

Financijski klub

Financijske krize

**DEREGULACIJA I MONETARNA POLITIKA FED-a KAO UZROCI
GLOBALNE FINANCIJSKE KRIZE**

Istraživački rad

Milan Deskar Škrbić

milan.deskar-skrbic@inet.hr

Ključne riječi: financijska kriza, deregulacija, monetarna politika, financijske inovacije

Zagreb, listopad 2009. godine

1. UVOD:

Niti jedna financijska kriza u povijesti nije bila tako globalnih razmjera kao ona koja je započela krajem 2007. godine, ali razmjeri u kojima su financijski sustavi različitih zemalja pridonijeli stvaranju ove krize se bitno razlikuju. Kada dođe do takvog globalnog kolapsa važno je istražiti tko je glavni krivac, a tko najveća žrtva te zašto su neke zemlje doslovno bankrotirale, dok su druge uspjele čak ojačati svoju globalnu poziciju.

Kolaps financijskog sustava Islanda doveo je do potpunog bankrota te zemlje, dok su gospodarstva SAD-a i Velike Britanije u zadnji čas izbjegla takav scenarij. S druge strane, napredni bankovni sustavi Singapura i Kine nisu pretrpjeli nikakve teže posljedice, kao ni mnoga europska gospodarstva koja su se, iako usporena, uspjela na vrijeme stabilizirati.

Cilj je ovog rada pronaći i analizirati glavne uzroke, dati sažetu i kratku kronologiju te analizirati pakete stimulansa EU kao strategije izlaska iz krize. U prvom dijelu rada biti će objašnjeni temeljni uzroci koji potječu još od 80-ih godina 20. stoljeća kada se počela provoditi sustavna deregulacija financijskog sustava u SAD-u, objašnjena uloga FED-a te ukratko prikazano stvaranje balona cijena na tržištu nekretnina. Drugi će dio rada biti usmjeren k istraživanju novih financijskih instrumenata i tehnika, za koje mnogi misle da su glavni okidač¹ ove krize. Na kraju će biti sažeti temeljni zaključci, kao i vlastito mišljenje autora te projekcije za bližu budućnost.

2. UZROCI FINANCIJSKE KRIZE 2008

2.1. Deregulacija financijskih tržišta

Nakon što je u vrijeme Velike depresije 1930-ih, samo u SAD-u propalo preko 9000 banaka i izgubljeno 1/3 svih depozita, donesen je zakon² kojim je započeta čvrsta regulacija bankovnog sustava. Ovim je zakonom odvojeno komercijalno od investicijskog bankarstva, uveden je sustav osiguranja depozita (FDIC), bankama je zabranjeno pružimanje i distribucija novih emisija vrijednosnica osim državnih, zabranjeno im je imati podružnice koje su na bilo koji način uključene u trgovinu vrijednosnicama, zabranjeno je upravljačko povezivanje banaka i poduzeća s primarnom aktivnošću na tržištu vrijednosnica, ograničena im je kupnja i prodaja vrijednosnica za tuđi račun.³

Kao glavni od ciljeva regulacije banaka mogu se prikazati sljedeći:

1. osigurati stabilan bankovni sustav kako bi se ojačalo povjerenje javnosti, posebno malih štediša koji nisu u stanju sami procijeniti rizičnost banaka i sigurnost svojih depozita u njima
2. onemogućiti neodgovorno ponašanje banaka kroz preuzimanje prevelikih rizika

¹ eng. trigger

² Banking Act 1933; Glass-Steaglov zakon

³ Leko, V.: *Financijske institucije i tržišta*, Mikrorad, Zagreb, 2008, str. 109

