

**Sveti gral  
makroekonomike:  
Pouke iz velike recesije Japana**

*Revidirano i ažurirano izdanje*

## Posvećeni kvaliteti.

- > Jedina AACSB akreditirana poslovna škola u Jugoistočnoj Europi
- > Vrhunski predavači
- > Međunarodna studentska razmjena sa 120 sveučilišta
- > Visoka stopa zapošljivosti nakon diplomiranja
- > Najbolja poslovna škola u Jugoistočnoj Europi

### PREDDIPLOMSKI STUDIJI:

Ekonomije i managementa	(240 ECTS)
Poslovnog prava i ekonomije	(240 ECTS)
Poslovne matematike i ekonomije	(240 ECTS)

### DIPLOMSKI STUDIJI:

MBA program	(60 ECTS)
> <b>FLEX MBA</b>	(60 ECTS)
Diplomski studij ekonomije	(120 ECTS)

**Svi studiji su dostupni na:** hrvatskom i engleskom jeziku

**Prijavi se na [www.zsem.hr](http://www.zsem.hr)**

NAJBOLJA  
POSLOVNA  
ŠKOLA U  
ISTOČNOJ  
EUROPI

eduniversal  
2014 RANKING



**Sveti gral  
makroekonomike:  
Pouke iz velike recesije Japana**

*Revidirano i ažurirano izdanje*

Richard C. Koo



BIBLIOTEKA „GOSPODARSKA MISAO“

Richard C. Koo

*Sveti gral makroekonomike: Pouke iz velike recesije Japana*

Naslov izvornika

*The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*

Copyright © 2009 by John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd. All Rights Reserved.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as expressly permitted by law, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate photocopy fee to the Copyright Clearance Center. Requests for permission should be addressed to the Publisher, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., 2 Clementi Loop, #02-01, Singapore 129809, tel: 65-6463-2400, fax: 65-6463-4605, e-mail: enquiry@wiley.com.sg.

Za hrvatsko izdanje Copyright © 2015 MATE d.o.o. Zagreb

Sva prava pridržana. Nije dopušteno niti jedan dio ove knjige reproducirati ili distribuirati u bilo kojem obliku ili pohraniti u bazi podataka bez prethodnog pismenog odobrenja nakladnika.

<i>Nakladnik</i>	MATE d.o.o., Zagreb
<i>Za nakladnika</i>	Vesna Njavro
<i>Glavni urednici</i>	dr. sc. Mato Njavro Marin Njavro, mag. iur.
<i>Izvršna urednica</i>	Natalia Kolundžić, MBA
<i>Prevoditelj</i>	mr. sc. Miljenko Šimić

CIP zapis je dostupan u računalnome katalogu Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu pod brojem 000905428.

*Mojoj majci*  
*Amy Koo Ma*



# Sadržaj

<b>Zahvale</b>	ix
<b>Predgovor</b>	xi
<b>1. poglavlje – Recesija u Japanu</b>	1
<b>2. poglavlje – Karakteristike recesije na bilanci</b>	39
<b>3. poglavlje – Velika ekonomska depresija bila je recesija na bilanci</b>	85
<b>4. poglavlje – Monetarna, tečajna i fiskalna politika tijekom recesije na bilanci</b>	125
<b>5. poglavlje – <i>Yin</i> i <i>yang</i> ekonomskih ciklusa i sveti gral makroekonomike</b>	157
<b>6. poglavlje – Pritisci globalizacije</b>	185
<b>7. poglavlje – Mjehuri i recesije na bilanci sada u tijeku</b>	221
<b>8. poglavlje – Monetarna, tečajna i fiskalna politika tijekom recesije na bilanci</b>	253
<b>Prilog: Razmišljanja o Walrasu i makroekonomici</b>	295
<b>Reference i literatura</b>	309
<b>Kazalo</b>	321





## Zahvale

Ovu knjigu ne bi bilo moguće napisati bez pomoći mnogih ljudi. Posebice klijenata i zaposlenika tvrtke *Nomura Securities* koji su me motivirali da duboko i intenzivno promislim o problemu japanskoga gospodarstva i onoga što oni znače za svijet, što je bilo od velike pomoći u oblikovanju mojih zamisli. Kako su svoj novac uložili u Japan, to je značilo da mi nikako nisu mogli dopustiti da zalutam u svojim istraživanjima u neke irelevantne teme.

