za Kinu.

Deng je, ne mijenjajući osnovne političke postavke, uveo dalekosežne ekonomske reforme kojima je napuštena komunistička ekonomska ortodoksija i ostvaren liberalizirajući učinak na gospodarstvo koje je odonda po nekim svojim obilježjima više tržišno nego komunističko, iako država i dalje igra dominantnu ulogu. Rezultat je bio spektakularan te je prosječni godišnji rast kineskog BDP-a u prvih 10 godina Dengove vladavine iznosio 10%<sup>229</sup>. Dengovi su nasljednici ostali na njegovu tragu te je gospodarstvo nastavilo munjevito rasti i došlo do visina na kojima se nalazi danas i koje su dobro poznate.

---

<sup>227</sup> „Quarterly delinquency rate on all commercial bank loans, single-family residential mortgages and business loans in the United States from 2007 to 2010“ Statista, pristupljeno 6. srpnja 2023. s from <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1342448/global-financial-crisis-us-economic-indicators/>

<sup>228</sup> pripisuju mu se izreke "Obogatiti se je slavno" i "Nije važno je li mačka crna ili bijela, ako lovi miševе, dobra je", koje su postale političke krilaticе

<sup>229</sup> "China GDP 1960-2023." Macrotrends | The Long Term Perspective on Markets. Pristupljeno 6. srpnja 2023. <https://www.macrotrends.net/countries/CHN/china/gdp-gross-domestic-product>



Ovaj se fenomen u Kini naziva "reforma i otvaranje", a ideološka podloga koja je s vremenom razrađena "socijalizam s kineskim obilježjima".

### 3.1.2. Balon na kineskom tržištu nekretnina

Usljed ovih promjena i drugih čimbenika u Kini su 90-ih počele ogromne seobe sa sela u gradove<sup>230</sup>. Nastupila je urbanizacija na dotad neviđenoj razini. Udio se urbane populacije s 26.41% iz 1990. do 2000. popeo na 36.22% (u međuvremenu će do danas doći do gotovo 2/3)<sup>231</sup>. Ovime je dan velik poticaj stanogradnji. Po službenim državnim podacima, površina stambenih zgrada u izgradnji 1990. godine je iznosila preko 232 milijuna kvadratnih metara, a 1998. preko 520 milijuna kvadratnih metara<sup>232</sup>. Nakon 1995. utemeljeno je urbano tržište nekretnina i do 2001. je već 80% stanova u kineskim gradovima bilo u privatnom vlasništvu<sup>233</sup>.

Ovdje valja napomenuti kako je svo zemljište u Kini u vlasništvu države te zemlju nije moguće kupovati i prodavati, već se kupuju i prodaju prava na njezinu uporabu u trajanju od najviše 70 godina<sup>234</sup>. Još jedna bitna stavka za napomenuti je kako je u Kini posjedovanje vlastite nekretnine društveno vrlo bitno i gotovo pa preduvjet za sklapanje braka<sup>235</sup> <sup>236</sup>. Ovo je nesumnjivo još jedan razlog za povećanu potražnju za nekretninama. Također, među Kinezima se smatra kako se ne može biti bogat ako se nema puno zemlje<sup>237</sup>.

Još jedan razlog koji utječe na potražnju za nekretninama je i kupnja nekretnina radi ulaganja i špekulacije. Bankovna štednja i ulaganje u dionice u Kini nisu nimalo isplativi<sup>238</sup> te se stoga mnogi okreću ulaganju u nekretnine nadajući se prodati ih kasnije po većoj cijeni.

Indikativan je podatak da je 2017. u Kini 22.4%<sup>239</sup> <sup>240</sup> svih stambenih objekata bilo prazno, što odgovara broju od 50 milijuna praznih stanova i kuća<sup>241</sup>. Stoga više ne čude slike cijelih novoizgrađenih gradskih četvrti ogromnih stambenih nebodera koji, nepovezani s komunalnom infrastrukturom, zjape prazni i navodi o gradovima u kojima svaki stanovnik prosječno posjeduje

---

<sup>230</sup> Chen, Guo i Wu, „Chinese urbanization and urban housing growth since the mid-1990s“, 221.

<sup>231</sup> National Bureau of Statistics of China, *China Statistical Yearbook 2022*

<sup>232</sup> National Bureau of Statistics of China, *China Statistical Yearbook 1999*

<sup>233</sup> Chen i drugi, op. cit. 222.

<sup>234</sup> Glaeser, Huang, Ma i Shleifer, „A real estate boom with Chinese characteristics“, 94.

<sup>235</sup> Ibid., 105.

<sup>236</sup> Wang i Wang, „What is unique about Chinese real estate markets?“, 276.

<sup>237</sup> Ibid.

<sup>238</sup> Glaeser i drugi, op. cit. 105.

<sup>239</sup> „Home vacancy rate in greater China in 2017“ Statista, pristupljeno 8. srpnja 2023. s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/941287/greater-china-home-vacancy-rate/>

<sup>240</sup> Chen & Wen navode kako je tih 22.4% dostignuto već 2013. (Chen i Wen, „The great housing boom of China“, 73.

<sup>241</sup> „More than 50 million empty apartments in China“, Statista, pristupljeno 8. srpnja 2023. s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/chart/16137/home-vacancy-rate/>

više od tri stambene jedinice<sup>242</sup>, kao i tzv. gradovima-duhovima (gradovima bez ljudi ili barem samo djelomično naseljenim gradovima). Navodi se i podatak o 50 gradova označenih nazivom gradovi-duhovi u kineskim statističkim ljetopisima<sup>243</sup>. Zhao smatra kako situacija u kojoj mnogi kupuju i drže stambene objekte bez izdavanja u najam i isključivo radi kasnije preprodaje urađa stambenim balonom<sup>244</sup>. Zanimljivo je da je stopa praznih stanova u Kini 2010. po istom autoru iznosila dvostruko manjih 11%, a autor je već tad ukazivao na balon<sup>245</sup>. Usporedbe radi, stopa praznih stanova koji nisu nuđeni u najam u SAD-u se 2006.-2008. kretala od 2,4% do 2,8%<sup>246</sup>. Te je 2017. godine prosječna cijena stambene nekretnine u Kini po kvadratnom metru iznosila 7614 kineskih juana (nadalje RMB), a 2021. godine 10396 RMB, što je neusporedivo s 1854 RMB iz 1998. i 2197 RMB iz 2003.<sup>247</sup>. Ulaganje u stanove iznosi 14% kineskog BDP-a (u SAD-u je za njihovog balona iznosio 6%) i polovicu svog fiksnog privatnog ulaganja<sup>248</sup>.