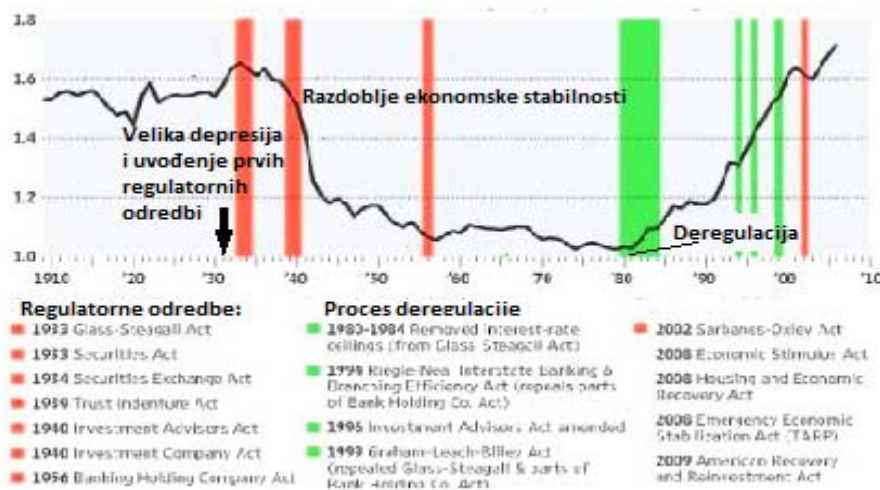
3. osigurati komitente i regularnost na financijskom tržištu
4. zaštititi same banke, tj. njihove vlasnike od loših odluka bankovnog managementa⁴

Ovakav je sustav regulacije postojao do 1980. godine kada su *Zakonom o modernizaciji financijskih usluga i Gramm-Leach-Bliley zakonom* iz 1999. izvan snage stavljenije zadnje preostale restriktivne odredbe *Glass-Steaglovog zakona*. Ovim je postupkom reregulacije bankama u SAD-u omogućena transformacija iz komercijalnih banaka u univerzalne, kakve su tradicionalno dominirale u Europi.

Iako su banke u svim financijskim sustavima temeljne i najvažnije financijske institucije te je stabilnost bankovnog sektora uvjet makroekonomske stabilnosti, u svakom financijskom sustavu postoji i sustav nebankovnih financijskih institucija. Temeljna razlika između banaka i ovih institucija je u izvorima sredstava, tj. pasivi bilance. Nebankovne institucije sredstva na tržištu mogu pribavljati na različite načine, ali ne smiju kreirati obveze primanjem depozita od najšire javnosti ili ih mogu primati od ograničenog segmenta tržišta (npr. štedne depozitne institucije)⁵.

Većina je ekonomista i financijskih stručnjaka suglasna u tome da je snažna deregulacija sigurno doprinijela poremećajima u prudencijalnom poslovanju te da je stvorila mogućnost za stvaranje različitih financijskih derivata, inovacija i agencija pomoću kojih su banke mogle lako ući na sekundarno financijsko tržište i „potajno“ trgovati depozitima stanovništva. Međutim, neki autori smatraju kako najveći problem nije u deregulaciji bankovnog sustava, već u tome da su nebankovne institucije bile slabo ili nikako kontrolirane. Jer kriza nije velikim dijelom uzrokovana dereguliranim institucijama koje su preuzele novi rizik, već rizikom koje su preuzimale institucije koje nikada nisu bile regulirane.⁶

Slika 1: Regulacija i deregulacija financijskih tržišta kroz povijest SAD-a



⁴ Ibidem., str. 108

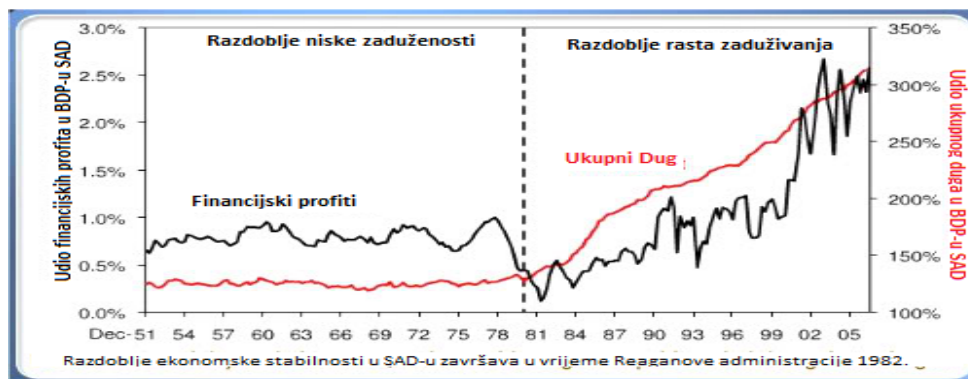
⁵ Ibidem., str. 53

⁶ Krugman, P.: *The return of depression economics*, W.W.Norton & Company, New York, 2009.