Također sam izvukao veliku korist iz bezbrojnih rasprava s gospodinom Robertom McCauleyem, bivšim kolegom u Saveznoj banci pričuva New Yorka koji danas radi za Banku za međunarodna poravnanja. Njegova sveobuhvatna recenzija moga rukopisa bila je neprocjenjiva. Česta razmjena ideja s gospodinom Shosakuom Murayamom, koji je donedavno predvodio istraživački odjel Banke Japana i koji sada obnaša funkciju predsjednika tvrtke *Teikoku Seiyaku Co.*, također je bila od velike pomoći. Profesor Takero Doi sa Sveučilišta Keio također mi je pomogao razumjeti najnoviji razvoj situacije na akademskom polju. Profesor Carl F. Christ sa Sveučilišta John Hopkins, na kojem sam i ja studirao, također mi je dao mnoge vrijedne komentare. Naravno, bilo koja pogreška u ovoj knjizi samo je moja i nikoga drugog.

U konkretnoj pripremi ove knjige uvelike sam profitirao od pomoći koju mi je pružio g. Hiromi Yamaji, izvršni potpredsjednik tvrtke *Nomura Securities*.

Moja tajnica, gospođa Yuko Terado, pomogla mi je u pripremi rukopisa. Moj pomoćnik, gospodin Masaya Sasaki, ne samo da je razvio grafikone i prikupio numeričke podatke nego mi je i pomogao u lociranju stručnih članaka i povijesnih materijala koji se

koriste ovdje. Njihova svesrdna pomoć jedini je razlog zbog kojeg sam uspio napisati ovu kvaziakademsku knjigu tijekom svoga rada kao glavni ekonomist u Istraživačkom institutu Nomura. Oboje su svakodnevno sate i sate provodili na ovoj knjizi ne bi li ona izašla u roku, stoga ne mogu naći riječi hvale za njihov trud.

Također sam zahvalan izdavačkoj kući *Toyo Keizai*, nakladniku izvorne knjige na japanskom jeziku, i gospodinu Chrisu Greenu koji ne samo da je predivno preveo japanski izvornik nego je i taj prijevod učinio dostupnijim engleskim govornicima.

Na kraju bih zahvalio svojoj ženi Chyen-Mei i našoj djeci Jackie i Rickie što su izdržali moja česta izbivanja vikendima i blagdanim. Doista im mnogo dugujem.

# Predgovor

Globalna financijska kriza i slom gospodarstva 2009. godine pojačali su strahove da bi se iza ugla mogla kriti sljedeća Velika ekonomska depresija. Iako su tvorci politika diljem svijeta koristili sve u svojoj moći za borbu protiv recesije, do danas su uspjeli uhvatiti tek zanemarivi zalet u tim svojim nakanama. Nakon više od sedam desetljeća ekonomska struka još nema objašnjenja kako to da je depresija iz 1930-ih bila tako teška i tako dugotrajna.

