Пише: Огњен Радоњић
недеља, 16 август 2009 18:28

„Пут ка слободном тржишту је био отворен и одржаван помоћу огромног пораста интервенционизма, стално организованог и контролисаног из центра.“ [1]

Карл Полањи

Данас, они који су на сва звона проклињали регулацију зову владу у помоћ. И шта имамо на крају? Ништа што изненађује оне који прихватају чињеницу да је историја учитељица живота. У посрнулом систему скупе и неодговорне регулације једино решење које се наметнуло је строжа и иновирана регулаторна контрола и масовна социјализација трошкова. На регулаторне власти се гледа као на милосрдне спасиоце који су једини у стању да, у садејству са финансијском и корпоративном олигархијом, пронађу решење за наизглед безизлазну ситуацију у којој се данас нашла америчка економија. Криза се проширила на цео свет и владе најразвијенијих земаља уско сарађују како би се избегла економска катаклизма која је задесила Запад тридесетих година 20. века. Међутим, пре него што дођу боља и лепша времена, било би пожељно открити праве узроке кризе како би се оваква дешавања избегла у будућности: како је она и зашто настала и ко су главни кривци. У потрази за овим одговорима је искуство из периода Велике депресије и периода након завршетка Другог светског рата од непроцењиве вредности. Не можемо чак ни покушати да предвидимо будућност уколико не разумемо садашњост, јер се будућност неизбежно састоји од делова садашњости. Опет, садашњост не можемо разумети уколико нисмо помно проучили и схватили прошлост. Једна од вредних заоставштина генерација које су нам претходиле је да су нас научиле да је први корак у процесу излечења болести правилна дијагноза. Без намере да будемо претенциозни са једне, и прозаични са друге стране желимо да истакнемо да је управо давање правилне дијагнозе узрока нарастајућих проблема у функционисању светске привреде главни циљ овог рада. У кризним моментима је поука за будућа времена од великог значаја. Нажалост, како искуство говори, када сиви дани прођу и на хоризонту се појави сунце, људи заборављају на све муке и патње које су проживели. Само је важно да сунце гране, при чему заборављају да чак ни оно није вечно. [2] Уколико то буде случај и код генерација које долазе, људска врста је осуђена на понављање грешака које ће у будућности све скупље коштати.

Долазак нове ере и велики слом 1929.

Финансијски слом који су доживеле западне земље, а посебно Сједињене Америчке Државе (САД) 1929. је по својој снази, интензитету, трајању и распрострањености био у дотадашњој историји финансијских тржишта, а како се у временима која су следила испоставило и до данашњег дана, најразорнији икада. Последице лома су биле застрашујуће. Милиони људи су остали без ичега, привредна активност и инвестиције су доживеле оштру контракцију која је, није претерано рећи, довела већину становништва до ивице егзистенције. Проминентни и један од најутицајнијих америчких економиста у периоду након Другог светског рата Џон Кенет Галбрејт (Јохн Кеннетх Галбраитх) написао је да има „...аргумената за тезу да је Велика депресија – због страха што је изазвала у људима и због свога учинка на њихово понашање и поступке – заправо најважнији догађај нашег века – бар када је реч о Американцима. Ниједан од два светска рата није тако снажно деловао на тако велики број људи; У поређењу са консеквенцама Велике депресије, консеквенце путовања на Месец готово су ситница. Међу људима што су преживели Велику депресију мало је таквихкоји се због тога нису променили.“ [3]

Крај Првог светског рата 1918. је био одлучујући фактор који је омогућио убрзан привредни раст и развој у индустријски развијеним земљама. Упркос катастрофалним ратним разарањима, индустријске земље су по сваку цену желеле брз опоравак и враћање на предратну привредну стабилност. Као последица силне жеље САД да што пре стану на своје ноге, дошло је до послератног привредног бума који је трајао током 1919. и делом 1920. Средином 1920. САД доживљавају оштру рецесију. Криза у периоду између 1920–1922. била је најтежа криза са којом су се до тог тренутка сусреле САД.

Ипак, привреда се релативно брзо извукла и у наредних осам година систем доживљава, до тада, невиђени просперитет. Куповна моћ становништва је била у сталном порасту. Значајно су расли производња, продуктивност и инвестиције. Број производних предузећа је порастао са 183.000 у 1925. на 206.700 1929. Бруто домаћи производ (ГДП) порастао је са 73,6 млрд. америчких долара (УСД) 1921. на 103,6 млрд. УСД 1929. када је привреда била на врхунцу.
[4]
Такође, дошло је и до значајног пада стопе незапослености са 11,9% 1921. на свега 3,2% 1929. У економској историји САД су ове године познате као „захуктале двадесете”. Током истог периода је дошло да снажног раста продуктивности
[5]
и производње, што је удвостручило профите и дивиденде, док су реалне најамнине пале. Повећана потрошња становништва која је неопходан услов за динамичан развој индустрије и повећање производње се финансирала помоћу кредита. На крају двадесетих година прошлог века укупан износ одобрених потрошачких кредита је достигао цифру од 6 млрд. УСД, тј. осмина од укупне продаје у малопродајном сектору је извршена помоћу потрошачких кредита.
[6]
Наравно, не треба посебно издвојити шпекулативан карактер овако одобрених кредита,

јер се садашња потрошња финансирала на бази растућих антиципираних прихода. Друга значајна ствар је да се током тих година неколико пута смањио порез на доходак, што је био додатни фактор који је погодовао неправедној дистрибуцији дохотка и који је додатно ослободио средства богатих слојева становништва за берзанско шпекулисање и повећао корпоративне профите после пореза. У истом периоду је финансијско тржиште расло далеко динамичније од реалног сектора. У периоду између 1921–1929. је ГДП САД порастао за 41%, док је
DJIA тржишни индекс (
Dow Jones Industrial Average
) порастао за 500% и доживео свој врхунац септембра 1929. када је износио 381,2.

По економској теорији финансијска тржишта имају улогу да ефикасно и рационално алоцирају расположиве новчане фондове у најпродуктивније сврхе. Другим речима, финансијска тржишта служе као помоћно средство убрзаном расту реалног сектора. На бази оптимистичких очекивања могуће је да финансијска тржишта нешто брже расту од реалног сектора, али дванаест пута бржи раст у истом периоду упућује на претерани оптимизам тржишних играча и доминацију шпекуланата у берзанским пословима. [7]

Претерани оптимизам је био последица неколико фактора од којих су најбитнији слободна трговина, елиминисање инфлације, технолошки проналасци и динамичан раст у продуктивности у производном сектору
[8]
и општеприхваћено мишљење пословних људи и финансијских играча да је наступила нова ера стабилног пословања у којој су пословни циклуси ствар прошлости. По њиховом мишљењу, оснивање Система федералних резерви (Фед) 1913, тј. централне банке као институције која има за циљ да контролише инфлацију и понуду новца, као и да обезбеди неопходну ликвидност у периодима нестабилности је кључни фактор који је омогућио да се сан коначно оствари: капиталистички системи са слободним предузетничким духом више неће периодично боловати од криза и депресија. Дошло је ново доба, доба у којем је просперитет загарантован неограничено у будућност, доба у којем ће сиромаштво коначно нестати.
[9]

Напоменимо да је крајњи резултат лабаве регулативе и јављање Фед-а као зајмодавца у последњој инстанци из перспективе опште добробити и стабилности система био неповољан: уљуљкани чињеницом да ће, уколико ствари крену наопако, Фед обезбедити неопходну ликвидност и покрити евентуалне губитке, велике банке и берзански мешетари су осетили да им се исплати да се упусте у високошпекулативне подухвате. Ако ствари крену добро, они ће присвојити огромне профите. Са друге стране, уколико се буде показало да су њихове опкладе биле погрешне, губици ће бити

социјализовани. Збиља, игра у којој је немогуће изгубити. Питање је која би институција или који би тржишни агент који има за циљ да максимизира профите одбио овако великодушну понуду система? Наравно, нико.

Склоност шпекулисању америчких тржишних учесника је нарочито дошла до изражаја када се 1925. формирао шпекулативни балон на тржишту некретнина у Флориди. Банке, махом из Флориде, масовно су одобравале кредите за ову намену. Наиме, у том периоду је дошло до великог прилива злата у САД и три пута је Фед, са циљем да подржи повратак Велике Британије на златни стандард, вршио масивне куповине државних хартија од вредности чиме је дошло до огромног пораста у понуди новца па самим тим и у емисији кредита. Међутим, занимљив је податак да се, иако је у периоду 1922–1927. емисија кредита значајно порасла, смањио обим кредита одобрен предузећима и индустрији, док је истовремено динамично порасло инвестирање банака у послове са некретнинама, финансирање трговаца на маргини и директно инвестирање банака у хартије од вредности (ХОВ). Другим речима, смањио се удео активе на бази које је, уколико дође до неприлика, могуће задужити се код Фед-а (кредити одобрени предузећима и индустрији), док је порастао део активе који на то не полаже право (инвестирање у некретнине и ХОВ).
[10]
Самим тим је систем постао рањивији.
[11]
Анализом биланса банака из Флориде које су после пуцања балона на тржишту некретнина 1926. пропале и оних које нису, Долбер и Барнд (
H. Dolbeare and M. Barnd, 1931) утврдили су да су банке које су пропале знатно повећале, док су банке које су опстале смањиле учешће хипотекарних кредита у укупној активи. Принцип трговине земљишта у климатски пожељној Флориди је био да купац узме кредит од банке, учешће купца је најчешће било 10% од утврђене цене и земљиште је служило као колатерал (залог). Куповине су се вршиле на бази шематских планова земљишта, без неопходне правне документације.
[12]
Купци су, у ишчекивању динамичног раста цене земљишта, били више него вољни да уђу у ове аранжмане, путем којих се, по њиховим очекивањима, уз мало улагање, на бази препродаје (шпекулисања), могла зарадити значајна капитална добит. Како је растао број заинтересованих, повећана тражња је на бази динамичног раста хипотекарног кредитирања вукла цене нагоре. Наравно, док год цена залога расте, сакривене слабости система не долазе до изражаја, јер је банка увек у стању да, уколико зајмопримац не намирује своје обавезе према њој, запоседне скупо земљиште, прода га и намири своја потраживања. Ипак, два урагана који су девастирали Флориду 1926. су прекинули доток нових заинтересованих купаца. Тражња је пала, цена земљишта је, као и вредност активе банака, почела да се топи. На крају су банке завршиле са правно нерегулисаним парцелама земљишта чија је вредност пала испод вредности одобрених кредита. Дошло је до новог таласа пропадања банака.