Iz svega se ovoga daje zaključiti ne samo kako balon na tržištu nekretnina definitivno postoji, nego i kako je daleko veći nego bilo koji takav balon dosad. Napuhane se cijene mogu opravdati ako Kina nastavi munjevito rasti<sup>249</sup>, no rast je već usporio i ubuduće po svemu sudeći neće biti ni približno takav kakav je bio donedavno<sup>250</sup>. Kako se otkrivaju nova saznanja o katastrofalnim posljedicama u međuvremenu ukinute politike jednog djeteta i kako stanovništvo počinje opadati, tako postaje i sve manje jasno tko će uopće stanovati u svim tim praznim stanovima. Očekuje se i da će udio urbane populacije kroz dva desetljeća također početi padati<sup>251</sup>.

Lokalne (gradske i pokrajinske) vlasti, mnoge od kojih su prezadužene, imaju ogroman interes u održavanju balona jer se dijelom uzdržavaju prihodima od prodaje prava na zemljište te i same sudjeluju u napuhavanju balona<sup>252</sup>.

Državna vlast također ima interes u rastu tržišta jer se kineski gospodarski rast, između ostalih čimbenika, velikim dijelom temelji na rastu tržišta nekretnina<sup>253</sup>.

---

<sup>242</sup> Wang i Wang, op. cit. 277.

<sup>243</sup> Li, „Evolution of Chinese ghost cities“, 69-78

<sup>244</sup> Zhao, „Rational housing bubble“, 141.

<sup>245</sup> Ibid., 165.

<sup>246</sup> „Homeowner vacancy rates in the United States from 1990 to 2021“ Statista, pristupljeno 8. srpnja 2023. s <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/184904/vacancy-rates-for-us-homeowner-units-since-2005/>

<sup>247</sup> National Bureau of Statistics of China, *Average real estate sale price of residential real estate in China between 1998 and 2021 (in yuan per square meter)*

<sup>248</sup> Rajah i Leng, „Revising down the rise of China“, 14.

<sup>249</sup> Glaeser i drugi, op. cit. 94.

<sup>250</sup> Rajah i Leng, op. cit. 1.

<sup>251</sup> Ibid., 15.

<sup>252</sup> lokalne vlasti su odgovorne za lokalni gospodarski razvoj i imaju gotovo sve planerske ovlasti, ali ih centralna vlast za to ne financira, nego zarađuju na kupoprodaji prava na korištenje zemljišta te pribjegavaju smišljanju i provođenju često nerealno ambicioznih planova izgradnje (Cao & Keivani 2008)

<sup>253</sup> Almeida, Dionisio, Enamul Haque i Ferreira, „A giant falls: the impact of Evergrande on Asian stock indexes“, 1.

Unatoč važnosti rasta tržišta nekretnina za rast kineskog gospodarstva, državna je vlast svjesna toga da balon nije održiv te ga pokušava suzbiti kroz razne nove propise i restrikcije (poput "triju crvenih crta" o kojima će još biti riječi, ograničenja na prodaju i kupovinu kuća, hipoteke itd.) uvedene 2020. i 2021. koji su počeli uzrokovati ozbiljne probleme za prezadužene građevinske gigante, među kojima i Evergrande<sup>254</sup>.

Michael i Zhao navode pet mogućih posljedica u slučaju pucanja balona:

1. bile bi ugrožene lokalne vlasti koje su ušle u velike dugove radi gradnje i kupnje nekretnina jer bi im bilo teže otplaćivati dug,
2. počele bi padati cijene dionica građevinskih korporacija i banaka koje su im pozajmljivale,
3. suzile bi se građevinarske i ostale o građevinskom tržištu ovisne tvrtke,
4. vrijednosnice i zajmovi pokriveni nekretninama gubili bi vrijednost, što bi moglo dovesti do financijske krize,
5. došlo bi do smanjenja bogatstva kućanstava koja ulažu u nekretnine, što bi dovelo do smanjenja potrošnje i ulaganja općenito<sup>255</sup>.

Iz svega slijedi kako će vlast vjerojatno nadalje pokušavati oprezno spuštati balon te će biti zanimljivo gledati kako će se stanje dalje razvijati.

U ovom se radu prati daljnji razvoj stanja u jednom od aktera (China Evergrande Group) i vuku paralele sa sličnim događajima iz Lehman Brothersa.

### **3.1.3. Općenito o Evergrandeu<sup>256</sup>**

China Evergrande Group ogromni je kineski poslovni konglomerat koji se, počevši u razvoju nekretnina, proširio na mnoge druge djelatnosti. Razvoj nekretnina je, naravno, ostao glavna djelatnost. Na službenim je web-stranicama ponosno istaknuta poruka "Napredujmo k neosvojivom prolazu i beskrajnoj cesti ruku pod ruku." s potpisom Hui Ka Yana, utemeljitelja, predsjednika i većinskog vlasnika Evergrande. Prema poruci od predsjednika na stranicama, 'ever' u imenu Evergrande predstavlja "neprestano postojanje kroz vijekove", a 'grande' "univerzalan rast". Ova gesla otkrivaju ponešto od onoga čime ćemo se baviti u ovom potpoglavlju.

---

<sup>254</sup> Lu i Keller, „Is it China's Lehman Brothers moment? Unveiling Evergrande debt crisis, financial risks, and regulatory implications“, 4-5.

<sup>255</sup> Michael i Zhao, „A look at the five channels which affect China's bubble economy“, 24.