Izvor: Kindleberger, C. P.: *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Wiley, 2005

Slika 1 prikazuje postupke regulacije i deregulacije financijskih tržišta kroz povijest. Crveni stupci na grafikonu označavaju godine kada su doneseni regulativni propisi i zakoni u razdoblju nakon Velike depresije do 1980. godine, kada počinje postupak deregulacije (zeleni stupci). Crna linije prikazuje odnos između plaća u financijskom sektoru i prosječne plaće u ostalim djelatnostima. Vidljivo je kako je rast plaća u financijskom sektoru pozitivno koreliran s postupkom deregulacije. Zanimljivo je kako Sarbanes-Oxley Act⁷ iz 2002. godine nije snažno utjecao na pad plaća u financijskom sektoru, već su one počele u vrlo kratkom razdoblju ponovno rasti. Kroz povijest je doneseno 12 različitih propisa kojima se pokušalo regulirati financijske institucije SAD-a, ali ih je bilo dovoljno samo 4 kako bi se provela snažna deregulacija koja je omogućila boom u financijskom sektoru te na tržištima vrijednosnica.

Slika 2: Profiti financijskog sektora i ukupni dug SAD-a od 1950. do 2005



Izvor: *Federal Reserve & Moodys*

Slika 2: Crna linija prikazuje udio profita financijskog sektoru u BDP-u Sjedinjenih Američkih Država u razdoblju od 1951. do 2005. godine. Od maksimalnih 1%BDP-a u razdoblju do 1980. godine, kroz samo 30 godina nakon snažne deregulacije profiti financijskog sektora su narasli gotovo 3 puta, na 2,8% BDP-a u 2002. godini. Crvena linija prikazuje ukupno zaduživanje svih sektora američkog gospodarstva kao postotka BDP-a. Isprekidana linija dijeli američku povijest na razdoblje niske zaduženosti i razdoblje visoke zaduženosti, a prekretnica je 1980. godina i *Zakon o modernizaciji financijskih usluga*. Od 110% 1981. , udio duga u BDP-u raste na preko 300% 2005. godine. Taj je broj u 2008. godini narastao na rekordnih 360%!

Prema China Banking Regulatory Commission (CBRC) posljedice deregulacije se mogu očitovati u nekoliko temeljnih točaka:⁸

⁷ Sarbanes-Oxley Act je skup propisa kojima se uređuju zahtjevi financijskog izvještavanja. Kao glavni uzrok donošenja tih propisa smatraju se slučajevi malverzacija financijskim izvještajima tvrtki Enron, Tyco International, Adelphia, Peregrine Systems i WorldCom, koji su investitorimadonijeli gubitke od nekoliko milijardi dolara

⁸ Mingkang, L.: *Basic rules helped China sidestep bank crisis*, Financial Times, 28. lipanj 2009.

- „firewall“ između bankovnog i financijskog sektora narušen je nepouzdanim financijskim inovacijama
- zanemarena je makro-prudencijalna regulacija
- financijske su institucije koristile prevelike poluge i poslovale su netransparentno
- poslovanje financijskih institucija bilo je usmjereno kratkoročnim dobitima, a ne dugotrajnim investicijama

Iako su deregulacija bankovnog sustava i slaba regulacija nebankovnih institucija imale značajnu ulogu u stvaranju okruženja i uvjeta za nerazborito ponašanje investitora, poduzeća te građana, postoje i neki drugi čimbenici, posebice oni vezani uz monetarnu politiku SAD u posljednjih 20 godina koji su omogućili jeftini novac⁹ i stvaranje balona cijena, najprije vrijednosnica, a zatim i nekretnina u SAD-u.