Са друге стране, већ следеће године је почео динамичан раст финансијских тржишта. Форма инвестирања је била нова, али су принципи били стари. Банке су шпекулисале тако што су оснивале и инвестирале у инвестиционе фондове и на бази масивног кредитирања трговаца на маргини који су функционисали по сличном принципу као шпекуланти на тржишту некретнина у Флориди.
[13]
Другим речима, комерцијалне банке су оснивале своје департмане инвестиционог банкарства (за које се касније махом испоставило да су огрезли у преварама и лажном извештавању)
[14]
, док су са друге стране ови департмани оснивали инвестиционе фондове који су опет оснивали своје инвестиционе фондове.
[15]
На тај начин се формирала изузетно замршена, ризична и изразито шпекулативна пирамидална шема инвестиционих фондова. Захваљујући масивном приливу средстава у САД на бази којих је динамично расло кредитирање понајвише делатности које су у својој суштини биле изразито шпекулативне, финансијско тржиште је расло по стопи која је била знатно изнад стопе раста реалног сектора. Тло под ногама се измакло. Неминовно, у октобру 1929, уследио је велики берзански крах.

Немеза: регулаторна реформа и проклетство шпекулација

Пошто економске власти нису одлучно реаговале, [16] биланс финансијског слома октобра 1929. је био застрашујући. У само два дана 28. и 29. октобра 1929. DJIA је изгубио 24,5% своје вредности. Међутим, то није био крај. Тржиште је наставило са падом у наредне три године и додирнуло је дно јула 1932. када је DJIA достигао ниво који је био испод нивоа тржишта 1921. Тржиште
се опорављало јако дуго и тек након 22 године је достигло ниво врхунца тржишта из септембра 1929.
[17]
Што се тиче сектора банака, 1929. је пропало 659 банака, од којих је већина банкротирала одмах након берзанског краха, 1930. пропале су 1.352 и 1931. године 2.294 банке. Током 1932. тренд банкротирања банака је настављен, тако да је закључно са 1933. годином више од половине банака на територији САД пропало.
[18]
Реални сектор је такође крахирао. Бруто домаћи производ је пао са 103,6 млрд. УСД 1929. на 56,4 млрд. УСД 1933. године,
[19]
стопа незапослености је порасла са 3,2% на 25%, док су цене пале за око 30%. Посебно је био изражен пад цена пољопривредних производа. Индустрија је радила са пола капацитета, инвестиције су пале за 75% и лична потрошња за 25%.
[20]

Већина становништва је живела на ивици беде, преживљавајући из дана у дан.
[21]
Са сломом финансијског тржишта сломила се и вера пословне јавности у моћ индивидуалне иницијативе и Смитове „невидљиве руке“. Заједно са привредом, филозофија
laissez-faire
-а је доживела слом.

Наравно, поставило се питање зашто се слом десио и ко је крив? Доласком Рузвелта (Franklin Roosvelt) на власт уследио је прогон вештица: преференцијалног третмана инсајдера, пулова шпекулативног капитала, пирамидалних инвестиционих шеми, избегавања пореза, техника вештачког надувавања цена ХОВ итд. Дошло је време када су својевремено финансијски генијалци, који су у само неколико месеци стекли невероватно богатство, заузели своје место на стубу срама. У академским круговима је в атрена дебата о саморегулативности тржишта и улоге државе доживела своју кулминацију после објављивања чувене Кејнзове (
John Maynard Keynes) књиге
Општа теорија запослености, камате и новца.
Занимљиво је приметити да и након више од седамдесет година ова дебата још траје. У
Општој теорији
се Кејнз оштро успротивио тези да тржишта знају најбоље. Главни кривци за берзански слом су, по њему, били шпекулатори, који, без обзира на динамику развоја реалног сектора, имају за циљ присвајање капиталне добити у кратком року: „Шпекуланти могу да буду безопасни када су мехури на мирној реци предузимљивости. Међутим, стање је озбиљно када предузимљивост постане мехур на вртлогу шпекулације.“
[22]
Због тога он заступа тезу да држава треба строго да регулише финансијски сектор, и да је пожељно да се држава јави у улози инвеститора јер има у виду шире интересе друштва, а не попут шпекуланата, само свој лични, који у комбинацији са акцијама које предузимају остали шпекуланти са циљем да максимизирају своју добит, неминовно води колапсу привреде. Кејнз је, на крају, отишао толико далеко да је предложио еутаназију за шпекуланте: „Поред тога, велико преимућство програма који ја заступам у томе је што еутаназија рентијера, тог инвеститора без функције, неће бити нешто изненадно, већ поступан, али дуготрајан наставак, без потребе за било каквом револуцијом, онога чега смо недавно били сведоци у Великој Британији.“
[23]
Да је Кејнз жив, мислимо да би био јако разочаран чињеницом да су данас тржишта шпекулативнија неко икада.

Друго важно питање које је отворено је како у будућности спречити ове изузетно турбулентне епизоде неодрживих успона и потом, слободног пада. У серији закона који су донети главни циљ је био донети мере којима би се успоставила ефикасна контрола и

зауздавање шпекулативне делатности на финансијским тржиштима и обезбедило стабилно функционисање комерцијалног банкарства и тржишта хипотекарних кредита.

Глас-Стигаловим актом (*Glass-Steagall Act*) из 1933. је на првом месту одвојено комерцијално од инвестиционог банкарства. Циљ је био да се у будућности спречи да здравље банака зависи од кретања тржишта капитала која су подложна шпекулативној делатности и да се клијентима банака продају ХОВ сумњивог квалитета. Од сада су комерцијалне банке могле да емитују кредите привреди и становништву и да инвестирају у државне ХОВ. Контрола пословања банака од стране Фед-а је морала бити строга, уколико банке желе да имају приступ фондовима централне банке. Још једна важна регулаторна иновација је доношење Регулативе Q која је успостављена на бази Банкарског закона (*Banking Act*) из 1933. и 1935. године. Регулативом Q (koja je bila na snazi do 1980) са једне стране забрањено је плаћање камате на депозите по виђењу, док је камата на орочене депозите била плафонирана са циљем да се ограничи конкуренција између банака за потенцијалне улагаче јер је сматрано да би то могло да доведе до превеликих трошкова задуживања, па самим тим и до угрожавања профитабилности и стабилности банака. Са друге стране је плафонирана каматна стопа по којој банке позајмљују средства како би се спречило зеленашење. Осим правила инвестирања и плафонирања каматних стопа, банке су морале да држе обавезне резерве код централне банке и да поштују законски утврђен минималан однос власничког капитала и активе (количник капиталне адекватности). У овим смутним временима је формирана и једна, како ће се испоставити, веома важна институција, Корпорација за осигурање федералних депозита (*Federal Deposit Insurance Corporation* – FDIC), код које су све банке, без обзира на то да ли су или нису чланице Фед-а, могле да осигурају депозите. [24] Пошто је FDIC обезбеђивала депозите, она је и те како била мотивисана да контролише пословање банака: „Заправо је FDIC постао оно што је Федерална резерва пропустила да буде – апсолутно поуздан позајмљивач у крајњој нужди... Анархију неконтролисаног банкарства није, ето, докрајчио Систем федералне резерве него је докрајчила опскурна, непретенциозна и нежељена Federal Deposit Insurance Corporation.“ [25] На тај начин је враћено поверење у банкарски сектор и јуриши на банке су постали историја.

У склопу напора да се обезбеди стабилност тржишта капитала 1934. је основана Комисија за хартије од вредности (*Securities and Exchange Commission* – SEC) која је надзирала функционисање тржишта капитала. Тржишне манипулације и инсајдерско трговање су били забрањени. Инвестиционе банке (не финансирају своје пословања на

бази депозита) које немају приступ Фед-овим фондовима су постале обавезне, кроз не тако строгу регулативу, да периодично обавештавају финансијску јавност о свом пословању и квалитету ХОВ које потписују и продају на тржишту капитала. Учешће маргинских трговца у маргинском кредиту је морало да буде минимум 50%. Такође је основана Федерална банка за кредитирање домаћинстава (
Federal Home Loan Bank
– FHLB) која је гарантовала хипотекарне кредите које су емитовале банке и штедионице. На тај начин је стимулисања стамбена градња, док су хипотекарни кредити постали сигурна актива за зајмодавце.
[26]

У наредних неколико декада (тачније до средине седамдесетих година прошлог века) финансијски систем САД је добро функционисао. Догађале су се кризе и блаже рецесије, али је судбина Велике депресије успешно избегавана захваљујући строгој контроли финансијског сектора и повременим интервенцијама монетарних и фискалних економских власти (експанзивна економска политика). Са правом се овај период развоја капитализма зове „Златно доба“ (*Golden Age*). Са друге стране, ово је био и период у којем су посејане клице његовог будућег распада.

Током целог послератног периода су у постдепресионом духу шпекуланти били сатанизовани. Оштре нападе у јавности на шпекулаторе је имао и председник Хари Труман (Harry Truman). Чак је и Маргарет Тачер (Margaret Thatcher), будућа перјаница неолиберализма и дерегулације, у једном свом говору 1961. напала шпекулаторе: „Шпекулатори су ти које ми желимо да средимо ... Особа која зарађује тако што купује и продаје акције, не са циљем да ужива у приходима које она генерише, већ да би зарадио на разлици у цени.“ [27] Шпекуланти су били виђени као највећа претња стабилности Бретонвудског система фиксних девизних курсева (Bretton Woods). Истовремено, у корпоративном свету је примарност профитног мотива била замењена вредностима као што су праведнија расподела, стабилност, стабилан раст, повећање тржишног учешћа корпорација и сигурност запослених. [28] Ипак, не задуго. Већ шездесетих година 20. века је чувени и веома утицајни економиста и филозоф, нобеловац, Милтон Фридман (Milton Friedman) оспорио општеприхваћено мишљење да су шпекуланти проузроковали велики берзански крах 1929. Феникс се спремао да узлети.