<sup>256</sup> izvor informacija za ovo potpoglavlje bile su službene web-stranice Evergrande („Evergrande Group – About Evergrande.“, pristupljeno 9. srpnja 2023. s <https://mobilesite.evergrande.com/en/index.aspx>)

Xu Jiayin (poznatiji po kantonskoj inačici svojeg imena Hui Ka Yan, koja će se ovdje koristiti kako bi ga se lakše razlikovalo od vrhovnog vođe NR Kine Xi Jinpinga) je osnovao tvrtku Evergrande 1996. u južnom kineskom gradu Guangzhou (Kanton).

Evergrande je od samog svog nastanka počeo s agresivnim i ambicioznim širenjem po strategiji sažetoj u geslu "mali prostor, niska cijena i niski trošak". Već je prvi ostvareni projekt 1997. donio veliku zaradu od 80 milijuna RMB, a do 1999. tvrtka je ušla u top 10 u svojoj djelatnosti u Guangzhouu, gradu od tada oko 9 milijuna stanovnika. Do kraja firminog drugog trogodišnjeg plana 2002. već će preuzeti prvo mjesto. U okviru četvrtog trogodišnjeg plana (2006.-2008.), Evergrande je počeo širenje na dvadeset drugih kineskih velikih gradova uključujući Šangaj te ušao u top 20 u Kini. Godine 2009. popisao je na Hongkonškoj burzi. Do 2011. je već bio prvi u Kini po površini u izgradnji. Godine 2013. je prodaja po prvi put narasla iznad 100 milijardi RMB, a u pet godina zaredom do kraja 2014. je imao prosječni godišnji rast veći od 30% po pokazateljima poput prodaje i površine u izgradnji.

Evergrande je 2015. počeo širiti poslovanje na financije, kulturni turizam i zdravstvenu industriju. Godine 2006. ušao je u *Fortune Global 500*. Godine 2017. nastupila je nova promjena poslovnog modela te je model pod geslom "tri visoka i jedno nisko" (visoke obveze, visoka poluga, visoki promet i niski troškovi) zamijenjen novim modelom pod geslom "tri niska i jedno visoko" (niske obveze, niska poluga, niski troškovi i visoki promet). Vrlo intenzivno korištenje poluge je od 2018. uistinu ponešto smanjeno, no nedovoljno da bi se tvrtka stabilizirala, međutim tome ćemo se posvetiti u sljedećem potpoglavlju.

Evergrande je po zadnjim informacijama sa svoje web-stranice imao preko 1300 građevinskih projekata u preko 280 kineskih gradova, a bavi se i ostalim uslugama u poslovanju nekretninama, proizvodnjom i prodajom električnih automobila, filmskom i televizijskom produkcijom, turizmom (dva tematska parka i umjetno otočje u izgradnji na kojem bi se trebao nalaziti hotelski resort od 7 zvjezdica), zdravstvenim uslugama i uslugama za starije, punjenjem mineralne vode, poljoprivredom, životnim osiguranjem i nogometom.

Usljed poteškoća koje su ga zadesile unutar zadnje dvije do tri godine i o kojima se piše u nastavku, Evergrande je s 2. mjesta po prodaji u svojem sektoru koje je držao 2020.<sup>257</sup> pao na 5. mjesto 2021.<sup>258</sup>, a od 2022. više ga nema u prvih deset<sup>259</sup>.

---

<sup>257</sup> Altman, Hu i Yu, „Has the Evergrande debt crisis rattled Chinese capital markets? A series of event studies and their implications“, 3.

<sup>258</sup> Lu i Keller, op.cit. 4.

<sup>259</sup> Sina.com.cn, *Leading real estate companies in China in 2022, by sales revenue (in billion yuan)*

### 3.2. Evergrande kao kineski Lehman: tri slična i jedno različito

Očita je činjenica da je Lehman bio investicijska banka, a Evergrande građevinska kompanija i tu činjenicu nitko ne dovodi u pitanje te je ovdje nećemo ni isticati.

Prva i najočitija sličnost Evergrande i Lehmana je izloženost balonu na tržištu nekretnina iako je priroda te izloženosti ponešto drugačija jer je Evergrande u prvom redu izložen kroz gradnju i posjed nekretnina, a Lehman kroz davanje hipotekarnih zajmova i posjed financijskih proizvoda pokrivenih nekretninama (iako je i Lehman posjedovao velik portfelj nekretnina). Ostale se paralele otkrivaju kroz podatke o krizi u Evergrandeu.

Evergrandeovi su problemi počeli izlaziti na vidjelo kada je u NR Kini u kolovozu 2020. u pokušaju suzbijanja prezaduživanja u sektoru nekretnina uveden propis "tri crvene crte" po kojem dionička društva koja se bave nekretninama "moraju držati omjer obveza i imovine ispod 70%<sup>260</sup>, omjer duga i kapitala ispod 100% i omjer novca i kratkoročnog duga ispod 100%."<sup>261</sup> Evergrande je prešao sve tri crte i stoga prinuđen na daljnje smanjenje korištenja poluge<sup>262</sup> te je udio poluge smanjen na 31.1% do kraja godine (2019. je iznosio 36.3%, 2018. 35.8%, a prije već spomenute promjene modela i više)<sup>263</sup>.

Upravo se u ekstenzivnom korištenju poluge ogleda druga sličnost s Lehmanom. Već je spomenut model "tri visoka i jedno nisko" po kojem je firma poslovala s visokim omjerom poluge. Omjer je 2016. i 2017. iznosio 39.6%, odnosno 41.6%, a nakon prelaska na model "tri niska i jedno visoko" 2017. i smanjenja korištenja poluge smanjen je na 35.8% 2018.<sup>264</sup> Ovaj se omjer ne može izravno usporediti s Lehmanovim (koji nije iskazan kao postotak, već kao x:1) jer je dobiven dijeljenjem ukupnih posuđenih sredstava s ukupnom imovinom<sup>265</sup>, dok je Lehmanov dobiven dijeljenjem ukupne imovine s ukupnim dioničarskim kapitalom<sup>266</sup>, ali se i dalje smatra visokim te upućuje na ekstenzivnu uporabu poluge.