2.2. Monetarna politika FED-a od 1980-2009 i stvaranje balona na tržištu nekretnina u SAD-u

Nakon naftnih šokova 1973. i 1979. godine američko je gospodarstvo snažno usporilo pa je u SAD od 1980-1982 službeno trajala recesija. Realni BDP je pao preko 6%, a stopa nezaposlenosti je 1982. dosegla visokih 7,5%. Osim naftnih šokova, 1970e godine su u Sjedinjenim Američkim Državama bile obilježene rekordno visokim stopama inflacije (13,5% 1980. godine) pa je FED, kako bi obuzdao inflaciju morao voditi restriktivnu monetarnu politiku, držeći kamatne stope na visokim razinama od prosječno 15%.¹⁰

Kako bi se potaknuo oporavak i gospodarski rast, provedena je ekspanzivna fiskalna politika, a 1981. su porezi naglo sniženi za 25%¹¹. Osim poteza vlade, oporavku američkog gospodarstva je sredinom 1980-ih doprinio i nagli pad cijena nafte. Kamatne stope su još neko vrijeme bile na visokoj razini, ali ih je FED počeo postepeno spuštati tako da je discount rate¹² sa 12% 1980. snižena na 7,5% 1985.

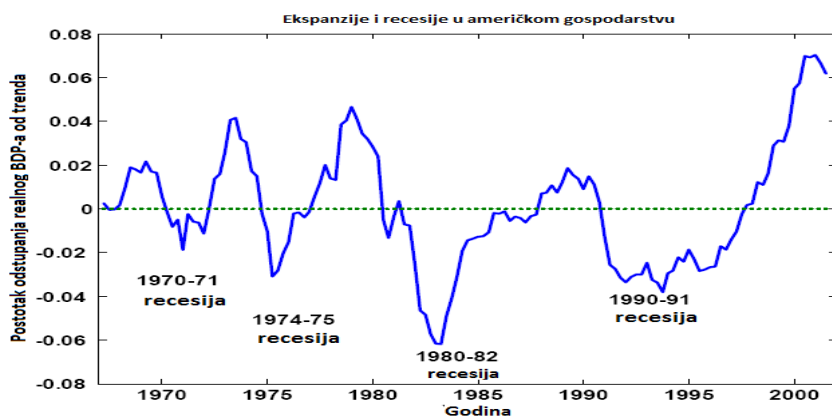
Slika 3: Recesije u SAD-u 1960-2006

⁹ eng. cheap money

¹⁰ Krugman, *Did the Federal Reserve Cause the Recession?*, New York Times, 1. travanj 2001.

¹¹ *Economic Recovery Tax Act of 1981*

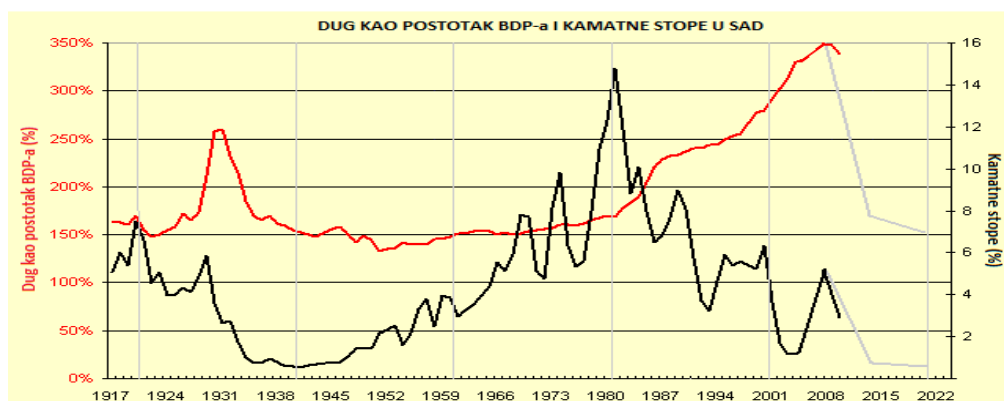
¹² kamatna stopa FED-a New York



Izvor: Krueger, P: *Intermediate macroeconomics*, Department of Economics University of Pennsylvania, 2007.