Феникс: оживљавање неолибералне парадигме и дерегулација финансијских тржишта

У временима када су мере регулаторне реформе с почетка тридесетих година прошлог века релативно успешно зауздавале претерано ризично понашање финансијских институција и појаву озбиљних криза, јавили су се први гласови који нису били убеђени да је слом берзе 1929. био последица неконтролисаних шпекулација, лажног извештавања, пирамидалних схема и превара.

Фридман (1963, 1982) у својој анализи није се оријентисао на узроке претераног оптимизма, шпекулација, механизме који су допринели шпекулисању и незадрживом буму. Он се оријентисао на последицу, тачније не на проналазак узрока појаве кризе и берзанског краха, већ узрока због којег је Депресија била толико дубока. Његова главна теза је да је „...Велику депресију као и већину других периода велике незапослености створило погрешно владино управљање, а не нестабилност која је својствена приватној економији. Велика депресија у САД далеко од тога да је знак нестабилности система.“ [29]
По њему, берзански крах 1929. није представљао ни почетак ни узрок Депресије. Могуће је да је берзански крах имао индиректан неповољан утицај на очекивања тржишних актера и њихову вољу да троше, али „...сами по себи ови учинци нису могли да произведу слом економске активности. Највише што су могли да учине било би да продуже и појачају поремећај више него што су то чиниле уобичајене благе рецесије.“ [30]
Дакле, берзански слом би произвео благу рецесију у случају да Фед није, на првом месту, кренуо са претерано рестриктивном монетарном политиком од половине 1928. године и да је по дешавању берзанског слома као зајмодавац у последњој инстанци обезбедио неопходан ниво ликвидних средстава банкарском сектору. Тиме би се избегли паника и масовни банкроти банака у периоду 1930–1933. и последично драстично смањење количине новца у оптицају. Други став није споран. Улога зајмодавца у последњој инстанци има за циљ да у периодима кризе одржи токове финансирања и на тај начин ублажи привредни пад. Први став не стоји јер, под један, рестриктивна монетарна политика у периодима бума није у стању да смањи обим шпекулисања и заустави раст тржишта.
[31]
Под два, по његовом мишљењу је рестриктивна монетарна политика у периоду 1929–1933. узроковала пад у понуди новца за трећину и тиме изазвала масован банкрот банака. Најпре, у доба кризе рестриктивна монетарна политика свакако није пожељна, али аргумент да је управо она изазвала колапс банкарског система није на месту јер како је онда могуће објаснити чињеницу да је само током две године у читавом периоду између 1922. и 1929. број банкрота банака био мањи него кризне 1921. када је пропало три пута више банака (505 банака) него 1920. Такође, како објаснити чињеницу да су неке велике банке пропале одмах нако слома берзе октобра 1929. године (
Detroit banks i Bank of the United States
).
[32]
Чини се да је једини одговор на ово питање њихова претерана изложеност шпекулативним пословима (са наглим падом цена некретнина и ХОВ 1929. године банке

су пропале). Од свега је најпроблематичније то што је Фридман заправо направио замену теза. Уместо откривања извора шпекулисања, претерано оптимистичких очекивања и недостатака тржишног механизма, он се оријентисао на последице и пропусте монетарних власти у периоду након краха.

Без обзира на то, с временом је, захваљујући својој упорности, Фридман нашао пут до срца академске јавности, [33] и што је још важније, политичке елите. Био је саветник Ричарду Никсону (Richard Nixon), Роналду Регану (Ronald Reagan) у САД и Маргарет Тачер у Великој Британији. [34] Идеологија слободних тржишта и непожељност владиних интервенција је седамдесетих година прошлог века озбиљно узимала маха: „Наравно да је главна примедба слободној економији управо то што она тако добро обавља свој посао. Она даје људима оно што желе, а не оно што одређена група мисли да би они требало да желе. У основи већине аргумената против слободног тржишта лежи недостатак вере у саму слободу.“ [35]
Распадом Бретонвудског система 1971. године и доласком на власт Роналда Регана у САД 1980. и Маргарет Тачер 1979. стекли су се сви услови за повратак шпекулатора на трон. У наредне две деценије долази до постепеног демонтирања постдепресионе регулаторне реформе кроз процес дерегулације тржишта.

Један од првих задатака који је на себе преузео Реган доласком на власт је био трајно елиминисање инфлације из система. Пол Вокер (Paul Volcker), тадашњи председник Фед-а, у ту сврху, прихватајући основна начела Фридмановог монетаризма, прелази на изузетно рестриктивну монетарну политику која је за последицу имала значајан раст каматних стопа (преко 20%). [36] Две су биле директне последице овог потеза. Под један, избила је Велика дужничка криза 1982, док су банке које су биле притиснуте Регулативом Q почеле да значајно губе своје тржишно учешће – са једне стране су депозитари почели да се одлучују да инвестирају у нерегулисане инвестиционе фондове на тржишту новца (*Money Market Mutual Fund)*, док су са друге стране предузећа почела директно да се задужују на тржишту комерцијалних папира. Дакле, са једне стране се смањио прилив средстава у банке, док су са друге стране предузећа нашла нов, јефтинији вид финансирања свог пословања. На тржишту хипотекарних кредита су у условима високих тржишних каматних стопа банке и штедионице почеле да бележе значајне губитке (каматна стопа по којој су банке могле да пласирају хипотекарне кредите је била плафонирана на 6%).

Како би се банкама омогућило да поврате своју профитабилност, регулаторне власти су се упустиле у тражење рупа у закону са циљем да им се дозволи да се ангажују у до тада забрањеним активностима. Тако је Фед 1988. на бази одређених пропуста у Глас-Стигаловом закону, дозволио банкарским холдинизма да се баве инвестиционим

банкарством. Филијале банака које су добиле дозволу од Фед-а имале су право да се баве производњом ХОВ све док приход од ових активности није прелазио прво 10% и касније 25% укупних прихода филијале. Прву велику потписничку активност после низа година извео је Џеј Пи Морган (*J. P. Morgan*) банкарски холдинг потписивањем корпоративних дужничких инструмената (јануар 1989) и акција (септембар 1990). Глас-Стигалов закон коначно је укинут 1999. доношењем Грем-Лич-Блилиј закона реформе банака (*Gramm-Leach-Bliley Bank Reform Act*). [37]

Дакле, тачно седам деценија након великог берзанског краха је поново допуштено банкама да формирају своје инвестиционе банке и инвестиционим банкама да себи припоје комерцијалне банке. Тежиште активности банака се на тај начин преноси из депозитно-кредитних активности у којима се зарађује на бази разлике у каматној стопи по којој се банка задужује и каматне стопе по којој банка пласира своја средства (каматна маргина) ка деструктивном тзв. „креирај и дистрибуирај“ моделу (*originate-to-distribute model*) где су основни видови зараде провизија и бонуси.

Наиме, почетком осамдесетих година прошлог века, у доба високих номиналних каматних стопа, како би опстале и избегле банкрот са једне и успеле да се такмиче са трошковно супериорним нерегулисаним финансијским посредницима, банке су биле приморане да снизе трошкове пословања. Високи трошкови пословања су били последица њихове строге регулисаности и самог начина пословања – банке су обавезне да код централне банке држе некаматоносне резерве, да поштују прописано учешће власничког капитала у активи, док се њихов однос са клијентима заснивао на дугорочном односу и строгом, али скупом мониторингу зајмопримаца. Излаз је пронађен у секјуритизацији (*securatization*), то јест финансијској техници путем које се неликвидна актива претвара у ликвидну. Речју, банка креира хипотекарне кредите, потом их сједини и формира пул (*pool*) кредита (предмет секјуритизације нису били само хипотекарни кредити већ и ауто кредити, дуг власника кредитних картица, студентски кредити итд.). [38]
Тако формиран пул кредита банка за провизију прода својој инвестиционој филијали или некој инвестиционој банци. Инвестициона банка потом на бази пула хипотекарних кредита који служи као залог и извор прихода креира дужничке ХОВ. Тако креиране дужничке ХОВ потом инвестициона банка продаје на тржишту капитала хеџ фондовима, пензионим фондовима, инвестиционим фондовима, осигуравајућим друштвима и опскурним специјалним инвестиционим средствима (*Special Investment Vehicle* – SIV), потпуно нерегулисаним финансијским институцијама, које су најчешће оснивале и којима су управљале комерцијалне банке (иако то званично банке нису признавале). На тај начин су се банке ослобађале ризичних кредита из своје активе, избегавале обавезе

на име стопе обавезних резерви и капиталне адекватности и отварале простор за емисију нових кредита. Крајњи утисак је био да се на бази секјуритизације путем тржишта капитала ефикасно дистрибуирају ризици хипотекарних кредита на велики број тржишних играча. Другим речима, ризици везани за хипотекарне кредите нису били више концентрисани у банкарском сектору. Такође, јавности је представљено да се на бази формирања пулова хипотекарних кредита смањују регионални ризици, јер пад цена некретнина у једној регији може бити ублажен растом цена некретнина у другим регијама. На тај начин је створена илузија растуће сигурности, док је праву суштину овог процеса окарактерисао чувени посткејнзијански економиста Хајман Мински (Hyman Minsky) следећим речима: „Секјуритизација сужава део финансијске структуре која се налази под заштитом централне банке.“
[39]
Колико је ова пракса суштински опасна, коначно се показало августа 2007.