Evergrande je po izvješću za 2020. objavljenom 2021. na dan 31. prosinca 2020. imao imovinu od oko 2.3 bilijuna RMB i obveze od oko 1.95 bilijuna RMB, a ukupni neto prihod iznosio je oko 31 milijardu RMB<sup>267</sup>. Po istom izvješću Evergrande je 31.12.2020. imao posuđenih 716.5 milijardi

---

<sup>260</sup> prosjek cijelog sektora 2020. iznosio je 80.7% (NBSC 2022), što je znakovito za zdravlje cijelog sektora i što nije tako daleko od Evergrandeovih 84.77% iz iste godine. Vrijednost Evergrandeovog omjera jednostavno smo izračunali na temelju objavljenog izvješća za 2020. (Evergrande 2020).

<sup>261</sup> Almeida i drugi, op. cit. 2.

<sup>262</sup> Ibid.

<sup>263</sup> Evergrande, *Gearing ratio of Evergrande Group from 2015 to 2020 (in billion yuan)* In *Statista*.

<sup>264</sup> Ibid.

<sup>265</sup> China Evergrande Group, *Annual Report 2020*, 117.

<sup>266</sup> Lehman Brothers Holdings Inc., *2007 Annual Report*, 0.

<sup>267</sup> China Evergrande Group, op. cit. 8.

RMB uz prosječnu godišnju kamatnu stopu od 9.49%, od kojih gotovo pola s rokom dospelja kraćim od godine dana<sup>268</sup>. Almeida i drugi smatraju kako je moguće da se Evergrande našao u trenutnim problemima dijelom upravo zbog ovoga<sup>269</sup>. Time se dolazi do treće sličnosti, a to je velika zaduženost s visokim udjelom kratkoročnog duga, tj. ekstenzivno korištenje kratkoročnog duga za financiranje imovine koja je pretežno nelikvidna i dugoročna. Isti je problem već viđen u krizi američkih štedno-kreditnih zadruga 80-ih. Evergrande je tako u drugoj polovici 2021. propustio nekoliko plaćanja po obveznicama, a nakon propuštenog plaćanja od 6. prosinca, međunarodne su ga rejting agencije po prvi put proglasile defaultiranim<sup>270</sup>.

Može se zaključiti kako su i jedna i druga tvrtka zbog slične politike u biti doživjele krizu likvidnosti.

Međutim, postoji i jedna razlika. Lehman je propao relativno brzo nakon što su njegovi problemi počeli izlaziti na vidjelo te ga vlasti nisu spašavale, dok su Evergrandeovi problemi u trenutku pisanja ovog teksta poznati već oko dvije godine i još nije sa sigurnošću isključeno da će vlasti stati iza njega. Ovo je bitno za moguće posljedice njegove eventualne konačne propasti koje će se razmotriti dalje u radu.

Po novoobjavljenim službenim auditiranim rezultatima za 2021. ukupna imovina Evergrande grupe na 31. prosinac 2021. iznosila je oko 2,1 bilijuna RMB, a ukupne obveze oko 2,6 bilijuna RMB<sup>271</sup>. Na 31. prosinac 2022. ukupna će imovina iznositi oko 1,8 bilijuna RMB, a ukupne obveze oko 2,4 bilijuna RMB<sup>272</sup>. Neslužbeni rezultati za prvih šest mjeseci 2023. pokazuju ukupnu imovinu od nešto iznad 1,7 bilijuna RMB i ukupne obveze od nešto ispod 2,4 bilijuna RMB<sup>273</sup>.

Cijena Evergrandeove dionice na hongkonškoj burzi, koja je u rujnu 2020. iznosila 19.27 hongkonških dolara (nadalje HKD), a u veljači 2021. 15.62 HKD, ostatak je 2021. uslijed gore opisanih okolnosti padala i godinu završila na 1.58 HKD<sup>274</sup>. Već je spomenuto kako je Evergrande od rujna do kraja 2021. nekoliko puta *defaultirao* na obveznice. Hongkonška burza je uslijed Evergrandeove nemogućnosti da pravovremeno objavi auditirane financijske rezultate za 2021. godinu 21. ožujka 2022. do daljnjeg suspendirala trgovanje dionicama Evergrande<sup>275</sup>. Dana 24. lipnja 2022. protiv tvrtke je podnesen zahtjev za likvidacijom u svezi s obvezom u visini od 862.5

---

<sup>268</sup> Ibid., 117.

<sup>269</sup> Almeida i drugi, op. cit., 2.

<sup>270</sup> Rudd, „China: an economic and political outlook for 2022: domestic political reaction to China's economic slowdown“, 3.

<sup>271</sup> China Evergrande Group, *Annual Report 2021*, 44-45.

<sup>272</sup> China Evergrande Group, *Annual Report 2022*, 44-45.

<sup>273</sup> China Evergrande Group, *Announcement of unaudited interim results for the six months ended 30 June 2023*, 2-3.

<sup>274</sup> Yahoo, *Monthly share price of Evergrande Group at Hong Kong Exchange from September 2020 to December 2021 (in Hong Kong dollars)*

<sup>275</sup> China Evergrande Group, *Trading halt*, 1.

milijuna HKD<sup>276</sup>, no sudska saslušanja su odgađana nekoliko puta, zadnje na 30. listopada 2023.<sup>277</sup> U ljeto 2022. počelo je i restrukturiranje Evergrandeovih *offshore* dugova<sup>278</sup>. Dana 6. studenog 2022. stečajni upravitelji postavljeni nad jednom od podružnica grupe prodali su jedan nedovršeni projekt u njezinom vlasništvu za oko 637 milijuna američkih dolara, što za grupu predstavlja gubitak od oko 770 milijuna američkih dolara<sup>279</sup>. Po podacima objavljenim na web-stranicama tvrtke 31. kolovoza 2023., tvrtka je krajem srpnja imala oko 277,5 milijardi RMB neplaćenih dospijevajućih dugova, oko 207,5 milijardi RMB neplaćenih komercijalnih računa (iznos je krajem lipnja bio 245 milijardi RMB<sup>280</sup>) i 1931 parnicu oko slučajeva iznad 30 milijuna RMB koji ukupno iznose oko 438 milijardi RMB<sup>281</sup>. Dana 18. kolovoza 2023. Evergrande je objavio kako je u SAD-u podnio zahtjev za zaštitom od bankrota na tamošnji dug te kako nastavlja s restrukturiranjem *offshore* dugova<sup>282</sup>.