Slika 3 prikazuje recesije u Sjedinjenim Američkim Državama u razdoblju od 1960-2005. Nakon krize 1981-1982. započinje nagli oporavak i razdoblje viokih godišnjih stopa BDP-a do krize 90-ih. Postoje mnoge rasprave o tome da li je taj nagli oporavak bio ekonomski opravdan, tj. da li je stanje burzovnih indeksa odgovaralo stanju fundamenta.

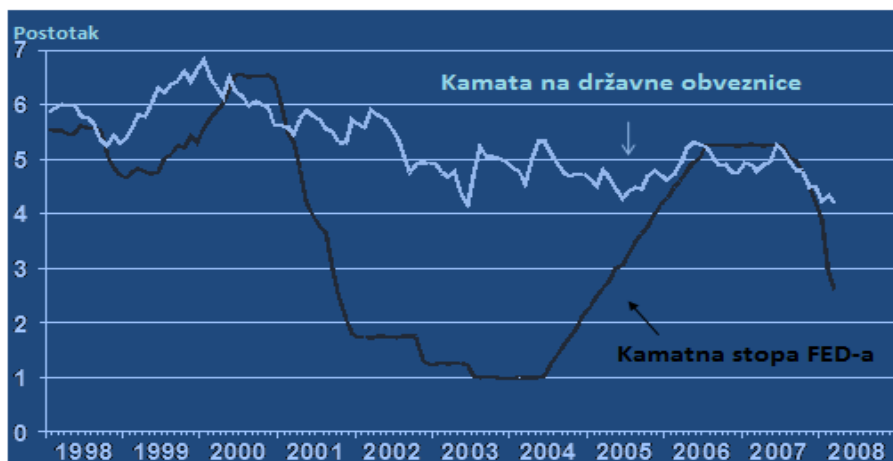
Slika 4: Kamatna stope i udio duga u BDP-u SAD-a



Izvor: National bureau of economic research

Na slici 4 jasno je vidljiv odnos kretanja kamatnih stopa i rasta ukupnog duga kao postotka BDP-a. Nakon spuštanja kamatnih stopa 80-ih godina dolazi do snažnog porasta zaduživanja poduzeća, stanovništva i banaka. Takvom je visokom rastu zaduživanja, snažno pridonijela i provedena deregulacija.

Slika 5: Kamatne stope FED-a i državnih obveznica od 1998. – 2008.

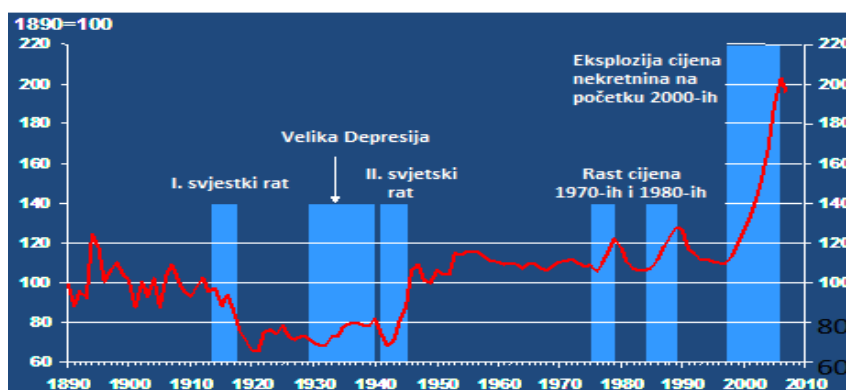


Izvor: 14th Dubrovnik Economic Conference of The Croatian National Bank, Dubrovnik, Croatia

Slika 5 prikazuje snažno spužtanje kamatnih stopa nakon terorističkog napada na WTC i dot.com krize. To je prvi put nakon Velike depresije da su kamatne stope dosegle razinu od samo 1%.