Нова ера још једном: оргијање финансијских тржишта на почетку 21. века

Током бурних осамдесетих година прошлог века америчко финансијско тржиште захватиле су три велике кризе – Велика дужничка криза 1982, криза штедно-кредитних асоцијација која је завршена крајем деценије и велики крах Волстрита (Wall Street) 1987. За разлику од Велике депресије, а у контрадикцији са идеологијом слободних тржишта, у сва три случаја је држава енергично реаговала као потрошач у крајњој инстанци (*spender of last resort*) и зајмодавац у крајњој инстанци (*lender of last resort*). Захваљујући томе, није дошло до оштрих криза, док је истовремено, социјализација трошкова са једне и богаћење финансијске технократије са друге стране, стимулисало тржишне играче да се упуштају у све ризичније подухвате: „...током пролонгираних периода стабилности, економија је у процесу транзиције из финансијских релација које чине систем стабилним, ка финансијским релацијама које чине систем нестабилним.“
[40]
Уљуљкани у привиду сигурности и наравно у ишчекивању да ће, уколико нешто крене наопако, држава реаговати и покрити губитке, финансијски играчи се задужују и улазе у подухвате за које ће се, када за то дође време, испоставити да су били предузети на бази претерано оптимистичких очекивања. Колапс настаје када предузете инвестиције разочарају, то јест генеришу приходе на бази којих није могуће подмирити обавезе на име преузетих дугова. Осим стабилности, конкуренција међу „трговцима дугом“ (*merchants of debt*) како их Мински назива
[41]
је додатни фактор који омогућава тржишним играчима да се упуштају у све ризичније подухвате. Немилосрдна конкуренција међу трговцима дугом у њиховој борби за нове

клијенте се завршава у бескрајном процесу креирања финансијских иновација (као што је на пример секјуритизација). Циљ финансијских иновација је проналажење нових начина финансирања инвестиција који су, због тога што су нови, па последично не подлежу постојећој финансијској регулативи, јефтинији од постојећих. На тај начин се у периодима експанзије и тржишне еуфорије сужава простор који се налази под контролом монетарних власти. Директна последица оваквог еволутивног кретања финансијског система са календарским протоком времена је активирање процеса путем кога се „...традиционалније и бенигно позајмљивање стабилно замењује позајмљивањем које зависи од новог дуга да би се исплатио постојећи.“
[42]
[43]
Ипак, како нас историја учи, финансијске иновације су у суштини варијације на тему, тј. мало измењене праксе позајмљивања које су, по открићу неке велике преваре, биле законом забрањене: „Свет финансија поздравља проналазак точка изнова и изнова, само у мало нестабилнијој верзији.“
[44]

Ипак, ови процеси су током периода раста тржишта и растућег оптимизма агената на површини често невидљиви. Па чак и уколико неке слабости дођу до изражаја, финансијска јавност је увек спремна да у одбрани својих интереса негира било какве проблеме. На тај начин се, након наизглед пролонгираног периода стабилности, илузија која је створена на бази континуираних скупих интервенција монетарних власти како би се избегла оштра криза, тржишним учесницима у САД, средином деведесетих година прошлог века, учинило да човечанство и светска економија улазе у нову еру. Захуктале двадесете су се реинкарнирале у веселе деведесете.

Током деведесетих година прошлог века у јавном мњењу је креирана клима која је неодољиво подсећала на двадесете. То су била времена када је дошло до великог напретка у компјутерској технологији који је значајно утицао на пад у трошковима пословања и повећање у продуктивности радника. И не само то. Пословна јавност је формирала очекивање још значајнијих напредака у технолошком развоју који би требало да још значајније снизе трошкове пословања, повећају продуктивност и да, како у овом периоду реалне наднице нису расле, позитивно утичу на корпоративне профите. Са друге стране, радна Америка је, слично двадесетим, финансирала своју потрошњу задуживањем, чиме је дошло до значајног раста у профитабилности финансијског сектора. Такође, континуиране интервенције Фед-а током осамдесетих година прошлог века су креирале илузију стабилности. Тако је Дејвид Шулман (David Shulman), финансијски аналитичар инвестиционе банке Соломон Брадерс (*Salomon Brothers*), у свом извештају из 1996. најавио долазак „Нове парадигме” (
New Paradigm
) – свет је постао безбедније место за пословање захваљујући способности централних банака и влада да зауздају инфлацију и избегну дубоке рецесије. Ово је аргумент којим

је требало оправдати динамичан раст цена акција, посебно акција предузећа из технолошког сектора.
[45]
Истовремено, слично својим претходницима, Алан Гринспен (Alan Greenspan), тадашњи гувернер Фед-а, није прихватио да се ангажује у зауздавању шпекулативног узлета тржишта, одбијајући да прихвати помисао да се динамичан раст цена ХОВ не може оправдати стварним темпом и динамиком развоја технолошког сектора. Тржишта без сумње знају најбоље. Прихватање стратегије монетарне политике превентивног „бушења балона“ бизаправо значило да је „...суд који имају стотине хиљада информисаних инвеститора погрешан. Опклада против тржишта је у најбољем случају несигурна.“
[46]
Опет, наизглед изненада је 2000. тзв. дот-ком (dot-com) балон пукао и тржиште је крахирало. Како би рецесија била избегнута, Алан Гринспен још једном предузима изразито експанзивну монетарну политику – краткорочне каматне стопе су значајно пале.

Пошто су изгубили поверење у тржиште акција, инвеститори су почели да трагају за алтернативним видом пласирања средстава. Због ниских каматних стопа, тржиште новца није било довољно привлачно. Решење је пронађено у секундарном тржишту хипотекарних кредита које је нудило више него адекватну стопу приноса за дат ниво перципираних ризика. Како се касније испоставило, применом различитих техника „стимулисања кредита“ (*credit enhancement*) стварни ризици су били вешто прикривани. Тржиште некретнина је узлетело. Тако је „Нова парадигма“ из деведесетих узела нову форму. Гувернер Фед-а Бен Бернанке (Ben Bernanke) 2004. године објавио је да живимо у доба „Велике умерености“ (*The Great Moderation*), доба ниске инфлације и ниске волатилности финансијских тржишта. Пошто су у финансијском речнику волатилност и ризик синоними, то је заправо значило да је инвестиционо пословање постало мање ризично. Речју, „Велика умереност“ је подразумевала: бољи монетарни менаџмент главних светских централних банки чиме су инфлација и привредни
циклуси стављени под контролу; глобализацију захваљујући којој је данас лакше апсорбовати непредвиђене шокове јер су ризици диверсификовани; побољшања у информационој технологији омогућавају бољу процену ризика и правовремену комуникацију; секјуритизацију која поспешује управљање ризицима и омогућава алокацију ризика на оне који су у стању да их поднесу; да се деривативни финансијски инструменти могу користити за заштиту од ризика.
[47]
Захваљујући овом утиску, у финансијској јавности је створена атмосфера да се претеран ризик исплати јер велики ризик носи и велику зараду, док, опет, ако се деси нешто што је супротно очекивањима, монетарне власти ће реаговати (упумпавање ликвидности у систем, снижавање каматних стопа итд), трошкови ће бити социјализовани и криза ће бити заустављена.

Наравно, порука од монетарних власти да је свет постао безбедније место за инвестирање, инфлација зауздана, пословни циклуси успешно амортизовани и продужени и да су банкроти постали ствар прошлости је за државу, предузећа и домаћинства значила да је више него прихватљиво повећати своје задужење. [48] Једини проблем је био тај што је у периоду 2002–2006. дуг растао
три пута брже од економске активности.
[49]
Међутим, за присталице неолиберале парадигме у регулаторним институцијама, академској јавности и Волстриту то није био проблем јер су дубока и флексибилна финансијска тржишта сада у стању да подрже виши ново дуга за исти ниво економске активности. Историја као да нас није ничему научила.

Вратимо се секјуритизацији. Рекли смо да су у покушају да задрже свој удео на тржишту и опстану, комерцијалне банке почетком осамдесетих година 20. века започеле процес секјуритизације хипотекарних кредита. На тај начин је главни вид извора прихода постала провизија на име заснивања кредита, процене ризика и сервисирања кредита. При самом настанку секундарног тржишта хипотека, предмет секјуритизације су били хипотекарни кредити одобрени квалитетним, нискоризичним зајмопримцима. С временом, како је секундарно тржиште хипотека расло, и како је био мали број зајмопримаца који су банкротирали, самопоуздање банкара је расло. У циљу будућег раста у профитима, свесни да ће, уколико потешкоће захвате тржиште монетарне власти реаговати, менаџери банака су се, како је тржиште показивало знаке стабилности, упуштали у све ризичније активности. Томе је посебно погодовао крах тржишта акција 2000. који је за последицу имао раст интересовања и домаћих и страних инвеститора за, наизглед стабилно, нискоризично и растуће секундарно тржиште некретнина, ауто кредита, студентских зајмова итд. Велике количине новца су почеле да се сливају у САД са свих страна света, посебно из развијених земаља Европе, Кине, Индије, земаља извозница нафте и земаља источне и југоисточне Азије које су бележиле стално растуће суфиците текућег рачуна. Слично као током захукталих двадесетих, требало је пронаћи начине ефикасне оплодње капитала који је динамично улазио на најликвидније финансијско тржиште на свету. Питање које се поставило је „...ако мораш да нахраниш звер која жели производ, како ћеш то урадити? Тако што ћеш систематски деградирати стандарде одобравања кредита како би могао да креираш још кредита.“ [50] Модел који је омогућио банкама да стално креирају још кредита је управо модел креирања и дистрибуирања. Подсетимо, банке одобравају хипотекарне кредите, формирају пул хипотека, продају пул и на бази тог пула инвестиционе банке производе и дистрибуирају попут кафе различите егзотичне дужничке ХОВ [хипотекарне заложнице (
mortgage-backed securities
– MBS) и колатерализоване дужничке облигације (
collateralized debt obligations
– CDO)], које, како би задовољиле потребе инвеститора, сврставају у различите ризико

групе.