### 3.3. Mogući rezultat i potencijalne posljedice po gospodarstvo

Unatoč svemu, Evergrande u vrijeme pisanja ovog rada i dalje posluje. Još je nejasno što će se s njim točno dogoditi, kao i u kojoj mjeri država namjerava pomoći ili već pomaže.

Već su na kraju potpoglavlja 3.1.2. izdvojene moguće posljedice puknuća mjehura na kineskom tržištu nekretnina po kinesko gospodarstvo objašnjene u radu Michaela i Zhao<sup>283</sup>, kao i odgovor kineske vlasti te neke od mogućnosti nastavka odgovora na balon. Ranije je u radu opisano kako bi naglo puknuće balona bitno omelo kinesko gospodarstvo (čiji je rast uvelike vezan uz rast tržišta nekretnina) i uzrokovalo ozbiljne probleme po građane i lokalne vlasti te kako Vlada od 2020. pokušava restrikcijama postupno prizemljiti tržište.

Što se tiče posljedica eventualne propasti Evergrande, smatramo kako one po globalni financijski sustav i gospodarstvo neće biti tolike kolike su bile u slučaju Lehmana (što ne znači da ih neće biti jer Evergrande ima vjerovnike i izvan Kine). Lehman je propao relativno brzo nakon što je ostatak tržišta doznao za probleme s kojima se suočavao te je njegova propast došla kao jedna u nizu propasti i tijesno izbjegnutih propasti velikih financijskih institucija koje su uslijedile relativno brzo jedna za

---

<sup>276</sup> China Evergrande Group, *Inside information winding-up petition*, 1.

<sup>277</sup> China Evergrande Group, *Adjournment of winding-up petition hearing*, 1.

<sup>278</sup> China Evergrande Group, *Inside information: 1. Recent business development of the group 2. Offshore restructuring progress and principles*, 2.

<sup>279</sup> China Evergrande Group, *Sale of assets by receivers*, 1.

<sup>280</sup> China Evergrande Group, *Updated announcement in relation to Hengda Real Estate's involvement in material litigation and failure to repay debts due* (objavljeno 28.7.2023.), 1.

<sup>281</sup> China Evergrande Group, *Announcement in relation to Hengda Real Estate's involvement in material litigation and failure to repay debts due* (objavljeno 31.8.2023.), 1.

<sup>282</sup> China Evergrande Group, *Clarification announcement*, 1.

<sup>283</sup> Vidi Michael i Zhao, op. cit. 24.

drugom, a sve na tržištu koje je već ionako bilo u panici. Ne samo to, već se spas Lehmana očekivao takoreći do zadnjeg časa te su šok i nevjerica bili tim veći kad je stečaj napokon objavljen (američke su vlasti prije propasti Lehmana spasile Bear Stearns, Fannie Mae i Freddie Mac, a nakon toga i AIG, Bank of America, Citigroup i druge velike financijske institucije). Napisi o mogućoj propasti Evergrande pune medijske naslovnice još od rujna 2021. te je ona u međuvremenu u potpunosti izgubila faktor informacijskog događaja koji bi mogao dovesti do panike koja bi mogla prerasti u financijsku krizu. Almeida i drugi prenose kako su azijske burze doista bile uzdrmane nakon (čak i uoči) vijesti o Evergrandeovom *defaultu* na obveznice u rujnu 2021., no utvrđuju i kako su se kratko nakon toga stabilizirale<sup>284</sup>. Jednostavnije rečeno, Evergrandeova je propast sad već naširoko očekivana, za razliku od Lehmanove. Nadalje, Lehman je imao širu i dublju globalnu prisutnost (bilo da se radi o podružnicama, bilo o zajmovima koje je preprodavao diljem svijeta) od Evergrande a te je stoga i njegova propast imala širi i dublji utjecaj na globalno tržište nego što bi mogla imati propast Evergrande a. Kako je navedeno ranije, Evergrande od 2022. više nije među najvećima po prodaji, a od ožujka se iste godine više ne trguje njegovim dionicama. Ipak, ne smije se zaboraviti kako na kinesko gospodarstvo otpada preko 12% ukupnog svjetskog izvoza<sup>285</sup> i preko 10% ukupnog svjetskog uvoza<sup>286</sup> te će se produbljenje postojećih problema s kojima se ono nosi (jedan od kojih je i balon na tržištu nekretnina u kojem je Evergrande sudjelovao) zacijelo osjetiti i izvan Kine. Autor ovog rada to ničim ne osporava, već samo na temelju svih dostupnih podataka o Lehmanu i Evergrande u iznesenih ranije, kao i zaključaka iznesenih iz njih na mjestima na kojima se oni u radu iznose, zaključuje kako će izravne posljedice eventualne Evergrandeove propasti biti manje po svjetski financijski sustav i svjetsko gospodarstvo od posljedica Lehmanove propasti.

## Zaključak

Obzirom na narav ovog rada s jedne strane i ekonomsko-politički kontekst NR Kine s druge strane, teško je davati prognoze i savjete. Svjesni smo da je sasvim moguće da se sve odvije potpuno suprotno od naših predviđanja koja ćemo ovdje iznijeti.

Ne možemo govoriti o idealnim rješenjima: idealno bi bilo da je Evergrande provodio odgovorniju financijsku politiku. Tako nikakva rješenja ne bi ni bila potrebna. Još bi idealnije bilo da svi tržišni

---

<sup>284</sup> Almeida i drugi, op. cit. 1.

<sup>285</sup> The World Bank, *Exports of goods and services (current US\$)*

<sup>286</sup> The World Bank, *Imports of goods and services (current US\$)*



akteri u NR Kini, bili oprezniji i svjesniji rizika koji se mogu realizirati i iznimno negativno utjecati kako na kinesko, tako i na svjetsko gospodarstvo.

U vrijeme dovršavanja ovog rada (kraj kolovoza i početak rujna 2023.) još nije potpuno jasno hoće li i u kojoj mjeri kineska vlast intervenirati po pitanju Evergrande.