Upravo se taj potez FED-a, pod upravom Alana Greenspana smatra početkom real-estate balona na temelju kojeg je došlo do razvoja i širenja drugorazrednih hipotekarnih kredita u SAD-u, čije je prsnuće dovelo do globalno najraširenije financijske krize u povijesti. U ekonomskoj teoriji postoji pojam „Greenspanovi baloni“ koji se odnosi na prenapuhane cijene vrijednosnica 2000. godine i nerazmjerno visoke cijena nekretnina od 2004.-2007. godine. Iako su postojale naznake da postoji nesrazmjer između fundamenata i stopa rasta burzovnih indeksa te nekretnina, Alan Greenspan, kao predsjedavajući Odbora guvernera FED-a¹³ nije poduzeo nikakve poteze kojima bi spriječio nastajanje financijskih balona.

Slika 6: Recesije i cijene nekretnina u SAD-u



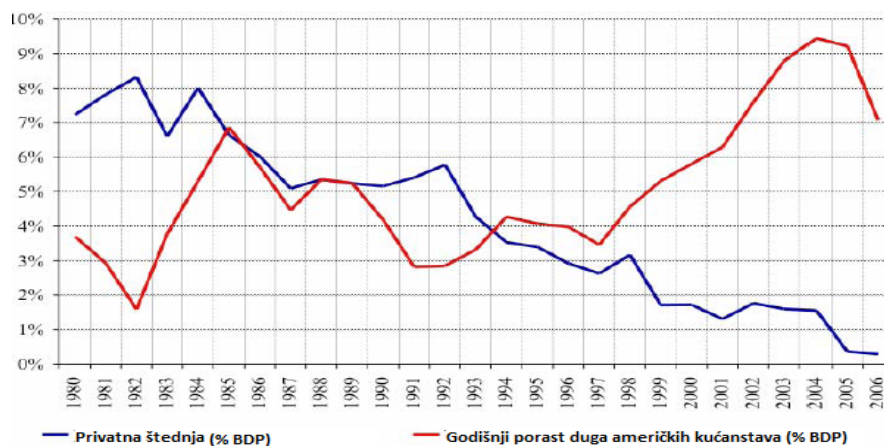
Izvor: 14th Dubrovnik Economic Conference of The Croatian National Bank, Dubrovnik, Croatia

¹³ eng. Board of Governors of the Federal Reserve System

Crvena linija na slici 6 označava kretanje cijena nekretnina u SAD-u. Kao bazna godina je uzeta 1890. Na grafikonu se jasno vidi kako je stopa rasta cijena nekretnina od 2000-2007 bila viša nego ikada u povijesti. Sa indeksa 120, u samo 7 godina dosegla je indeks 210. Na temelju tako snažnog rasta cijena dionica nastali su tzv. NINJA¹⁴ krediti i drugorazredni hipotekarni krediti jer bankama i ostalim agencijama nije bilo bitno da li će dužnik moći vratiti kredit, kada će mu u tom slučaju jednostavno oduzeti nekretninu i prodati je na tržištu po visokoj cijeni, budući da cijene nekretnina stalno rastu.

Balon cijena nekretnina je rastao usporedno s balonom vrijednosnica 90-ih godina. Stanovništvo, koje je povećalo svoje bogatstvo na temelju nevjerojatnog rasta burzovnih indeksa, tu je zaradu odlučilo većinom trošiti, što je dovelo do eksplozije privatne potrošnje i pada udjela štednje u raspoloživom dohotku na samo 2% 2000. godine (sa 5% sredinom 90-ih). Veliki je dio stanovništva usmjerilo svoju potrošnju upravo na tržište nekretnina, što je dovelo do povećane potražnje i automatskog rasta cijena nekretnina. Nekoliko je ekonomista napravilo seriju podataka koja pokazuje da cijene nekretnina gotovo nisu rasle od 1945-1995, da bi 2002. porasle za preko 30%.¹⁵

Slika 7: Kretanje stope štednje i duga kućanstava u SAD-u



Izvor: US Bureau of economic research

Na slici 8 je prikazano kretanje stope štednje i zaduživanja stanovništva SAD-a kao udjela u BDP-u. Crvena linija prikazuje stopu zaduživanja i vidljiv je značajan porast od 1980. , dok krajem 90-ih dolazi do potpune eksplozije zaduživanja (novi instrumenti i smanjeni kriteriji za zaduživanje). Plava linija prikazuje stopu štednje i njezin nagli pad nakon booma na tržištu vrijednosnica 90-ih godina.