На тај начин је иницирана изузетно опасна и деструктивна врста мотивације за банке. Наиме, пошто банке раде за провизију и само креирају и често сервисирају кредит и потом га уклањају из својих биланса и самим тим преносе ризике банкрота зајмопримца на друге, оне су постале једино заинтересоване за повећање количине одобрених кредита без обзира на перспективу будуће солвентности зајмопримца. Последично је тржиште нискоквалитетних хипотекарних кредита (*subprime mortgages*) процветало. Зајмопримци са недовољном документацијом (
low doc loans
), без неопходне документације (
no doc loans
), они који су лагали у вези са својим приходима и имовином (
liar loans
) и на крају зајмопримци без прихода, без посла и без имовине (
no
income, no job, no assets –
NINJA
loans
) одједном су постали подобни клијенти. Истовремено, зато што су били богато награђивани уколико успеју да одобре неповољне и скупе кредите јер на тај начин расте цена ХОВ које су креиране на бази тих кредита су службеници банака били стимулисани да лажу и обмањују потенцијалне клијенте.
[51]
Тако су егзотичне финансијске иновације нашле свој пут до неупућених и често обманутих (али никако невиних) зајмопримаца – хипотекарни кредити „само камата“ (
interest-only mortgages
) и опционе хипотеке са варијабилном каматном стопом (
option adjustable rate mortgages
–
option
ARM). Код ових иновација је учешће или симболично или непостојеће и у првом периоду (2 до 3 године) месечне обавезе су на име преузетог кредита ниске, али у каснијем периоду износ месечне рате експоненцијално расте. На пример, код опционих АРМ се у прве 2–3 године плаћа каматна стопа која је испод тржишне
[52]
, док се главница не отплаћује, већ расте и потом се, након проласка унапред утврђеног временског периода, месечне отплате ресетују нагоре тако да се
по новом режиму истовремено плаћа каматна стопа која је изнад тржишне и отплаћује се главница.
[53]
Након ресетовања нагоре, обавезе на име хипотеке се мултипликују. Наравно, без обзира на то што су зајмопримци на нискоквалитетном тржишту хипотека несолвентни (што је због ниских иницијалних обавеза могуће прикривати неко време), динамична

пролиферација кредита повећава куповну моћ зајмопримаца, па самим тим и тражњу за кућама. Динамичан раст тражње има за последицу раст у ценама некретнина. Док год цене некретнина расту, проблеме на тржишту није могуће видети, јер, чак иако зајмопримац није у стању да намири своје обавезе из сопствених прихода, он је у могућности да се додатно задужи или рефинансира кредит и да на тај начин обавезе на име постојећег дуга исплаћује на бази преузимања новог дуга.
[54]
Наравно, постоји и друга страна медаље. Када кредити пресуше, пада тражња и цене некретнина падају. Са падом цена, пада власнички удео зајмопримца, па се самим тим исцрпљује могућност новог задуживања ради исплате постојећих дугова. У том случају, власник хипотекарног кредита (власници ХОВ које су емитоване на бази хипотекарних кредита) преузима кућу и труди се да је прода што брже, пре него што цене додатно падну. Када се поклопи да велики број зајмопримаца није у стању да исплати своје обавезе и када власници кредита симултано крену у продају кућа, цене кућа динамично падају, чиме емитовани кредити губе своје покриће. Губици почињу да се нагомилавају и власницима дужничких ХОВ које су покривене хипотекама није могуће исплатити камате, чиме цене ових ХОВ почињу да стрмоглаво падају.

Вратимо се сада процесу креирања дужничких ХОВ на бази нискоквалитетних хипотекарних кредита. Проблем који се поставио пред финансијске инжињере је како на тржишту капитала продати финансијске инструменте којима су подлога веома ризични хипотекарни кредити? Требало је, кроз процес стимулације кредита, на више начина применити до сада невиђену финансијску алхемију.

Под један, на бази пула нискоквалитетних хипотекарних кредита су инвестиционе банке произвеле хипотекарне заложнице. Даље се хипотекарне заложнице деле у различите ризико транше. На пример, уколико је на бази историјске анализе података, која у доба раста тржишта свакако није репрезентативна, утврђено да количник губитка (*loss ratio*) хипотекарних кредита на бази којих су емитоване хипотекарне заложнице није већи од 10%, хипотекарне заложнице се деле у ААА или сениор траншу (70%), средњу или јуниор траншу (20%) и субординирану траншу (10%). На постојећи пул нискоквалитетних хипотекарних кредита власници сениор транша имају предност исплате приноса у односу на јуниор у субординирану траншу, односно уколико неки зајмопримци банкротирају, власници субординиране транше су ти који први подносе губитке. Доследно, уколико је стопа банкрота зајмопримаца изнад очекиване, следећи на реду који подносе губитке су власници јуниор транше. Последично су каматне стопе на сениор транше ниже у односу на јуниор и субординирану траншу. Тако је, захваљујући техници стимулисања кредита која се назива „претерана колатерализација“ (*overcollateralization*) створен привид да су сениор транше прилично сигурна актива која је погодна да се нађе у портфолиу великих финансијских институција као што су инвестициони фондови, осигуравајућа друштва и пензиони фондови.

[55]
Штавише, захваљујући веома кратком искуству са нискоквалитетним хипотекарним кредитима, цветајућем тржишту и ниској стопи банкрота зајмопримца, створен је привид да су и јуниор транше хипотекарних заложница прилично безбедна актива, што је омогућило финансијским мађионичарима да их продају по високој цени нерегулисаним финансијским институцијама као што су хеџ фондови. Међутим, како примећује Рагхурам Рајан (2008), бивши главни економиста Међународног монетарног фонда, халапљивим финансијским инжињерима то није било довољно. Отишли су корак даље и потом су, на бази пулова хипотекарних заложница јуниор и субординиране транше, креирали нови слој дужничких инструмената који се зову колатерализоване дужничке облигације (једна ЦДО може настати на бази пула од 100 хипотекарних заложница). Примењујући исту технику, технику претеране колатерализације, потом су ЦДО подељене у сениор, јуниор и субординирану траншу. Тако су, на бази ХОВ које су још горег квалитета од сениор транши хипотекарних заложница, креиране ЦДО које су добиле статус активе високог квалитета. Процес се тако наставља у недоглед. На бази постојећих ЦДО транши се даље емитује нова серија ЦДО опет подељена на транше која се назива ЦДО
2
и тако даље ЦДО
3
, ЦДО
4
итд. На овај начин је преко 80% креираних ЦДО добило висок кредитни рејтинг. Логично, Рагхурам Рајан (2008) потом се пита како инвеститорима није било сумњиво да ЦДО, егзотични финансијски инструменти са ААА кредитним рејтингом, носе у просеку за 0,4% већу каматну стопу од упоредивих ААА корпоративних обвезница? Дакле, нови слојеви ХОВ се емитују на бази исте, то јест непромењене активе (стамбени кредити или, у крајњој инстанци, стамбени објекти). Сваки нови слој представља додатни слој који удаљава власника ХОВ од активе на бази које су ХОВ емитоване и сваки нови слој означава да квалитет кредита даље пада.
[56]

Под два, да буде јасно, овај систем није могао да функционише без одобрења независних приватних агенција за процену кредитног рејтинга (*credit rating agencies*) као што су, на пример, Стандард&Пур, Мудиј и Фич (
Standard & Poor
,
Moodey i Fitch
). Зашто су агенције које треба да штите инвеститоре од потенцијалних злоупотреба и дезинформисања учествовале у процесу алхемијске трансформације активе која је ђубре (
junk
), као што су то нискоквалитетни хипотекарни кредити, у (наизглед) сигурну и квалитетну активу као што је то сениор транша хипотекарних заложница или ЦДО? Зар није барем мало сумњиво да је могуће на бази неквалитетне активе емитовати дужничке

ХОВ које су квалитетне, ако је принцип да је извор прихода за сигурне хипотекарне заложнице пул несигурних хипотекарних кредита? Одговор је једноставан: због сукоба интереса на који су регулаторне власти све време жмуриле. Другим речима, агенције за кредитни рејтинг оцењују квалитет хипотекарних паковања које инвестиционе банке продају. Због тога што им инвестиционе банке дају посао, а не инвеститори који купују ове хипотеке на секундарном тржишту, агенције за кредитни рејтинг имају обавезу, уколико не желе да изгубе посао, па самим тим и издашне провизије, да хипотекарна паковања оцене у складу са интересима инвестиционих банака. Такође, комплексним егзотичним структуираним паковањима (МБС, ЦДО, ЦДО
2
, ЦДО
3
итд.) није се отворено трговало на секундарном финансијском тржишту, те се стога њихова цена није формирала на бази односа понуде и потражње, већ на бази компликованих математичких процедура. Исто тако се, на бази компликованих математичких процедура, рачунала и ризичност ових инструмената. Пошто особље агенција за процену кредитног рејтинга није поседовало неопходно знање за израчунавање њихове ризичности, оне су биле приморане да користе рачун процене ризика који су обезбедиле институције које су емитовале ове инструменте.

Под три, поред агенција за процену кредитног ризика, институције које су одиграле кључну улогу у обезбеђивању наизглед неограничене ликвидности за ХОВ сумњивог квалитета су осигуравајућа друштва. Велике осигуравајуће компаније са минималним износом власничког капитала су масовно осигуравале неквалитетне ХОВ (номинално квалитетне) и на тај начин помогле да се потврди висок кредитни рејтинг који су им доделиле агенције за кредитни рејтинг. [57] Са друге стране, агенције за кредитни рејтинг су процењивале здравље осигуравајућих компанија. Тако, пошто су обезбеђивале осигурање за (номинално) квалитетне ХОВ, осигуравајуће компаније су добијале високе оцене од агенција јер су обезбеђивале релативно сигурну активу са минималним ризицима. [58]

Све у свему, порочни круг је створен: егзотичне иновације су повећавале понуду фондова, банке су биле у стању да одобравају нове кредите захваљујући томе што су уклањале хипотекарне кредите из својих биланса, на бази нових кредита се повећавала тражња за кућама, гурајући цене кућа нагоре. Растуће цене кућа су оправдавале растуће износе на које су кредити одобравани и растући однос дуга према власничком капиталу, јер је на брзорастућем тржишту, уколико зајмопримац западне у невоље, увек могуће рефинансирати кредит или продати кућу по „надуваној“ цени. Наравно, овај зачарани круг је функционисао све док су цене некретнина расле и док су каматне стопе биле ниске. На крају је дошло до очекиваног. Надуване цене кућа су почеле да падају, због нарастајућих ризика су каматне стопе порасле и банкроти зајмопримаца су почели да расту по убрзаној стопи.