Narodna banka Kine je, doduše, u srpnju 2022. ustrojila plan spasa za aktere na tržištu nekretnina u vrijednosti od 1 bilijuna RMB<sup>287</sup>, međutim to ne znači nužno da će i Evergrande polučiti korist od njega - postoje i druga poduzeća s financijskim poteškoćama i većim udjelom na tržištu, manje megalomanskih projekata (poput umjetnih otočja i nogometnih akademija) i manje pravnih problema. Postoji i fenomen zvan moralni hazard, na koji ovdje upozoravaju i Lu i Keller<sup>288</sup>: pitanje je koliko bi se odgovorno ponašali drugi kad bi poduzeće s poviješću Evergrande bilo spašeno.

Opet, kineske vlasti često i široko interveniraju u gospodarstvu (ne samo to, već je i samo kinesko gospodarstvo dobrim dijelom plansko, a mnogi subjekti pod izravnom kontrolom vlasti), pa stoga spašavanje Evergrande nije isključeno.

S obzirom na državnu politiku polaganog suzbijanja balona, činjenicu da je Evergrande već ovoliko dugo praktički na rubu postojanja i da su ga po udjelu na tržištu već 2021. i 2022. zamijenili neki drugi akteri, kao i na upitan (no nama ipak nepoznat) status g. Hui Ka Yana i njegove tvrtke u očima vlasti, mi ipak smatramo kako nije vjerojatno da će vlasti spašavati Evergrande kao tvrtku u njezinom trenutnom obliku, već kako će državna sanacija slučaja Evergrande biti ograničena na postizanje zadovoljavajućeg rješenja za njegove vjerovnike i ostale zainteresirane stranke te ublažavanje mogućeg utjecaja na tržište.

---

<sup>287</sup> Lu i Keller, op. cit. 11

<sup>288</sup> Ibid.



## Bibliografija

- Almeida, Dora, Andreia Dionísio, Muhammad Enamul Haque, i Paulo Ferreira. „A giant falls: The impact of Evergrande on Asian stock indexes.“ *Journal of Risk and Financial Management* 15, br. 8 (2022), 326.
- Altman, Edward I., Xiaolu Hu, and Jing Yu. "Has the Evergrande debt crisis rattled Chinese capital markets? A series of event studies and their implications." *SSRN Electronic Journal*, 2022.
- Bank of Japan. „The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate (Previously Indicated As "Official Discount Rates"): 日本銀行 Bank of Japan.“ Bank of Japan. Pristupljeno 2. srpnja 2023. <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/discount.htm>.
- Barsky, Robert B., and Lutz Kilian. „Do we really know that oil caused the Great Stagflation? A monetary alternative.“ *NBER Macroeconomics Annual* 16 (2001), 137-183.
- Bernanke, Ben S. „Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression.“ *The American Economic Review* 73, br. 3 (1983), 257-276.
- Bernanke, Ben S. „The macroeconomics of the Great Depression: A comparative approach.“ *NBER Working Paper Series*, br. 4814 (1994).
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, Mark Watson, Christopher A. Sims, i Benjamin M. Friedman. „Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks.“ *Brookings Papers on Economic Activity* 1997, br. 1 (1997), 91-157.
- Boonman, Tjeerd M. „The economic impact of sovereign defaults in Latin America 1870-2012.“ *Revista de Historia Económica / Journal of Iberian and Latin American Economic History* 35, br. 1 (2016), 81-104.
- Cabalu, Helen. „Ins and outs of Asia's financial crisis.“ *Journal of Economic Integration* 14, br. 2 (1999), 356-345.
- Cebula, Richard J. „The impact of federal deposit insurance on savings and loan failures“, *Southern Economic Journal* 59, br. 4, (1993), 620-628.

Chen, Junhua, Fei Guo, i Ying Wu. „Chinese urbanization and urban housing growth since the mid-1990s.“  
*Journal of Housing and the Built Environment* 26, br. 2 (2011), 219-232.

China Evergrande Group, *Annual Report 2020*. Hong Kong: China Evergrande Group, 2021.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/annual/2020/ar2020.pdf> (pristupljeno 9. srpnja 2023.)

China Evergrande Group, *Annual Report 2021*. Hong Kong: China Evergrande Group, 2022.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/annual/2021/ar2021.pdf> (pristupljeno 9. rujna 2023.)

China Evergrande Group, *Annual Report 2022*. Hong Kong: China Evergrande Group, 2023.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/annual/2022/ar2022.pdf> (pristupljeno 9. rujna 2023.)

China Evergrande Group, *Trading Halt*. Hong Kong: China Evergrande Group, 2022.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/a220321.pdf> (pristupljeno 9. srpnja 2023.)

China Evergrande Group, *Inside Information Winding-Up Petition*. Hong Kong, China Evergrande Group, 2022.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/a220628.pdf> (pristupljeno 9. srpnja 2023.)

China Evergrande Group, *Inside information: 1. Recent business development of the group 2. Offshore restructuring progress and principles*. Hong Kong, China Evergrande Group, 2022.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/a220729.pdf> (pristupljeno 9. srpnja 2023.)

China Evergrande Group, *Adjournment of winding-up petition hearing*. Hong Kong, China Evergrande Group, 2022.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/a220905.pdf> (pristupljeno 9. srpnja 2023.)

China Evergrande Group, *Sale of Assets by Receivers*. Hong Kong, China Evergrande Group, 2022.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/a221106.pdf> (pristupljeno 9. srpnja 2023.)

China Evergrande Group, *Updated announcement in relation to Hengda Real Estate's involvement in material litigation and failure to repay debts due*. Hong Kong, China Evergrande Group, 2023.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/a230728.pdf> (pristupljeno 21. kolovoza 2023.)

China Evergrande Group, *Clarification announcement*. Hong Kong, China Evergrande Group, 2023.  
<https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/a230818.pdf> (pristupljeno 21. kolovoza 2023.)

China Evergrande Group, *Announcement of unaudited interim results for the six months ended 30 June 2023*. Hong Kong, China Evergrande Group, 2023. <https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/interim/2023/int.pdf> (pristupljeno 27. kolovoza 2023.)