Ben S. Bernanke, aktualni predsjedatelj Odbora Saveznih pričuva (Fed) i veoma cijenjeni akademski ekonomist, 1995. godine napisao je da bi uspjeh u razumijevanju Velike depresije bio „Sveti gral makroekonomike“, no da „još ni na koji način nismo u stanju primiti ga rukama.“ Dodao je k tomu i da „ne samo da je Depresija iznjedrila makroekonomiju kao zasebno područje za izučavanje nego... iskustvo 1930. i dalje nastavlja utjecati na uvjerenja makroekonomista, preporuke ekonomskih mjera i istraživačke nacрте.“ Doista, nakon što je Keynesova *Opća teorija* 1936. godine započela epohu makroekonomike, različita su objašnjenja ponuđena za depresiju, u naporu koji, prema riječima Bernankea, „i dalje predstavlja fascinantan intelektualni izazov“. I dalje je, dakle, riječ o fascinantom izazovu jer do današnjega dana nije objašnjeno kako je kriza mogla biti tako teška i tako dugotrajna nakon sloma tržišta dionica u listopadu 1929. godine.

Imajući ovo na umu, u ovoj ću knjizi tvrditi da nam je „Velika recesija“ Japana u proteklih petnaest godina, da se izrazim riječima Adama Posena, napokon dala uvid ne samo u to kako jedno gospodarstvo nakon pucanja mjehura može upasti u dugotrajnu recesiju u kojoj će konvencionalne mjere ekonomske politike izgubiti svaku

djelotvornost nego i u precizno definirani splet ekonomskih mjera nužnih da bi se takvo jedno gospodarstvo izvuklo iz ovog oblika recesije. Iako se prošlost ipak ne ponavlja u posve identičnom obliku, vjerujem da ima dovoljno sličnosti između ova dva dugotrajna razdoblja obilježena padom gospodarstva da bi se moglo zaključiti da su silnice koje su oslabile djelotvornost tradicionalnih makropolitika te produljile recesiju bile u oba slučaja iste. Također vjerujem da je ista negativna sila bila na djelu i u globalnoj krizi nakon pucaanja nekretninskih mjehura diljem svijeta.

Da bismo naglasili sličnosti između dviju produljenih recesija koje su se zbile u SAD-u i Japanu u razmaku od više od sedamdeset godina, ova knjiga započinje analizom toga što se to točno dogodilo u gospodarstvu Japana. Zapčinje japanskom ekonomijom ne samo zato što je autor i sam proživio recesiju i bio aktivni sudionik u raspravi o ekonomskim mjerama tijekom proteklih petnaest godina, nego i zato što suvremeni Japan pruža daleko veći repozitorij podataka za kojim se može posegnuti od SAD-a u doba Depresije iz 1930-ih. Nadalje, razumijevanje zbog čega se gospodarstvo Japana usporilo tako naprasno tijekom 1990-ih, nakon što je bilo tako moćno sve do kraja 1980-ih, samo je po sebi fascinantan intelektualni izazov.

U tim naporima koristim koncept „recesije na bilanci“ koja je na engleskom jeziku prvi put predstavljena u mojoj prijašnjoj knjizi *Recesija na bilanci: Borba Japana s neistraženim gospodarskim područjem i njezine globalne implikacije* (John Wiley & Sons [Asia], 2003). Riječ je o novom konceptu u smislu da za razliku od neoklasičarske makroteorije, koja pretpostavlja da korporacije privatnoga sektora uvijek nastoje maksimizirati dobit, postavlja pretpostavku da neke kompanije mogu posegnuti za minimiziranjem obveza kako bi sa-nirale veliku štetu nastalu na završnoj bilanci. Nakon objašnjenja konkretnih mehanizama produljenoga razdoblja usporavanja u Japanu, razmatram jesu li možda isti ti mehanizmi bili u pogonu i u SAD-u prije sedamdeset godina. Analiza se potom širi na nedavne epizode u globalnu financijsku i ekonomsku krizu.

Ova je knjiga napisana u nastojanju da se ispune dvije glavne zadaće i postigne jedan cilj. Prvo, nastoji objasniti i analizirati Veliku recesiju Japana. Prvo i drugo poglavlje posvećeni su ovoj svrsi.