Разоткријмо сада још једну фикцију „Велике умерености“. Иако се претпоставило да су, тако што су прихватиле креирај и дистрибуирај модел, банке уклониле ризике хипотекарног кредитирања из својих биланса и пренеле их на тржиште капитала, истина је била управо супротна. Банке су, користећи различите рупе у закону, концентрисале ове ризике на више начина. На првом месту су велике банке куповале егзотичне финансијске инструменте које су креирали њихови департмани инвестиционог банкарства како би дале пример и потенцијалним купцима показале да је у питању сигурна актива. Друго, у неком кратком периоду који је следио након продаје фабрикованих егзотичних финансијских инструмената су банке давале гаранцију да ће покрити евентуалне иницијалне губитке (рецимо 10%) уколико дође до пада у вредности хипотека. Треће, банке су ради експлоатације рупе у закону коју су пронашле почеле масовно да купују сениор ЦДО транше због високих бонуса које су оне генерисале за менаџмент јер је за активу која се налази у билансима потребно издвојити далеко више капитала у сигурносне сврхе у односу на активу за коју се пријави да је предмет трговања и да се неће дуго задржати у билансу банке. Тако су банке купиле преко 80% укупно емитованих сениор ЦДО транши, и фиктивно их, због повољног регулаторног третмана, третирале као ванбилансну позицију и на тај начин концентрисале ризике могућег оштрог пада у ценама ових структуираних паковања (*structured packages*). [59] Када је до слома дошло, испоставило се да банке нису издвојиле скоро никаква сигурносна средства за ове потребе. Иако су регулатори приметили ову праксу, они су им прогледали кроз прсте и допустили енормну концентрацију ризика у банкама чији су депозити осигурани и којима Фед у случају тешкоћа обезбеђује ликвидност (наравно, новцем грађана). Четврто, банке су оснивале специјална инвестициона средства (SIV’s), опскурне институције које су функционисале махом у нерегулисаним зонама (
off-shore
) ради трговине егзотичним финансијским инструментима. Ове институције нису биле регулисане од стране Фед-а, те нису биле обавезне да издвајају капитал у сигурносне сврхе. Иако то банке нису признавале, оне су управљале и администрирале ове институције и заузврат приходовале изузетно високе провизије и бонусе. СИВ су се финансирале тако што су емитовале краткорочне комерцијалне папире (
ассет
-
backed commercial papers
), које су куповале велике банке и хеџ фондови. Залог за ове папире је била њихова актива која се састојала од дугорочних, неликвидних финансијских инструмената као што су хипотекарне заложнице, ЦДО, ЦДО
2
итд. које су куповале од својих банака оснивачица. Како би биле у стању да омогуће комерцијалним папирима да добију ААА статус, па самим тим и задужење по ниским каматним стопама, банке оснивачице су обезбедиле кредитне линије на овај краткорочни дуг. Када је тржиште пало, и када је постало јасно да купци комерцијалних папира неће наставити финансирање, СИВ су постале неликвидне, док су истовремено,

због оштрог пада у вредности њихове активе, постале несолвентне. Како би вратиле дугове, СИВ су почеле масовно да продају ХОВ из своје активе, што је даље убрзало пад у вредности ових егзотичних финансијских инструмената. Са друге стране, банке су биле приморане да изврше исплату дугова које су гарантовале и неретко су преузимале активу СИВ-а чиме су ванбиланске позиције постале билансне.
[60]
На тај начин се ризик који је из банака изашао на предња врата вратио на задња врата.

Епилог: повратак у реалност

Када је у августу 2007. постало јасно да ће велики број нискоквалитетних зајмопримаца банкротирати и да се ситуација с временом неће поправити, велике банке су престале да купују комерцијалне папире хеџ фондова, инвестиционих банака и СИВ. Последично је неколико великих хеџ фондова и инвестиционих банака пропало (два *Bear Stearns* хеџ фонда,
IndyMac Bank
,
Lehman Brothers
), док је тржиште егзотичних финансијских инструмената доживело колапс. Истовремено је пресушило међубанкарско тржиште јер су велики инвеститори у комерцијалне папире посегли за банкарским кредитним линијама. Суочене са великим одливом средстава на име кредитних линија и са драстичним падом у вредности преузете активе од својих СИВ и активе коју су већ поседовале, а која је била третирана као предмет трговања, капитал банака је значајно еродирао. Због тога су банке драстично смањиле кредитирање финансијских институција, предузећа и домаћинстава и повећале каматне стопе. Цене некретнина су почеле да падају и стопа банкрота нискоквалитетних зајмопримаца је почела динамично да расте. Криза се потом, са нискоквалитетног хипотекарног тржишта, муњевито пренела на остала америчка финансијска тржишта, а одатле на финансијска тржишта широм света. Каматне стопе су узлетеле и паника је захватила тржиште акција.
[61]

Коначно, када је тржишта широм света захватила паника, разишли су се облаци илузије. Одједном је постало јасно да „Велика умереност“ није ништа друго до параван који су подигли похлепни Волстрит играчи у сарадњи са неодговорним и корумпираним регулаторима како би на миру појели свој део сочног колача, остављајући иза себе потпуни неред. Пролиферација егзотичних финансијских иновација и виртуелних финансијских производа је проузроковала дубоку дивергенцију између производње и потрошње и омогућила фиктивни економски раст који је углавном био финансиран задужењем у иностранству. Нова класа новчаних рентијера је наметнула систем

расподеле који је скројен по њиховим мерама – систем који им омогућава да у кратком року присвоје енормне приходе и бонусе, док истовремено приходи и плате у реалном сектору падају. [62]

На крају су они који су своју активу финансирали на бази туђе уштеђевине, шпекулисали, енормно се обогатили и изазвали колапс система награђени, док су, захваљујући социјализацији трошкова, ситне штедише кажњене. Питање које се логично поставља је ко је крив. По нама је одговор на ово питање недвосмислен – управо онај који је допустио да се то, по ко зна који пут у историји финансијских тржишта, деси. Сорош (2008б) целу проблематику је прецизно уобличио: „Са дисперзијом ризика, више ризика је могло да се преузме. Нажалост, ризици су пренесени са оних за које се претпостављало да знају на оне који су били мање упознати са њима. Још горе, новокреиране иновације и инструменти су били толико софистицирани да су регулаторне власти изгубиле способност да израчунају ризике. Почели су да зависе од метода контроле ризика које су развили креатори сами. Нешто слично се десило са агенцијама за процену кредитног рејтинга чија би улога требало да буде да процењују кредитно здравље финансијских инструмената. Оне су почеле да зависе од калкулација које су им обезбеђивале институције које су емитовале ове инструменте. Овде проналазим шокантну абдикацију одговорности регулатора. Уколико нису могли да израчунају ризике, није требало да дозволе институцијама које су под њиховом контролом да их преузму. Модели процене ризика банака су се заснивали на хипотези да је систем стабилан. Међутим, у супротности са веровањем тржишних фундаменталиста, стабилност тржишта није осигурана; она треба да буде активно одржавана од стране регулаторних власти. Због тога што су се ослониле на калкулације ризика тржишних учесника, регулаторне власти су допустиле долазак периода неконтролисане експанзије кредита.” [63]

Уместо закључка: прича о цврчку и мраву

Наравно, на крају је препоручљиво одговорити на питање како реаговати у случају избијања кризе и како избећи епизоде неконтролисаног шпекулисања у будућности? На ова питања једноставног одговора нема, а и простор нам не дозвољава да уђемо дубље у расправу. У ситуацији када морамо укратко да дамо интуитивне одговоре на ова комплексна питања одлучили смо да кренемо од поучне басне Жана Де Ла Фонтена (Jean Де Ла Фонтаин) *Цврчак и мрав*: „Цврчак је певао, лето сво, а кад стиже зима с ледом, он се с тешком бори бедом: нигде – залуд мука сва – мушице ни црвића. Он од глади цвилети стаде, другу мраву тужи јаде, моли барем зрно два, да кроз зиму прогура, и док сунце не запече. ‘Платићу ти’, тако рече, ‘части ми, до лета све: главницу и камате.’ Мрав је нерад зајмодавац, те баш нема погрешке: ‘што ти посао лети беше?’ – молитељу рече мрав. ‘Сваком, био стари или млад, певах, не било ти криво!’ – ‘Певао си?’

мрав ће живо, ‘е па онда плеши сад!’“

Јасно је да су бескрупулозни финансијски менаџери цврчци, док би у улози мрава требало да се нађу регулаторне власти чији је задатак да од злоупотреба штите марљиве и поштене грађане. Мислимо да је истина да, уколико би регулаторне власти допустиле да пропадну и законски одговарају они који су шпекулисали и који су енормно зарађивали док су ризике пребацивали на друге, неке будуће генерације шпекуланата запитале би се два пута пре него што би се упустиле у ову авантуру. Међутим, за разлику од Фонтенове басне, како искуство „Велике депресије“ показује, због комплексности финансијског система и мреже међусобних дуговања, у том случају не би умро од глади само цврчак већ би умро и велики број мрава. Речју, дилема пред којом се нашла краљица мрава је да ли да допусти да цврчак умре, при чему је својевремено очекивала да ће цврчак доћи у ту позицију и није правовремено реаговала и опоменула га ако ништа друго из свог личног интереса, јер је знала да ће, уколико цврчак напусти овај свет, за собом повући велики број њених поданика. Дакле, када је на снази систем асиметричног реаговања, где се у успону претпоставља да тржишта знају најбоље и да их не треба зауздавати, док је са друге стране за очекивати од регулаторних власти да, када се буде показало да су тржишта полетела превисоко и да, за разлику од теоријских постулата неолиберално парадигме, у пракси немају уграђен кочиони систем, социјализација трошкова кризе ће се дешавати и биће све чешће и све жешће. Наиме, као што смо видели, интервенционистичка политика стимулише морални хазард (
moral hazard
), то јест шаље лоше сигнале агентима да се ризично понашање награђује јер, шта год да се деси, агенти знају да економске власти неће допустити депресију. Ово очекивање стимулише агенте да предузимају веома ризичне послове са циљем остваривања значајних профита.
[64]
Агенти пак знају да се услед интервенционизма фрагилност система продубљује. Фрагилан систем је, опет, подложан брзим и неочекиваним превратима, што драматично повећава неизвесност у систему. Изразита неизвесност дестимулише агенте да дугорочно инвестирају у реални капитал и има за последицу краткорочно и, често, са регулативне тачке гледишта, забрањено или непожељно шпекулативно инвестирање које даље повећава фрагилност система. Због тога Хајман Мински и каже да фрагилност храни саму себе.
[65]

Дакле, интервенционизмом се потенцијални трошкови које носи ризично пословање социјализују јер те трошкове подносе сви порески обвезници, а не приватне привредне јединице које су практиковале ризично пословање. Ово је кључни разлог због којег се ефикасност Њу дила (*New Deal*), који је за циљ имао обуздавање ризичног пословања, до средине седамдесетих година 20. века значајно смањила. То је такође разлог због којег ће било која мера економске регулативе изгубити на ефикасности током времена.