China Evergrande Group, *Announcement in relation to Hengda Real Estate's involvement in material litigation and failure to repay debts due*. Hong Kong, China Evergrande Group, 2023. <https://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/announcement/a230831.pdf> (pristupljeno 9. rujna 2023.)

Claessens, Stijn, i Ayhan Kose. „Financial crises: explanations, types, and implications.“ *IMF Working Papers 2013*, br. 028 (2013), 1-66.

Comiskey, Michael, i Pawan Madhogarhia. „Unraveling the Financial Crisis of 2008.“ *Political Science & Politics* 42, br. 2 (2009), 271-275.

Crafts, Nicholas, i Peter Fearon. "Lessons from the 1930s Great Depression." *CAGE Working Paper Series*, br. 23 (2010), 1-57.

Ćorić, Josip. „Sekuritizacijske strukture u financijskom sustavu.“ Diplomski rad, Sveučilište u Zagrebu, 2019. <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:983146>.

Dekanić, Igor, Stevo Kolundžić i Daria Karasalihović, *Stoljeće nafte: Veza između nafte, novca i moći koja je promijenila svijet*, Zagreb, Naklada Zadro 2002.

Dornbusch, Rudiger, i Stanley Fischer. "Third World Debt." *Science* 234, br. 4778 (1986), 836-841

Evergrande. "Gearing ratio of Evergrande Group from 2015 to 2020 (in billion yuan)." Statista. Pristupljeno 8. srpnja 2023. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1265113/evergrande-gearing-ratio/>.

Fang, Zhou i Geng Xiao, „China in the context of the Asian financial crisis“, *China Review* 1999, (1999), 165-178

Friedman, Milton, i Anna Jacobson Schwartz. *A monetary history of the United States 1867-1960: A study by the National Bureau of Economic Research, New York*. Princeton: Princeton University Press, 1963.

Glaeser, Edward, Wei Huang, Yueran Ma, i Andrei Shleifer. "A Real Estate Boom with Chinese Characteristics." *American Economic Association* 31, no. 1 (2017), 93-116.

Gorton, Gary. „Financial Crises.“ *Annual Review of Financial Economics* 10, br. 1 (2018), 43-58.

Grossman, Richard, i Christopher Meissner. "International Aspects of the Great Depression and the Crisis of 2007: Similarities, Differences, and Lessons." *Oxford Review of Economic Policy* 26, br. 3 (2010), 318-338.

Jiménez-Rodríguez, Rebeca. „Oil shocks and global economy.“ *Energy Economics* 115, br. 106373 (2022), 1-16.

Kindleberger, Charles P., i Robert Aliber. *Najveće svjetske financijske krize: manije, panike i slomovi* [Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises]. Zagreb: Masmedia 2006.

Lehman Brothers Holdings, *2007 Annual Report*. New York City: Lehman Brothers Holdings, 2008.  
<https://matmg83.github.io/cynicalcapitalist/documents/%5BLehman%5D%20Lehman%20Brothers%202007%20Annual%20Report.pdf> (pristupljeno 9. srpnja 2023.)

Leightner, Jonathan E. "Thailand's Financial Crisis: Its Causes, Consequences, and Implications." *Journal of Economic Issues* 41, br. 1 (2007), 61-76.

Letunić, Stijepo. „Utjecaj cijena i ograničenosti resursa nafte na svjetsko gospodarstvo.“ Pregledni rad, Sveučilište u Dubrovniku, 2006. <https://hrcak.srce.hr/10681>

Li, Mingye. "Evolution of Chinese Ghost Cities." *China Perspectives* 2017, no. 1 (2017), 69-78.

Lifset, Robert D. „A new understanding of the American energy crisis of the 1970s“, *Historical Social Research / Historische Sozialforschung* 39, br. 4 (2014), 22-42

Lu i Keller, „Is it China's Lehman Brothers moment? Unveiling Evergrande debt crisis, financial risks, and regulatory implications.“ *Law and Financial Markets Review*

Lucas Jr., Robert E. „Glass-Steagall: A requiem.“ *The American Economic Review* 103, br. 3 (2013), 43-47

Manchester, Joyce, and Warwick J. McKibbin. "The Macroeconomic Consequences of the Savings and Loan

- Debacle." *The Review of Economics and Statistics* 76, no. 3 (1994), 579-584.
- Margavio, Geanie W. "The savings and loan debacle: the culmination of three decades of conflicting regulation, deregulation, and re-regulation." *Accounting Historians Journal* 20, br. 1 (1993), 1-32.
- McDonald, Larry, i Patrick Robinson. *A colossal failure of common sense: the inside story of the collapse of Lehman Brothers*. New York City, Crown Business 2009.
- McDonald, Oonagh. *Fannie Mae and Freddie Mac: Turning the American Dream into a Nightmare*, London, Bloomsbury Academic 2012.
- McDonald, Oonagh. *Lehman Brothers: A Crisis of Value*. Manchester, Manchester University Press 2016.
- McDonald, Oonagh. „The repeal of the Glass-Steagall act: Myth and reality.“ *Policy Analysis*, br. 804 (2016), 1-24.
- Michael, Bryane i Simon Zhao, „A look at the five channels which affect China's bubble economy“, u *Bubble Economics: How Big a Shock to China's Real Estate Sector Will Throw the Country into Recession, and Why Does It Matter?*, 24-43. Lincoln, MA, Lincoln Institute for Land Policy, 2016.
- Mikdashi, Zuhayr. „The OPEC process.“, *Daedalus* 104, br. 4. (1975), 203-215.
- Milner, Anthony. „Asia-Pacific perceptions of the financial crisis: lessons and affirmations.“ *Contemporary Southeast Asia* 25, br. 2. (2003), 284-305.
- Minsky, Hyman P. „The financial instability hypothesis“, *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, br. 74. (1992), 1-9.
- Mlikotić, „Globalna financijska kriza – uzroci, tijek i posljedice.“ *Pravnik: časopis za pravna i društvena pitanja* 44, br. 89 (2010), 83-93.
- Mohri, Ryoichi. "Japan's Troubled Economy: The Impact on East Asia." *Asian Perspective* 23, no. 2 (1999), 57-82.
- Morris, John J., and Pervaiz Alam. "Analysis of the Dot-Com Bubble of the 1990s." *SSRN Electronic Journal*, 2008.