Druga po redu te daleko ambicioznija zadaća bila je uklopiti ostavštinu dugotrajne recesija Japana u makroekonomsku teoriju. Treće i peto poglavlje posvećeni su ovoj zadaći. Ovaj dio knjige proširuje se i generalizira teoriju recesije na bilanci te je uspoređuje i suprotstavlja konvencionalnoj ekonomskoj logici. Konačni je cilj ci-

jelog ovog pothvata, naravno, upotrijebiti izvučene pouke iz Velike ekonomske depresije i Velike recesije u borbi sa sličnim ekonomskim problemima izazvanima pucanjem cjenovnih mjehura, posebice sa sadašnjom globalnom financijskom krizom.

Treće i četvrto poglavlje bave se istraživanjima akademskih ekonomista o Velikoj depresiji tijekom proteklih trideset godina. Bilo je nužno vratiti se na Depresiju zato što su, kao što je Bernanke na početku bio jasan u svojoj izjavi, na toliko toga događanja iz Velike ekonomske depresije u makroekonomici ostavila biljeg.

Posebno treba istaknuti to da su ekonomisti diljem svijeta savjetovali japanskim vlastima da se bore protiv recesije još drastičnijim monetarnim ugađanjima. Temeljili su svoje preporuke na proteklih dvadeset pet godina istraživanja Depresije koje je zaključilo da je Depresiju izazvao neuspjeh monetarne politike i da je naknadni oporavak gospodarstva SAD-a također omogućila upravo promjena u stajalištu Saveznih pričuva (Feda).

S moje točke gledišta iz prvih redova na japanskim financijskim tržištima, ove su se preporuke činile posve nerealnima jer je potražnja japanskih poslovnih subjekata za izvorima financiranja posve presušila, čak i unatoč nultim kamatnim stopama. U svojim raspravama s ovim ekonomistima, s druge strane, shvatio sam da se nijedna konstruktivna diskusija nije mogla odigrati dok ne dokažem kako su neke od „pouka“ izvučene iz Velike depresije, a koje podupiru njihova gledišta, same po sebi krive. Možemo vidjeti da je Velika depresija bila, kao što je to bila i recesija u Japanu, recesija na bilanci te da je zato monetarna politika bila nemoćna u borbi protiv nje. Iz tih će se razloga konvencionalna ekonomska teorija morati u mnogim važnim pitanjima promijeniti.

Da bih ovo dokazao, morao sam se odvažiti i zaviriti u tigrovu jazbinu, da bih u njoj pronašao iznenađujuće stvari. Ispitujući podatke s gledišta *potražnje* za sredstvima, uvidio sam da pokazatelj za pokazateljem dokazuje hipotezu recesije na bilanci. Čak je i klasično istraživanje monetarne povijesti SAD-a Anne Schwartz i Milтона Friedmana, koji su bili prvi koji su tvrdili da se Velika depresija mogla izbjeći ispravnom primjenom monetarne politike i koji su dugo promovirali prednost monetarne politike, na dosta je mjesta podupiralo gledište kako je Velika depresija zapravo bila recesija na bilanci.

Iako će na kraju ove knjige čitatelji biti konačni suci, vjerujem da je Velika američka depresija, kao i Velika japanska recesija, bila recesija na bilanci izazvana nastojanjima poslovnih subjekata da minimiziraju obveze. Kao što je bio slučaj u Japanu, ovdje problem

počiva u manjku potražnje privatnoga sektora za kreditiranjem, a ne u manjku sredstava koje monetarne vlasti ulijevaju.

Peto poglavlje sve sumira i u njemu se tvrdi da postoje zapravo dvije faze u ekonomiji, obična (ili *yang*) faza u kojoj privatni sektor maksimizira profit i faza nakon pucanja mjehura (ili *yin*), u kojoj privatni sektor minimizira dug ili je na bilo koji drugi način opsjednut sanacijom štete na konačnim bilancama. Nadalje tvrdi kako su dvije faze povezane ciklusom. Razlika između faza *yin* i *yang* također objašnjava zbog čega neke politike djeluju u određenim situacijama, dok u drugima ne. Sinteza koja iz ovoga proizlazi pruža nužnu osnovu za makroekonomiku koja je bila odsutna još od doba Keynesa.