Тачније, с временом, учесници свесни да ће држава реаговати у случају кризе, изнова кроз финансијске иновације проналазе нове начине задуживања и пласирања средстава којима се избегавају важећи прописи и забране у широком луку. Са друге стране, како би се у што већој мери избегло негативно дејство нерегулисаних финансијских иновација, регулаторни органи морају континуирано да прате развој финансијских тржишта и да мењају законску регулативу. Ово упозорење регулаторима је, усред дерегулаторне еуфорије, Мински упутио давне 1986: „Уколико желе да зауздају поремећаје које производи банкарски сектор, власти морају да одустану од својих теревенки, и прихвате потребу да воде и контролишу еволуцију финансијских употреба и пракси. У свету пословних људи и финансијских посредника који агресивно траже профит, иноватори ће увек бити испред регулатора; регулатори не могу да спрече промене у структури портфолиа. Оно што они могу је да одржавају однос активе и власничког капитала у прописаним границама тако што ће успоставити одговарајуће односе између власничког капитала и различите врсте активе. Уколико власти зауздавају банке и свесни су активности банака и других финансијских институција на основу којих оне желе да избегну регулацију, власти долазе у бољу позицију да ублаже штетне експанзивне тенденције наше економије.“ [66]

ЛИТЕРАТУРА

Barlevy, G. (2007), „Economic Theory and Asset Bubbles“, *Economic Perspectives*,3Q.

Chancellor, E. (2000), *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, A Plume Book, New York.

Chancellor, E. (2007), „Ponzi Nation“, *Institutional Investor*, 32 (1).

Chancellor, E. (2008), „Hyman Minsky and the Great Moderation“, 17th Annual Hyman P. Minsky conference on the State of the U.S. and World Economies, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Cohen, B. (1997), *Financial Booms, Bubbles, Crashes and Chaos*,John Wiley & Sons, New York.

Crotty, J. (2008), „Strucutural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'“, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, Working Paper No. 180, September 2008.

Dobeare, H. and M. Barnd (1931), *Forewarnings of Banks Failures: A Comparative Study of the Statements of Certain Failed and Successful Florida State Banks 1922–1928*
, Gainesville, University of Florida Business Administration Series (1).

Fama, E. (1965), „Random Walks in Stock Market Prices“, *Financial Analysts Journal*, September–October.

Fama, E. (1970), „Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work“, *Journal of Finance* ,
Vol. 25. No. 1.

Friedman, M. and A. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton University Press.

Friedman, M. (1982), *Kapitalizam i sloboda*, Global buk, Novi Sad (1997).

Galbraith, J. K. (1975), *Novac – odakle je došao, gde je otišao*, Grmeč, Beograd (1997).

Galbraith, J. K. (1987), *Ekonomija u perspektivi: kritička povijest*,MATE d.o.o., Zagreb (1995).

Galbraith, J. K. (1990), *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin Books, 1994.

Greenspan, A. (1999), „Monetary Policy and the Economic Outlook“, Testimony before the joint Economic Comittee, U. S. Congress, Federal Reserve Board, Washington, DC, June 17, 1999.

Keyens, J. M. (1936), *The General Theory of Employment Interest and Money*, Kultura, Beograd, 1956.

Kregel, J. (2007), „The natural Instability of Financial Markets“, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 523, December 2007.

Lim Mah-Hui, M. (2008), „Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis – Causes and Consequences“, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 532.

Magnus, G. (2007), „The Credit Cycle and Liquidity: Have we arrived at a Minsky Moment?“, *Ec onomic Insights*
– By George, UBS Investment Research, London.

McCulley, P. (2008), „A Reverse Minsky Journey“, 17th Annual Hyman P. Minsky conference on the State of the U.S. and World Economies, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Mc Culley, P. (2009), „The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey”, PIMCO, http://www.pimco.com/ , May 2009.

Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, The McGraw-Hill, 2008.

Minsky, H. (1987), „Securitization“, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note, 2008.

Minsky, H. P. (1992), „Financial Instability Hypothesis", The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74, May 1992.

Mishkin, F. S. (2002), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison-Wesley Longman Inc, United States.

НИН (2007), „Чека ли свет криза попут оне из 1929. године?", децембар, чланак преузет из *Der Spiegel.*

Papadimitriou, P., G. Hannsgen, and G. Zezza (2007), „Cracs in the Foundations of Growth: What Will the Housing Debacle Mean for the U.S. Economy?", The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 90.

Polanji, K. (1944), *Велика трансформација: политичка и економска исходишта нашег времена*, Филип Вишњић, Београд (2003).

Pollin, R. (1997), „The Relevance of Hyman Minsky", *Challenge*, March–April.

Радоњић, О. (2009), *Финансијска тржишта: ризик, неизвесност и условна стабилност*, Службени гласник, Београд.

Rajan, Raghuram (2008), „A View of the Liquidity Crisis", Speech given in Chicago, http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/, February 2008.

Samuelson, P. (1965), „Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", *Industrial Management Review*, Vol. 6.

Soros, G. (2008a), „Statement of George Soros Before the U.S. House of Representatives Comitee on Oversight and Government Reform“, November 13, 2008, http://online.wsj.com/public/resources/documents/georgesoros.pdf

Soros, G. (2008b), *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What it Means* ,Public Affairs, New York.

Whalen, C. J. (2007), „The U.S. Credit Crunch of 2007“,The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief No. 92, October 2007.

Wray, R. L. (2007), „Lessons from the Subprime Meltdown“,The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 522, December 2007.

---

[1] К. Полањи (1944), стр. 141.

[2] Џон Кенет Галбрејт је у свом непролазном делу *A Short History of Financial Euphoria* истакао да је један од кључних фактора који доприноси и подржава неконтролисану еуфорију „...екстремна краткотрајност финансијске меморије“. Последично се „...финансијске катастрофе брзо заборављају. Тако, када се исте или сличне околности изнова понове, понекад у року од само неколико година, њих поздравља нова, често млада и изразито самоуверена генерација као бриљантно иновативно откриће у финансијском, и шире, економском свету. Постоји мали број области људског настојања у којима историја тако мало значи као што је то случај у свету финансија.“ J. K. Galbraith (1990), str. 13.

[3] J. K. Galbraith (1975), str. 232.

[4] www.usagovernmentrevenue.com

[5] Продуктивност индустријског радника је у том периоду порасла за 43%. J. K Galbraith (1975).

[6] E. Chancellor (2000).

[7] По Кејнзу је предузетништво „...активност која се састоји у предвиђању очекиваног приноса капитала у току читавог њиховог века трајања...“, док је шпекулисање „...активност која се састоји у предвиђању психологије тржишта.“ (J. M. Keynes, 1936, str. 197).

[8] Као и већ поменута неједнка расподела са сталним повећањем у учешћу у приходу профита и дивиденди, а смањењем учешћа реалних надница.

[9] E. Chacellor (2000).

[10] Једна од основних ставки Глас-Стигаловог акта из 1933. је била да у активу на бази које је могуће задужити се код Фед-а уђу и државне ХОВ. J. Крегел (2007).

[11] Исто.

[12] Исто.

[13] Трговци на маргини су се задуживали ради куповине ХОВ на тржишту, при чему су купљене ХОВ служиле као колатерал.

[14] По речима Чарлса Е. Мичела (Charles E. Mitchell), једног од водећих банкара тог времена, департман инвестиционог банкаства *National City Company* његове банке *National City Bank* је буквално производио и дистрибуирао ХОВ на исти начин на који се производи и потом дистрибуира кафа. Потенцијалне клијенте су продавци сачекивали на железничким станицама, испред ноћних барова, местима где су се продавале јефтине авионске карте итд. Велики број купаца је регрутован из редова клијента матичне комерцијалне банке. Ова техника продаје се назива међупродаја (*cross-selling*). Такође је Мичелов департман инвестиционог банкарства увео иновацију потписничке активности за високоприносне обвезнице које су емитовале непоуздане државе из Јужне Америке и централне Европе. E. Chancellor (2000).

[15] Инвестициони трустови су представљали финансијску иновацију која није била тако лако видљива. У суштини је њихова улога била дестабилизирајућа. Они су се на велико задуживали и инвестирали у акције великих и познатих корпорација, док су са друге стране масовно финансирали шпекулације на маргини. На тај начин су истовремено повећавали тражњу за акцијама и доприносили цветању шпекулативних радњи. Такође, пошто су инвестициони фондови углавном били у власништву великих банака (холдинзи који су били сачињени од комерцијалног и инвестиционог банкарства), оне акције које департмани инвестиционог банкарства нису успели да продају на тржишту су завршавале у њиховом портфолиу. Тако су, у не малом броју случајева, портфолии инвестиционих трустова били сачињени од акција најлошијег квалитета (тзв. *toxic* или *junk assets*). Исто.

[16] Задојени неолиберали на власти, од којих је сигурно један од најутицајнијих био министар финансија у Хуверовој (Herbert Hoover) администрацији Ендрју Мелоун (Andrew Mellon) који се залагао за немешање државе и инсистирао на томе да се тржиште само излечи кроз процес ликвидације синдиката, трговања акцијама, фармера и трговања некретнина (J. K Galbraith, 1975). У академским круговима је подршку овом пургативном ставу дао еминентни аустријски економиста Јозеф Шумпетер (Josepх Сцхумпетер) који је сматрао да је „...економском систему заправо нужна депресија (криза), јер му омогућава да излучи отрове које сâм ствара и који га изједају.“ (Исто, стр. 236)

[17] G. Barlevy (2007).

[18] J. K. Galbraith, (1975).

[19] www.usagovernmentrevenue.com

[20] B. Cohen (1997).

[21] Ова ситуација је трајала све до почетка Другог светског рата када су почели да се јављају први знаци опоравка. У периоду 1939–1944. бруто национални производ је порастао са 320 на 569 млрд. УСД, лична потрошња са 220 на 255 млрд. УСД (наизглед скроман раст који ипак добија на значају када се узме у обзир да је био рат), незапосленост се свела на само 1,2%, док се јавна потрошња удесетостручила. J. K Galbraith (1987).

[22] J. M. Keynes (1936), стр. 198.

[23] Исто, стр. 398.

[24] Наравно, банке чланице Фед-а су биле обавезне да осигурају депозите.

[25] J. K. Galbraith (1975), стр. 250.