Činjenica je da je renta istovremeno narasla za manje od 10%, dokazuje da se tržište nekretnina suočavalo s nastankom balona. Da su fundamentalni faktori „gurali“ cijene nekretnina prema gore, moralo bi doći do usporednog rasta rente, što se nije dogodilo. Neki su američki analitičari na to upozoravali još 2002. godine, ali su bili u velikoj manjini.¹⁶

¹⁴ NINJA= no income, no job, no asset

¹⁵ Schiller, R.: *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2006, Princeton

¹⁶ Peter Schiff u intervjuu za Bloomberg TV, lipanj 2002.

Da je tijek stvaranja balona na tržištu nekretnina pratio onaj iz Japana krajem 80-ih, on bi implodirao zajedno sa krahom tržišta vrijednosnica 2000-2002. Ali u SAD-u se dogodilo upravo suprotno jer je stanovništvo, kada je izgubilo povjerenje u tržište kapitala, usmjerilo svoje viškove na tržište nekretnina, za koje se smatralo da je najsigurnije ulaganje.

Jačanju ulaganja na tržištu nekretnina doprinijelo je i spuštanje kamatne stope od strane FED-a jer stopa na tridesetogodišnje hipotekarne kredite 2003. godine pala na najnižu stopu u posljednjih 50 godina (5,25%) te stvaranje novog oblika hipotekarnih kredita, ARM (adjustable rate mortgage), koji je stanovništvu omogućio dizanje većih hipoteka.

3. ZAKLJUČAK

Očito je kako su politika deregulacije i nagli pad kamatnih stopa FED-a potaknuli procvat financijskih tržišta, omogućili povoljno zaduživanje za sve sektore nacionalnog gospodarstva SAD-a, doveli do visokih profita u financijskom sektoru te omogućili kreditiranje „isključenih“. Da su nositelji ekonomske politike reagirali na vrijeme, najvjerojatnije bi održali zdrave stope rasta i usporili stvaranje takvih balona na tržištima vrijednosnica i nekretnina.

Iako se svakodnevno govori kako se vodeća gospodarstva počinju oporavljati i kako burzovni indeksi na mjesečnim razinama prvi puta rastu po stopama približno onim iz 2007. godine, treba biti oprezan s takvim projekcijama jer postoji velika mogućnost da se radi o recesiji W oblika budući da stope nezaposlenosti i pada industrijske proizvodnje u najvećem globalnom gospodarstvu (SAD) i dalje rastu. Na žalost, mnogi teoretičari i stručnjaci smatraju kako veliki broj investitora nije shvatio „pouku“ i da bi se, u slučaju da se ne uvede stroga regulacija i provede temeljita reforma financijskih sustava, ovakav scenarij mogao u vrlo kratkom roku ponoviti.

POPIS LITERATURE:

Knjige:

Kindleberger, C. P.: *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Wiley, 2005

Krueger, P: *Intermediate macroeconomics*, Department of Economics University of Pennsylvania, 2007

Krugman P., *The return of depression economics*, Norton & Co, New York, 2009

Leko, V.: *Financijske institucije i tržišta*, Mikrorad, Zagreb, 2008

Schiller, R.: *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, 2006

Stručni članci:

Krugman, Did the Federal Reserve Cause the Recession?, New York Times, 1. travanj 2001.

Mingkang, L.: *Basic rules helped China sidestep bank crisis*, Financial Times, travanj 2006.

POPIS ILUSTRACIJA:

Slika 1: Regulacija i deregucija kroz povijest	2
Slika 2: Profiti financijskog sektora i ukupni dug SAD-a od 1950. do 2005.....	3
Slika 3: Recesije u SAD-u 1960-2006	4
Slika 4: Kamatna stope i udio duga u BDP-u.....	5
Slika 5: Kamatne stope FED-a i državnih obveznica od 1998. – 2008.....	5
Slika 6: Recesije i cijene nekretnina u SAD-u	6
Slika 8: Kretanje stope štednje i duga kućanstava u SAD-u	7