Šesto poglavlje bavi se pritiscima globalizacije i globalnim neravnoteženostima. Iako ova pitanja nisu izravno vezana uz recesiju na bilanci, ona bez obzira na to čine provođenje monetarne politike teškim u mnogim zemljama.

Sedmo poglavlje tiče se nastavka napuhavanja mjehura i recesija na bilanci, s posebnim naglaskom na problem s drugorazrednim vrijednosnicama u SAD-u. Ekonomski pad SAD-a izazvan fijaskom drugorazrednih vrijednosnica inačica je recesije na bilanci, s kojom dijeli mnoga neugodna svojstva. Također je riječ o izrazito opasnoj recesiji pogotovo zato što su mnoge financijske institucije s obje strane Atlantika ozbiljno uzdrmane ovim fijaskom. Iako nije moguće nikakvo brzo izlječenje nakon što je tolika šteta učinjena na bilancama kućanstava i banaka, pouke koje smo izvukli iz Japana tijekom proteklih petnaest godina mogu se dobro iskoristiti u svrhu minimiziranja razdoblja oporavka ekonomije SAD-a. (Izvorno objavljeno 2008., novo je poglavlje (osmo) dodano ovom izdanju da bi se čitateljima dala ažurna slika o najnovijem razvoju situacije. Zbog brzine objavljivanja novog izdanja, prvih sedam poglavlja nije mijenjano).

Dodatak knjizi moj je mali doprinos raspravi kako na najbolji način uklopiti upotrebu novca u konvencionalni neoklasičarski obrazac. Ovaj odjeljak također pred izazov stavlja neke od ključnih pojmova u modernoj ekonomici.

Keynes je reagirao na tragične događaje Velike depresije tako što je izumio koncept agregatne potražnje. Međutim, čak ni on nije htio raskrstiti s osnovnom, davnom pretpostavkom ekonomike: da poslovni subjekti uvijek i svugdje nastoje maksimizirati dobit. U konačnici, kejnezijanska revolucija nasukala se na sprud zbog toga što njezini zagovaratelji nikada nisu shvatili da bi njihove prepo-

ruke u vezi s fiskalnom politikom mogle funkcionirati samo u fazi *yin*, u kojoj poslovni subjekti nastoje minimizirati dugovanja.

Koncept recesije bilance prelazi onu granicu koju sam Keynes nije htio ili nije mogao prijeći i dopušta mogućnost da kompanije katkad nastoje minimizirati dugovanja. Na taj način ovaj koncept posve objašnjava ekonomske fenomene kao što su zamka likvidnosti (rast ponude novca ne rezultira padom kamatne stope, op. prev.) i produljena recesija za koju uvjerljiva objašnjenja dosada nisu postojala. Također dopunjuje i proširuje konvencionalne teorije jasno ukazujući na to kada su monetarne i fiskalne politike najdjelotvornije, kao i na to kada su najizrazitije kontraproduktivne. Sinteza ekonomskih teorija dobivenih na taj način doista bi mogla biti sveti gral makroekonomike za kojime tragamo još od 1930-ih.

Koncept recesije na bilanci razvijen je na plećima patnje i žrtve koju su japanski građani morali podnijeti tijekom proteklih petnaest godina. Iako je visoka cijena plaćena, ovaj koncept trebao bi pomoći zemljama koje nastoje formulirati mjere u borbi protiv mjehura, kao i onoga što se javlja kao posljedica njihova pucanja – recesije na bilanci. U međuvremenu, veselim se pomoći i kritici kolega ekonomista koji će možda htjeti preraditi ovu teoriju i učiniti je korisnijim pomagalom te na taj način pridonijeti da se bolna iskustva Japana transformiraju u blagodati za čitavi svijet.