[26] E. Chancellor (2000), J. Crotty (2008), J. K. Galbraith (1975), J. Kregel (2007).

[27] E. Chancellor (2000), str. 234.

[28] Исто.

[29] M. Friedman (1982), стр. 72, 90.

[30] Исто, стр. 83.

[31] J. M. Keynes (1936).

[32] E. Chancellor (2000)

[33] Средином шездесетих година 20. века у академским круговима се јавља теорија ефикасних финансијских тржишта (*Efficient Market Hypothesis*), која је до средине седамдесетих година постала владајућа финансијска парадигма. По овој теорији учесници финансијских тржишта су савршено рационални, информисани и у стању су да релативно поуздано предвиде будућност. Рационалним агентима је, по овој теорији, циљ да максимизирају профит и једини начин да то ураде је да, у складу са својим преференцијама према ризику, купују ХОВ које за дат ниво ризика нуде максималну стопу приноса. Пошто су финансијска тржишта ефикасна, она теже равнотежи у дугом року. У кратком року тржиште може бити у неравнотежи захваљујући дејству неког егзогеног шока чије се јављање није могло предвидети. Најчешће су у питању погрешно прописане мере економске политике. Детаљније видети E. Fama (1965, 1970), P. Samuelson (1965).

[34] E. Chancellor (2000).

[35] M. Friedman (1982), стр. 38.

[36] R. L. Wray (2007).

[37] R. L. Wray (2007), F. S. Mishkin (2002).

[38] R. L. Wray (2007).

[39] H. P. Minsky (1987), стр. 3.

[40] H. P. Minsky (1992), стр. 8.

[41] Мисли се на велике финансијске институције. Исто.

[42] Magnus (2007), стр. 7.

[43] Најпознатији креатор пирамидалних схема у историји финансија је Чарлс Понзи (Charles Ponzi), бостонски финансијски шпекулант из двадесетих година прошлог века. Његова је инвенција пирамидална схема где се инвеститорима плаћају високе каматне стопе на бази новоприспелих депозита. Када нова улагања у схему престану, схема се руши. У Србији, почетком деведесетих година прошлог века, на својој кожи су ову врсту преваре осетили бројни депозитари Дафимент и Југоскандик банке. Најновији пример је случај Бернарда Меидофа (Bernard Madoff) који је због проневере 65 млрд.УСД кроз своју пирамидалну схему (у питању је *Bernard L. Madoff Investment Securities LLC* компанија) у децембру 2008. ухапшен и потом у јуну 2009. осуђен на 150 година затвора. Ово је највећа превара у историји коју је починио један човек.

[44] J. K. Galbraith (1990), стр. 19.

[45] E. Chancellor (2007)

[46] A. Greenspan (1999), стр. 3.

[47] R. L. Wray (2007).

[48] Колико је дуг у периоду 2000–2006. динамично растао говори чињеница да се и поред значајног раста у цени некретнина, удео вредности власништва над некретнинама у укупној вредности некретнина смањио (укупна вредност некретнина је једнака збиру вредности некретнина у приватном власништву и вредности хипотекарних кредита). Другим речима, вредност хипотекарног дуга је брже расла од вредности власништва (удео вредности власништва над некретнинама у укупној вредности некретнина је 2005. износио око 57%, док је 2000. износио око 60%). Такође, у периоду 2000–2005. је дошло до значајног сманајења удела вредности финансијске активе у власништву домаћинстава у укупним обавезама домаћинстава, што је имало за последицу значајно погоршање у њиховим билансима стања. Историјски најнижи удео вредности финансијске активе у власништву домаћинстава у укупним обавезама домаћинстава је достигнут у трећем кварталу 2005. и износио је око 3,5% (упоређивања ради овај количник је 1999. износио 5%). У овом периоду је дошло до значајног пораста у количнику дуг домаћинстава у односу на текући доходак. Током осамдесетих и деведесетих година 20. века раст овог количника је био скроман и износио је у просеку 1,25% годишње. Од 2000. овај количник је у просеку растао 5% годишње. Тако је, на пример, количник дуг домаћинстава – текући доходак на крају деведесетих година 20. века износио испод 95%. У 2006. је овај количник износио 122%. Исте године је удео хипотекарног дуга домаћинстава у текућем дохотку износио око 90%. У 2004. је сектор домаћинстава позајмио 1010 млрд. УСД, док је у прва три квартала 2005. позајмио 831 млрд. УСД, што је било знатно изнад просека периода пре 2000. где сектор домаћинства никада није позајмио више од 487,5 млрд. УСД годишње (P. Papadimitriou, E. Chilcote, and G. Zezza, 2006). Укупно приватно задужење је крајем 2001. износило 7.600 млрд. УСД, док је крајем 2007. износ достигао невероватну цифру од 13.300 млрд. УСД. Јасно је да је успон САД у периоду 2001–2007. био финансиран кредитима. Томе несумњиво у прилог говори драматичан раст у буџетском дефициту и раст у трговинсом дефициту. Буџет САД је из суфицита од 236 млрд. УСД прешао у дефицит од 244 млрд. УСД у 2006. Такође, дефицит трговинског биланса САД је порастао са нивоа од 380 млрд. УСД 2000. на 759 млрд. УСД 2006. Укупни државни дуг SAD је 2006. износио 5.000 млрд. УСД, док је дуг према иностранству достигао износ од 2.500 млрд. УСД. Из позиције највећег кредитора у деценијама после Другог светског рата, САД су прешле у позицију највећег светског дужника. Како се коментатор *Der Spiegel*-a izjasnio „*Amerikanci doručkuju svoju prošlost, a večeraju budućnost.*
“ (
НИН
, 2007)

[49] У периоду 2002–2006. је ниво дуга у САД порастао за више од 8 хиљада млрд. УСД, док је истовремено ГДП порастао за 2,8 хиљаде млрд. УСД. E. Chancellor (2007).

[50] P. McCulley (2009), стр. 9.

[51] Према истраживању *Волстрит журнала* (*the Wall Street Journal*) на узорку нискоквалитетних хипотекарних кредита вредних 2,5 хиљаде млрд. УСД, више од половине зајмопримаца 2005. и 2006. је било квалификовано да се задужи под бољим, конвенционалним условима. По овом истраживању, уколико успе да „потури“ клијенту тако да се задужи по каматној стопи која је већа за 1,25%, брокер има право на екстразараду у износу од 2% вредности емитованог кредита (нпр. уколико је кредит емитован у износу од 500.000 УСД, брокер тренутно зарађује 10.000 УСД). R. L. Wray (2007).

[52] Адекватан је и назив за привремену каматну стопу која је испод тржишне – каматна стопа која навлачи („ *teaser“ interest rate*). C. J. Whalen (2007).

[53] R. L. Wray (2007).

[54] Механизам је једноставан. Вредност кредита је унапред утврђена. Како цене кућа расту, а кућа је залог, тако расте власнички удео зајмопримца. На бази растућег власничког удела, несолвентном зајмопримцу се отвара могућност или да прода кућу, исплати обавезе на име кредита, пенале због превремене отплате и чак нешто заради што је ређи случај или да се на бази растућег власничког удела додатно задужи (*ho me equity loans*
) или рефинансира кредит (узимање новог дуга за отплату старог, али сада под повољнијим условима). Наравно, на бази растуће цене кућа зајмопримци су били у могућности да подигну кредите којима су финансирали потрошњу, што је имало позитиван утицај на раст економске активности.

[55] M. Lim Mah-Hui (2008).

[56] M. Lim Mah-Hui (2008), R. L. Wray (2007).

[57] Компаније за осигурање су са власничким капиталом од неколико десетина млрд. УСД гарантовале обвезнице чија је укупна вредност износила неколико стотина млрд. УСД (J. Цротту, 2008). Највеће осигуравајуће куће су биле добар пример. На пример, осигуравајућа компанија МБИА је са власничким капиталом од 550 милиона УСД осигуравала 15,9 млрд. УСД вредне ЦДО. Код AMBAC-а и FGIC-а је однос био 1,15 млрд. УСД и 350 милиона УСД наспрам 29,3 млрд. и 10,3 млрд. УСД вредних ЦДО респективно. Р. Л. Wpay (2007).

[58] Са друге стране када су нискоквалитетни зајмопримци почели масовно да банкротирају 2006. и посебно 2007. инвеститори су почели да сумњају у висок кредитни рејтинг који су агенције доделиле дужничким ХОВ које су емитоване на бази нискоквалитетних хипотекарних кредита. Истовремено је инвеститорима постало јасно да ће стопа банкрота далеко изнад очекиване ставити на муке нискокапитализоване осигуравајуће компаније. Доследно су агенције за процену кредитног рејтинга снизиле оцену коју су дале осигуравајућим компанијама. Последично је, пошто је здравље осигуравајућих компанија доведено у питање, осигурање ХОВ емитованих на бази нискоквалитетних хипотека постало безвредно. На тај начин су ХОВ емитоване на бази нискоквалитетних хипотекарних кредита изгубиле статус квалитетне активе и убрзо потом је уследила паника.

[59] J. Crotty (2008).

[60] J. Crotty (2008), J. Kregel (2007), P. Mc Culley (2009).

[61] G. Soros (2008a).

[62] На пример, у САД је 2006. просечна годишња плата запосленог у инвестиционој банци (435.084 УСД) била десет пута већа од просека приватног сектора (40.368 УСД). У 2006. су генерални директори Морган Стенлија (*Morgan Stanely*) и Голдман Сакса (*Goldman Sachs*
) примили 40 и 53 милиона УСД респективно, што је једнако хиљаду просечних годишњих плата у приватном сектору. Исте године је просек годишње зараде 25 топ-хеџ фонд менаџера у свету износио 570 милиона УСД, при чему су три најбоље плаћена менаџера те године зарадили у просеку изнад једне милијарде УСД. Укупно је 25 топ-хеџ фонд менаџера 2006. зарадило 14 млрд. УСД, иако су се тих година, у просеку, годишње стопе приноса поменутих хеџ фондова преполовиле у односу на деведесете године прошлог

века. М. Лим Мах-Хуи (2008).

[63] G. Soros (2008b), стр. 116–117.

[64] О. Радоњић (2009).

[65] R. Pollin (1997).

[66] H. P. Minsky (1986), стр. 281.