National Bureau of Statistics of China. *China Statistical Yearbook 1999*. National Bureau of Statistics of China. Pristupljeno 8. srpnja 2023.

<https://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/yearlydata/YB1999e/f12e.htm>.

National Bureau of Statistics of China, *China Statistical Yearbook 2022*. National Bureau of Statistics of China. Pristupljeno 8. srpnja 2023. <http://www.stats.gov.cn/sj/ndsj/2022/indexeh.htm>

National Bureau of Statistics of China, „Average real estate sale price of residential real estate in China between 1998 and 2021 (in yuan per square meter)“ Statista. Pristupljeno 8. srpnja 2023. <https://www.statista.com/statistics/242857/average-real-estate-sale-price-of-residential-real-estate/>

Ohanian, Lee. "What - or Who - Started the Great Depression?" *NBER Working Paper Series*, br. 15258 (2009), 1-61.

Painter, „Oil and geopolitics: the oil crises of the 1970s and the Cold War“, *Historical Social Research / Historische Sozialforschung* 39, br. 4 (2014), 186-208.

Pastor, Manuel. „Latin America, the Debt Crisis, and the International Monetary Fund.“ *Latin American Perspectives* 16, br. 1 (1989), 79-110.

Pontell, Henry N., and Kitty Calavita. "The Savings and Loan Industry." *Crime and Justice* 18 (1993), 203-246.

Punyaratabandhu, Suchitra. "Thailand in 1997: Financial Crisis and Constitutional Reform." *Asian Survey* 38, br. 2 (1998), 161-167.

Rajah, Roland i Alyssa Leng. „Revising down the rise of China“, *Lowy Institute for International Policy* (2022)

Reinhart, Carmen M. i Kenneth S. Rogoff, *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton, Princeton University Press 2009.

Rose, Euclid A. „OPEC's dominance of the global oil market: the rise of the world's dependency on oil.“ *Middle East Journal* 58, br. 3 (2004). 424-443.

Rothbard, Murray. *America's Great Depression*. 5th edition, The Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL 2000.



Rudd, Kevin. „China: An economic and political outlook for 2022: domestic political reaction to China's economic slowdown.“ *Asia Society* (2022)

Swedberg, Richard. "The structure of confidence and the collapse of Lehman Brothers." *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis: Part A*, 2010, 71-114.

Sina.com.cn, „Leading real estate companies in China in 2022, by sales revenue (in billion yuan).“ Statista. Pristupljeno 9. srpnja 2023. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/286277/leading-real-estate-companies-in-china-by-sales-revenue/>.

Statista Research Department. "Europe and U.S. Change in GDP 1929-1938." Statista. Pristupljeno 30. svibnja 2023. <https://www.statista.com/statistics/1237792/europe-us-gdp-change-great-depression/>.

Temin, Peter. "Transmission of the Great Depression." *Journal of Economic Perspectives* 7, br. 2 (1993), 87-102.

The World Bank, „Exports of goods and services (current US\$).“ The World Bank. Pristupljeno 21. kolovoza 2023. <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.CD?end=2022&start=2022&type=shaded&view=bar>

The World Bank, „Imports of goods and services (current US\$).“ The World Bank. Pristupljeno 21. kolovoza 2023. <https://data.worldbank.org/indicator/NE.IMP.GNFS.CD?end=2022&start=1960&type=shaded&view=chart>

Twomey, „The debt crisis and Latin American agriculture“, *The Journal of Developing Areas* 23, br. 4. (1989), 545-566.

Valukas, Anthony. „Lehman Brothers examiner's report: volume 1“ (2010) *YPFS Documents (Series 1)*, 1377.

Valukas, Anthony. „Lehman Brothers examiner's report: volume 3“ (2010) *YPFS Documents (Series 1)*, 677.

Wakatabe, Masazumi. "The Great Depression and Macroeconomics Reconsidered: The Impact of Policy and Real-World Events on Economic Doctrines." *Research in the History of Economic Thought and Methodology: Including a Symposium on New Directions in Sraffa Scholarship* 35 (2017), 237-302.

Wang, Hongwei, and Ko Wang. "What is Unique about Chinese Real Estate Markets?" *Journal of Real Estate Research* 34, no. 3 (2012), 275-290.

White, Lawrence J. "A Cautionary Tale of Deregulation Gone Awry: The S&L Debacle." *Southern Economic Journal* 59, no. 3 (1993), 496-514.

Whittaker, D. Hugh, i Yoshitaka Kurosawa. "Japan's crisis: evolution and implications." *Cambridge Journal of Economics* 22, no. 6 (1998), 761-771.

Wiggins, Rosalind Z., Thomas Piontek, i Andrew Metrick. „The Lehman Brothers bankruptcy A: overview.“ *Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3A-VI*, (2014), 1-23.

Wiggins, Rosalind Z., i Andrew Metrick, „The Lehman Brothers bankruptcy B: risk limits and stress tests.“ *Journal of Financial Crises* 1, br. 1. (2019), 63-79.

World Bank Group. *World debt tables : external debt of developing countries 1988-89 edition volume 2*, Washington D.C., The World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/790681468157504593/Volume-II-Country-Tables>. (pristupljeno 30. svibnja 2023.)

Yahoo, „Monthly share price of Evergrande Group at Hong Kong Exchange from September 2020 to December 2021 (in Hong Kong dollars).“ Statista. Pristupljeno 8. srpnja 2023. <https://www-statista-com.ezproxy.nsk.hr/statistics/1265292/evergrande-group-monthly-stock-performance/>

Zhao, Bo. „Rational housing bubble.“ *Economic Theory* 60, br. 1 (2015), 141-201.

Zingales, *Oral testimony of Luigi Zingales „Causes and effects of the Lehman Brothers bankruptcy“ before the Committee on Oversight and Government Reform*“, United States House of Representatives, 6. listopada 2008.

## **Popis ilustracija**

### **Tablice**

Tablica 1. Indeks Dow Jones Industrial Average

4

